

Banco de Portugal

Relatório do Conselho de
Administração

Relatório e Contas

Gerência de 2003

Lisboa 2004

BANCO DE PORTUGAL

Departamento de Estudos Económicos

Departamento de Contabilidade

Distribuição

Departamento de Serviços de Apoio

Área de Documentação, Edições e Museu

Av. Almirante Reis, 71

1150-012 Lisboa

Execução

Tipografia Peres, S.A.

Lisboa, 2004

Tiragem

6200 exemplares

Depósito Legal n.º 4514/84

ISSN 0870-0060



Órgãos do Banco*

Governador

Vítor Manuel Ribeiro Constâncio

Conselho de Administração

Governador

Vítor Manuel Ribeiro Constâncio

Vice-Governadores

António Manuel Martins Pereira Marta

José Agostinho Martins de Matos

Administradores

*José António da Silveira Godinho***

Manuel Ramos de Sousa Sebastião

Vítor Manuel da Silva Rodrigues Pessoa

* À data da publicação do actual Relatório.

** Nomeado pela resolução nº 54/2004 (2ª série) de 6 de Maio de 2004, in DR, II série nº 118 de 20/05/2004, em substituição do Dr. Herlânder dos Santos Estrela.

Conselho de Auditoria

Presidente

Emílio Rui da Veiga Peixoto Vilar

Vogais

Rui José da Conceição Nunes

Modesto Teixeira Alves

José Vieira dos Reis (Revisor Oficial de Contas)

Conselho Consultivo

Vítor Manuel Ribeiro Constâncio

António Manuel Martins Pereira Marta

José Agostinho Martins de Matos

António Manuel Pinto Barbosa

Manuel Jacinto Nunes

José da Silva Lopes

José Alberto Vasconcelos Tavares Moreira

Luís Miguel Couceiro Pizarro Beleza

António José Fernandes de Sousa

Valentim Xavier Pintado

António Manuel Rebelo Quintal

Emílio Rui da Veiga Peixoto Vilar

Roberto de Sousa Rocha Amaral

Miguel Ribeiro Cadilhe

Almerindo da Silva Marques

João Maurício Fernandes Salgueiro

Vasco Manuel Silva Pereira

Responsáveis pelos Órgãos de Direcção e Delegações

Gabinete do Governador e dos Conselhos (GAB)

Paulo Ernesto Carvalho Amorim

Secretário dos Conselhos (SEC)

Paulo Ernesto Carvalho Amorim

Departamento de Auditoria (DAU)

José Cunha Nunes Pereira

Departamento de Contabilidade e Controlo (DCC)

Vitor Manuel G. Pimenta e Silva

Departamento de Emissão e Tesouraria (DET)

Manuel Pimentel Castelhana

Departamento de Estatística (DDE)

João António Cadete de Matos

Departamento de Estudos Económicos (DEE)

Maximiano Reis Pinheiro

Departamento de Gestão e Desenvolvimento de Recursos Humanos (DRH)

António Pinto Pereira

Departamento de Mercados e Gestão de Reservas (DMR)

Rui Manuel F. Rodrigues Carvalho

Departamento de Organização, Sistemas e Tecnologias de Informação (DOI)

Paulino A. M. Magalhães Corrêa

Departamento de Relações Internacionais (DRI)

Paulo Ernesto Carvalho Amorim

Departamento de Serviços de Apoio (DSA)

Henrique Möller Miranda

Departamento de Serviços Jurídicos (DJU)

José Simões Patrício

Departamento de Sistemas de Pagamentos (DPG)

Eugénio Fernandes Gaspar

Departamento de Supervisão Bancária (DSB)

Carlos Eduardo Lemos Santos

Fundo de Pensões

Helena Maria Martins Adegas

Filial

Manuel Maia Marques

Delegações Regionais

Delegação Regional dos Açores

Egberto T. Bettencourt Mendes

Delegação Regional da Madeira

Victor Manuel Geraldês Ribeiro

Agências Distritais

Braga

Maria Heliadora Vieira Geraldês de Matos

Castelo Branco

Maria João Botelho Simões Raposo de Sousa

Coimbra

António Albuquerque

Évora

Casimiro José Andrade Veloso

Faro

Abel Pereira Correia

Vila Real

João Reis Cariano

Viseu

João Maria Albuquerque Beirão

Índice

ÍNDICE

Órgãos do Banco	III
Conselho de Auditoria	V
Responsáveis pelos Órgãos de Direcção e Delegações	VII

PARTE I. ANÁLISE DA SITUAÇÃO ECONÓMICA

<i>Introdução</i>	5
<i>Caixa: Alguns factos sobre as recessões de 1984, 1993 e 2003</i>	15

Capítulo I. ÁREA DO EURO

I.1. Enquadramento Externo da Área do Euro.	25
I.1.1. A economia mundial em 2003	25
I.1.2. Estados Unidos da América	33
I.1.3. Japão	40
I.1.4. Reino Unido	43
I.1.5. Outras economias	46
<i>Caixa I.1.1. Alargamento da União Europeia: os novos Estados-Membros</i>	48
I.2. Evolução Económica na Área do Euro	53
I.2.1. Actividade económica e preços	53
I.2.1.1. Actividade económica e mercado de trabalho	53
I.2.1.2. Preços e custos	59
I.2.2. Política orçamental	63
I.2.3. Política monetária e condições monetárias na área do euro	65
<i>Caixa I.2.1. Transmissão das variações cambiais aos preços na área do euro</i>	71
<i>Caixa I.2.2. As actualizações dos programas de estabilidade.</i>	75
<i>Caixa I.2.3. A avaliação da estratégia de política monetária do BCE</i>	78
<i>Caixa I.2.4. As alterações ao quadro operacional da política monetária do Eurosistema.</i>	80

Capítulo II. ECONOMIA PORTUGUESA

II.1. Condições Monetárias e Financeiras da Economia Portuguesa	85
II.1.1. Condições monetárias e financeiras	85
II.1.2. Evolução da dívida e dos depósitos do sector privado não financeiro	91
II.1.3. Evolução da síntese monetária	96
II.2. Política Orçamental	98
II.2.1. Caracterização geral	98
II.2.2. Receitas correntes	102
II.2.3. Despesas correntes	104
II.2.4. Fluxos financeiros com a União Europeia	106
II.2.5. Receitas e despesas de capital	107
II.2.6. Ajustamentos défice-dívida	109
II.2.7. Dívida pública	111
<i>Caixa II.2.1. Perspectivas orçamentais</i>	114

II.3. Despesa e Produção	117
II.3.1. Caracterização geral	117
II.3.2. Despesa	117
II.3.2.1. Consumo privado	117
II.3.2.2. Consumo público	122
II.3.2.3. Formação bruta de capital	122
II.3.2.4. Exportações e importações	126
II.3.3. Produção	130
Caixa II.3.1. A poupança das famílias e o ciclo económico	138
Caixa II.3.2. O comportamento da procura externa de bens relevante para a economia portuguesa	141
Caixa II.3.3. Evolução da estrutura produtiva e das exportações em Portugal desde a adesão à Comunidade Económica Europeia.	145
II.4. Emprego e Salários	153
II.4.1. Caracterização geral	153
II.4.2. Evolução do emprego	155
II.4.3. Desemprego	158
II.4.4. Salários	161
II.5. Preços	164
II.5.1. Caracterização geral	164
II.5.2. Evolução da inflação em 2003	165
II.5.3. Diferencial de inflação face à área do euro	172
II.6. Balança de Pagamentos	175
II.6.1. Caracterização geral	175
II.6.2. Balança corrente e balança de capital	178
II.6.3. Balança financeira	181
II.6.4. Posição de investimento internacional	184
Caixa II.6.1. Os fluxos de investimento directo estrangeiro	186
II.7. Mercados Financeiros	190
II.7.1. Caracterização geral	190
II.7.2. Análise do mercado de capitais	191
II.7.2.1. Mercado de dívida	191
II.7.2.2. Mercado de acções	192
II.7.2.3. Mercado primário	195
II.7.2.4. Mercado secundário e de derivados	200
II.7.3. Fundos de investimento e de pensões	202
Caixa II.7.1. Medidas de liquidez no mercado de acções português	205
II.8. Sistema Bancário	209
II.8.1. Caracterização geral	209
II.8.2. Estrutura de mercado	211
II.8.3. Actividade bancária	212
II.8.3.1. Crédito	215
II.8.3.1.1. Empréstimos a particulares	216
II.8.3.1.2. Empréstimos a sociedades não financeiras	219
II.8.3.2. Exposição face a mercados emergentes	223
II.8.3.3. Incumprimento e provisionamento do crédito	224
II.8.3.4. Carteira de títulos	226
II.8.3.5. Recursos	227

II 8.4. Rendibilidade	231
II.8.5. Solvabilidade	238
<i>Caixa II.8.1. Alteração do regime de provisionamento do crédito vencido e de cobrança duvidosa</i>	<i>241</i>
II.9. Financiamento da Economia	244
II.9.1. Caracterização geral	244
II.9.2. Sectores internos	249
II.9.2.1. Particulares	249
II.9.2.2. Empresas não financeiras	254
II.9.2.3. Administrações públicas	257
II.9.2.4. Sector financeiro	260
II.9.3. Sector externo	264

PARTE II. RELATÓRIO E CONTAS

Capítulo III. ACTIVIDADE DO BANCO

III.1. A supervisão das Instituições de Crédito e das Sociedades Financeiras e a Garantia de Depósitos	269
III.1.1. Aspectos genéricos	269
III.1.2. Enquadramento regulamentar das actividades das instituições e das funções de supervisão	269
III.1.3. Actividades de supervisão	271
III.1.3.1. Evolução do universo das instituições	271
III.1.3.2. Acompanhamento das instituições e grupos financeiros	272
III.1.4. Actividades de consultoria, estudos e gestão de informação	273
III.1.5. Reclamações e processos de contra-ordenação	274
III.1.6. Cooperação com outras autoridades de supervisão e actividade internacional	275
III.1.7. Fundo de garantia de depósitos	276
III.2. Emissão Monetária	280
III.2.1. Emissão e circulação de notas	280
III.2.2. Moeda metálica	286
III.3. Sistemas de Pagamentos	288
III.3.1. Sistemas de liquidação por bruto: SPGT/TARGET	289
III.3.2. Sistemas de liquidação por compensação: SICOI	292
III.3.3. Regulamentação e controlo dos meios de pagamento	293
III.4. Actividade do banco no âmbito do sistema europeu de Bancos Centrais (SEBC)	294
III.4.1. Execução da Política Monetária	294
III.4.1.1. Gestão da liquidez	295
III.4.1.2. Operações de refinanciamento	295
III.4.1.3. Mercado monetário do euro	297
III.4.1.4. Sistema de reservas mínimas	298
III.4.1.5. Activos elegíveis	298
III.4.1.6. Novo quadro operacional da política monetária única	299
III.4.1.7. Consulta pública sobre a política de activos elegíveis	300
III.4.1.8. Bilhetes do Tesouro	300
III.4.2. Gestão das reservas do Banco Central Europeu (BCE)	301
III.5. Estudos e Análise	301
III.6. Informação Estatística	302
III.7. Relações Internacionais	304
III.8. Actividades de Natureza Financeira	309
III.8.1. Gestão de activos próprios	309

III.8.2. Relações financeiras com o Estado.	309
III.9. Autoridade Cambial.	309
III.10. Organização e Gestão Interna.	310
III.10.1. Recursos Humanos.	310
III.10.2. Fundo de Pensões.	313
III.10.3. Organização e Informática.	314
III.10.4. Informação e Documentação.	316
III.10.5. Serviços Jurídicos.	316
III.10.6. Auditoria Interna.	317
III.10.7. Edifícios e Instalações.	319

Capítulo IV. BALANÇO E CONTAS

IV.1. Apresentação e proposta de distribuição de resultados.	322
IV.2. Demonstrações financeiras.	324
IV.3. Notas às Demonstrações Financeiras.	327
Nota 1: Bases de apresentação e principais políticas.	327
1.1. Bases de apresentação.	327
1.2. Resumo das principais políticas.	327
Nota 2: Ouro e Ouro a Receber.	333
Nota 3: Operações activas e passivas com Fundo Monetário Internacional.	334
Nota 4: Depósitos, títulos e outras aplicações em Moeda Estrangeira (ME).	334
Nota 5: Depósitos, títulos e outras Aplicações em Euro.	335
Nota 6: Financiamento às IC's da Área Euro Relacionado com operações de política monetária em euros.	336
Nota 7: Activos e passivos para com o Eurosistema.	336
Nota 8: Imobilizado.	337
Nota 9: Outros activos financeiros.	338
Nota 10: Variações patrimoniais de operações extrapatrimoniais.	338
Nota 11: Acréscimos e diferimentos activos.	339
Nota 12: Contas diversas e de regularização do activo.	339
Nota 13: Notas em circulação.	340
Nota 14: Responsabilidades para com as IC's da Área Euro.	340
Nota 15: Certificados de Dívida.	340
Nota 16: Responsabilidades internas para com outras entidades em euro.	341
Nota 17: Responsabilidades externas em euro.	341
Nota 18: Responsabilidades internas e externas em moeda estrangeira.	341
Nota 19: Acréscimos e diferimentos passivos.	341
Nota 20: Responsabilidades diversas.	342
Nota 21: Provisões.	342
Nota 22: Diferenças de reavaliação.	343
Nota 23: Capital próprio.	343
Nota 24: Resultado líquido de juros e de custos e de proveitos equiparados.	344
Nota 25: Resultados realizados em operações financeiras.	345
Nota 26: Prejuízos não realizados em operações financeiras.	345
Nota 27: Rendimento de acções e participações.	345
Nota 28: Resultado líquido do rendimento monetário.	345
Nota 29: Outros proveitos e ganhos e outros custos e perdas.	346
Nota 30: Custos com pessoal.	346
Nota 31: Imposto sobre lucros.	347
Nota 32: Contas extrapatrimoniais.	347
Nota 33: Pensões de reforma e sobrevivência.	348
Nota 34: Acontecimentos subsequentes.	352
IV.4. Relatório dos Auditores Externos.	354
IV.5. Relatório e Parecer do Conselho de Auditoria.	355

QUADROS

Parte I – ANÁLISE DA SITUAÇÃO ECONÓMICA

*Introdução**Caixa: Alguns factos sobre as recessões de 1984, 1993 e 2003*

[1.]	Portugal – Indicadores económicos para as recessões de 1984, 1993 e 2003	16
1A	Área do euro – Principais indicadores económicos, 2001-2003	20
1B	Portugal – Principais indicadores económicos, 2001-2003	21

Capítulo I. ÁREA DO EURO**I.1. Enquadramento Externo da Área do Euro**

I.1.1.	Produto interno bruto, inflação e balança corrente	26
I.1.2.	Administrações públicas	27
I.1.3.	Índices accionistas globais e por sectores	29
I.1.4.	Taxas de juro de longo prazo e taxas de câmbio	31
I.1.5.	EUA – Principais indicadores económicos	34
I.1.6.	EUA – Contas nacionais	36
I.1.7.	Japão – Principais indicadores económicos	41
I.1.8.	Japão – Contas nacionais	41
I.1.9.	Japão – Créditos de cobrança duvidosa e lucros no sector bancário	42
I.1.10.	Reino Unido – Principais indicadores económicos	45
I.1.11.	Reino Unido – Contas nacionais	45

Caixa I.1.1. Alargamento da União Europeia: os novos estados membros

[1.]	População e PIB a preços correntes	48

I.2. Evolução Económica na Área do Euro

I.2.1.	Área do euro – Indicadores da actividade económica	54
I.2.2.	Países da área do euro – PIB e contributos da procura interna e das exportações líquidas	59
I.2.3.	Área do euro – IHPC e outros indicadores de preços e custos	60
I.2.4.	Países da área do euro – IHPC	63
I.2.5.	Posição orçamental na área do euro	64
I.2.6.	Saldos orçamentais e dívida pública na área do euro	64
I.2.7.	Taxas de juro do Banco Central Europeu	66
I.2.8.	Taxas de câmbio e taxas de juro na área do euro	68
I.2.9.	Agregados monetários e contrapartidas	68

Caixa I.2.1. Transmissão das variações cambiais aos preços na área do euro

[1.]	Conteúdo importado no consumo final e margens de distribuição	73

Caixa I.2.2. As actualizações dos programas de estabilidade

[1.]	Saldo orçamental e dívida pública nas actualizações dos programas de estabilidade	75
[2.]	Taxas de crescimento do PIB real nas actualizações dos programas de estabilidade	76

Capítulo II. ECONOMIA PORTUGUESA**II.1. Condições Monetárias e Financeiras da Economia Portuguesa**

II.1.1.	Taxas de juro nominais	88
II.1.2.	Empréstimos bancários ao sector privado não financeiro residente	93
II.1.3.	Síntese monetária	94
II.1.4.	Depósitos bancários do sector privado não financeiro residente	95

II.2. Política Orçamental

II.2.1.	Principais indicadores orçamentais	99
II.2.2.	Receitas correntes das administrações públicas	101
II.2.3.	Despesas correntes das administrações públicas	104
II.2.4.	Fluxos financeiros com a União Europeia	107
II.2.5.	Receitas e despesas de capital das administrações públicas	108
II.2.6.	Défice e variação da dívida das administrações públicas	110
II.2.7.	Decomposição da variação do rácio da dívida das administrações públicas	111
II.2.8.	Dívida das administrações públicas – Por instrumentos	113
II.2.9.	Dívida das administrações públicas – Por detentores	113
	<i>Caixa II.2.1. Perspectivas orçamentais</i>	
[1.]	Contas das administrações públicas	115

II.3. Despesa e Produção

II.3.1.	Produto interno bruto – Óptica da despesa	118
II.3.2.	Evolução intra-anual da actividade económica	119
II.3.3.	Rendimento disponível dos particulares	121
II.3.4.	Indicadores de investimento	123
II.3.5.	Evolução das exportações por tipo de produtos	125
II.3.6.	Exportações de mercadorias por zonas económicas e países de destino	126
II.3.7.	Evolução das importações por tipo de produtos	129
II.3.8.	Produto interno bruto	131
II.3.9.	Indústria	133
II.3.10.	Construção – Indicadores de actividade	134
II.3.11.	Serviços – Indicadores de actividade	135
	<i>Caixa II.3.2. O comportamento da procura externa de bens relevante para a economia portuguesa</i>	
[1.]	Procura externa de bens	141
[2.]	Exportações portuguesas, procura externa e quota de mercado	144
	<i>Caixa II.3.3. Evolução da estrutura produtiva e das exportações em Portugal desde a adesão à Comunidade Económica Europeia</i>	
[1.]	Valor acrescentado bruto e emprego nos principais sectores da economia portuguesa	145
[2.]	Valor acrescentado bruto e emprego nos principais sectores da economia	147
[3.]	Valor acrescentado bruto e emprego na indústria transformadora	149
[4.]	Estrutura das exportações de mercadorias (preços correntes)	150
[5.]	Comparação da estrutura das exportações de mercadorias por grupos de produtos (com base na CTIC)	151

II.4. Emprego e Salários

II.4.1.	Síntese de indicadores do mercado de trabalho	153
II.4.2.	População, emprego e desemprego	154
II.4.3.	Variação do emprego de acordo com a situação na profissão e por tipo de contrato	155
II.4.4.	Emprego, horas trabalhadas e duração média do horário de trabalho	156
II.4.5.	Mobilidade do trabalho	157
II.4.6.	Fluxos de entrada e saída entre diferentes estados no mercado de trabalho	158
II.4.7.	Distribuição dos desempregados por razão da procura de emprego	159
II.4.8.	Taxa de desemprego juvenil por níveis de escolaridade	160
II.4.9.	Remunerações médias implícitas na regulamentação colectiva do trabalho	161
II.4.10.	Salário mínimo nacional	162
II.4.11.	Portugal e área do euro – Custos de trabalho no total da economia	163

II.5. Preços

II.5.1.	IPC – Principais classes e agregados	166
II.5.2.	IPC – Serviços	170
II.5.3.	IHPC – Serviços	174

II.6. Balança de Pagamentos	
II.6.1. Balança de pagamentos	176
II.6.2. Evolução da balança financeira	177
II.6.3. Viagens e turismo.	180
II.6.4. Investimento de carteira	182
II.6.5. Posição de investimento internacional	185
<i>Caixa II.6.1. Os fluxos de investimento directo estrangeiro</i>	
[1.] Fluxos de investimento directo	187
II.7. Mercados Financeiros	
II.7.1. Volatilidade e correlações de índices bolsistas	193
II.7.2. Emissões líquidas de títulos por residentes nos mercados externo e interno (excepto unidades de participação em fundos de investimento) – Por sector institucional.	195
II.7.3. Emissões líquidas de títulos por residentes nos mercados externo e interno (excepto unidades de participação em fundos de investimento) – Por tipo de instrumento.	197
II.7.4. Emissões brutas de obrigações de médio e longo prazo por residentes nos mercados interno e externo.	198
II.7.5. Posição e movimento de acções	199
II.7.6. Capitalização accionista em percentagem do PIB.	199
II.7.7. Posição e movimento de obrigações	201
II.7.8. Bolsa de derivados	202
II.7.9. Composição da carteira dos fundos de investimento mobiliário e fundos de mercado monetário	203
<i>Caixa II.7.1. Medidas de liquidez no mercado de acções português</i>	
[1.] Medidas de liquidez no mercado accionista português.	205
[2.] Caracterização de medidas de liquidez entre países	207
II.8. Sistema Bancário	
II.8.1. Quadro síntese	210
II.8.2. Estrutura do sistema bancário	211
II.8.3. Quota de mercado dos cinco maiores grupos bancários	212
II.8.4. Quota de mercado dos bancos não domésticos.	212
II.8.5. Balanço do sistema bancário	213
II.8.6. Balanço	214
II.8.7A. Empréstimos bancários a particulares	217
II.8.7B. Empréstimos bancários a sociedades não financeiras	220
II.8.8. Empréstimos sindicados internacionais a empresas não financeiras residentes em Portugal.	222
II.8.9. Exposição agregada do sistema bancário português face a mercados emergentes	223
II.8.10. Demonstração de resultados – Base consolidada – Milhões de euros	232
II.8.11. Demonstração de resultados – Base consolidada – Em percentagem do activo médio	233
II.8.12. Taxas de remuneração média implícita das principais rubricas do balanço.	236
II.8.13. Adequação de fundos próprios	240
II.9. Financiamento da Economia	
II.9.1A. Fluxos de fundos na economia portuguesa – 2002	245
II.9.1B. Fluxos de fundos na economia portuguesa – 2003 ^E	246
II.9.2. Operações financeiras dos particulares	251
II.9.3. Operações financeiras das empresas não financeiras.	255
II.9.4. Operações financeiras das administrações públicas.	258
II.9.5. Operações financeiras do sector financeiro	261
II.9.6A. Operações financeiras do sector financeiro – 2002	262
II.9.6B. Operações financeiras do sector financeiro – 2003 ^E	263
II.9.7. Operações financeiras com o sector externo	265

PARTE II. RELATÓRIO E CONTAS

Capítulo III. Actividade do Banco

Instituições registadas em 31/12/2003.....	277
Registos efectuados em 2003 (novas instituições).....	278
Cancelamentos efectuados em 2003	279
Evolução da emissão – 2002/2003.....	280
Evolução da circulação – 2002/2003	281
Valor médio das notas em circulação	281
Notas lançadas em circulação – 2002/2003	282
Notas processadas nos sistemas de escolha – 2002/2003.....	284
Taxa média de inutilização por denominação – 2003.....	284
Notas contrafeitas detectadas em 2003 por denominação	285
Notas de escudo recolhidas e por recolher em 2003.....	286
Moeda comemorativa	287
Posição em 31.12.03 da moeda metálica de euro emitida	287
Operações processadas no SPGT.....	289
Operações processadas no SICOI	291
Efectivos/evolução – efectivos.....	311
Efectivos/evolução – categorias	311
Efectivos	311
Pirâmide etária/evolução.....	311
Antiguidade na banca/evolução.....	312
Formação escolar	312
Reformados e pensionistas/evolução.....	312
Formação/evolução.....	312
Valores de fecho de exercício do Fundo de Pensões.....	314
Auditoras de âmbito interno repartidas por áreas de incidência	318

Capítulo IV. Balanço e Contas

Balanço do Banco de Portugal em 31 de Dezembro de 2003.....	324
Conta de Resultados	326
Nota 1: Bases de apresentação e principais políticas contabilísticas – Imobilizações corpóreas	332
Nota 2: Ouro e ouro a receber	333
Nota 3: Operações activas e passivas com o Fundo Monetário Internacional (FMI)	334
Nota 4: Depósitos, títulos e outras aplicações em moeda estrangeira	334
Nota 5: Depósitos, títulos e outras aplicações em euro	335
Nota 8: Imobilizado	337
Nota 9: Outros activos financeiros.....	338
Nota 10: Variações patrimoniais de operações extrapatrimoniais	338
Nota 11: Acréscimos e diferimentos activos	339
Nota 12: Contas diversas e de regularização do activo	339
Nota 13: Notas em circulação.....	340
Nota 19: Acréscimos e diferimentos passivos	341
Nota 20: Responsabilidades diversas	342
Nota 21: Provisões	342
Nota 22: Diferenças de reavaliação	343
Nota 23: Capital próprio	343
Nota 24: Resultado líquido de juros e de custos e de proveitos equiparados.....	344
Nota 25: Resultados realizados em operações financeiras.....	345
Nota 26: Prejuízos não realizados em operações financeiras	345
Nota 29: Outros proveitos e ganhos e outros custos e perdas.....	346
Nota 30: Custos com pessoal	346
Nota 32: Contas extrapatrimoniais	347
Nota 33: Pensões de reforma e sobrevivência	350
Nota 34: Acontecimentos subsequentes	352

GRÁFICOS

PARTE I. ANÁLISE DA SITUAÇÃO ECONÓMICA

*Introdução**Caixa: Alguns factos sobre as recessões de 1984, 1993 e 2003*

[1.]	Produto interno bruto	15
[2.]	Portugal – Contributos para a variação real do PIB	17

*Capítulo I. ÁREA DO EURO**I.1. Enquadramento Externo da Área do Euro*

I.1.1.	Produto interno bruto e comércio mundiais	25
I.1.2.	Evolução das previsões do crescimento real do PIB	28
I.1.3.	Preços internacionais de matérias-primas	28
I.1.4.	Taxas de juro oficiais	28
I.1.5.	Mercados accionistas	30
I.1.6.	Volatilidades implícitas nos principais índices accionistas	30
I.1.7.	Volatilidade implícita nos preços das obrigações de dívida pública de longo prazo	30
I.1.8.	Taxas de rendibilidade de obrigações de dívida pública a 10 anos e taxas de rendibilidade de obrigações indexadas à inflação	32
I.1.9.	Taxas de rendibilidade de obrigações de dívida pública a 10 anos e expectativas para o crescimento do PIB nominal no longo prazo	32
I.1.10.	Compras líquidas de obrigações do Tesouro norte-americano por entidades estrangeiras e taxa efectiva nominal do dólar	32
	Reservas oficiais (excluindo ouro)	32
I.1.11.	Estados Unidos e área do euro – Diferenciais entre as taxas de rendibilidade de obrigações de dívida privada e as obrigações de dívida pública	33
I.1.12.	Diferenciais entre as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública emitidas por economias de mercados emergente e as obrigações do Tesouro norte-americano	33
I.1.13.	EUA – Produto interno bruto	35
	EUA – Emprego por conta de outrem (não agrícola)	35
I.1.14.	EUA – Confiança dos consumidores e empresários	36
I.1.15.	EUA – Crédito às famílias	37
	EUA – Taxa de juro de crédito com hipoteca de habitação	37
I.1.16.	EUA – Consumo privado, rendimento disponível e poupança	37
	EUA – Variação da riqueza líquida dos particulares e mais-valias em acções e imobiliário	37
I.1.17.	EUA – Lucros (sector empresarial)	38
I.1.18.	EUA – FBCF privada	38
I.1.19.	EUA – Necessidade/capacidade de financiamento por sector	39
I.1.20.	EUA – Emprego e taxa de desemprego	40
I.1.21.	EUA – Produtividade horária	40
I.1.22.	Japão – Produto interno bruto	40
I.1.23.	Japão – FBCF não residencial do sector privado e confiança dos industriais	42
I.1.24.	Japão – Consumo privado, rendimento disponível e poupança	43
I.1.25.	Japão – Necessidade/capacidade de financiamento por sector	43
I.1.26.	Japão – Exportações de mercadorias (volume)	43
I.1.27.	Japão – Mercado de trabalho	44
I.1.28.	Japão – Preços no consumidor	44
I.1.29.	Reino Unido – Consumo privado, rendimento disponível e poupança das famílias	46

	Reino Unido – Preços na habitação e crédito hipotecário	46
I.1.30.	Reino Unido – Preços no consumidor	46
	<i>Caixa I.1.1. Alargamento da união europeia: os novos estados-membros</i>	
[1.]	PIB <i>per capita</i> medido em paridades do poder de compra: convergência para a média da União Europeia (UE-15)	48
[2.]	Crescimento e inflação nos países da adesão	49
[3.]	Peso da União Europeia (UE-15) no comércio dos países da adesão.	49
[4.]	<i>Stock</i> de investimento directo estrangeiro	50
[5.]	Taxa de câmbio nominal face ao euro nos países da adesão.	50
[6.]	Diferencial de taxas de juro de longo prazo relativamente à União Europeia (UE-15)	51
[7.]	Défice orçamental e dívida pública nos países da adesão.	51
[8.]	Variação do défice orçamental e da dívida pública nos países da adesão	52
I.2.	<i>Evolução Económica na Área do Euro</i>	
I.2.1.	Área do euro – PIB, procura interna e exportações	53
I.2.2.	Área do euro – Inquéritos de opinião aos consumidores	55
I.2.3.	Área do euro – Taxa de poupança das famílias e défice das administrações públicas	55
I.2.4.	Área do euro – FBCF e previsões para o crescimento do PIB no próximo ano	56
I.2.5.	Área do euro – Exportações de mercadorias	56
I.2.6.	Área do euro – Exportações de mercadorias e taxa de câmbio efectivo real	57
I.2.7.	Área do euro – VAB sectorial.	57
I.2.8.	Área do euro – VAB e emprego nos serviços em períodos de abrandamento da actividade económica – VAB dos serviços	58
	Área do euro – VAB e emprego nos serviços em períodos de abrandamento da actividade económica – Emprego nos serviços.	58
I.2.9.	Área do euro – Remunerações reais por trabalhador e produtividade.	58
I.2.10.	Área do euro – IHPC total e componentes	61
	Área do euro – IHPC total e componentes	61
	Área do euro – IHPC total e componentes	61
I.2.11.	Área do euro – IHPC, taxa de câmbio, preços de importação e preços no produtor – Preços de importação e taxa de câmbio nominal efectiva do euro.	62
	Área do euro – IHPC, taxa de câmbio, preços de importação e preços no produtor – Preços no produtor e preços de importação	62
	Área do euro – IHPC, taxa de câmbio, preços de importação e preços no produtor – IHPC e preços no produtor.	62
I.2.12.	Área do euro – IHPC serviços e custos de trabalho por unidade produzida.	62
I.2.13.	Países da área do euro – Dispersão da taxa de variação homóloga do IHPC.	63
I.2.14.	Actividade económica.	67
	Inflação	67
I.2.15.	Área do euro – Taxas de juro médias <i>overnight</i> derivadas a partir dos <i>swaps</i> sobre a <i>EONIA</i>	67
I.2.16.	Taxa de variação homóloga do crédito ao sector privado e taxas de juro reais na área do euro.	69
I.2.17.	Empréstimos a sociedades não financeiras e às famílias	69
	<i>Caixa I.2.1. Transmissão das variações cambiais aos preços na área do euro</i>	
[1.]	Área do euro – Taxa de câmbio nominal efectiva do euro e preços de importação.	72
[2.]	Área do euro – Taxa de câmbio nominal efectiva do euro, preços no produtor e IHPC total	72
	<i>Caixa I.2.4. As alterações ao quadro operacional da política monetária do Eurosistema</i>	
[1.]	Episódios de sublicitação ocorridos nas operações principais de refinanciamento conduzidas em 2003	81

[2.] Distribuição das propostas nas operações principais de refinanciamento de 3 de Março, 3 de Junho e 25 de Novembro de 2003	81

Capítulo II. ECONOMIA PORTUGUESA

II.1. Condições Monetárias e Financeiras da Economia Portuguesa

II.1.1. Condições monetárias da economia portuguesa – 1989-2003	85
II.1.2. Contributo das condições monetárias	86
II.1.3. Taxas de juro a 3 meses no mercado monetário (nominal e real)	86
II.1.4. Índice cambial efectivo para Portugal	87
II.1.5. Taxa de juro do mercado monetário, do saldo de depósitos a prazo do sector privado não financeiro e respectivo diferencial	87
II.1.6. Taxas de juro do crédito a particulares para aquisição de habitação	89
II.1.7. Margens no crédito a particulares	89
II.1.8. Taxas de juro do mercado monetário, de empréstimos bancários a sociedades não financeiras e respectivo diferencial	90
II.1.9A Critérios de aprovação do crédito bancário – Particulares	91
II.1.9B Critérios de aprovação do crédito bancário – Sociedades não financeiras	91
II.1.10A Crédito interno ao sector privado não financeiro – Taxas de variação homóloga – Particulares	92
II.1.10B Crédito interno ao sector privado não financeiro – Taxas de variação homóloga – Sociedades não financeiras	92
II.1.11. Depósitos do sector privado não financeiro – Taxa de variação homóloga – Depósitos junto de sector monetário residente	96
– Depósitos totais (em Portugal e no exterior)	96
II.1.12. Posição líquida do sector monetário (desagregação por sector institucional)	96

II.2. Política Orçamental

II.2.1. Variação do saldo total e do saldo total corrigido de medidas temporárias	100
Decomposição da variação do saldo total	100
II.2.2. Alteração da estrutura das receitas correntes das administrações públicas	102
II.2.3. Alteração da estrutura das despesas correntes das administrações públicas	105
II.2.4. Decomposição da variação do rácio da dívida	112

II.3. Despesa e Produção

II.3.1. Produto interno bruto	119
II.3.2. Contribuição dos componentes da despesa para o crescimento do PIB	119
II.3.3. Indicador coincidente do consumo privado	120
II.3.4. Indicador de confiança dos consumidores – Portugal e área do euro	120
II.3.5. Transferências internas para as famílias	121
II.3.6. FBCF empresarial e indicador de sentimento económico	122
II.3.7. Apreciação da actividade no sector de construção e obras públicas	124
II.3.8. Quota de mercado das exportações portuguesas de mercadorias	127
II.3.9. Margem de lucro unitária no sector exportador	128
II.3.10. Taxa de penetração das importações de bens e serviços para utilização final	130
II.3.11. Indicador coincidente da actividade	130
II.3.12. Indicador de confiança na indústria	132
II.3.13. Indústria transformadora	132
II.3.14. Indicadores de confiança no comércio	134

Caixa II.3.1. A poupança das famílias e o ciclo económico

[1.] Taxa de poupança das famílias e taxa de inflação	139
[2.] Taxa de poupança das famílias e peso das transferências internas	139
[3.] Diferenças da taxa de poupança face ao ano de regressão	140
[4.] Evolução da poupança das famílias	140

Caixa II.3.2. O comportamento da procura externa de bens relevante para a economia portuguesa

[1.]	Pesos das principais áreas económicas nas exportações portuguesas e no PIB mundial	142
	<i>Caixa II.3.3. Evolução da estrutura produtiva e das exportações em Portugal desde a adesão à comunidade económica europeia</i>	
[1.]	Exportações portuguesas de mercadorias por principais grupos de produtos	150
II.4. Emprego e Salários		
II.4.1.	Crescimento do PIB privado e do emprego privado	153
II.4.2.	Preços e salários	155
II.4.3.	Contribuições sectoriais para a variação do emprego total.	156
II.4.4.	Evolução do número de desempregados.	159
II.4.5.	Taxa de desemprego por regiões.	160
II.4.6.	Produtividade	162
II.4.7.	Custos de trabalho unitários no sector empresarial	162
II.4.8.	Remunerações reais e produtividade	163
II.5. Preços		
II.5.1.	Índice de preços no consumidor	164
II.5.2.	IPC – Total excluindo bens alimentares não transformados e industriais energéticos	165
II.5.3.	Assimetria das taxas de variação homólogas do IPC.	167
II.5.4.	Distribuição das taxas de variação homólogas do IPC	167
II.5.5.	IPC e principais agregados.	168
II.5.6.	IPC e principais agregados– Taxas de variação homóloga	169
	Bens e serviços	169
	Bens alimentares e industriais	169
	Bens alimentares transformados e não transformados	169
	Bens industriais energéticos e não energéticos	169
II.5.7.	IPC – Serviços	171
II.5.8.	IPC – Agregado bens industriais energéticos	171
II.5.9.	IPC – Agregado bens alimentares não transformados.	172
II.5.10.	Índice harmonizado de preços no consumidor – Total e agregados –	
	Taxas de variação homóloga e diferenciais	173
	Total.	173
	Total sem energéticos	173
	Total sem energéticos e sem alimentares não transformados.	173
	Bens	173
	Alimentares não transformados	173
	Alimentares transformados	173
	Industriais energéticos	173
	Industriais não energéticos	173
	Serviços	173
II.6. Balança de Pagamentos		
II.6.1.	Composição da balança de pagamentos	175
II.6.2.	Composição da balança corrente.	175
II.6.3.	Balança corrente e balança de mercadorias	178
II.6.4.	Decomposição da variação do saldo da balança de mercadorias.	179
II.6.5.	Rendimentos de investimento	179
II.6.6.	Remessas de emigrantes/imigrantes	181
II.6.7.	Balança financeira	181
II.6.8.	Investimento de carteira – Instituições financeiras monetárias.	183
	<i>Caixa II.6.1. Os fluxos de investimento directo estrangeiro</i>	
[1.]	Fluxos de investimento directo	188
[2.]	Fluxos de investimento directo do exterior em Portugal	188
[3.]	Fluxos de investimento directo de Portugal no exterior	188

II.7. Mercados Financeiros

II.7.1.	Curva de rendimentos para Portugal	191
II.7.2.	Evolução das taxas de juro da dívida pública para Portugal e diferencial em relação à Alemanha.	192
II.7.3.	Diferenciais da taxa de rendibilidade da dívida pública a 10 anos em relação à Alemanha.	192
II.7.4.	Índices de acções	193
II.7.5.	Volatilidade histórica de índices de acções	194
II.7.6.	Rácios PER para os mercados português, europeu e americano	194
II.7.7.	Índice de acções para o mercado português	194
II.7.8.	Capitalização do mercado accionista	200
II.7.9.	Privatizações.	200
II.7.10.	Transacções no mercado secundário na Euronext Lisboa	202
II.7.11.	Volume da carteira de fundos mobiliários e fundos do mercado monetário	203
II.7.12.	Decomposição das subscrições líquidas de fundos de investimento mobiliário e fundos do mercado monetário	203
II.7.13.	Importância relativa dos fundos de investimento mobiliário para a área do euro e Portugal.	203
II.7.14.	Composição da carteira dos fundos	204
II.7.15.	Volume da carteira de fundos de pensões.	204
	<i>Caixa II.7.1. Medidas de liquidez no mercado de acções português</i>	
[1.]	Livro de ordens típico	206
[2.]	Diferenciais em níveis sucessivos do livro de ordens para os títulos do PSI-20	206
[3.]	Comportamento intradiário do <i>bid-ask spread</i>	208

II.8. Sistema Bancário

II.8.1.	Número de instituições no sistema bancário.	211
II.8.2.	Titularização.	216
II.8.3.	Crédito bancário a particulares	216
II.8.4.	Empréstimos bancários a particulares	218
II.8.5.	Indicador de acessibilidade e seus componentes	218
II.8.6.	Preços da habitação	218
II.8.7.	Número de contratos de crédito à habitação.	219
II.8.8.	Crédito vencido e actividade económica	224
II.8.9.	Rácios de incumprimento no crédito a clientes residentes	224
II.8.10.	Estimativa do fluxo anual de novos créditos vencidos (corrigidos de abatimentos ao activo).	225
II.8.11.	Rácio de incumprimento no crédito a clientes e provisionamento total do crédito	226
II.8.12.	Provisionamento total do crédito vencido e do crédito total	226
II.8.13.	Títulos e imobilizações financeiras do sistema bancário português	227
II.8.14.	Fontes de financiamento do sistema bancário.	228
II.8.15.	Fontes de financiamento do sistema bancário – Instituições domésticas	228
II.8.16.	Emissões internacionais de obrigações através de filiais e sucursais no exterior de grupos bancários portugueses	229
II.8.17.	Estrutura de maturidade residual de obrigações emitidas através de filiais e sucursais no exterior de grupos bancários portugueses.	229
II.8.18.	Rácio entre crédito (líquido de provisões) e recursos de clientes.	230
II.8.19.	Rácio entre crédito (líquido de provisões) e recursos de clientes (incluindo títulos)	230
II.8.20.	Rácio de cobertura dos passivos interbancários por activos de elevada liquidez	230
II.8.21.	<i>Gap</i> de liquidez em escalas cumulativas de maturidade.	231
II.8.22.	Rácios de rendibilidade	234
II.8.23.	Rendibilidade líquida do activo	234

II.8.24.	Variação da rentabilidade dos capitais próprios	234
II.8.25.	Margem financeira – Base consolidada	235
II.8.26.	Margem financeira.	235
II.8.27.	Resultados de operações financeiras	237
II.8.28.	Composição do produto bancário.	237
II.8.29.	Rácio entre os custos operacionais (custos administrativos e amortizações) e o produto bancário	238
II.8.30.	Rácio entre custos administrativos e produto bancário.	239

II.9. Financiamento da Economia

II.9.1.	Crescimento económico, investimento e poupança	244
II.9.2.	Situação financeira dos sectores institucionais	247
II.9.3A.	Investimento e poupança (interna e externa)	248
II.9.3B.	Poupança e investimento (administrações públicas <i>versus</i> sector privado)	248
II.9.3C.	Poupança dos sectores institucionais internos	248
II.9.4.	Poupança, investimento e capacidade/necessidade de financiamento	250
II.9.5.	Poupança dos particulares	250
II.9.6.	Poupança financeira dos particulares.	252
II.9.7.	Aplicações dos particulares – Fluxos	253
II.9.8.	Activos e passivos financeiros dos particulares – <i>Stocks</i>	253
II.9.9.	Juros recebidos e pagos pelos particulares	253
II.9.10.	Poupança, investimento e necessidade de financiamento.	254
II.9.11.	Poupança financeira das empresas não financeiras	254
II.9.12.	Recursos das empresas não financeiras – Fluxos – Por instrumentos	256
II.9.13.	Crédito não titulado a empresas não financeiras – Fluxos – Por prazos	256
II.9.14.	Crédito não titulado a empresas não financeiras – Fluxos – Por origem do crédito	256
II.9.15.	Aplicações das empresas não financeiras – Fluxos.	256
II.9.16.	Activos e passivos financeiros das empresas não financeiras – <i>Stocks</i>	257
II.9.17.	Juros pagos pelas empresas não financeiras	257
II.9.18.	Poupança financeira das administrações públicas	259
II.9.19.	Estrutura de financiamento das administrações públicas – Fluxos	260

PARTE II. RELATÓRIO E CONTAS

Capítulo III. Actividade do Banco

Evolução do valor em circulação.	280
Evolução dos levantamentos e depósitos de notas euro	282
Evolução dos depósitos totais de notas euro	282
Evolução dos depósitos de notas euro	282
Evolução dos levantamentos totais de notas de euro	283
Evolução dos levantamentos de notas de euro	283
Evolução do valor em circulação de moedas metálicas euro	286
Estrutura da circulação – Quantidade	286
Estrutura da circulação – Valor	286
Evolução dos levantamentos e depósitos de moeda de troco	287
Evolução do activo e passivo do fundo de pensões	313

Parte I

Análise da Situação Económica

Os dados utilizados na “*Parte I – Análise da Situação Económica*” correspondem a informação estatística mais recente de que se dispunha no momento em que este documento foi elaborado, estando, desta forma, sujeitos a revisões.

Introdução

INTRODUÇÃO

O ano de 2003 foi um ano de recessão para a economia portuguesa. A taxa de variação homóloga do Produto Interno Bruto (PIB), que se tornou negativa na segunda metade de 2002, atingiu o valor mais baixo no segundo trimestre de 2003, começando depois uma recuperação gradual, com reduções menos acentuadas nos terceiro e quarto trimestres. De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, no conjunto do ano, o PIB diminuiu 1.2 por cento em termos reais, após ter crescido 0.5 por cento em 2002. Pelo segundo ano consecutivo, o diferencial de crescimento da actividade económica entre Portugal e o conjunto da área do euro foi negativo (-0.4 e -1.6 pontos percentuais (p.p.) em 2002 e 2003, respectivamente).

A contracção do PIB português determinou a continuação da subida da taxa de desemprego, de 5.1 para 6.4 por cento da população activa, em média anual (4.1 por cento em 2001). Em termos intra-anuais, o aumento da taxa de desemprego foi menos pronunciado, passando de 6.2 por cento, no quarto trimestre de 2002, para 6.6 por cento, um ano depois. O emprego total reduziu-se 0.8 por cento em 2003, enquanto o emprego por conta de outrem diminuiu 1.0 por cento, na sequência de crescimentos muito ligeiros no ano anterior (0.2 e 0.1 por cento, respectivamente).

Em resultado da queda do produto ter sido mais pronunciada do que a redução do emprego total verificou-se, em 2003, uma ligeira diminuição da produtividade aparente do trabalho, após dois anos de crescimentos muito moderados. É de salientar que este comportamento da produtividade esteve associado, nos últimos anos, a uma redução continuada do número médio de horas trabalhadas na economia.

Com efeito, a produtividade por hora trabalhada, apesar de desacelerar em 2003, apresentou um crescimento de cerca de 2 por cento. No final da década de 90, a evolução do número de horas trabalhadas foi influenciada pela legislação que fixou um número máximo de 40 horas semanais. Mais recentemente, a redução do horário médio de trabalho reflectiu, por um lado, a posição cíclica da economia portuguesa (que foi acompanhada por uma natural diminuição do número de horas suplementares) e, por outro lado, a composição do crescimento económico, com diferentes ritmos sectoriais de destruição e criação de emprego, associados a diferentes extensões médias do horário de trabalho nos vários sectores.

A variação modesta da produtividade aparente por trabalhador nos últimos anos tem condicionado a evolução do indicador de custos de trabalho por unidade produzida (CTUP) para o conjunto da economia. Em 2003, em resultado da diminuição da produtividade, a desaceleração dos CTUP, de 5.2 para 3.5 por cento, foi menor do que o abrandamento das remunerações por trabalhador, de 5.6 para 3.0 por cento⁽¹⁾. O indicador dos CTUP em Portu-

(1) Remunerações brutas de impostos sobre o rendimento do trabalho e de contribuições sociais, excluindo o subsídio do Estado para a Caixa Geral de Aposentações e, em 2003, ajustando do efeito da operação de venda de créditos tributários pelas administrações públicas. A menos que explicitamente indicado o contrário, as referências no texto a variáveis como salários, excedente de exploração, rendimentos disponíveis, poupanças e capacidades/necessidades de financiamento reflectem valores ajustados daquela operação. Uma descrição mais detalhada desta operação de venda de créditos tributários, bem como dos montantes envolvidos, é apresentada na secção II.2. *Política orçamental*.

gal voltou a apresentar um crescimento superior ao do correspondente indicador para o conjunto da área do euro, embora o diferencial se tenha reduzido de forma marcada em 2003 (de 3.0 para 1.3 p.p.). Se for considerado apenas o sector privado, o diferencial dos CTUP foi cerca de ½ p.p. mais elevado, em virtude do crescimento próximo de zero da tabela salarial da função pública.

A inflação média anual, medida a partir do Índice de Preços no Consumidor (IPC), baixou de 3.6 para 3.3 por cento, em 2003. Em termos homólogos mensais, a descida da inflação foi muito mais pronunciada, de 4.0 por cento, em Dezembro de 2002, para 2.4 por cento, em Dezembro de 2003. O acentuado perfil descendente da inflação traduziu-se num estreitamento do diferencial de inflação face ao conjunto da área do euro. Comparando as taxas de variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), o diferencial diminuiu de 1.7 p.p., em Dezembro de 2002, para 0.3 p.p., no último mês de 2003. Excluindo os preços dos bens alimentares não transformados e energéticos, o diferencial correspondente, que é menos irregular do que o diferencial global, ainda se reduziu de forma mais expressiva, de 2.5 para 0.4 p.p.. Para além da dissipação do efeito do aumento da taxa normal do IVA de 17 para 19 por cento, em Junho de 2002, a evolução mais desfavorável da conjuntura portuguesa e o estreitamento do diferencial positivo de crescimento dos CTUP são os factores principais que explicam a diminuição acentuada do diferencial de inflação. De referir, no entanto, que o diferencial de inflação da componente de serviços do IHPC, apesar de ter baixado 2.7 p.p. ao longo de 2003, ainda atingia 1.0 p.p. em Dezembro, um valor excessivo tendo em conta a posição cíclica relativa da economia portuguesa.

Tal como nos dois episódios anteriores de recessão da economia portuguesa, em 1984 e 1993, verificou-se em 2003 um contributo bastante negativo da procura interna (consumo e investimento) para a variação do produto, parcialmente compensado por um maior contributo positivo das exportações líquidas de importações⁽²⁾.

A redução do produto em 2003 não esteve associada a uma quebra das exportações de bens e serviços. Em termos reais, estas aceleraram de 1.7 e 2.4 por cento, respectivamente em 2001 e 2002, para 4.1 por cento, em 2003. O maior dinamismo da procura externa relevante para a economia portuguesa e um ganho de quota de mercado no comércio de mercadorias mais do que compensaram a desaceleração das exportações de serviços. Esta última reflectiu essencialmente o forte abrandamento das exportações de serviços não relacionados directamente com turismo, dado que as exportações de serviços turísticos registaram, em 2003, uma variação real menos negativa do que no ano anterior (-2.2 e -5.3 por cento, respectivamente).

No comércio de bens, a taxa de variação da procura externa relevante para a economia portuguesa passou de 1.0 e 0.7 por cento, respectivamente em 2001 e 2002, para 4.0 por cento, em 2003. Esta taxa foi ainda inferior à média histórica de crescimento da procura externa nas duas últimas décadas, mas constituiu uma sensível recuperação dos mercados de destino das exportações portuguesas, em comparação com crescimentos muito fracos observados em 2001 e 2002. Neste aspecto, a recessão de 2003 foi diferente da ocorrida em 1993, ano em que a procura externa de bens diminuiu 3.2 por cento, redução que culminou um período de alguns anos em que se observou uma desaceleração gradual desta variável. O padrão recente de comportamento da procura externa de bens tem maior semelhança, embora de forma bastante atenuada, com o observado na recessão de 1984, ano em que esta variável cresceu 8.1 por cento (na sequência de variações de 1.6 e 3.2 por cento, em 1982 e 1983). É de salientar que, apesar do diferencial de CTUP face aos principais parceiros comerciais portugueses, em 2003 registou-se um ganho de quota de mercado nas exportações de mercadorias, isto é, estas cresceram mais cerca de 1½ p.p. do que a procura externa, tal como já tinha acontecido em 2002 e, em menor grau, em 2001. Este ganho

(2) Veja-se a "Caixa: Alguns factos sobre as recessões de 1984, 1993 e 2003" nesta secção.

de quota desde 2001, que ascende a cerca de 4 por cento em termos acumulados, tem permitido recuperar parte da perda observada entre 1997 e 2000 (que atingiu cerca de 12 por cento). Por países, têm-se verificado ganhos substanciais em Espanha, no quadro de uma crescente integração económica ibérica, contrariados parcialmente por perdas de quota no comércio com a Alemanha, em contrapartida de ganhos de quota neste mercado por parte de alguns dos novos Estados-membros da União Europeia.

Apesar da apreciação do euro em 2003, e consequente acréscimo de concorrência de países terceiros nos mercados de exportação, a contracção da procura interna, a par do perfil de recuperação da procura externa, estará a levar algumas empresas a reorientar vendas para os mercados externos, mesmo que para isso tenham que aceitar alguma redução de margens de lucro. De facto, a forte diminuição dos preços de exportação de mercadorias em 2003 (-3.1 por cento) sugere uma redução das margens de lucro do sector exportador neste ano, não obstante a referida desaceleração dos custos salariais e uma diminuição dos preços de importação.

Reflectindo a aceleração das exportações de bens e serviços em 2003 e a manutenção de uma taxa de variação real negativa das importações (-0.7 por cento, em 2002 e 2003), o contributo das exportações líquidas para o crescimento do produto aumentou de 1.0 para 1.5 p.p.. Porém, o contributo da procura interna tornou-se bastante mais negativo do que tinha sido em 2002 (-2.7 p.p., que compara com -0.6 p.p. no ano anterior). Em termos relativos, o contributo negativo da procura interna para o PIB foi mais forte em 2003 do que em 1993 (neste ano foi -1.5 p.p.), embora, ainda assim, claramente menos marcado do que tinha sido em 1984 (-5.2 p.p., na sequência de -5.8 p.p. em 1983).

Como tem sido habitual nos períodos de recessão, a formação bruta de capital fixo (FBCF) foi uma das componentes que mais caiu em termos reais (-9.5 por cento em 2003, após -5.5 por cento em 2002). A diminuição da FBCF resultou de uma forte redução do investimento das

famílias e das empresas, uma vez que a FBCF das administrações públicas, não considerando vendas de activos não financeiros produzidos, terá aumentado 7.3 por cento em termos reais. A redução do investimento em capital fixo em 2003 foi generalizada a todas as suas componentes (construção, material de transporte, máquinas e equipamentos), mas fez-se sentir com maior intensidade na construção. Esta componente foi, aliás, a responsável por a taxa de variação da FBCF ser mais negativa em 2003 do que em 2002, dado que as outras componentes registaram quedas menos acentuadas do que no ano anterior.

As despesas de consumo privado apresentaram uma redução em 2003 (-0.5 por cento, depois de um crescimento de 0.5 por cento em 2002), para o que contribuiu especialmente a forte diminuição da despesa com aquisições de automóveis. Excluindo esta componente, o consumo privado aumentou 0.3 por cento (1.3 por cento em 2002). O consumo privado acompanhou o andamento do rendimento disponível dos particulares, o que conduziu a uma estabilização da taxa de poupança, em 12.0 por cento. A desaceleração do rendimento disponível nominal foi determinada, sobretudo, pelo forte abrandamento das remunerações do trabalho (de 6.1 para 2.2 por cento), reflectindo a diminuição do emprego por conta de outrem e a desaceleração salarial. Em contraste, verificou-se a aceleração do conjunto das transferências para as famílias (de 2.9 para 6.3 por cento), que esteve associada a uma variação menos negativa das transferências externas líquidas para as famílias (-24.1 e -8.6 por cento, respectivamente em 2002 e 2003) e, em menor grau, a um aumento da taxa de variação das transferências internas (de 7.7 para 8.2 por cento). Estas últimas já representam mais de um quarto do rendimento disponível e continuam a crescer a taxas muito superiores às do rendimento disponível e do PIB nominais. Este facto não reflectiu apenas o efeito cíclico decorrente dos maiores pagamentos de subsídios de desemprego, que cresceram 26.3 e 37.0 por cento, respectivamente em 2002 e 2003. As transferências relativas a pensões têm sido a componente com maior contributo para o aumento susten-

tado do peso das transferências internas no rendimento disponível dos particulares.

Tendo em conta que o conjunto das famílias necessita de aplicar uma parcela crescente da sua poupança ao pagamento das amortizações da dívida, a manutenção da taxa de poupança em 2003 significa, de facto, uma redução da parcela da poupança que não é aplicada na amortização da dívida. Esta diminuição ainda é mais significativa porque a base de comparação, a poupança em 2002, tinha sido negativamente afectada pelo pagamento extraordinário de dívidas fiscais, no âmbito do perdão fiscal concedido nos últimos meses do ano.

Devido à manutenção da taxa de poupança e à quebra do investimento em habitação, a capacidade líquida de financiamento das famílias aumentou ligeiramente em 2003, de 3.5 para 3.7 por cento do PIB. Não se verificou uma subida mais expressiva desta variável porque as condições monetárias foram extremamente acomodáticas do ponto de vista das famílias. Para tal contribuiu a continuação da descida das taxas de juro nominais do crédito, para níveis muito baixos, e a menor restritividade das condições oferecidas pelos bancos no segmento de crédito à habitação.

Em 2003, o Conselho do Banco Central Europeu (BCE) procedeu a dois cortes nas taxas de juro oficiais, para níveis historicamente reduzidos. Na primeira ocasião, no dia 6 de Março, a taxa de juro mínima aplicável às operações principais de refinanciamento baixou 25 pontos base (p.b.), para 2.5 por cento; na segunda ocasião, no dia 5 de Junho, teve lugar uma redução adicional em 50 p.b., para 2.0 por cento. Estas descidas transmitiram-se integralmente às taxas de juro do crédito a particulares praticadas pelos bancos em Portugal. De facto, no caso do crédito para consumo e outros fins, a margem de taxa de juro implícita no saldo deste tipo de crédito (definida como a diferença entre a taxa de juro média do saldo deste crédito e a taxa de juro do mercado monetário no prazo relevante) manteve-se em cerca de 5 p.p.. No caso do crédito à habitação, não só se verificou uma transmissão total como a margem implícita se reduziu mais de 30 p.b., tendo a taxa de juro média praticada pelos bancos nas no-

vas operações diminuído para 3.5 por cento, em média no quarto trimestre do ano. A redução de margem no crédito à habitação reflectiu, em especial na primeira metade do ano, uma concorrência agressiva entre os bancos neste segmento. Para além da diminuição da margem, a menor restritividade das condições de acesso ao crédito à habitação traduziu-se, nomeadamente, num alargamento de prazos de novos empréstimos e na oferta de modalidades contratuais que facilitam o acesso a montantes de crédito mais elevados, ao atenuarem transitoriamente os encargos associados à dívida. Desta forma, os bancos portugueses compensaram, pelo menos parcialmente, os efeitos do fim do regime de bonificação de juros que vigorou até Setembro de 2002.

As condições monetárias e financeiras muito acomodáticas em 2003 contribuíram, portanto, para suavizar a evolução do consumo privado e do investimento das famílias. Em contrapartida, o crédito a particulares continuou a registar uma taxa de variação relativamente elevada (9.6 por cento em Dezembro de 2003, menos 2 p.p. do que no ano anterior)⁽³⁾ e o rácio de endividamento bruto dos particulares manteve o ritmo de subida, aumentando de 103 para 110 por cento do rendimento disponível.

De forma distinta do que aconteceu com as famílias, as condições monetárias e financeiras relevantes para as empresas, embora mantendo-se bastante acomodáticas, poderão mesmo ter sido ligeiramente apertadas. Em termos médios anuais, as margens de juro no crédito a sociedades não financeiras verificaram um ligeiro aumento, atenuando um pouco a resposta das taxas nominais do crédito à descida das taxas do mercado monetário. Por outro lado, ao longo do ano, os bancos deverão ter aumentado o grau de exigência dos critérios de aprovação de empréstimos e linhas de crédito a empresas, em particular nos empréstimos de prazo mais longo. Adicionalmente, a apreciação

(3) A menos que indicado o contrário, as taxas de variação do crédito são calculadas com base em valores ajustados de operações de titularização, reclassificações, reavaliações cambiais e abatimentos ao activo.

cambial efectiva (2.5 por cento, em termos nominais) deverá também ter contribuído para uma maior restritividade das condições monetárias para as empresas mais expostas à concorrência externa.

Num quadro de elevado endividamento e de manutenção ou algum aperto das condições monetárias, a contracção da actividade económica e do investimento empresarial, em conjugação com o aumento da poupança das empresas, levaram a uma notória desaceleração do crédito a sociedades não financeiras, cuja taxa de variação homóloga baixou de 8.6 por cento, em Dezembro de 2002, para 2.7 por cento, um ano depois. O abrandamento do crédito a sociedades não financeiras é reforçado quando se considera a variação da dívida total, incluindo títulos (papel comercial e obrigações) por elas emitidos. Com efeito, apesar da nítida melhoria das condições prevalecentes nos mercados de dívida privada e acções face ao observado no segundo semestre de 2002, as emissões líquidas de obrigações e de acções de empresas cotadas em mercados organizados permaneceram insignificantes em 2003. No segmento de papel comercial, substituto próximo do crédito bancário de curto prazo para as grandes empresas, registou-se mesmo uma redução dos saldos vivos. Em consequência, a dívida bruta deste sector quase estabilizou em percentagem do PIB (93 e 94 por cento, respectivamente em 2002 e 2003), após fortes aumentos em anos anteriores.

As condições monetárias e financeiras vigentes em 2003 constituem uma das principais diferenças que distinguem a última recessão das anteriores. Em 1984, a taxa de inflação média anual foi 29.3 por cento e as taxas de juro nominais estavam administrativamente fixadas em níveis próximos ou acima de 30 por cento, em simultâneo com a imposição de limites, também administrativos, à expansão do crédito. Em 1993, os limites directos à expansão do crédito já tinham sido abandonados, mas as taxas de juro nominais do crédito bancário situavam-se acima de 15 por cento, com algumas delas superiores a 20 por cento, quando a taxa de inflação média anual foi 6.5 por cento. Em 2003, com uma taxa de inflação anual de 3.3 por

cento, as taxas de juro nominais mais representativas eram inferiores a 5 por cento.

Contrastando com as condições monetárias muito mais favoráveis na recente recessão do que nas anteriores, no que respeita à política orçamental constata-se alguma similitude. De facto, é patente um padrão cíclico da economia portuguesa caracterizado por crescimentos fortes da despesa pública nos períodos de expansão económica, que estão na génese dos desequilíbrios orçamentais agudos que têm afligido sistematicamente a economia portuguesa quando a actividade entra em desaceleração. Na recessão de 1984, a política orçamental muito expansionista prosseguida em 1980 e 1981, alimentando um crescimento em contra-ciclo com a economia internacional (então afectada pelo segundo choque petrolífero), implicou um agravamento substancial do défice orçamental e foi um dos factores que contribuiu para desencadear uma crise da balança de pagamentos. O período de austeridade subsequente, em 1983 e 1984, traduziu-se, nomeadamente, numa maior contenção orçamental. O final da década de 80 e início da década de 90 também foi um período de considerável estímulo orçamental, com forte agravamento das necessidades de financiamento das administrações públicas, apesar do efeito favorável sobre o saldo orçamental do elevado crescimento económico. Com a recessão internacional em 1992 e 1993, voltou a observar-se um período de maior contenção orçamental na fase baixa do ciclo. Finalmente, no período 1997-2001 foi novamente prosseguida uma política orçamental expansionista, que constituiu um estímulo adicional ao crescimento da procura interna, já muito dinâmico em resultado da descida pronunciada de taxas de juro associada à participação na área do euro. A deterioração da envolvente externa da economia portuguesa em 2001, em conjugação com a continuação de uma política orçamental expansionista, tornou explícita uma crise orçamental, com o défice público a exceder claramente o limite de 3 por cento imposto pelo Protocolo dos Défices Excessivos anexo ao Tratado da União Europeia. Mais uma vez, foi necessário prosseguir uma política de contenção orçamental na fase

baixa do ciclo, reforçando os efeitos do processo de gradual ajustamento endógeno da situação financeira das famílias e empresas.

De acordo com a notificação do procedimento dos défices excessivos de Fevereiro de 2004, o défice das administrações públicas, na óptica da contabilidade nacional, situou-se em 2.8 por cento do PIB em 2003, após 4.4 e 2.7 por cento em 2001 e 2002, respectivamente. Tal como em 2002, o cumprimento do objectivo de um défice inferior a 3 por cento do PIB exigiu o recurso a importantes medidas temporárias. Num contexto de recessão económica, os efeitos das medidas temporárias aumentaram de 1.4 por cento do PIB, em 2002, para 2.5 por cento, em 2003. Estes efeitos foram essencialmente três: a venda de créditos tributários a uma instituição financeira (1760 milhões de euros), a transferência para as administrações públicas de reservas contabilísticas dos CTT para encargos futuros com pensões (1300 milhões de euros) e a receita arrecadada no dia 3 de Janeiro de 2003 no âmbito do programa de regularização de dívidas fiscais promovido no final de 2002 (197 milhões de euros). Abstraindo dos efeitos de medidas temporárias, o défice das administrações públicas deteriorou-se de 4.1 por cento do PIB, em 2002, para 5.3 por cento, em 2003.

De acordo com estimativas do Banco de Portugal, em 2003 o saldo primário ajustado do ciclo e de medidas temporárias, indicador habitualmente utilizado para avaliar a orientação da política orçamental, manteve-se virtualmente inalterado em rácio do PIB, depois de ter melhorado cerca de 1 p.p. em 2002. Não obstante as várias medidas de contenção introduzidas em 2003 e os efeitos desfasados das medidas aplicadas em 2002, o forte aumento da despesa com pensões não permitiu uma melhoria da situação orçamental subjacente.

Apesar da estabilização das necessidades de financiamento das administrações públicas em 2003, ou do seu aumento se forem abstraídos os efeitos das medidas temporárias referidas, o défice conjunto da balança corrente e de capital reduziu-se de forma significativa, de 5.2 para 3.0 por cento do PIB (depois de um máximo de 8.9 por cento em 2000). Tendo em conta,

como referido mais acima, que a capacidade líquida de financiamento das famílias aumentou apenas ligeiramente em 2003, fica explícito que a diminuição do défice externo foi a expressão do forte ajustamento das necessidades líquidas de financiamento das empresas, que passaram de 5.9 para 2.5 por cento do PIB em 2003. A magnitude do ajustamento ainda é maior se não for considerada a transferência dos CTT (uma empresa de capital integralmente público) para as administrações públicas, que representou 1.0 por cento do PIB. Neste caso, a capacidade de financiamento do conjunto do sector privado (famílias e empresas) atinge um valor superior a 2 por cento do PIB, o que já não acontecia desde meados da década de 90.

Saliente-se, a propósito, que no período de 1983-84, tal como o período 2002-2003, também ocorreu um forte ajustamento da balança externa. Em contraste, a balança estava relativamente equilibrada no período que antecedeu a recessão de 1993 e assim continuou até meados da década. A semelhança entre a evolução recente do défice externo com a observada antes e durante a crise de balança de 1983 é, contudo, aparente. De facto, são substanciais as diferenças entre a situação em 2000-01 e a situação em 1981 e 1982. O agravamento das necessidades de financiamento face ao exterior foi, em 1980 e 1981, acompanhado pelo aumento do défice público e só em 1982 é que as necessidades de financiamento do sector privado atingiram uma dimensão mais significativa. Nos últimos anos da década de 90, o aumento do défice externo reflectiu um forte aumento das necessidades de financiamento do sector privado, enquanto o défice público se reduzia ou se mantinha estabilizado, em resultado do forte crescimento da procura interna e da redução dos encargos com juros da dívida pública, associados à descida das taxas de juro decorrente da participação portuguesa na área do euro.

O processo de ajustamento do défice externo também tem sido distinto. Em 1983 e 1984, a acentuada desvalorização discreta do escudo, provocando uma reafecção de recursos na economia a favor do sector transaccionável, permitiu um ganho de competitividade temporário das exportações e levou a uma marcada

contração da procura interna privada, induzida por elevadas perdas de poder de compra dos salários, no contexto de um aumento brusco da inflação. A melhoria do saldo primário das administrações públicas também contribuiu para a correcção do desequilíbrio externo, mas a subida das taxas de juro provocada pela desvalorização e pela inflação, anulou parte desse efeito da contenção orçamental. Em 2002 e 2003, pelo contrário, o ajustamento endógeno da situação financeira das famílias e empresas permitiu a gradual correcção do défice externo, apesar do significativo aumento, no último ano, das necessidades de financiamento das administrações públicas, quando corrigidas das medidas temporárias. Este processo de ajustamento do sector privado ocorreu em paralelo com a diminuição da inflação e sem que tenha sido acompanhado por uma redução de salários reais no sector privado.

Em 2003, quer a balança corrente, quer a balança de capital contribuíram para a redução do défice externo. O défice da balança corrente diminuiu para 5.1 por cento do PIB, menos 1.6 p.p. do que em 2002, o que reflectiu, essencialmente, a evolução do défice da balança de mercadorias, embora se tivessem verificado também pequenos aumentos dos saldos das balanças de serviços e de rendimentos. Observou-se, em 2003, um efeito volume favorável no comércio externo de mercadorias, associado à aceleração do volume de exportações e à manutenção duma taxa de variação ligeiramente negativa do volume de importações. Pelo contrário, os termos de troca diminuíram 1.6 e 1.2 por cento, respectivamente incluindo e excluindo os combustíveis (após aumentos de 3.0 e 2.6 por cento no ano anterior). O excedente da balança de capital, que inclui sobretudo as transferências de capital recebidas da União Europeia associadas aos fundos estruturais comunitários, aumentou de 1.6 para 2.1 por cento do PIB.

A análise da balança financeira permite perceber quais os canais através dos quais se processou o financiamento externo da economia portuguesa, no que respeita a sectores institucionais e a instrumentos. Em 2003, as operações financeiras sobre activos e passivos dos parti-

culares e das sociedades não financeiras voltaram a representar uma saída líquida de fundos para o exterior, ligeiramente superior à observada no ano anterior (4.1 por cento do PIB, que compara com 3.6 por cento em 2002). Tal reflectiu, essencialmente, um desinvestimento de carteira do exterior em activos emitidos por empresas residentes, em linha com a redução das necessidades de financiamento destas. Em sentido contrário, foi menor o investimento directo líquido no exterior efectuado pelas famílias e empresas não financeiras residentes (saída de 0.4 por cento do PIB, que compara com 2.6 por cento em 2002), enquanto o fluxo líquido de investimento directo do exterior em sociedades não financeiras residentes se manteve estável, em percentagem do PIB, num nível pouco expressivo (0.7 por cento).

Abstraindo de duas operações de natureza temporária ou especial, cada uma representando cerca de 4 por cento do PIB, mas sem impacto no saldo global da balança financeira⁽⁴⁾, o sector das instituições financeiras não monetárias (IFNM) foi o que mais contribuiu para a entrada líquida de fundos na economia portuguesa. Essa entrada esteve associada ao forte aumento da titularização de créditos bancários e à titularização dos créditos tributários. A coloca-

(4) Estas duas operações, embora não afectando o saldo global da balança financeira (isto é, não implicando uma entrada ou uma saída líquida de fundos na economia portuguesa), tiveram um impacto substancial nos fluxos mais detalhados, nomeadamente ao nível dos diferentes tipos de instrumentos e dos sectores institucionais. A operação temporária, que ocorreu no final do ano e foi revertida nos primeiros dias de 2004, traduziu-se numa variação negativa de activos de “outro investimento” das instituições financeiras monetárias, por contrapartida de uma diminuição de passivos face ao exterior de “outro investimento” do Banco de Portugal, no âmbito do registo de operações do sistema de pagamentos transnacionais TARGET. A operação especial, por sua vez, foi uma recomposição da carteira de activos externos do Banco de Portugal, que correspondeu a uma diminuição da carteira de activos em ouro e em moedas que não o euro, a favor da detenção de activos em euros. Por razões de natureza metodológica, esta recomposição, embora não tenha envolvido aplicações líquidas adicionais fora de Portugal, implicou uma reclassificação contabilística, com a passagem de activos do Banco de Portugal da rubrica “activos de reserva” para “activos de investimento de carteira”. Veja-se secção II.6. *Balança de pagamentos*.

ção da quase totalidade destes títulos nos mercados internacionais por fundos e sociedades de titularização foi registada na balança financeira como um aumento de passivos líquidos da rubrica “investimento de carteira” das IFNM (7.8 por cento do PIB em 2003 e 2.1 por cento em 2002). Compensando parcialmente as entradas de fundos associadas às operações de titularização, outras IFNM (fundos de investimento, companhias de seguros e fundos de pensões) voltaram a fazer importantes aplicações em títulos de dívida de longo prazo emitidos por não residentes, originando o correspondente registo na balança financeira como investimento de carteira no exterior (3.0 e 3.2 por cento do PIB em 2002 e 2003, respectivamente).

Para além da venda e titularização de créditos tributários, as administrações públicas continuaram em 2003 a estar directamente associadas a elevadas entradas de capitais na economia portuguesa, reflectindo sobretudo aplicações em títulos de dívida pública portuguesa por não residentes, as quais atingiram, em termos líquidos, 3.1 e 4.1 por cento do PIB, respectivamente em 2002 e 2003. É de salientar, a propósito, o reinício da emissão de bilhetes do Tesouro a partir de meados de 2003, cujas emissões tinham sido interrompidas em 1999. A emissão de dívida pública com prazos até um ano permitiu explorar os níveis muito reduzidos das taxas de juro de curto prazo, em contrapartida de alguma redução da maturidade média da dívida pública portuguesa. Esta alteração na emissão reflectiu-se na estrutura de aplicações de não residentes em dívida pública portuguesa em 2003, com as aplicações líquidas em títulos de curto prazo a terem sensivelmente a mesma importância do que as aplicações em títulos de longo prazo.

Continuando a abstrair de uma operação de natureza temporária sem impacto no saldo global da balança financeira, é de salientar que as instituições financeiras monetárias (IFM) deixaram de estar directamente associadas à entrada líquida de financiamento externo, em marcado contraste com os anos anteriores. Tal aconteceu em resultado das operações de titularização de crédito bancário e da colocação no

exterior dos títulos associados emitidos pelas IFNM, que actuaram como veículos dessas operações. Os grupos bancários portugueses retomaram em 2003 as emissões de obrigações no exterior através das suas sucursais e filiais, que tinham sido temporariamente interrompidas, no segundo semestre de 2002, devido ao agravamento das condições de financiamento nos mercados internacionais de dívida privada. A variação de passivos de “outro investimento” das IFM, onde se reflecte a canalização dos fundos correspondentes à emissão dessas obrigações pelas filiais e sucursais no exterior, aumentou de 7.3 para 13.4 por cento do PIB em 2003. Porém, estas entradas de fundos foram compensadas por igualmente importantes aplicações das IFM no exterior, registadas quer como investimento de carteira, quer como “outro investimento”.

A desintermediação para o exterior das necessidades de financiamento do sector privado não financeiro, que resultou do processo de titularização de crédito, contribuiu para uma melhoria significativa dos indicadores de liquidez do sistema bancário, avaliados em base consolidada. Para o conjunto do sistema bancário, o rácio de cobertura de passivos interbancários por activos de elevada liquidez aumentou de 87.4 para 100.7 por cento, entre finais de 2002 e 2003. O mesmo rácio para as instituições domésticas (isto é, excluindo as instituições cujo controlo de gestão efectivo é assegurado por não residentes) subiu de 98.9 para 121.6 por cento, no mesmo período. Indicadores complementares de *gap* de liquidez, que têm em conta explicitamente a substituição de passivos interbancários por títulos de curto prazo, apresentaram também melhorias assinaláveis em 2003.

Para o sistema bancário nacional, o ano de 2003, para além da magnitude da desintermediação de crédito e da melhoria de liquidez, foi também um período de significativo aumento da rendibilidade, apesar da conjuntura económica recessiva. O resultado líquido do exercício, em base consolidada, aumentou 29.0 por cento, o que contrasta com a quebra de 18.7 por cento em 2002. Num quadro de redução generalizada das taxas de juro e de desaceleração do crédito, a evolução negativa da margem finan-

ceira foi mais do que compensada pelo contributo positivo dos outros resultados correntes, que cresceram 22.8 por cento. Tal reflectiu evoluções muito favoráveis dos vários tipos de comissões cobradas pelos bancos e dos resultados em empresas associadas e filiais excluídas de consolidação (que beneficiaram bastante da recuperação dos resultados das companhias de seguros, cuja rendibilidade tinha sido muito afectada em 2001 e 2002, em virtude da conjuntura negativa nos mercados de acções internacionais).

Em 2003, a melhoria da rendibilidade do sistema bancário ocorreu em simultâneo com um ligeiro aumento dos rácios de incumprimento que, ainda assim, se mantiveram em níveis historicamente baixos. Para o conjunto do sector privado não financeiro, o rácio passou de 2.21 por cento do crédito concedido, em Dezembro de 2002, para 2.26 por cento, um ano depois. A ligeira deterioração da qualidade da carteira de crédito dos bancos deveu-se aos empréstimos a particulares, cujos rácios de incumprimento aumentaram 22 e 65 p.b., para 1.62 e 5.04 por cento, respectivamente nos segmentos de habitação e de consumo e outros fins. Em contraste, o rácio de incumprimento no segmento do crédito a sociedades não financeiras baixou, entre finais de 2002 e 2003, de 2.36 para 2.15 por cento do crédito concedido.

A moderação da subida dos rácios de crédito vencido em 2003, apesar da recessão económica, deveu-se, em parte, à realização de significativos abatimentos ao activo, que têm atenuado o reflexo da conjuntura económica na qualidade da carteira de crédito dos bancos. Saliente-se, contudo, que mesmo descontando o efeito dos abatimentos de crédito vencido ao activo dos bancos, os rácios de incumprimento permaneceram muito inferiores aos observados na anterior recessão. Tal aconteceu porque, em 2003, as taxas de juro atingiam níveis muito baixos comparativamente à recessão de 1993, o que permitiu que o grau de esforço para servir a dívida se tivesse mantido relativamente estável, apesar do aumento da dívida.

Em Fevereiro de 2003 entrou em vigor o Aviso do Banco de Portugal nº 8/2003, que introduziu um conjunto de alterações nos regi-

mes de provisionamento. Esta alteração regulamentar deverá ter contribuído para uma parte do aumento do provisionamento observado em 2003. Em termos gerais, foi reforçado o provisionamento específico para crédito vencido e para crédito de cobrança duvidosa e, em contrapartida, foi reduzido o esforço de provisionamento associado a riscos gerais de créditos garantidos por hipoteca sobre imóveis destinados à habitação do mutuário. Avaliado em percentagem do crédito vencido, o provisionamento total (incluindo provisões específicas e provisões para riscos gerais de crédito) aumentou 3.6 p.p. entre Dezembro de 2002 e Dezembro de 2003, para 124.2 por cento, sendo de destacar que este nível é muito superior ao observado no episódio recessivo anterior (90.6 por cento em Dezembro de 1993).

Os desenvolvimentos globalmente positivos do sistema bancário em 2003, traduzidos nomeadamente em melhorias da liquidez e da rendibilidade e na moderação do aumento do incumprimento no crédito, não dispensam que os bancos procedam cada vez mais a uma análise muito prudente do risco de crédito. O maior aperto durante 2003 das condições de oferta nos segmentos de crédito ao consumo e outros fins e de crédito a sociedades não financeiras, que compensaram parcialmente a descida das taxas de juro de referência do mercado monetário, constituiu uma evolução natural e desejável face à posição cíclica da economia, que implica um maior risco nestes segmentos. Porém, como referido, no segmento de crédito à habitação, que foi um dos segmentos onde aumentou o rácio de incumprimento, as condições de oferta tornaram-se menos restritivas, a par da descida das taxas praticadas. Apesar da diminuição do fluxo de novo crédito concedido neste segmento, ele continua a ser elevado e, a manter-se, pode levar a níveis insustentáveis de endividamento dos particulares.

Não existem condições para que a procura interna se venha a revelar como motor de uma recuperação sustentada da economia portuguesa. Por um lado, como referido, os excessos do passado e a dimensão do esforço adicional de consolidação das contas públicas, necessário para reduzir duradouramente o défice pú-

blico, inibem a política orçamental de desempenhar um papel estabilizador do ciclo nos próximos anos. Por outro lado, apesar da moderação recente dos CTUP, estes continuam a crescer a um ritmo superior ao do conjunto da área do euro, tornando inevitável uma moderação salarial adicional nos próximos anos. Por último, os níveis elevados de endividamento bruto das famílias e empresas tornariam problemáticos crescimentos da procura interna financiados por significativos aumentos do endividamento. Estes vários factores irão contribuir para ritmos moderados de crescimento da procura interna na fase de recuperação que se avizinha, justificando o perfil desfasado de crescimento da actividade económica portuguesa, com diferenciais negativos de crescimento face à área do euro a persistirem provavelmente por mais algum tempo. Em consequência, é provável virem a ocorrer subidas das taxas de juro, determinadas pelas condições económicas no conjunto da área do euro, quando na economia portuguesa o crescimento do produto e, sobretudo, da procura interna ainda forem relativamente fracos.

Apesar das garantias hipotecárias do crédito à habitação, é importante que os bancos que praticam políticas de crédito agressivas neste segmento e as famílias que procuram este tipo de dívida estejam cientes de eventuais flutuações nos preços da habitação com reflexo nas garantias associadas aos empréstimos e, sobretudo, da possibilidade de, nos próximos anos, virem a ocorrer subidas nas taxas de juro. Por essa razão, o Banco de Portugal tem vindo a insistir na sensibilização dos bancos e dos seus clientes para a necessidade de avaliarem de forma prudente a capacidade de serviço da dívida, não extrapolando simplesmente para o futuro as condições actuais extremamente acomodáticas. É neste contexto que deve ser entendida a Instrução nº 27/2003 do Banco de Portugal, de Novembro de 2003, que tornou obrigatória a inclusão no pacote de informação a prestar pelos bancos, durante o processo de negociação com vista à celebração de novos empréstimos à habitação, de simulações dos impactos no serviço da dívida resultantes de subidas de 1 e de 2 p.p. na taxa de juro do empréstimo.

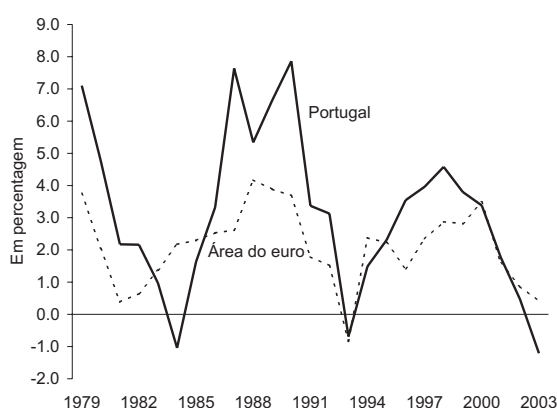
Caixa: ALGUNS FACTOS SOBRE AS RECESSÕES DE 1984, 1993 E 2003⁽¹⁾

O ano de 2003 constituiu o terceiro episódio de recessão da economia portuguesa nos últimos 25 anos (Gráfico 1). Neste período verificaram-se importantes alterações estruturais na economia portuguesa, entre as quais se destacam as decorrentes da participação na União Europeia e, posteriormente, na área do euro. Apesar dessas alterações, algumas características foram comuns aos três episódios recessivos, enquanto noutros aspectos se observaram diferenças significativas. Com o objectivo de colocar os desenvolvimentos de 2003 numa perspectiva temporal, esta caixa descreve vários factos sobre as três recessões, nomeadamente: amplitude e intensidade; grau de sincronização com a economia mundial e, em particular, com os principais parceiros comerciais de Portugal; comportamento da procura interna e da procura externa líquida; necessidades de financiamento da economia; e, ainda, níveis de inflação.

Em cada um dos três períodos recessivos, o produto registou uma variação negativa apenas num ano e com uma intensidade próxima (variações de -1.0, -0.7 e -1.2 por cento em 1984, 1993 e 2003, respectivamente)⁽²⁾ (Quadro 1). No entanto, a evolução do processo recessivo foi muito diferente: a trajectória de abrandamento da actividade económica foi menos suave em 1993, já que a taxa de crescimento do produto passou de 3.1 por cento em 1992 para -0.7 por cento em 1993; o abrandamento económico foi mais gradual tanto em 1984 (taxas de crescimento de 2.2 por cento em 1981 e 1982 e de 1.0 por cento em 1983) como em 2003 (crescimentos de 1.8 e de 0.5 por cento em 2001 e 2002, respectivamente). Ou seja, nestes dois períodos recessivos registaram-se crescimentos moderados da actividade por um período mais longo nos anos que antecederam a queda do produto, os quais estiveram associados a processos de ajustamento da despesa interna mais intensos do que em 1993.

Uma segunda característica que permite compreender a natureza distinta das recessões em análise é o grau de sincronização da economia portuguesa com a evolução da economia internacional e, em particular, com os principais parceiros comerciais. Este aspecto é ilustrado pelo Gráfico 1, que apresenta o crescimento do produto em Portugal e nos doze países que participam na área do euro. A recessão de 1984 aconteceu com algum atraso em relação ao período de mais baixo crescimento na área do euro, que tinha ocorrido em 1981, na sequência do segundo choque petrolífero. No início da década de 80 – num

Gráfico 1
PRODUTO INTERNO BRUTO
Taxa de variação em volume



Fontes: INE, Banco Central Europeu, Eurostat e Banco de Portugal.

(1) A análise efectuada nesta caixa, salvo indicação em contrário, baseia-se nas Séries Longas do Banco de Portugal (no período anterior a 1995), nas Contas Nacionais do INE (no período de 1996 até 2001) e nas estimativas publicadas neste Relatório referentes aos anos de 2002 e 2003.

(2) É interessante referir que as actuais estimativas de Contas Nacionais apresentam algumas diferenças significativas em relação às estimativas disponíveis em tempo real, em cada um daqueles períodos de recessão. Assim as primeiras estimativas para o crescimento do produto em 1983, 1984 e 1993, como apresentadas nos Relatórios Anuais do Banco de Portugal referentes a cada ano, eram de, respectivamente, -0.1, -1.7 e -1.0 por cento (que comparam com as actuais estimativas de +1.0, -1.0 e -0.7).

Quadro 1

PORTUGAL — INDICADORES ECONÓMICOS PARA AS RECESSÕES DE 1984, 1993 E 2003

Taxas de variação em volume, em percentagem, salvo indicação em contrário

	Recessão de 1984			Recessão de 1993			Recessão de 2003		
	Média 1979-1982	1983	1984	Média 1988-1991	1992	1993	Média 1998-2001	2002	2003
PIB	4.1	1.0	-1.0	5.8	3.1	-0.7	3.4	0.5	-1.2
<i>Por memória:</i>									
PIB (área do euro) ^(a)	1.7	1.4	2.2	3.4	1.5	-0.8	2.7	0.9	0.4
Procura externa de bens ^{(b), (c)}	-0.6	3.2	8.1	7.1	2.8	-3.2	7.6	0.7	4.0
Procura externa de bens e serviços ^{(b), (c)}	0.0	2.5	7.5	6.8	3.5	-2.3	7.6	0.8	3.4
Consumo privado	5.0	-0.3	0.0	7.3	3.6	0.6	3.5	0.5	-0.5
Consumo público	6.3	3.9	0.3	8.1	1.0	0.5	4.2	2.2	-0.4
Investimento	4.1	-16.2	-16.1	7.6	11.8	-7.4	5.6	-4.8	-9.1
Formação bruta de capital fixo (FBCF)	6.2	-2.7	-11.9	7.6	7.8	-9.0	5.6	-5.5	-9.5
Exportações de bens e serviços	10.8	20.8	14.3	10.2	5.4	1.3	5.6	2.4	4.1
Importações de bens e serviços	10.2	-6.5	-2.1	13.7	11.0	-1.5	7.2	-0.7	-0.7
Despesa interna final	4.9	-4.8	-4.6	7.5	5.2	-1.4	4.2	-0.5	-2.5
Despesa pública final ^(d)	7.0	0.9	-1.3	7.7	3.8	1.5	3.6	1.0	0.7
Despesa privada final	4.5	-6.1	-5.4	7.4	5.6	-2.0	4.3	-1.0	-3.5
Contributo da procura interna para a variação do PIB (em p.p.)	5.6	-5.8	-5.2	8.3	5.9	-1.5	4.5	-0.6	-2.7
Contributo da procura externa líquida para a variação do PIB (em p.p.)	-1.6	6.8	4.2	-2.5	-2.8	0.8	-1.1	1.0	1.5
Inflação (taxa de variação anual do IPC em %)	20.8	25.5	29.3	11.8	8.9	6.5	3.1	3.6	3.3
Índice cambial efectivo para Portugal (taxa de variação nominal em %) ^(e)	-8.3	-20.5	-16.9	-2.6	3.1	-6.1	-1.1	0.5	2.5
Em percentagem:									
Taxa de juro do crédito a particulares para habitação (nominal) ^(f)	23.1	30.4	32.5	20.1	21.5	18.7	6.4	5.4	4.3
Taxa de juro do crédito a particulares para outros fins (nominal) ^(f)	21.8	29.1	31.3	22.3	24.7	21.6	9.8	8.3	7.4
Taxa de juro do crédito a sociedades não financeiras (nominal) ^(f)	20.1	27.9	29.4	21.9	23.2	19.8	6.6	5.4	4.6

Fontes: INE, Instituto de Estatística do Reino Unido, Comissão Europeia (AMECO database), Banco Central Europeu, Eurostat e Banco de Portugal.

Notas:

(a) Banco Central Europeu e Eurostat.

(b) Crescimento real das importações de bens/bens e serviços dos principais parceiros comerciais. Os 17 países seleccionados são responsáveis por cerca de 90 por cento do total exportado. Cada país foi ponderado de acordo com o seu peso como mercado de exportação no ano anterior.

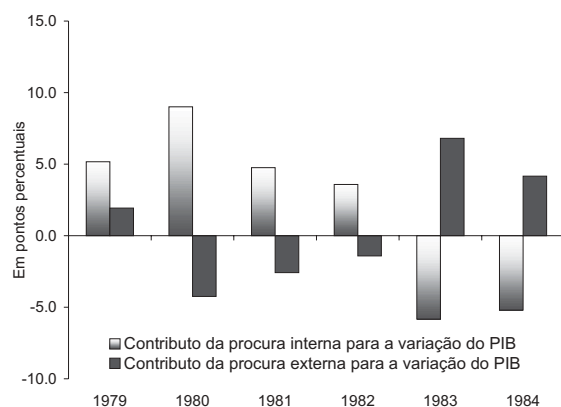
(c) Refira-se que foi efectuada uma correcção aos dados relativos às importações do Reino Unido de modo a excluir algumas transacções fraudulentas que afectaram estas estatísticas de comércio internacional desde 1999 (veja-se “Caixa II.3.2. O comportamento da procura externa relevante para a economia portuguesa” neste Relatório).

(d) Excluindo venda de activos reais.

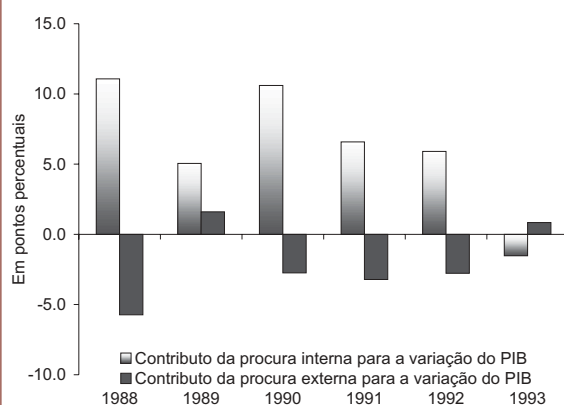
(e) Calculado como uma média ponderada face a um conjunto de 13 países (veja-se nota (a) do Quadro A.2.2 do Boletim Estatístico do Banco de Portugal). Uma variação positiva (negativa) representa uma apreciação (depreciação) da moeda. A metodologia utilizada encontra-se descrita em “Índice de Taxa de Câmbio Efectiva do Escudo: estudo dos ponderadores do comércio externo e apresentação de nova metodologia”, Boletim Trimestral do Banco de Portugal, Junho de 1994

(f) Fontes dos dados: Para o período 1979-1989, Séries Longas para a Economia Portuguesa, cálculos com base nos limites legais fixados para as taxas de juro praticadas pelo sistema bancário em operações activas. Para o período restante, os valores correspondem à média do período das taxas de juro mensais sobre saldos (para o período 1990-2002, estimativas cuja metodologia se encontra descrita no artigo “Novas séries de taxas de juro bancárias: Séries longas estimadas para as taxas médias de saldos”, Boletim Económico de Dezembro de 2003).

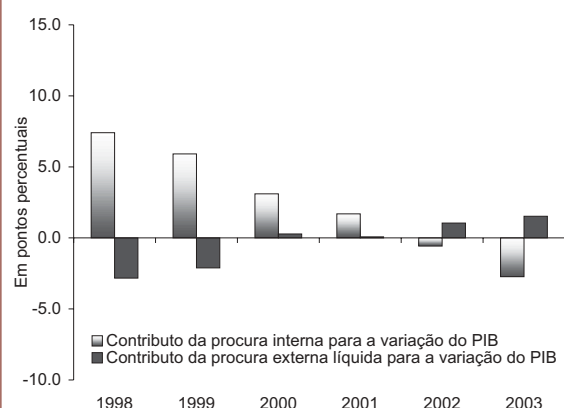
Gráfico 2
PORTUGAL – CONTRIBUTOS
PARA A VARIAÇÃO REAL DO PIB
Recessão de 1984



Recessão de 1993



Recessão de 2003



Fontes: INE e Banco de Portugal.

contexto de fraco crescimento económico mundial e de perda significativa de termos de troca – foram adoptadas, em Portugal, políticas macro-económicas expansionistas, que conduziram a um desfasamento entre a procura e oferta internas que acabou por desencadear uma crise de balança de pagamentos. Ao contrário do verificado em 1984, na recessão de 1993 verificou-se uma sincronização perfeita com a evolução da actividade na área do euro. Finalmente, na recessão de 2003, existiu alguma sincronização do produto, mas é de realçar que, apesar de ter coincidido com o período de mais baixo crescimento da área do euro, a procura externa de bens e serviços dirigida à economia portuguesa atingiu o seu crescimento mais baixo em 2002, apresentando em 2003 uma significativa aceleração (de 0.7 para 4.0 por cento ou de 0.8 para 3.4 por cento, respectivamente quando se considera a procura externa apenas de bens ou de bens e serviços). Por esta razão, no que respeita ao enquadramento externo, a recessão de 2003 corresponde a uma situação intermédia em relação às recessões de 1984 e de 1993.

Todos os três episódios recessivos foram caracterizados por uma forte contracção da procura interna – cuja intensidade, contudo, variou muito em cada caso, após um crescimento muito elevado nos anos imediatamente anteriores (Quadro 1 e Gráfico 2). A procura interna registou a contracção mais acentuada na recessão de 1984 (variações de -4.8 e -4.6 por cento em 1983 e 1984, respectivamente); a redução foi claramente inferior na recessão de 2003 (variações de -0.5 e -2.5 por cento em 2002 e 2003, respectivamente) e, sobretudo, na de 1993 (variação de -1.4 por cento em 1993). O investimento, variável caracterizada por uma maior volatilidade ao longo do ciclo económico, apresentou reduções em termos reais muito acentuadas em cada uma das três recessões: variações de -16.2 e de -16.1 por cento, em 1983 e 1984, de -4.8 e de -9.1 por cento em 2002 e 2003, e, finalmente, uma variação de -7.4 por cento em 1993. No que respeita ao consumo privado, em 1983 e em 2003 tiveram lugar variações negativas deste agregado macroeconómico.

mico (-0.3 e -0.5 por cento, respectivamente), enquanto em 1993 se registou um crescimento positivo (0.6 por cento), reforçando a ideia de que o ajustamento da procura interna nesta recessão foi menos intenso do que nas outras duas.

A evolução da despesa pública final (consumo e investimento das administrações públicas, abstrahindo das vendas de activos) foi marcadamente pró-cíclica nos três episódios recessivos, já que tendeu a apresentar uma evolução moderada no próprio ano da recessão e no que a antecedeu, em contraste com crescimentos claramente excessivos nos anos anteriores. De facto, em termos reais, registaram-se crescimentos de 7.0, 7.7 e 3.6 por cento nos períodos de 1979-1982, 1988-1991 e 1998-2001, respectivamente, a que se seguiram variações de -1.3, 1.5 e 0.7 em 1984, 1993 e 2003, respectivamente.

Uma outra característica comum evidenciada nestes três episódios recessivos é o marcado comportamento contra-cíclico das exportações líquidas. Este aspecto é ilustrado pela evolução do contributo da procura externa líquida para o crescimento do produto, que passou de valores negativos nos anos anteriores aos episódios recessivos (-1.6, -2.5 e -1.1 pontos percentuais (p.p.) em 1979-1982, 1988-1991 e 1998-2001, respectivamente) para valores positivos nos três anos de recessão (4.2, 0.8 e 1.5 p.p., em 1984, 1993 e 2003, respectivamente) (Gráfico 2). Por um lado, o abrandamento e posterior contracção da procura interna — particularmente intensa nas componentes com maior conteúdo importado, como o investimento e o consumo privado de bens duradouros — conduziu a reduções, em termos reais, das importações de bens e serviços (verificadas em cada uma das três recessões, embora de uma forma mais intensa na de 1984). Por outro lado, no caso das exportações, a situação depressiva da procura interna pode determinar uma reorientação da oferta para os mercados externos, efeito que pode ser particularmente significativo numa situação em que esses mercados se encontram numa fase mais avançada do ciclo económico. É de destacar, a propósito, que em qualquer um dos três episódios recessivos teve lugar um ganho de quotas de mercado das exportações portuguesas de mercadorias, embora de expressão muito diferente: em 2002-2003 verificaram-se ganhos de 1.5 por cento, por ano; em 1992-1994, os ganhos situaram-se em cerca de 4.5 por cento por ano, num contexto de fortes fluxos de investimento directo estrangeiro para a economia portuguesa, com particular incidência no sector exportador; em 1983-1984, verificaram-se ganhos de quota de mercado particularmente expressivos, que se situaram em cerca de 13.5 por cento por ano.

O contributo da procura externa líquida para o crescimento do produto em 1983 e 1984 merece uma referência especial, dado que foi decisivo para atenuar o efeito no produto da forte queda da procura interna. Naqueles anos, o contributo das exportações líquidas beneficiou de três elementos determinantes: uma forte depreciação cambial, na sequência do programa de estabilização com o Fundo Monetário Internacional; uma queda acentuada dos salários reais que, em termos acumulados, se situou em cerca de 18 por cento nestes dois anos; e, finalmente, a circunstância de a recessão portuguesa coincidir com um período de razoável expansão da actividade económica internacional (Gráfico 1).

A natureza das três recessões diferiu também, de uma forma muito significativa, no que se refere ao comportamento das necessidades de financiamento da economia portuguesa. Em 1981 e 1982, o défice da balança de transacções correntes situou-se em 10.8 e 12.9 por cento do PIB, respectivamente. O agravamento do défice externo reflectiu, no essencial, um aumento das necessidades de financiamento das administrações públicas, na sequência de uma política orçamental muito expansionista. O estabelecimento do segundo acordo com o Fundo Monetário Internacional surgiu numa situação de grande dificuldade no financiamento dos défices externos, implicando a adopção de um conjunto relativamente amplo de medidas visando uma forte contracção da despesa interna.

Após a resolução desta crise de balança de pagamentos, a conjugação de vários acontecimentos — a queda do preço do petróleo, o alargamento dos mercados potenciais para exportações portuguesas proporcionados pela adesão à Comunidade Económica Europeia, o acesso a fundos comunitários, assim como um conjunto de reformas estruturais que permitiram o funcionamento mais eficiente da econo-

mia — possibilitou que a posterior recuperação da procura interna não acarretasse os mesmos problemas de financiamento que se tinham verificado no início da década de 80. A balança de transacções correntes manteve-se basicamente equilibrada ao longo do período 1985-1995 (saldo positivo de 0.1 por cento do PIB, em termos médios).

A recessão de 2003 foi, novamente, precedida por valores elevados das necessidades de financiamento da economia portuguesa que, medidas pelo défice conjunto das balanças corrente e de capital, atingiram um valor máximo de 8.9 por cento do PIB em 2000. Ao contrário do que tinha acontecido no início dos anos 80, na segunda metade dos anos 90 o alargamento do défice externo esteve sobretudo associado a um forte aumento das necessidades de financiamento do sector privado. Tal ocorreu no contexto de condições de financiamento de despesa muito mais favoráveis, proporcionadas pela participação na área do euro, e de uma política orçamental muito expansionista. A este período seguiu-se inevitavelmente uma fase de moderação do crescimento da despesa, porque o desequilíbrio entre procura e oferta internas não podia persistir indefinidamente, uma vez que cada agente económico enfrenta a sua própria restrição orçamental intertemporal (o que significa que necessita de gerar excedentes correntes para fazer face às obrigações relacionadas com as dívidas contraídas anteriormente). O ajustamento da despesa privada a partir de 2000 constituiu, assim, um processo de ajustamento endógeno dos agentes privados.

Por último, saliente-se que os três episódios recessivos em análise diferiram substancialmente no nível e na dinâmica da inflação nesses períodos, bem como nas condições monetárias vigentes. Do início dos anos 80 até à actualidade registou-se uma redução significativa da inflação e das taxas de juro nominais — com a resultante diminuição da incidência de restrições de liquidez dos agentes económicos — em paralelo com uma alteração do enquadramento de política cambial. Em 1984, a inflação, medida pela taxa média de variação do Índice de Preços no Consumidor (IPC) atingiu 29.3 por cento, valor mais elevado do último quartel do século XX. Por seu lado, as taxas de juro nominais estavam administrativamente fixadas em níveis próximos ou acima de 30 por cento, em conjugação com a imposição de limites também administrativos à expansão do crédito bancário. Em 1983 e 1984, tiveram lugar depreciações cambiais muito significativas, que constituíram um elemento determinante no sucesso do programa de ajustamento da economia portuguesa. Em 1993, os limites directos à expansão do crédito já tinham sido abandonados; contudo, as taxas de juro nominais do crédito bancário situavam-se acima de 15 por cento, com algumas delas mesmo superiores a 20 por cento, quando a taxa de inflação média anual era 6.5 por cento. A recessão de 1993 coincidiu com o primeiro ano de funcionamento do escudo no mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu: após a adesão ao mecanismo cambial, em Abril de 1992, o escudo viu-se envolvido na crise que abalou o mecanismo cambial em 1992-1993, tendo a respectiva taxa central desvalorizado por duas vezes em Novembro de 1992 e Maio de 1993 (em 6.0 e 6.5 por cento, respectivamente). Finalmente, em 2003 a variação média anual do IPC situou-se em 3.3 por cento, enquanto as taxas de juro nominais de crédito mais representativas situavam-se abaixo de 5 por cento. O índice cambial efectivo nominal para Portugal registou, nesse ano, uma apreciação de 2.5 por cento, num contexto de apreciação generalizada do euro relativamente às moedas dos principais parceiros comerciais.

Quadro 1A

ÁREA DO EURO – PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS, 2001-2003

	Unidades	2001	2002	2003
I. Preços, salários e custos unitários de trabalho				
Inflação (IHPC) ^(a)	tvm em %	2.3	2.3	2.1
Bens	tvm em %	2.3	1.7	1.8
Serviços	tvm em %	2.5	3.1	2.5
Deflator do consumo privado	tv em %	2.4	2.8	1.9
Deflator do PIB	tv em %	2.4	2.5	2.1
Preços de exportação de mercadorias (extra) ^(a)	tv em %	1.0	-0.9	-3.2
Preços de importação de mercadorias (extra) ^(a)	tv em %	0.2	-2.5	-3.2
Remunerações nominais por trabalhador, total da economia	tv em %	2.8	2.5	2.4
Custos unitários de trabalho, total da economia	tv em %	2.6	2.2	2.2
II. Despesa, rendimento e poupança				
Produto interno bruto (PIB)	tv em %	1.6	0.9	0.4
Procura interna total	tv em %	1.0	0.3	1.1
Consumo privado	tv em %	1.7	0.1	1.0
Consumo público	tv em %	2.5	2.9	2.0
Formação bruta de capital fixo	tv em %	-0.3	-2.8	-1.0
Exportações de bens e serviços ^(b)	tv em %	3.4	1.5	0.1
Importações de bens e serviços ^(b)	tv em %	1.7	-0.1	1.8
III. Emprego e desemprego				
Emprego total	tvm em %	1.4	0.5	0.2
Taxa de desemprego	média anual em %	8.0	8.4	8.8
IV. Balança de pagamentos				
Balança corrente + Balança de capital	em % do PIB	-0.2	0.9	0.5
Balança corrente	em % do PIB	-0.2	0.8	0.4
Balança de bens	em % do PIB	1.1	1.9	1.5
Balança de capital	em % do PIB	0.1	0.2	0.2
V. Taxas de câmbio ^(c)				
EUR/USD	tvm em %	-3.0	5.6	19.6
Taxa de câmbio efectiva nominal ^(d)	tvm em %	1.9	3.1	11.4
Taxa de câmbio efectiva real (IPC) ^(d)	tvm em %	2.7	4.4	12.2
Taxa de câmbio efectiva real (CTUP) ^{(d)(e)}	tvm em %	1.9	4.1	12.5
VI. Taxas de juro e diferenciais de taxas de juro				
Taxas de juro do Banco Central Europeu				
Operações principais de refinanciamento ^(f)	em %, 31-Dez	3.25	2.75	2.00
Facilidade permanente de cedência de liquidez	em %, 31-Dez	4.25	3.75	3.00
Facilidade permanente de depósito	em %, 31-Dez	2.25	1.75	1.00
Taxa de juro a 3 meses	média anual, em %	4.26	3.32	2.33
Taxa de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos	média anual, em %	5.03	4.92	4.16
Diferencial da taxa de juro a 3 meses do dólar face ao euro	média anual, p.p.	-0.48	-1.52	-1.12
Diferencial da taxa de juro a 10 anos do dólar face ao euro	média anual, p.p.	0.04	-0.27	-0.12
VII. Índice de cotações de acções (EURO-STOXX)	tvh em %, 31-Dez	-19.7	-34.5	18.1
VIII. Agregados monetários e de crédito				
M3	tvh Dez	8.0	6.9	7.0
M2	tvh Dez	6.5	6.6	7.6
M1	tvh Dez	5.9	9.7	10.5
Crédito interno total	tvh Dez	5.2	4.1	6.0
Crédito líquido às administrações públicas	tvh Dez	0.1	1.8	6.4
Crédito a outros residentes na área do euro	tvh Dez	6.7	4.7	5.8
IX. Finanças públicas				
Saldo global das administrações públicas	em % do PIB	-1.6	-2.3	-2.7
Excluindo medidas temporárias ^(g)	em % do PIB	-1.6	-2.5	-3.1
Saldo primário das administrações públicas	em % do PIB	2.3	1.4	0.8
Excluindo medidas temporárias ^(g)	em % do PIB	2.3	1.2	0.3
Dívida pública bruta consolidada	Dez, em % do PIB	69.4	69.2	70.4

Fonte: Banco Central Europeu, Eurostat, Comissão Europeia e Banco de Portugal.

Notas:

(a) Inclui a Grécia a partir de Janeiro de 2001.

(b) Inclui comércio entre os países participantes na área do euro.

(c) Uma variação positiva representa uma apreciação do euro.

(d) Face a um grupo de doze parceiros comerciais industrializados.

(e) Custos unitários de trabalho relativos na indústria transformadora.

(f) A partir de 2000, taxa mínima das propostas nos leilões de taxa variável.

(g) Cálculos do Banco de Portugal com base em informação das Previsões Económicas da Comissão Europeia da Primavera de 2004.

tvm: Taxa de variação média.

tv: Taxa de variação real.

tvh: Taxa de variação homóloga.

p.p.: Pontos percentuais.

Quadro 1B

PORTUGAL – PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS, 2001-2003

	Unidades	2001	2002	2003	2003 ajustado ^(a)
I. Preços, salários e custos unitários de trabalho					
Inflação (IPC)	tvm em %	4.4	3.6	3.3	
Bens	tvm em %	4.2	2.4	2.7	
Serviços	tvm em %	4.8	6.0	4.5	
Inflação (IHPC)	tvm em %	4.4	3.7	3.3	
Deflator do PIB	tvm em %	4.4	4.8	2.4	
Deflator do consumo privado	tvm em %	3.9	3.9	3.3	
Deflator das exportações de bens e serviços	tvm em %	2.3	0.6	-1.8	
Deflator das importações de bens e serviços	tvm em %	0.1	-2.1	-1.4	
Remunerações nominais por trabalhador, total da economia ^(b)	tvm em %	5.5	5.6	3.4	3.0
Remunerações nominais por trabalhador, sector privado ^(c)	tvm em %	6.0	5.6	4.0	3.4
Custos unitários de trabalho, total da economia ^(b)	tvm em %	5.5	5.2	4.0	3.5
Custos unitários de trabalho, sector privado ^(c)	tvm em %	6.0	5.2	4.6	3.9
II. Despesa, rendimento e poupança					
Produto interno bruto (PIB)	tvtr em %	1.8	0.5	-1.2	
Procura interna total	tvtr em %	1.5	-0.5	-2.5	
Consumo privado	tvtr em %	1.2	0.5	-0.5	
Consumo público	tvtr em %	3.9	2.2	-0.4	
Formação bruta de capital fixo	tvtr em %	0.7	-5.5	-9.5	
Exportações de bens e serviços	tvtr em %	1.7	2.4	4.1	
Importações de bens e serviços	tvtr em %	1.1	-0.7	-0.7	
Rendimento disponível dos particulares (RD)	tvtr em %	2.6	0.2	-0.7	-0.5
Rendimento disponível dos particulares, excluindo transferências externas	tvtr em %	2.7	1.4	-0.4	-0.2
Taxa de poupança interna	em % do PIB	18.3	18.7	17.9	17.9
Sector privado ^(d)	em % do PIB	19.1	18.8	18.8	21.1
Particulares	em % do RD	12.2	12.0	11.8	12.0
Particulares, excluindo transferências externas	em % do RD	8.2	9.1	9.2	9.4
Empresas	em % do PIB	10.5	10.6	10.5	12.7
Administrações públicas	em % do PIB	-0.7	-0.1	-0.9	-3.2
III. Emprego e desemprego					
Emprego total	tvm em %	1.4	0.2	-0.8	
Emprego por conta de outrem ^(e)	tvm em %	1.2	0.1	-1.0	
Taxa de desemprego	média anual em %	4.1	5.1	6.4	
IV. Balança de pagamentos					
Balança corrente + Balança de capital	em % do PIB	-8.5	-5.2	-3.0	
Balança corrente	em % do PIB	-9.5	-6.7	-5.1	
Balança de mercadorias	em % do PIB	-12.1	-9.7	-8.4	
Balança de capital	em % do PIB	1.0	1.6	2.1	
V. Taxas de câmbio					
Índice cambial efectivo nominal ^(f)	tvm em %	0.6	0.5	2.5	
Índice cambial efectivo real					
Ajustado pelos custos unitários de trabalho relativos ^(g)	tvm em %	3.0	3.5	4.0	
Ajustado pelo índice de preços no consumidor relativo	tvm em %	2.5	2.2	3.7	
VI. Taxas de juro					
Taxa de juro Euribor a 3 meses	em %, Dez.	3.3	2.9	2.1	
Taxa de rentabilidade das OT a taxa fixa a 10 anos	em %, Dez.	5.0	4.5	4.4	
Taxas de juro sobre saldos de IFM ^(h)					
Empréstimos a particulares, habitação	em %, Dez.	6.0	5.2	3.8	
Empréstimos e outros créditos a sociedades não financeiras	em %, Dez.	5.8	5.3	4.4	
Depósitos a prazo	em %, Dez.	3.2	2.9	2.1	
VII. Índice de cotações de acções (PSI-Geral)	tvh 31-Dez.	-19.0	-20.7	17.4	
VIII. Depósitos e agregados de crédito face ao sector residente ⁽ⁱ⁾					
Depósitos					
Transferíveis	tvh Dez.	10.6	1.7	2.0	
A prazo, de poupança e com pré-aviso	tvh Dez.	-2.1	-1.9	0.2	
Empréstimos ^(j)					
Sector não monetário, excepto administrações públicas	tvh Dez.	13.8	10.0	6.2	
Instituições financeiras não monetárias	tvh Dez.	13.4	7.6	4.1	
Sociedades não financeiras	tvh Dez.	15.3	8.6	2.7	
Particulares	tvh Dez.	12.3	11.6	9.6	
IX. Finanças públicas					
Saldo global das administrações públicas ^(k)	em % do PIB	-4.4	-2.7	-2.8	
Excluindo medidas temporárias ^(l)	em % do PIB	-4.4	-4.1	-5.3	
Saldo primário das administrações públicas	em % do PIB	-1.2	0.3	0.1	
Excluindo medidas temporárias ^(l)	em % do PIB	-1.2	-1.1	-2.4	
Dívida pública bruta consolidada	Dez., em % do PIB	55.6	58.0	59.9	

Notas:

- (a) Ajustado dos efeitos da operação de venda de créditos tributários e, no caso das taxas de poupança, também do efeito da transferência para as administrações públicas de reservas contabilísticas dos CTT.
- (b) As remunerações incluem: valores das tabelas salariais, benefícios complementares e contribuições patronais para a Segurança Social; excluem o subsídio do Estado para a Caixa Geral de Aposentações.
- (c) Sector privado – conjunto da economia excluindo as administrações públicas.
- (d) Poupança agregada de todos os agentes económicos, excepto as administrações públicas.
- (e) Taxas de variação calculadas com base em pares de amostras constantes consecutivas.
- (f) Uma variação positiva representa uma apreciação em termos efectivos; uma variação negativa representa uma depreciação.
- (g) Custos unitários de trabalho relativos no total da economia. Uma variação positiva significa uma subida dos custos relativos dos produtores portugueses.
- (h) Taxas em final de período. Calculadas como médias das taxas de juro sobre saldos de empréstimos e depósitos de IFM, denominados em euros face a residentes na área do euro, para cada sector e/ou finalidade, em cada classe de prazo contratual, ponderadas pelos respectivos montantes em dívida em final de mês. Até Dezembro de 2002, estimativas.
- (i) Saldos em fim do mês. Depósitos do sector não monetário (incluindo as administrações públicas).
- (j) Os empréstimos bancários são ajustados de operações de titularização e corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao activo e de reavaliações cambiais, sendo as taxas de variação anual calculadas com base em índices de saldos corrigidos (Jan.2000=100), de acordo com a metodologia do BCE (ver Boletim Mensal do BCE).
- (k) De acordo com o Procedimento dos Défices Excessivos.
- (l) Consideram-se medidas temporárias: em 2002, o programa de regularização de dívidas fiscais na parte atribuível a este ano, a venda da rede fixa de telecomunicações e a reintrodução de portagens na CREL; em 2003, o programa de regularização de dívidas fiscais na parte atribuível a este ano, o programa de cessão de créditos tributários para titularização e a transferência de reservas contabilísticas dos CTT.

tvm: Taxa de variação média.
 tvtr: Taxa de variação real.
 tvh: Taxa de variação homóloga.

Capítulo I Área do Euro

*Enquadramento Externo
da Área do Euro*

*Evolução Económica
na Área do Euro*

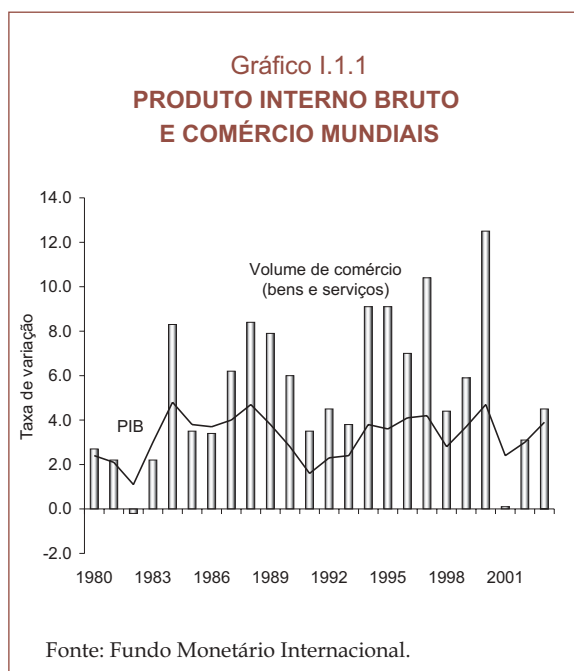
I.1. Enquadramento externo da área do euro

I.1.1. A economia mundial em 2003

A actividade económica mundial fortaleceu-se em 2003, num quadro de recuperação do investimento e do comércio mundial e de manutenção de um forte estímulo por parte das políticas macro-económicas nas principais economias. No conjunto do ano, o produto mundial cresceu 3.9 por cento, após um aumento de 3.0 por cento em 2002 (Gráfico I.1.1). Paralelamente, o comércio mundial intensificou-se, crescendo 4.5 por cento em 2003 (3.1 por cento em 2002). O ritmo de crescimento económico global apresentou-se, todavia, desigual ao longo do ano. Na primeira metade do ano, prosseguiu a moderação do crescimento já evidenciada no final de 2002, reflectindo a situação de elevada incerteza associada à perspectiva e posterior concretização de um conflito militar no Iraque e, no caso dos países asiáticos, os efeitos da epidemia da pneumonia atípica. No segundo semestre, com o dissipar destes factores e o aumento da confiança dos agentes económicos, a par da evolução favorável das condições de financiamento, a actividade acelerou significativamente.

O fortalecimento da actividade ao longo do ano foi generalizado às principais áreas económicas, embora com diferenças significativas no padrão e ritmo da recuperação (Quadro I.1.1). Nas economias avançadas, o fortalecimento da actividade traduziu, em grande medida, a recuperação das economias norte-americana e japonesa, que contrastou com o comportamento fraco da área do euro. Relativamente aos países de economia emergente e em desenvolvimento, há a destacar o dinamismo das economias asiáticas, onde a actividade beneficiou de um forte crescimento das exportações, impulsionado por uma posição competitiva favorável e pela recuperação do sector das tecnologias de informação. A situação nas economias da América Latina registou também uma melhoria ao longo do ano, mas o crescimento em média anual desta área manteve-se bastante fraco.

O padrão da recuperação económica mundial contribuiu para que persistissem em 2003



os desequilíbrios a nível global. Apesar da depreciação significativa do dólar nos últimos dois anos, o défice na balança externa norte-americana voltou a aumentar (para 4.9 por cento do PIB em 2003), num contexto em que as taxas de juro se mantiveram em níveis historicamente baixos e em que o défice orçamental nos Estados Unidos (EUA) registou novo agravamento. Paralelamente, as economias asiáticas voltaram a apresentar excedentes importantes com o exterior.

A deterioração da situação orçamental foi comum às principais economias (Quadro I.1.2). Nos EUA e no Reino Unido, o aumento do défice em cerca de 1.5 p.p. (para 4.9 e 3.2 por cento do PIB, respectivamente), é no essencial explicado por medidas de carácter discricionário, como evidenciado pelo comportamento do saldo ajustado do ciclo. Na área do euro, o défice das administrações públicas situou-se em 2.7 por cento, registando um aumento de 0.4 p.p. face ao observado no ano anterior. O agravamento da situação orçamental levou alguns Estados-Membros a implementar medidas temporárias que tiveram um impacto não negligenciável sobre a posição orçamental na área do euro⁽¹⁾. Em contraste com o sucedido

(1) Veja-se a secção I.2.2 deste capítulo.

Quadro I.1.1

PRODUTO INTERNO BRUTO, INFLAÇÃO E BALANÇA CORRENTE

	PIB			Preços no consumidor ^(a)			Balança corrente		
	Taxa de variação			Taxa de variação			Em % do PIB		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Economia mundial	2.4	3.0	3.9	4.1	3.4	3.7	-	-	-
Economias emergentes e em desenvolvimento	4.1	4.6	6.1	6.8	6.0	6.1	0.6	1.3	1.7
Países asiáticos em desenvolvimento	5.6	6.4	7.8	2.7	2.0	2.7	1.7	2.8	2.3
China	7.5	8.0	9.1	0.7	-0.8	1.2	1.5	2.8	2.1
Índia	4.0	4.7	7.4	3.8	4.3	3.8	-0.2	1.0	0.5
ASEAN-4 ^(b)	2.6	4.3	5.0	6.5	5.8	3.9	5.2	5.6	5.5
América Latina	0.4	-0.1	1.7	6.0	8.9	10.6	-2.9	-0.9	0.2
Brasil	1.3	1.9	-0.2	6.8	8.4	14.8	-4.6	-1.7	0.8
Argentina	-4.4	-10.9	8.7	-1.1	25.9	13.4	-1.6	10.5	5.7
México	-0.2	0.7	1.3	6.4	5.0	4.5	-2.9	-2.2	-1.5
Comunid. de Estados Independentes (CIS)	6.4	5.1	7.6	20.4	13.8	12.1	7.9	6.9	7.0
Rússia	5.1	4.7	7.3	21.6	15.8	13.7	10.9	8.9	8.9
Europa central e de leste	0.3	4.4	4.5	19.6	14.8	9.2	-2.5	-3.3	-3.9
Países da adesão à UE ^(c)	2.5	2.4	3.6	5.7	2.7	2.1	-	-	-3.7
Turquia	-7.5	7.9	5.8	54.4	45.0	25.3	2.2	-0.8	-2.9
África	3.8	3.5	4.1	11.8	9.6	10.3	-0.3	-1.7	-0.7
Médio Oriente	4.3	4.2	5.4	7.1	7.5	8.6	5.9	4.6	7.3
Economias avançadas	1.1	1.7	2.1	2.1	1.5	1.8	-0.8	-0.7	-0.8
EUA	0.5	2.2	3.1	2.8	1.6	2.3	-3.9	-4.6	-4.9
Japão	0.4	-0.3	2.6	-0.7	-0.9	-0.3	2.1	2.8	3.2
Área do euro	1.6	0.9	0.4	2.3	2.3	2.1	-0.2	0.8	0.4
Reino Unido	2.1	1.6	2.2	1.2	1.3	1.4	-2.4	-1.7	-2.4
Novas economias industrializadas da Ásia ^(d)	1.1	5.1	3.0	1.9	0.9	1.4	5.1	5.9	7.6

Fontes: Fundo Monetário Internacional, Comissão Europeia e Thomson Financial Datastream.

Notas:

(a) Índice Harmonizado de Preços no Consumidor no caso da área do euro e do Reino Unido.

(b) Indonésia, Malásia, Filipinas e Tailândia.

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

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

nos EUA e no Reino Unido, a deterioração orçamental na área do euro é, no essencial, explicada pela evolução cíclica desfavorável, já que o saldo primário ajustado de efeitos cíclicos e de medidas temporárias se deteriorou apenas ligeiramente. No Japão, o défice público manteve-se em torno de 8 por cento do PIB, apesar da recuperação da economia japonesa.

O dólar prosseguiu em 2003 a tendência de depreciação face às principais moedas iniciada em Março de 2002, tendo observado uma depreciação nominal efectiva de 12.8 por cento quando comparados valores de final de ano e de 10.4 por cento em média anual. Entre o final de 2002 e o de 2003, o dólar depreciou-se 18 por

cento face ao dólar canadiano, 17 por cento face ao euro e cerca de 10 por cento face ao iene e à libra esterlina, tendo permanecido virtualmente inalterado face à generalidade das moedas dos outros principais parceiros comerciais da Ásia. Ao longo de 2003, as autoridades monetárias asiáticas continuaram a realizar avultadas intervenções cambiais no sentido de conter a apreciação das respectivas moedas face ao dólar, o que resultou num aumento considerável das suas reservas oficiais. A evolução da moeda norte-americana ocorreu num quadro em que a revisão das expectativas de crescimento económico a curto prazo foram mais favoráveis para os EUA do que para a área do

Quadro I.1.2

ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS

Em percentagem do PIB

	2000	2001	2002	2003	Variação 2003-2000 (p.p)
EUA					
Saldo orçamental	1.6	-0.2	-3.3	-4.9	-6.5
Saldo ajustado do ciclo	0.6	0.0	-2.5	-3.9	-4.5
Saldo primário ajustado do ciclo	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Dívida bruta	57.7	55.8	56.8	58.5	0.8
Área do Euro					
Saldo orçamental	0.1	-1.6	-2.3	-2.7	-2.8
Saldo ajustado do ciclo	-1.8	-2.3	-2.5	-2.2	-0.4
Saldo primário ajustado do ciclo	2.2	1.6	1.2	1.3	-0.9
Dívida bruta	70.4	69.4	69.2	70.4	0.0
Japão					
Saldo orçamental	-7.5	-6.1	-7.9	-8.2	-0.7
Saldo ajustado do ciclo	-7.0	-5.3	-6.4	-7.2	-0.2
Saldo primário ajustado do ciclo	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Dívida bruta	139.3	148.9	158.5	166.1	26.8
Reino Unido					
Saldo orçamental	3.9	0.7	-1.6	-3.2	-7.1
Saldo ajustado do ciclo	0.8	0.4	-1.4	-2.8	-3.6
Saldo primário ajustado do ciclo	3.6	2.8	0.6	-0.8	-4.4
Dívida bruta	42.1	38.9	38.5	39.7	-2.4

Fontes: Fundo Monetário Internacional e Comissão Europeia.

Nota:

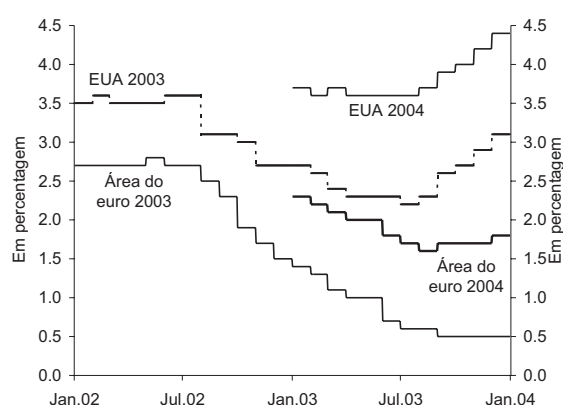
Saldos corrigidos do ciclo estão em percentagem do PIB potencial e, na área do euro e no Reino Unido, excluem as receitas de licenças UMTS.

euro (Gráfico I.1.2). Assim, o movimento de depreciação do dólar parece ter reflectido, sobretudo, preocupações acrescidas por parte dos agentes económicos com a sustentabilidade do desequilíbrio externo norte-americano, em particular num quadro de deterioração da situação das finanças públicas.

Os preços das matérias primas aumentaram significativamente em 2003, reflectindo essencialmente a recuperação da procura associada ao fortalecimento da actividade mundial. O preço do petróleo registou uma subida, em termos médios anuais, de 13.6 por cento em 2003 (0.4 por cento em 2002) (Gráfico I.1.3). Na primeira metade do ano, o preço apresentou flutuações significativas relacionadas com as tensões geopolíticas associadas ao conflito militar no Iraque. Na segunda metade do ano, o preço situou-se geralmente em níveis superiores ao limite superior do intervalo de referência da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (22-28 USD/barril). No final do ano, o preço

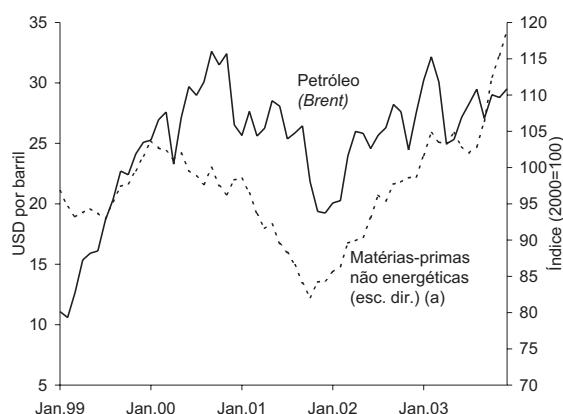
do petróleo situava-se ao nível observado no final de 2002 (cerca de 30 USD/barril). Os preços das outras matérias-primas (em USD) também aumentaram significativamente, após a subida já observada em 2002. O aumento foi particularmente expressivo na segunda metade do ano, coincidindo com a aceleração da actividade a nível mundial. Em termos de variação média anual, os preços das matérias-primas alimentares registaram uma subida de 10.3 por cento em 2003 (que compara com uma variação de 15.4 por cento em 2002). No caso das matérias primas industriais, verificou-se um aumento de 16.8 por cento (-1.3 por cento em 2002), para o que contribuiu, em particular, o forte crescimento das importações da China deste tipo de bens. Não obstante o aumento dos preços das matérias-primas, as pressões inflacionistas mantiveram-se contidas em 2003, reflectindo o excesso de capacidade produtiva ainda disponível na generalidade das economias. No caso das economias avançadas, a taxa

Gráfico I.1.2
EVOLUÇÃO DAS PREVISÕES
DO CRESCIMENTO REAL DO PIB



Fonte: Consensus Forecasts.

Gráfico I.1.3
PREÇOS INTERNACIONAIS
DE MATÉRIAS-PRIMAS
Em dólares norte-americanos



Fontes: Thomson Financial Datastream e HWVA.

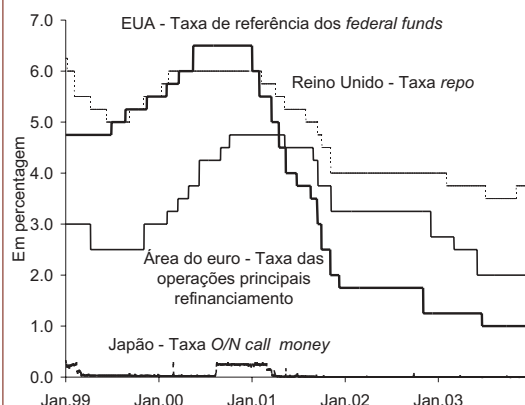
Nota:

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

média de inflação aumentou de 1.5 em 2002 para 1.8 por cento em 2003.

A ausência de pressões inflacionistas e o abrandamento da actividade económica na primeira metade do ano levaram as principais autoridades monetárias a proceder a reduções adicionais das taxas de juro oficiais até ao Verão (Gráfico I.1.4). Nos Estados Unidos da

Gráfico I.1.4
TAXAS DE JURO OFICIAIS



Fontes: Bloomberg e Banco Central Europeu.

América (EUA), o objectivo para a taxa de juro dos *Fed Funds* foi reduzido em 25 pontos base, para 1.0 por cento, no dia 25 de Junho, num contexto em que não existiam ainda sinais de crescimento sustentado e em que, desde Maio, vinha a ser atribuída pela Reserva Federal uma maior probabilidade a uma redução não desejada na taxa de inflação do que ao seu aumento⁽²⁾. Na área do euro, a taxa mínima aplicável às operações principais de refinanciamento foi reduzida de 2.75 para 2.5 por cento em Março e, posteriormente, para 2.0 por cento em Junho. O Banco de Inglaterra efectuou em Fevereiro e Julho reduções de 25 pontos base da taxa *repo*, que passou a situar-se em 3.5 por cento. Por sua vez, o Banco do Japão manteve a política de expandir a quantidade de liquidez cedida, aumentando diversas vezes o objectivo para as contas correntes das instituições financeiras monetárias junto do Banco Central. Na segunda metade do ano, as taxas de juro oficiais man-

(2) No dia 6 de Maio, a Reserva Federal alterou a sua avaliação quanto ao balanço de riscos para a actividade económica e inflação nos EUA. Enquanto os riscos no curto prazo para um crescimento económico sustentado continuaram a ser vistos como equilibrados, a autoridade monetária passou a considerar que a probabilidade de uma redução substancial da inflação, embora pequena, excedia a de um aumento em relação ao nível baixo em que esta se encontrava.

Quadro I.1.3

ÍNDICES ACCIONISTAS GLOBAIS E POR SECTORES

Dados diários

	Face a		Final de período			
	Máximos	Mínimos	2000	2001	2002	2003
	(desde 1999)					
Índices Accionistas Globais (variação em percentagem)						
S&P 500	-27	43	-10	-13	-23	26
Nasdaq	-60	80	-39	-21	-32	50
Nikkei 225	-49	40	-27	-24	-19	24
FTSE 100.....	-35	36	-10	-16	-24	14
Dow Jones Euro Stoxx	-48	47	-6	-20	-35	18
Índices Accionistas Sectoriais (variação em percentagem)						
Dow Jones Euro Stoxx - Bancos	-28	62	4	-19	-27	31
Dow Jones Euro Stoxx- Tecnológico	-73	62	-3	-37	-52	29
Dow Jones Euro Stoxx - Indústria	-40	48	-11	-20	-30	27
Dow Jones Euro Stoxx - Telecomunicações	-77	51	-43	-28	-36	24
Nasdaq-Telecomunicações	-85	125	-53	-48	-55	69
Nasdaq-Indústria	-44	84	-33	-5	-27	56
Nasdaq-Computadores	-68	86	-44	-23	-38	50

Fontes: Bloomberg e Thomson Financial Datastream.

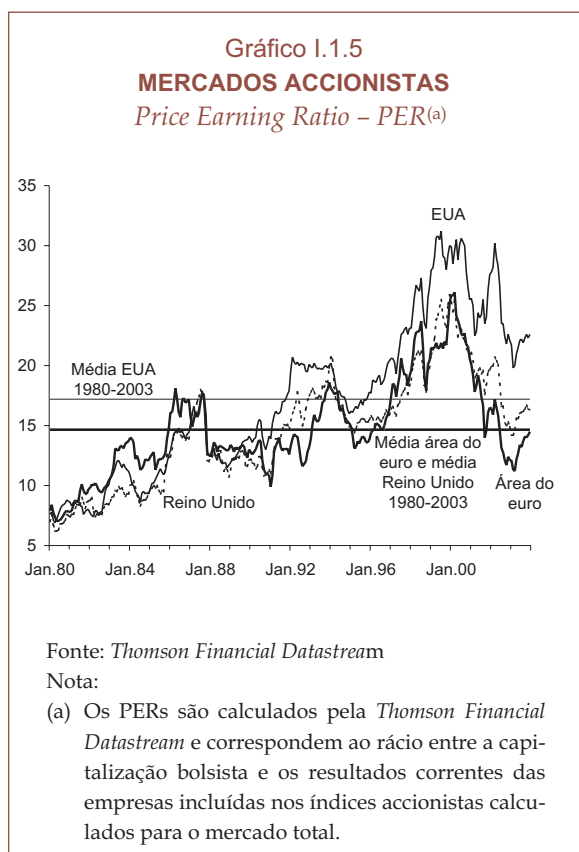
tiveram-se inalteradas nos EUA e na área do euro, num contexto em que foram surgindo sinais de recuperação da actividade e em que as perspectivas de inflação se mantinham favoráveis. No Reino Unido, as perspectivas favoráveis para a evolução da actividade económica, a manutenção de um forte crescimento da despesa das famílias e dos preços da habitação e a depreciação em termos nominais efectivos da libra esterlina ao longo do ano, levaram o Banco de Inglaterra a aumentar a taxa *repo* em 25 pontos base, para 3.75 por cento em Novembro⁽³⁾.

Nos mercados financeiros internacionais, o ano de 2003 foi marcado pela recuperação dos principais índices accionistas, por um aumento modesto das taxas de rendibilidade da dívida pública de longo prazo e por uma quebra substancial dos diferenciais, quer das obrigações de dívida privada face à dívida pública, quer das obrigações emitidas por devedores soberanos de economias de mercado emergente face a títulos do Tesouro norte-americano. Paralela-

mente, assistiu-se a uma diminuição generalizada da incerteza, com excepção do mercado de obrigações de dívida pública norte-americano, onde esta permaneceu em níveis elevados.

Os principais índices accionistas invertiram, a partir de Março de 2003, a tendência descendente evidenciada nos três anos anteriores, tendo o mercado norte-americano observado as valorizações mais significativas. No final de 2003, os índices Nasdaq e S&P 500, nos EUA, registavam ganhos de 50 e 26 por cento, respectivamente, face ao final de 2002. No mesmo período, o índice Nikkei 225, no Japão, aumentou 24 por cento, ao passo que na Europa, os índices Dow Jones Eurostoxx, na área do euro, e FTSE 100, no Reino Unido, registaram subidas de, respectivamente, 18 e 14 por cento (Quadro I.1.3). Quer nos EUA quer na área do euro, a subida do preço das acções foi generalizada a todos os sectores económicos, tendo sido mais pronunciada nos segmentos das telecomunicações, media e tecnologia (TMT) e indústria. Na área do euro, é também de assinalar o aumento superior à média do mercado dos preços das acções do sector bancário. O comportamento

(3) A taxa *repo* do Reino Unido foi novamente aumentada em 25 p.b. em Fevereiro e em Maio de 2004.



dos mercados accionistas ocorreu no contexto de uma evolução favorável dos lucros, que reflectiu em grande medida os esforços de reestruturação por parte das empresas, bem como de um optimismo crescente por parte dos investidores quanto às perspectivas de crescimento económico mundial. A valorização dos preços das acções excedeu o crescimento dos lucros, tal como evidenciado pelo comportamento ascendente dos PER (Gráfico I.1.5). A evolução dos principais índices accionistas deverá também ter traduzido uma correcção em baixa do prémio de risco exigido pelos investidores neste mercado, após um possível aumento verificado no quadro das tensões geopolíticas. Com efeito, as volatilidades implícitas nas opções sobre os índices accionistas registaram um forte decréscimo face aos níveis elevados observados no final de 2002 e início de 2003, encontrando-se desde o final do primeiro trimestre de 2003 abaixo das médias dos últimos anos (Gráfico I.1.6).

Face ao final de 2002, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo registaram uma subida nos EUA (44

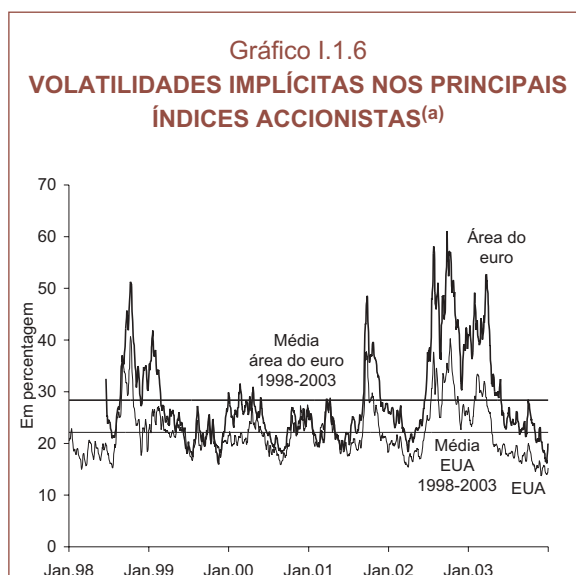
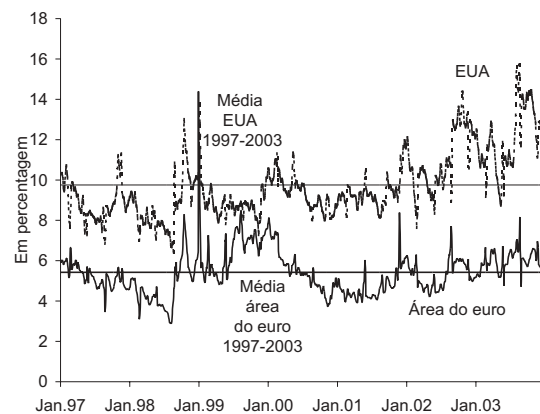


Gráfico I.1.7
VOLATILIDADE IMPLÍCITA DAS OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PÚBLICA DE LONGO PRAZO^(a)



pontos base) e mantiveram-se praticamente inalteradas na área do euro (Quadro I.1.4). Em termos intra-anuais observou-se uma descida pronunciada das taxas de rendibilidade na primeira metade do ano e uma subida no segundo semestre. A incerteza entre os participantes no

Quadro I.1.4

TAXAS DE JURO DE LONGO PRAZO E TAXAS DE CâMBIO

Dados diários

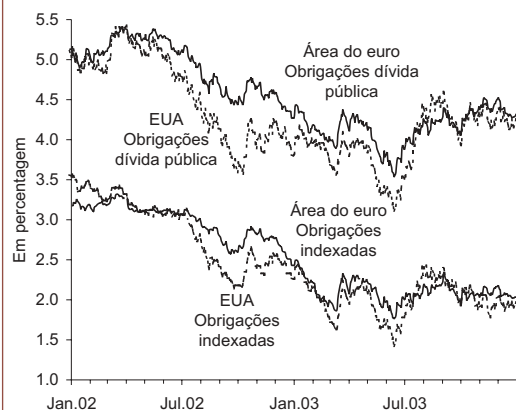
	Médias			Final de período		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Taxas de juro a 10 anos – dívida pública (percentagem)						
Estados Unidos	5.00	4.59	4.00	5.05	3.81	4.25
Japão	1.34	1.28	1.01	1.37	0.91	1.37
Reino Unido	4.90	4.87	4.48	5.05	4.37	4.80
Área do Euro	5.03	4.92	4.16	5.13	4.26	4.33
Diferenciais entre as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida privada e as obrigações de dívida pública (7 e os 10 anos) (em pontos base)						
Estados Unidos						
AA	86	77	21	66	54	14
Posição relativa face à média (1998-2003)	15	5	-51	-6	-17	-57
BBB	193	224	128	182	209	80
Posição relativa face à média (1998-2003)	20	52	-44	9	36	-93
Área do euro						
AA	54	48	40	44	49	31
Posição relativa face à média (1998-2003)	7	0	-8	-4	2	-16
BBB	205	209	132	182	194	92
Posição relativa face à média (1998-2003)	44	48	-29	21	33	-69
Taxas de câmbio efectivas nominais (variação em percentagem)						
Dólar norte-americano	6.8	-1.1	-10.4	7.5	-9.4	-12.8
Iene japonês	-8.2	-5.2	-0.1	-9.3	1.8	2.2
Libra esterlina	-1.2	0.5	-4.8	2.4	-2.7	-3.4
Euro	1.9	3.1	11.4	-1.0	8.8	11.3

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

mercado quanto aos movimentos futuros das taxas de rendibilidade das obrigações nos EUA manteve-se relativamente elevada ao longo do ano, como sugerido pela persistência da volatilidade implícita em níveis superiores à média desde 1997. Em contraste, na área do euro, a volatilidade implícita no mercado de dívida pública permaneceu em níveis próximos da média verificada no passado (Gráfico I.1.7). Até meados de Junho, prolongou-se a tendência descendente que tinha prevalecido em 2002, tendo as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos nos EUA e na área do euro caído para níveis muito baixos face aos padrões históricos. Tal parece ter reflectido, em parte, uma percepção mais desfavorável das perspectivas de crescimento económico a médio prazo de ambas as economias, como sugerido pela diminuição das taxas de rendibilidade real das obrigações de dívida pública indexadas, bem como e, sobretudo nos

primeiros meses do ano, uma preferência por activos mais seguros no quadro das tensões geopolíticas (Gráfico I.1.8). Adicionalmente, num contexto de baixo nível de utilização da capacidade instalada e de valores reduzidos de inflação, os investidores começaram a preocupar-se com riscos de deflação, os quais se intensificaram após o comunicado da Reserva Federal da reunião de 6 de Maio. A partir de meados de Junho, as taxas de rendibilidade a 10 anos iniciaram uma trajectória de subida, em linha com o optimismo crescente relativamente à recuperação da economia norte-americana e consequente diminuição da probabilidade atribuída a um cenário de deflação. Entre o final de Junho e o de Dezembro, estas taxas aumentaram 74 pontos base nos EUA e 45 pontos base na área do euro, tendo o movimento sido concentrado nos meses de Verão. De qualquer modo, as taxas de rendibilidade de longo prazo nos EUA terão permanecido muito abaixo das expectativas de

Gráfico I.1.8
TAXAS DE RENDIBILIDADE DE OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PÚBLICA A 10 ANOS E TAXAS DE RENDIBILIDADE DE OBRIGAÇÕES INDEXADAS À INFLAÇÃO^(a)

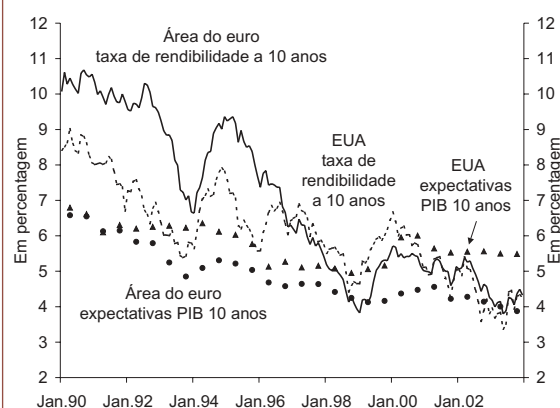


Fonte: Bloomberg.

Nota:

- (a) Obrigações do Tesouro norte-americano indexadas ao IPC dos EUA para um prazo médio residual de 10 anos e obrigações emitidas pelo Tesouro francês indexadas ao IHPC da área do euro com vencimento em 2012.

Gráfico I.1.9
TAXAS DE RENDIBILIDADE DE OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PÚBLICA A 10 ANOS E EXPECTATIVAS PARA O CRESCIMENTO DO PIB NOMINAL NO LONGO PRAZO^(a)

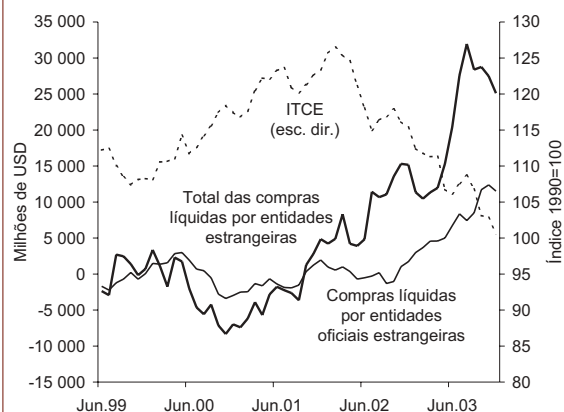


Fontes: Consensus Forecasts, BCE e Bloomberg.

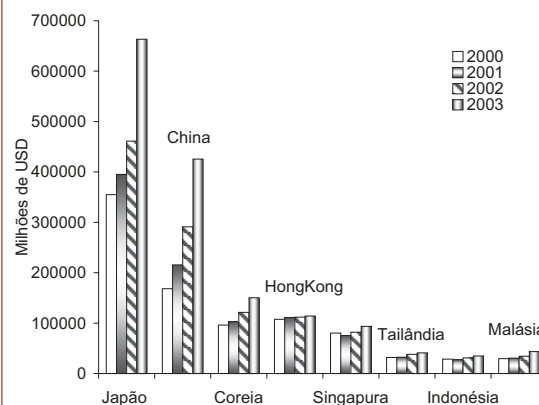
Nota:

- (a) As expectativas para o crescimento nominal do PIB no longo prazo são calculadas como a soma das expectativas de inflação e de crescimento real do PIB observadas em média para o horizonte de 1 a 10 anos à frente.

Gráfico I.1.10
COMPRAS LÍQUIDAS DE OBRIGAÇÕES DO TESOIRO NORTE-AMERICANO POR ENTIDADES ESTRANGEIRAS^(a) E TAXA DE CÂMBIO EFECTIVA NOMINAL DO DÓLAR



RESERVAS OFICIAIS (EXCLUINDO OURO)
Montantes em final do ano



Fontes: US Department of Treasury, Banco de Pagamentos Internacionais e Thomson Financial Datastream.

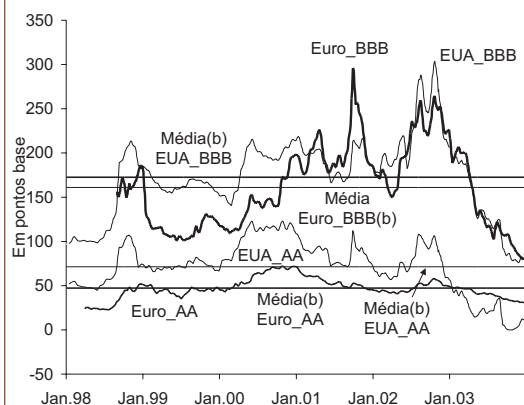
Nota:

- (a) Média móvel de seis meses.

mercado relativamente ao crescimento do PIB nominal a longo prazo (Gráfico I.1.9). O compromisso explícito da Reserva Federal de que a política monetária iria permanecer acomodatória por um período de tempo considerável deverá ter contribuído para a manutenção das taxas de rendibilidade em níveis baixos. Adicionalmente, compras avultadas de obrigações do

Gráfico I.1.11

ESTADOS UNIDOS E ÁREA DO EURO
Diferenciais entre as taxas de rendibilidade de obrigações de dívida privada e as de obrigações de dívida pública^(a)



Fontes: Bloomberg; Índices Merrill Lynch: maturidades de 7 a 10 anos.

Notas:

(a) Média móvel 10 dias.

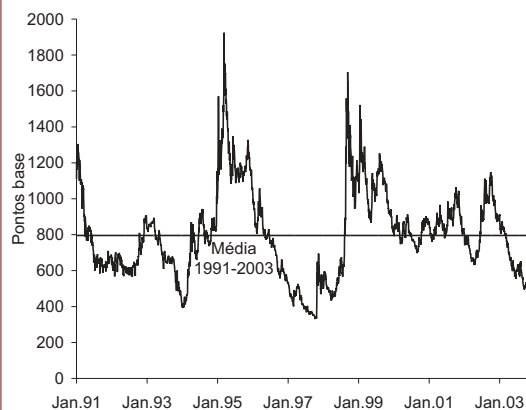
(b) Médias no período 1998-2003.

tesouro norte-americano por parte de entidades oficiais estrangeiras no contexto da depreciação do dólar, poderão também ter exercido pressões descendentes sobre as taxas de rendibilidade naquele mercado (Gráfico I.1.10).

Nos mercados de dívida privada dos EUA e da área do euro, assistiu-se em 2003 a um pronunciado estreitamento dos diferenciais de rendibilidade face à dívida pública, em especial nas empresas com piores notações de *rating* (Gráfico I.1.11). Os progressos alcançados no ajustamento da situação financeira das empresas, terão sido um factor determinante na percepção de um menor risco de crédito por parte dos investidores. Contudo, os níveis muito reduzidos dos diferenciais de rendibilidade da dívida privada, designadamente quando comparados com a média desde 1998, sugerem também que, num contexto de taxas de juro baixas, os investidores tenham favorecido aplicações em activos de maior risco que proporcionam maior rendibilidade no curto prazo. A forte queda dos diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública emitidas por economias de mercado emergente face

Gráfico I.1.12

DIFERENCIAIS ENTRE AS TAXAS DE RENDIBILIDADE DAS OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PÚBLICA EMITIDAS POR ECONOMIAS DE MERCADO EMERGENTE E AS OBRIGAÇÕES DO TESOURO NORTE-AMERICANO^(a)



Fonte: JP Morgan.

Nota:

(a) EMBI / EMBI+

a títulos do Tesouro norte-americano, para níveis muito inferiores à média histórica, apontam no mesmo sentido (Gráfico I.1.12).

I.1.2. Estados Unidos da América

A economia norte-americana cresceu 3.1 por cento em 2003, após um crescimento de 2.2 por cento no ano anterior (Quadro I.1.5). O fortalecimento da actividade foi particularmente expressivo no segundo semestre, já que no início do ano a economia foi negativamente afectada pelas tensões associadas à guerra no Iraque. No mercado de trabalho, a criação de emprego apresentou-se fraca no conjunto do ano e a produtividade do trabalho voltou a registar um elevado crescimento. Esta evolução beneficiou do forte estímulo das políticas macro-económicas, incluindo uma significativa redução de impostos e a manutenção das taxas de juro oficiais em níveis historicamente baixos num contexto de ausência de pressões inflacionistas. Neste quadro, observou-se um novo agravamento do défice das contas públicas e

Quadro I.1.5

EUA – PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS

	Taxa de variação			Taxa de variação homóloga			
	2001	2002	2003	2003			
				I	II	III	IV
Produto interno bruto (real).....	0.5	2.2	3.1	2.1	2.4	3.6	4.3
Rendimento real disponível das famílias.....	1.8	3.8	2.6	1.6	1.7	3.7	3.6
Poupança das famílias (em % do rendimento disponível).....	1.7	2.3	2.1	1.9	2.3	2.4	1.7
Taxa de desemprego (em percentagem).....	4.8	5.8	6.0	5.8	6.1	6.1	5.9
Emprego ^(a)	0.0	-1.1	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.2
Remunerações ^(b)	4.0	2.3	3.4	2.5	3.1	3.9	4.0
Produtividade ^(b)	2.2	5.0	4.4	2.7	4.1	5.3	5.4
Custos de trabalho por unidade produzida ^(b)	1.7	-2.5	-1.0	-0.3	-1.0	-1.2	-1.2
Preços no consumidor.....	2.8	1.6	2.3	2.9	2.1	2.2	1.9
Preços no consumidor excluindo bens alimentares e energéticos....	2.7	2.3	1.5	1.8	1.5	1.3	1.2
Balança corrente (em % do PIB).....	-3.9	-4.6	-4.9	-5.2	-5.2	-4.9	-4.5
Saldo das Administrações Públicas (em % do PIB).....	-0.2	-3.3	-4.9	-	-	-	-
Saldo ajustado do ciclo das Administrações Públicas (em % do PIB)....	0.0	-2.5	-3.9	-	-	-	-
Dívida das Administrações Públicas (em % do PIB).....	55.8	56.8	58.5	-	-	-	-

Fontes: Thomson Financial Datastream, Department of Commerce, Department of Labor e Fundo Monetário Internacional.

Notas:

(a) Emprego por conta de outrem no sector não agrícola.

(b) Sector empresarial não agrícola.

do desequilíbrio externo, este último apesar da depreciação do dólar.

O saldo orçamental voltou a apresentar uma redução significativa em 2003, que reflectiu no essencial um agravamento do défice ajustado de efeitos cíclicos. Esta evolução traduziu a adopção de medidas que implicaram uma redução das receitas (nomeadamente, a antecipação de reduções de impostos sobre o rendimento já anteriormente aprovadas, a diminuição dos impostos sobre dividendos e ganhos de capital, e o aumento dos incentivos ao investimento através da possibilidade de amortizações aceleradas), bem como a continuação de um forte aumento das despesas em defesa e segurança nacional.

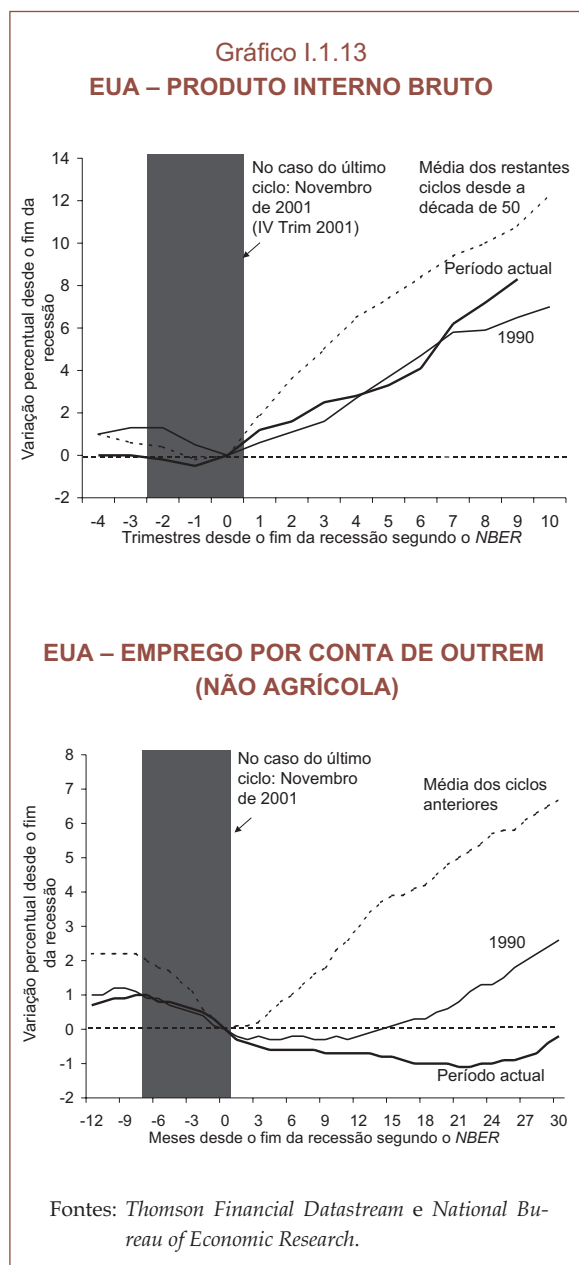
A Reserva Federal manteve as suas taxas de juro de referência em níveis historicamente baixos. Nos primeiros meses do ano, a taxa de referência dos *Fed Funds* permaneceu em 1.25 por cento, como forma de estimular a actividade económica, num contexto de grande incerteza quanto à sustentabilidade e intensidade da re-

cuperação económica iniciada no final de 2001, a par da perspectiva de um conflito militar no Iraque e do aumento do preço do petróleo. Em Março, a autoridade monetária norte-americana considerou mesmo não ser possível caracterizar o balanço dos riscos quanto às perspectivas para os seus objectivos de estabilidade de preços e crescimento económico sustentado. Nos meses seguintes, observou-se uma diminuição da incerteza, que se reflectiu nomeadamente na recuperação da confiança dos consumidores e dos mercados financeiros, a par da diminuição do preço do petróleo. Não sendo certo em que medida estes desenvolvimentos poderiam conduzir a uma melhoria da actividade, a Reserva Federal manteve na reunião de Maio as taxas de juro de referência inalteradas, considerando que os riscos para um crescimento económico sustentado nos trimestres seguintes se tinham tornado equilibrados, mas que a probabilidade de uma redução substancial da inflação, embora pequena, excedia a de um aumento em relação ao nível baixo em que

se encontrava. No final de Junho, a actividade económica, apesar de alguns sinais de melhoria, não demonstrava ainda um crescimento sustentado, pelo que, num contexto de expectativas de inflação baixas, a taxa de referência dos *federal funds* foi reduzida para 1.0 por cento. Na segunda metade do ano, considerando que o risco da inflação diminuir para níveis indesejáveis persistia, a Reserva Federal anunciou que o nível baixo das taxas de juro de referência poderia manter-se por um período considerável. Em Dezembro, no contexto de fortalecimento significativo da actividade económica e, em menor grau, da situação no mercado de trabalho, a autoridade monetária passou a considerar que a probabilidade de uma redução substancial da inflação tinha diminuído e era aproximadamente igual à de um aumento. Todavia, dadas as expectativas de inflação moderadas e o reduzido grau de utilização de recursos na economia norte-americana, continuou a afirmar que o nível baixo das taxas de juro de referência poderia manter-se por um período considerável.

O crescimento do PIB desde o início da actual expansão económica tem sido menor do que o observado, em média, em ciclos económicos anteriores — na sequência de uma desaceleração também menos pronunciada no período recessivo de 2001⁽⁴⁾. O desempenho da economia neste período foi afectado pelo elevado nível de incerteza, associado aos diversos choques negativos ocorridos, nomeadamente, os ataques terroristas de 11 de Setembro de 2001, a guerra no Afeganistão, os escândalos financeiros e, mais recentemente, a guerra no Iraque. A situação financeira das famílias e das empresas no início deste período de expansão terá igualmente condicionado a evolução da actividade. A actual expansão destaca-se ainda pela fraca evolução do mercado de trabalho, nomeadamente a inexistência de criação líquida de emprego nos dois anos depois do início da expansão (Gráfico I.1.13).

(4) Refira-se que, em Julho de 2003, o *National Bureau of Economic Research* (NBER) situou a recessão entre Abril e Novembro de 2001. O início da expansão económica ocorreu em Dezembro de 2001.



O fortalecimento do PIB em 2003 reflectiu, em grande medida, a recuperação da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) do sector empresarial — depois das quedas significativas nos dois anos anteriores — e um contributo da procura externa líquida para o crescimento do PIB menos negativo, em virtude da recuperação das exportações. Por outro lado, o crescimento das despesas das famílias em consumo manteve-se sustentado, o investimento em habitação acelerou e a despesa pública voltou a apresentar um crescimento elevado (Quadro I.1.6).

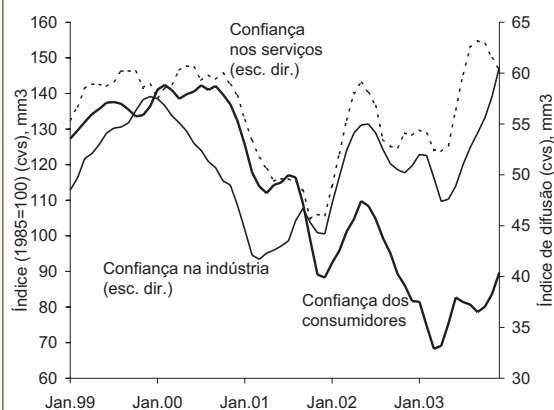
Quadro I.1.6

EUA – CONTAS NACIONAIS

	2001	2002	2003	Taxa de variação homóloga			
				2003			
				I	II	III	IV
Produto interno bruto	0.5	2.2	3.1	2.1	2.4	3.6	4.3
Consumo privado	2.5	3.4	3.1	2.3	2.5	3.7	4.0
Bens duradouros	4.1	6.5	7.4	1.5	5.6	11.0	11.1
Bens não duradouros	1.9	3.0	3.8	2.7	2.9	4.7	4.9
Serviços	2.4	3.0	2.0	2.3	1.7	1.9	2.2
Formação bruta de capital fixo do sector privado	-3.2	-3.7	4.4	1.1	2.4	6.1	8.1
Não residencial	-4.5	-7.2	3.0	-1.2	1.3	4.6	7.4
Estruturas	-2.5	-18.4	-4.6	-9.8	-5.3	-1.9	-0.9
Equipamento e <i>software</i>	-5.2	-2.8	5.5	1.8	3.4	6.8	10.0
Residencial	0.3	4.9	7.5	6.1	5.0	9.2	9.5
Despesa pública	2.8	3.8	3.3	3.3	4.1	3.9	2.1
Exportações	-5.2	-2.4	2.0	1.7	-0.7	0.6	6.4
Importações	-2.6	3.3	4.0	5.3	3.5	2.6	4.5
<i>Contributos (em p.p.):</i>							
Procura interna (exc. var. exist. sect. priv.)	1.6	2.5	3.6	-	-	-	-
Variação de existências do sector privado	-0.9	0.4	-0.1	-	-	-	-
Procura externa líquida	-0.2	-0.7	-0.4	-	-	-	-

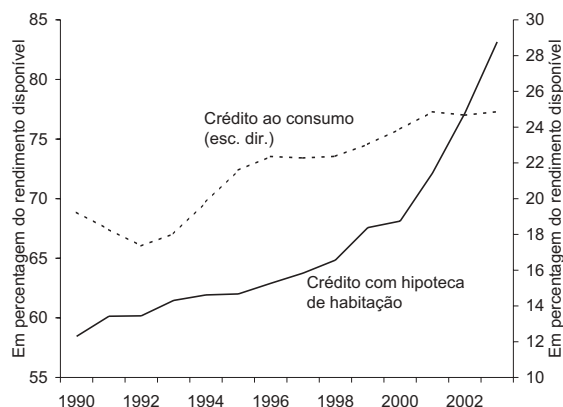
Fonte: *Department of Commerce*.

O consumo privado registou um crescimento de 3.1 por cento em 2003 (3.4 por cento em 2002), sendo de destacar o aumento da despesa em bens duradouros (7.4 por cento). O comportamento do consumo privado foi particularmente dinâmico na segunda metade do ano, para o que terá contribuído o reforço da confiança dos consumidores (Gráfico I.1.14) e a aceleração do rendimento disponível em virtude das reduções de impostos ocorridas. Todavia, no conjunto do ano, o rendimento real disponível aumentou apenas 2.6 por cento, condicionado pela evolução moderada das remunerações e pela subida dos preços no consumo, associada à aceleração dos preços dos bens energéticos. A manutenção de condições de financiamento favoráveis terá continuado a impulsionar as despesas das famílias, dados os baixos custos de endividamento para aquisição de casas e bens de consumo duradouro. A redução das taxas de juro do crédito hipotecário, a par do continuado aumento dos preços das habitações, continuou a incentivar a renegociação em condições mais favoráveis dos créditos hipotecários, permitindo extrair fundos para fi-

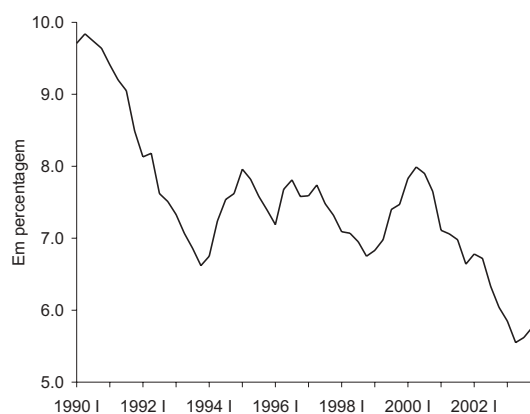
Gráfico I.1.14
EUA – CONFIANÇA DOS CONSUMIDORES
E EMPRESÁRIOSFonte: *Thomson Financial Datastream*.

nanciar despesas de consumo (Gráfico I.1.15)⁽⁵⁾. Apesar do aumento do endividamento, a riqueza líquida das famílias aumentou em 2003, após a deterioração observada nos últimos anos, em virtude da recuperação verifica-

Gráfico I.1.15
EUA – CRÉDITO ÀS FAMÍLIAS^(a)



EUA – TAXA DE JURO DE CRÉDITO COM HIPOTECA DE HABITAÇÃO^(b)

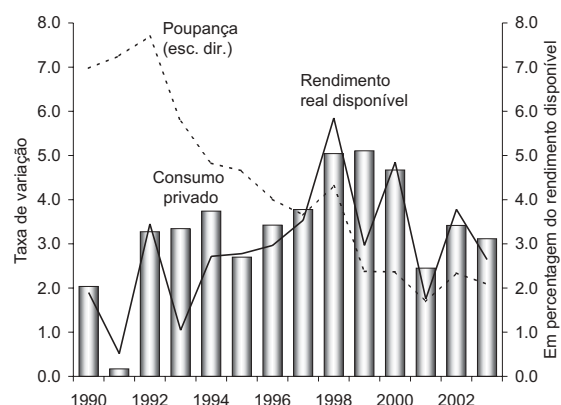


Fonte: Thomson Financial Datastream.

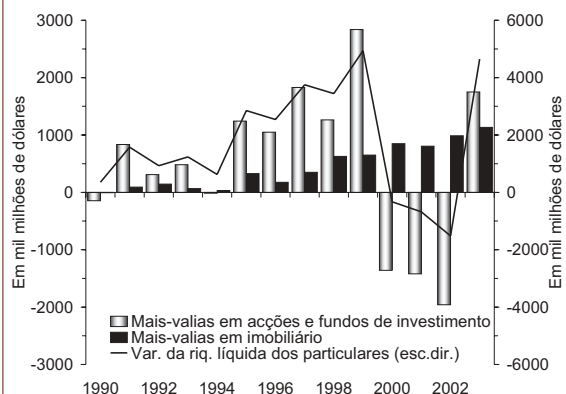
Nota:

- (a) Posição em final de período.
(b) Taxa de juro contratual compósita baseada nos empréstimos a taxa fixa e taxa variável.

Gráfico I.1.16
EUA – CONSUMO PRIVADO, RENDIMENTO DISPONÍVEL E POUPANÇA



EUA – VARIAÇÃO DA RIQUEZA LÍQUIDA DOS PARTICULARES E MAIS-VALIAS EM AÇÕES E IMOBILIÁRIO



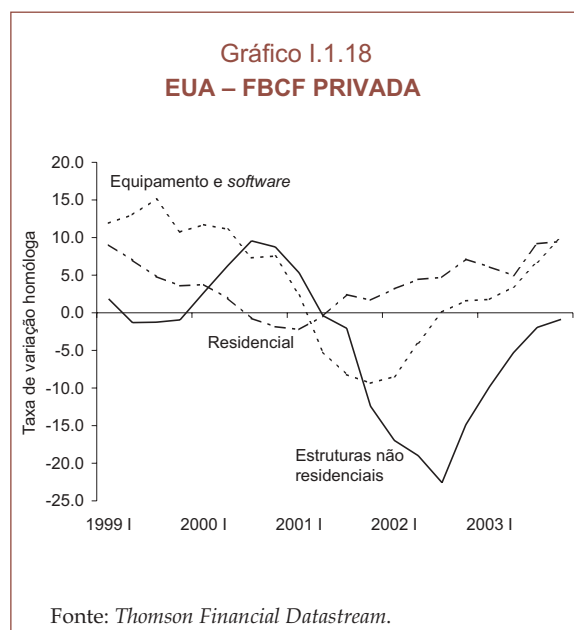
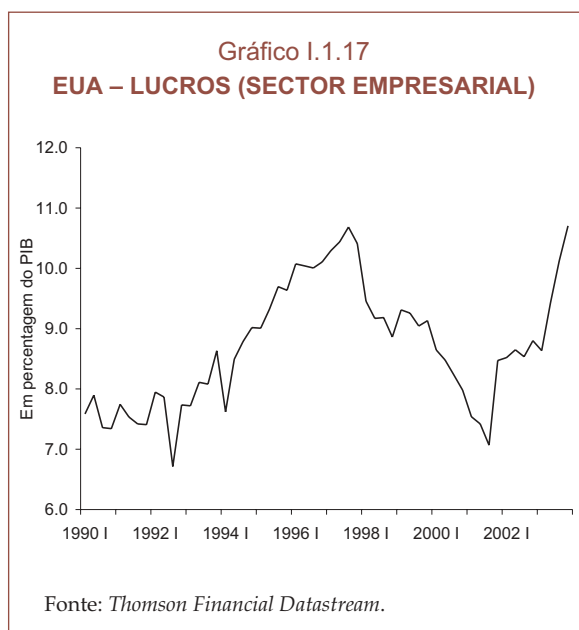
Fontes: Thomson Financial Datastream e Federal Reserve.

da nos mercados accionistas, que acresceu à continuada valorização do património imobi-

liário. Neste contexto, a taxa de poupança das famílias manteve-se num nível bastante baixo, 2.1 por cento do rendimento disponível em 2003 (Gráfico I.1.16).

Após as quedas significativas nos dois anos anteriores, a FBCF não residencial do sector privado recuperou em 2003, tendo registado um crescimento de 3.0 por cento (Quadro I.1.6). O investimento empresarial apresentou variações positivas a partir do segundo trimestre do ano e terá beneficiado do aumento da confiança dos empresários e da evolução favorável dos lucros (Gráficos I.1.14 e I.1.17). As baixas

(5) As operações de renegociação de crédito hipotecário continuaram a permitir às famílias reduzir os seus encargos mensais, amortizar crédito contratado em condições menos favoráveis, e ainda extrair fundos que poderão ter sido usados para financiar despesa. Segundo estimativas da *Freddie Mac*, uma das grandes empresas que actuam no mercado secundário de hipotecas, o refinanciamento das hipotecas existentes poderá ter libertado cerca de 139 mil milhões de USD em 2003 (105 mil milhões em 2002).



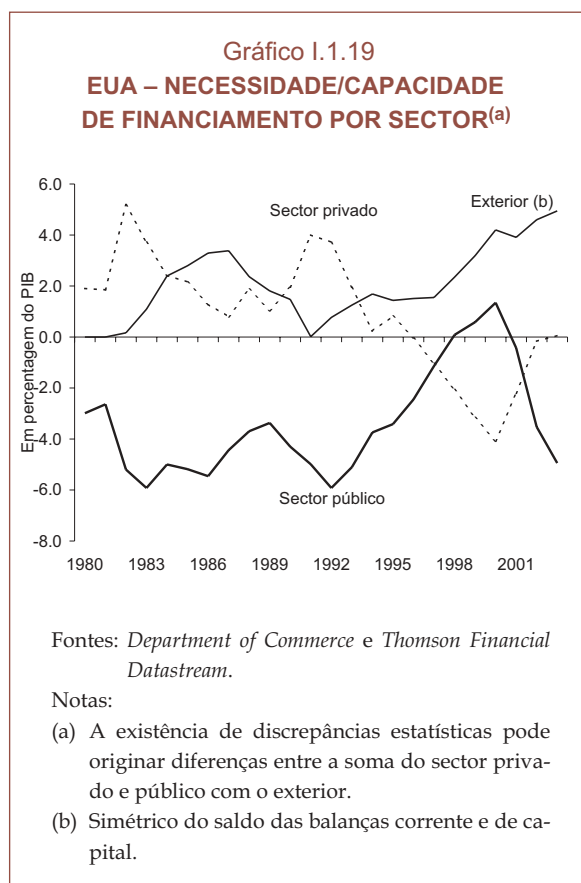
taxas de juro e a recuperação dos mercados acionistas traduziram-se em condições de financiamento muito favoráveis, embora as empresas tenham recorrido sobretudo aos fundos gerados internamente⁽⁶⁾, em linha com o que habitualmente sucede nas fases iniciais de expansão. A FBCF em equipamento e *software* registou uma recuperação significativa, sendo de destacar o dinamismo do investimento em tecnologias de informação (cujo crescimento passou de 0.4 por cento em 2002 para 13.8 por cento em 2003), que beneficiou da concessão de incentivos fiscais ao nível da amortização deste tipo de investimento. Pelo contrário, a FBCF em construção não residencial voltou a reduzir-se em 2003, embora em menor grau do que no ano anterior (-4.6 e -18.4 por cento, respectivamente) (Gráfico I.1.18). Os empresários mostraram-se ainda cautelosos quanto à necessidade de reconstituição de existências, possivelmente em virtude do crescimento moderado da procura na primeira metade do ano. O contributo da variação de existências para o crescimento do PIB foi basicamente nulo em 2003 e o nível de existências relativamente às vendas diminuiu novamente, em particular na segunda

parte do ano, quando a procura acelerou significativamente.

Em 2003, as importações de bens e serviços voltaram a crescer a um ritmo superior ao das exportações reflectindo, em grande medida, o maior crescimento da actividade económica nos EUA em relação a alguns dos seus principais parceiros comerciais (Quadro I.1.6). As exportações, que permaneceram bastante fracas na primeira metade do ano, recuperaram significativamente nos dois últimos trimestres, beneficiando do fortalecimento da actividade internacional e possivelmente da depreciação do dólar. Em particular, observou-se um aumento significativo das exportações para alguns países asiáticos, que no primeiro semestre haviam sido afectados pela epidemia da pneumonia atípica. Neste contexto, o saldo da balança de bens e serviços apresentou uma ligeira correcção na segunda metade do ano, mas voltou a registar uma deterioração em termos médios anuais, determinando um novo aumento do défice da balança corrente, para 4.9 por cento do PIB (4.6 por cento em 2002).

A estrutura de financiamento do défice corrente alterou-se em 2003, tendo-se assistido a uma redução das entradas de capitais associadas a fluxos financeiros privados (de 4.2 para 3.4 por cento do PIB), que foi compensada por um significativo aumento das entradas associadas a transacções financeiras com entidades

(6) Em 2003, as emissões líquidas de capital foram negativas e o recurso ao crédito (bancário e titulado) registou um aumento moderado.



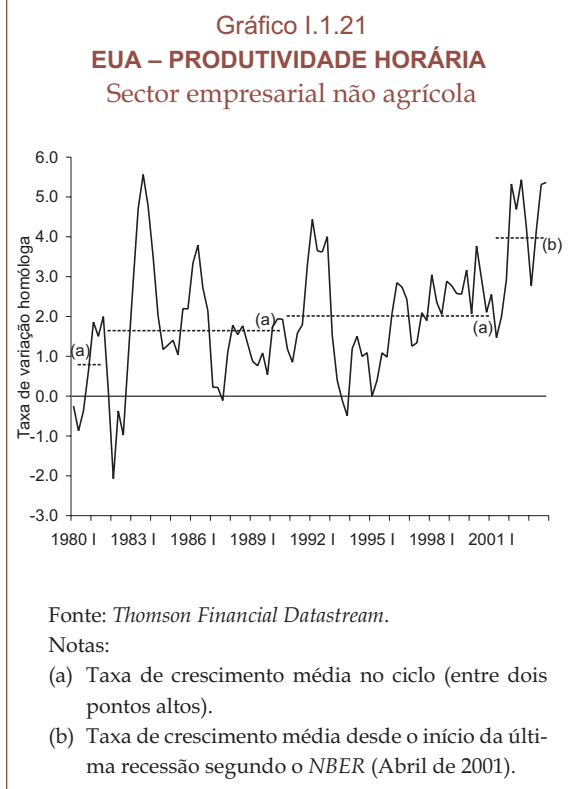
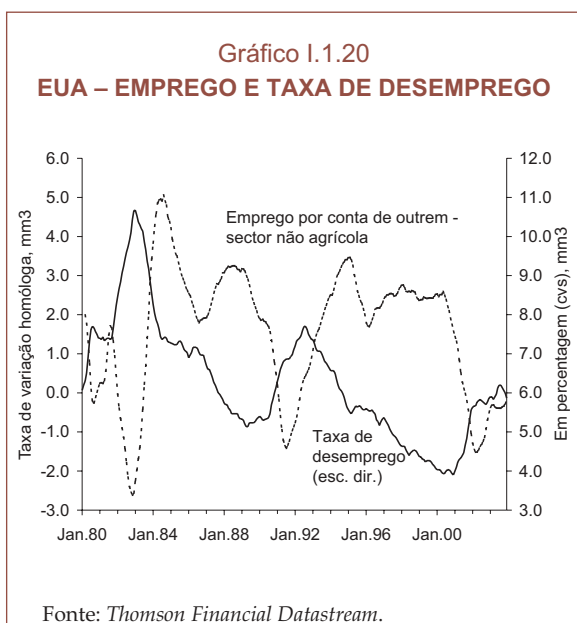
oficiais externas (de 0.9 para 1.9 por cento do PIB). A redução nas entradas líquidas de capitais privados reflectiu um aumento do investimento líquido das entidades norte-americanas em activos externos — em particular, em títulos externos — que mais do que compensou o aumento do investimento de entidades privadas externas nos EUA. Refira-se que, em contraste com o observado em 2001 e 2002, os montantes de investimento directo estrangeiro nos EUA aumentaram ligeiramente em 2003. O aumento do investimento líquido do sector oficial externo em activos norte-americanos reflecte, em larga medida, o investimento em títulos do governo dos EUA por parte de autoridades monetárias asiáticas, no contexto das suas políticas de intervenção no mercado cambial.

O novo aumento das necessidades de financiamento da economia norte-americana face ao exterior em 2003 continuou a reflectir o comportamento do sector público (Gráfico I.1.19). A situação financeira do sector privado manteve-se basicamente equilibrada em 2003, tendo o aumento das necessidades de financiamento

das famílias sido compensado por um aumento do excedente financeiro empresarial, num contexto de forte aceleração dos lucros das empresas.

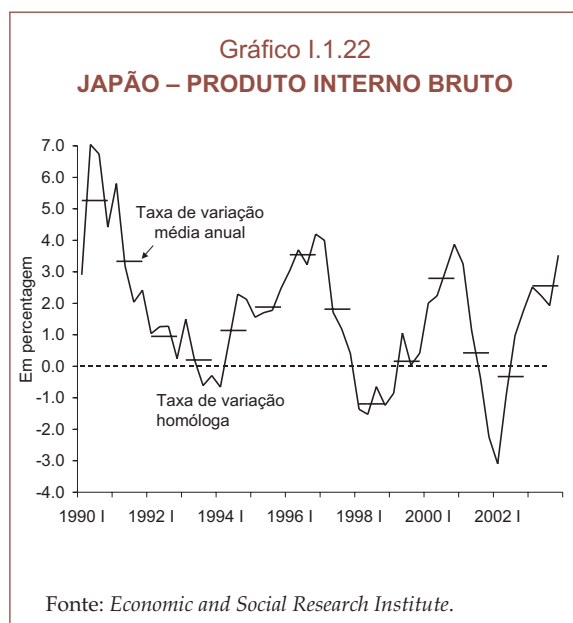
A situação no mercado de trabalho continuou a deteriorar-se na primeira metade de 2003. Neste período, o emprego continuou a reduzir-se — prolongando a tendência verificada desde o início do mais recente período recessivo — e a taxa de desemprego aumentou de 6.0 por cento em Dezembro de 2002 para 6.3 por cento em Junho. Posteriormente, observou-se uma recuperação gradual no mercado de trabalho. Deste modo, no final do ano, o nível de emprego era basicamente o mesmo do final de 2002 e a taxa de desemprego situava-se em 5.7 por cento (Gráfico I.1.20). Esta evolução, conjugada com a aceleração da actividade económica, traduziu-se na manutenção de um crescimento muito acentuado da produtividade no sector não agrícola em 2003 (4.4 por cento, face a 5.0 por cento em 2002) (Gráfico I.1.21). Os ganhos de produtividade no período recente — crescimento médio de 4.5 por cento desde o início da última recessão — têm sido associados, em particular, aos efeitos de melhorias ao nível da organização dos processos produtivos e inovações na utilização dos recursos existentes, para além do habitual comportamento procíclico desta variável. As remunerações apresentaram uma aceleração moderada em 2003 (de 2.3 para 3.4 por cento), que, dado o comportamento da produtividade, se traduziu numa nova redução dos custos de trabalho por unidade produzida (de -1.0 por cento, face a -2.5 por cento em 2002).

A inflação, medida pela variação do índice de preços no consumidor (IPC), aumentou, em termos médios anuais, de 1.6 por cento em 2002 para 2.3 por cento em 2003, reflectindo, em grande medida, o aumento dos preços dos bens energéticos e, em menor grau, dos bens alimentares. Excluindo estas duas componentes, a inflação reduziu-se de 2.3 para 1.5 por cento, reflectindo o nível ainda elevado de recursos não utilizados quer no mercado do produto quer no mercado de trabalho.



I.1.3. Japão

O ritmo de recuperação da actividade económica no Japão ao longo de 2003 foi significativamente mais forte do que o esperado no início do ano. Em termos médios anuais, o PIB registou um aumento de 2.6 por cento, que compara com uma queda de 0.3 por cento no ano anterior (Quadro I.1.7 e Gráfico I.1.22). O ritmo



de crescimento não foi todavia suficiente para reduzir significativamente a taxa de desemprego, que se manteve em níveis historicamente elevados, e apenas se observou uma moderação da tendência de deflação. Em 2003, registaram-se ainda alguns progressos no que se refere à reestruturação do sector empresarial e à situação do sistema financeiro. A recuperação da economia assentou no fortalecimento do investimento empresarial e no continuado dinamismo das exportações (Quadro I.1.8). O contributo da despesa pública para o crescimento do PIB foi negativo em 2003, num quadro de manutenção de um elevado défice orçamental. Com efeito, o défice das Administrações Públicas manteve-se em 2003 próximo de 8 por cento do PIB e o rácio da dívida bruta voltou a aumentar, atingindo 166.1 por cento do PIB.

O Banco do Japão procedeu, ao longo do ano, a novos aumentos da quantidade de liquidez cedida ao mercado, tendo anunciado em Outubro que a orientação expansionista se manterá enquanto a inflação (medida pela variação homóloga do índice de preços no consumidor, excluindo bens alimentares frescos) não se apresentar nula ou positiva durante alguns meses e enquanto as previsões de inflação da maioria dos membros do Comité de Política Monetária forem inferiores a zero por cento. O aumento da quantidade de moeda na economia não tem sido, no entanto, acompanhado

Quadro I.1.7

JAPÃO – PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS

	2001	2002	2003
Produto interno bruto (t.v., real)	0.4	-0.3	2.6
Rendimento real disponível das famílias (t.v.)	-1.4	0.8	1.3
Poupança das famílias (em % do rendimento disponível).....	6.6	6.4	6.4
Taxa de desemprego (em percentagem).....	5.0	5.4	5.3
Emprego (t.v.).....	-0.6	-1.2	-0.2
Preços no consumidor (t.v.)	-0.7	-0.9	-0.3
Preços no consumidor excluindo bens alimentares frescos (t.v.)	-0.8	-0.8	-0.3
Balança corrente (em % do PIB).....	2.1	2.8	3.2
Saldo Administrações Públicas (em % do PIB)	-6.1	-7.9	-8.2
Saldo ajustado do ciclo Administrações Públicas (em % do PIB).....	-5.3	-6.4	-7.2
Dívida Administrações Públicas (em % do PIB)	148.9	158.5	166.1

Fontes: Thomson Financial Datastream, Economic and Social Research Institute, Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico e Fundo Monetário Internacional.

por uma expansão do crédito ao sector privado, que diminuiu novamente em 2003. Ao nível das empresas não financeiras, o *cash-flow* gerado terá sido mais do que suficiente para financiar o investimento, e estas terão continuado a ajustar os seus balanços, nomeadamente através da redução dos níveis de endividamento. Por outro lado, os bancos mantiveram uma atitude cautelosa na concessão de novos créditos

às empresas. Com efeito, os créditos de cobrança duvidosa detidos pelos bancos japoneses mantêm-se em níveis elevados e os custos incorridos pelos bancos com esses créditos permaneceram a um nível próximo dos seus lucros operacionais (Quadro I.1.9). Não obstante, a situação financeira dos bancos melhorou recentemente reflectindo, sobretudo, a recuperação dos mercados accionistas.

A reanimação da procura interna em 2003 assentou na recuperação da FBCF privada não residencial, que apresentou um crescimento de 9.6 por cento, após uma queda de 7.0 por cento em 2002. Este comportamento reflectiu o aumento de confiança dos empresários, num contexto de fortalecimento da procura externa, em particular de outros países asiáticos, de evolução positiva dos lucros empresariais e de valorização dos mercados accionistas (Gráfico I.1.23). Em contraste, o investimento público registou uma nova redução (-10.5 por cento). O consumo privado voltou a apresentar um crescimento modesto em 2003 (0.9 por cento, idêntico ao registado no ano anterior), condicionado pela evolução moderada do rendimento disponível. A taxa de poupança das famílias, após a tendência decrescente observada nos últimos anos, manteve-se a um nível bastante baixo (6.4 por cento do rendimento disponível)

Quadro I.1.8

JAPÃO – CONTAS NACIONAIS

Taxa de variação	2001	2002	2003
Produto interno bruto	0.4	-0.3	2.6
Consumo privado	1.8	0.9	0.9
Consumo público.....	3.0	2.4	1.0
Formação bruta de capital fixo ..	-1.3	-6.1	3.2
Sector privado	-0.2	-6.5	7.7
Não residencial.....	0.9	-7.0	9.6
Residencial	-5.3	-4.2	-0.8
Sector público	-4.5	-4.7	-10.5
Exportações.....	-6.1	7.9	10.1
Importações	0.2	1.9	5.0
<i>Contributos (em p.p.):</i>			
Procura interna (exc. var. exist.) ..	1.1	-0.8	1.5
Variação de existências	0.0	-0.2	0.3
Procura externa líquida	-0.7	0.7	0.7

Fonte: Economic and Social Research Institute.

Quadro I.1.9

JAPÃO – CRÉDITOS DE COBRANÇA DUVIDOSA E LUCROS NO SECTOR BANCÁRIO^(a)

	1998	1999	2000	2001	2002	Abril- Setem- bro 2003
Créditos de cobrança duvidosa ^(b)						
Em % do total de empréstimos:						
Créditos de cobrança duvidosa ^(c)	5.8	6.1	6.6	8.9	7.8	7.2
Perdas em créditos de cobrança duvidosa durante o ano fiscal ^(d) ..	2.7	1.4	1.2	2.1	1.5	0.6
Lucros no sector bancário ^(e)						
Em biliões (10 ¹²) de ienes:						
(+) Lucros operacionais	5.4	4.6	5.0	5.9	5.9	2.9
(-) Custos relacionados com créditos de cobrança duvidosa ^(f)	14.8	5.5	5.1	8.3	5.1	2.4
(+) Mais/menos valias realizadas em acções e títulos	0.1	4.1	1.7	-2.4	-3.9	0.2
(+) Outros ganhos/perdas extraordinários	0.5	-1.9	-1.9	-2.1	-1.9	-0.2
= Lucros antes de impostos	-8.8	1.3	-0.2	-6.9	-5.0	0.6
Mais/menos valias não realizadas em acções e títulos ^(c)	5.3	11.0	2.6	0.3	0.8	3.2

Fontes: *Financial Services Agency* e *Bank Examination and Surveillance Department, Bank of Japan*

Notas:

(a) Os valores apresentados estão sujeitos a alterações no número de bancos ao longo do tempo; o universo de bancos considerado no caso dos créditos de cobrança duvidosa é menor do que o considerado nos lucros no sector bancário.

(b) Com base na classificação *standard* utilizada pela *Financial Services Agency*.

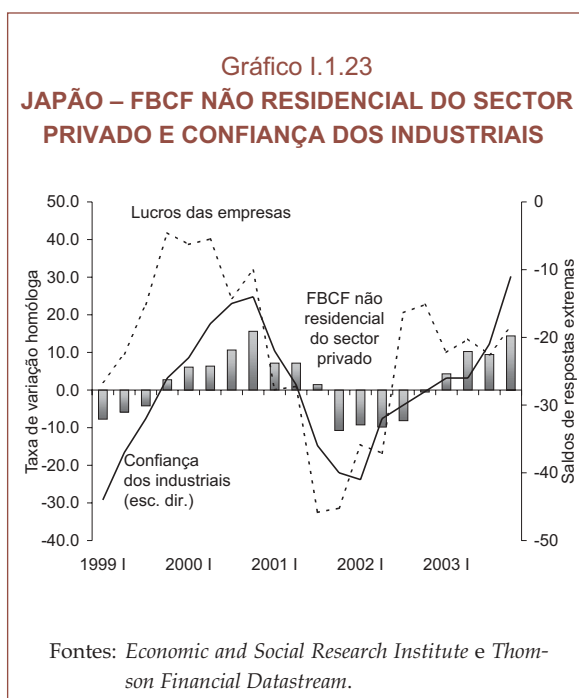
(c) Valores no final do período indicado.

(d) Inclui provisões para créditos de cobrança duvidosa, créditos abatidos, créditos vendidos no mercado e outros.

(e) Com base nos *Financial Statements of Japanese Banks* (Janeiro 2004).

(f) Inclui provisões para créditos de cobrança duvidosa, créditos abatidos; não inclui créditos vendidos no mercado.

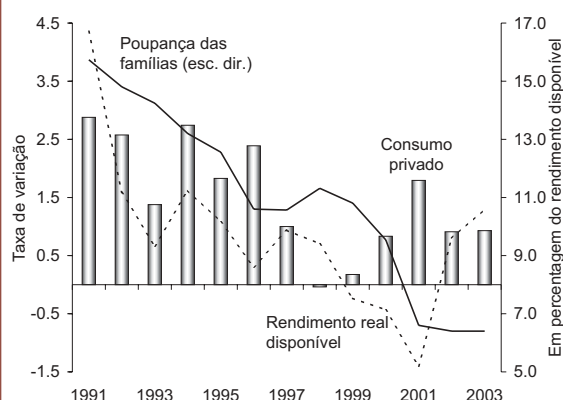
(Gráfico I.1.24). A estrutura de financiamento da economia tem vindo a alterar-se nos últimos anos, reflectindo a diminuição da poupança



das famílias e a redução de dívidas por parte das empresas. Esta tendência acentuou-se em 2003, tendo as famílias passado de uma situação excedentária para uma posição basicamente equilibrada e o excedente financeiro das empresas não financeiras aumentado significativamente (para 7.4 por cento do PIB em 2003) (Gráfico I.1.25).

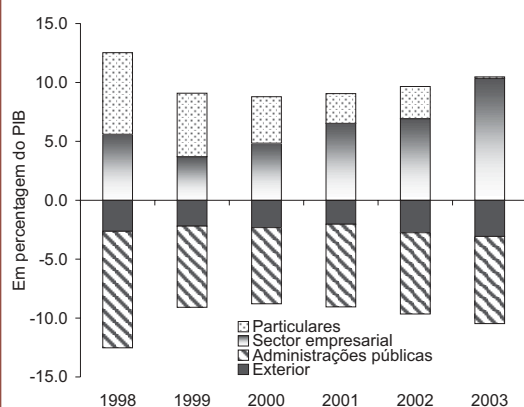
O contributo da procura externa líquida para o crescimento do PIB continuou elevado em 2003, reflectindo novamente um forte crescimento das exportações. O comportamento das exportações foi especialmente positivo na segunda metade do ano, em linha com a recuperação das restantes economias asiáticas (Gráfico I.1.26). As exportações terão ainda beneficiado da evolução do iene que, depois da depreciação significativa em termos reais efectivos nos dois anos anteriores, voltou a apresentar uma ligeira depreciação em 2003 (2.2 por cento), num contexto de significativas intervenções cambiais pelas autoridades japonesas

Gráfico I.1.24
JAPÃO – CONSUMO PRIVADO, RENDIMENTO DISPONÍVEL E POUPANÇA



Fontes: *Economic and Social Research Institute* e Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico.

Gráfico I.1.25
JAPÃO – NECESSIDADE/CAPACIDADE DE FINANCIAMENTO POR SECTOR

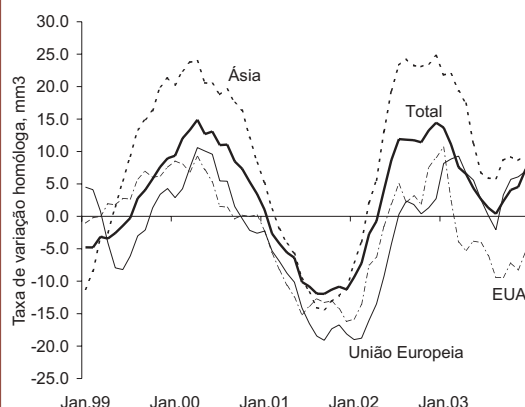


Fonte: *Bank of Japan*.

no sentido de impedir o fortalecimento da moeda japonesa.

A evolução no mercado de trabalho tem sido lenta a responder à recuperação da actividade económica (Gráfico I.1.27 e Quadro I.1.7). O emprego voltou a apresentar uma queda em 2003, embora menos significativa do que as observadas nos dois anos anteriores. A taxa de desemprego reduziu-se no segundo semestre, situando-se em 4.9 por cento no final do ano,

Gráfico I.1.26
JAPÃO – EXPORTAÇÕES DE MERCADORIAS (VOLUME)



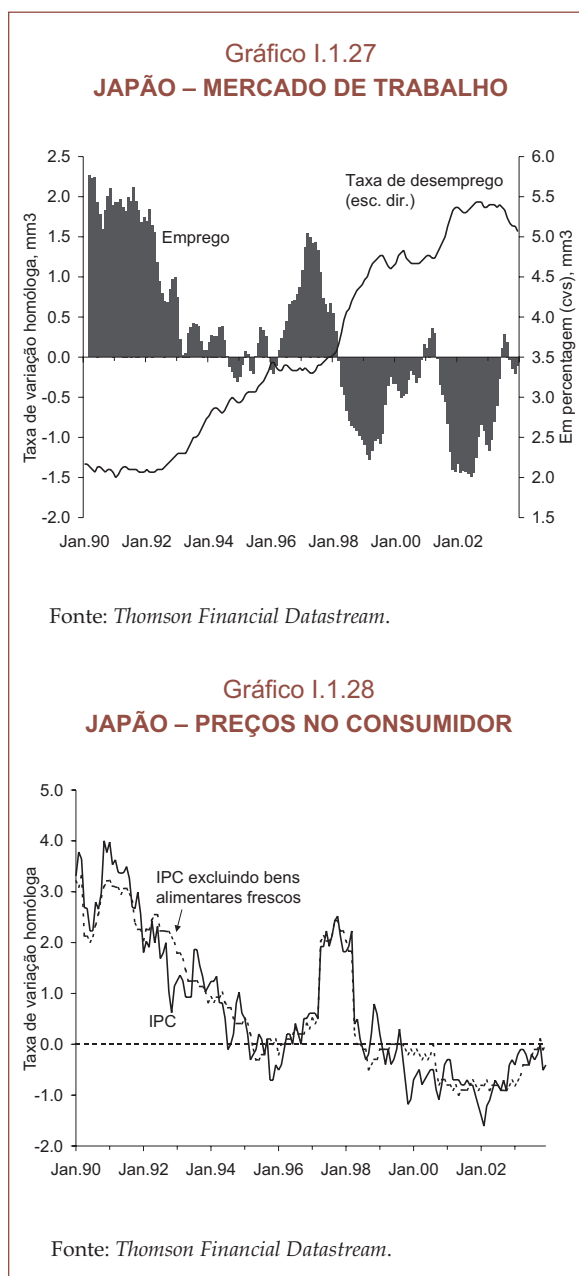
Fonte: *Thomson Financial Datastream*.

nível relativamente elevado, em termos históricos, para o Japão. Neste contexto, as remunerações por trabalhador registaram novamente uma queda em termos nominais.

As pressões descendentes sobre os preços mantiveram-se em 2003, atendendo ao elevado nível de recursos não utilizados na economia. Todavia, reflectindo a recuperação da actividade económica, os preços no consumidor (excluindo bens alimentares frescos) apresentaram uma queda menos acentuada do que nos dois anos anteriores (-0.3 por cento, que compara com -0.8 por cento em 2001 e 2002). A variação homóloga apresentou mesmo valores em redor de zero nos últimos meses do ano, embora reflectindo, em grande medida, efeitos temporários (Gráfico I.1.28)⁽⁷⁾.

I.1.4. Reino Unido

No Reino Unido, a actividade também se apresentou mais forte em 2003. O PIB cresceu 2.2 por cento em 2003, mais 0.6 p.p. do que no ano anterior (Quadro I.1.10). A expansão da actividade britânica continuou a assentar no crescimento robusto da procura interna, que terá continuado a beneficiar do estímulo das políticas orçamental e monetária. O défice das Administrações Públicas do Reino Unido au-



mentou novamente, situando-se em 3.2 por cento do PIB, mais 1.6 p.p. do que em 2002. Esta evolução reflectiu, em grande medida, um aumento considerável da despesa pública. O excedente primário corrigido dos efeitos do ciclo económico diminuiu 1.4 p.p. do PIB. Por sua vez, num contexto de perspectivas quanto à procura mais fracas do que anteriormente es-

(7) Estes efeitos incluem o aumento dos custos com a saúde, em particular a diminuição da taxa de comparticipação de despesas pelo sistema de saúde nacional, o aumento do imposto sobre o tabaco e o aumento do preço do arroz em virtude de uma má colheita resultante de condições meteorológicas adversas.

perado, quer a nível global quer a nível interno, o Banco de Inglaterra efectuou em Fevereiro e Julho reduções de 25 pontos base da taxa *repo*, que passou a situar-se em 3.5 por cento. Em Novembro, a melhoria das perspectivas para a evolução da actividade económica, a manutenção de um forte crescimento das despesas das famílias e dos preços da habitação e a depreciação da libra esterlina em termos efectivos ao longo do ano, levaram o Banco de Inglaterra a aumentar a taxa *repo* em 25 pontos base, para 3.75 por cento.

O consumo privado, após ter estabilizado no primeiro trimestre, recuperou de forma significativa ao longo do ano, apresentando um crescimento médio de 2.5 por cento. O rendimento disponível real aumentou 2.3 por cento e, a par da recuperação dos mercados accionistas, terá contribuído para sustentar a confiança dos consumidores (Quadro I.1.11 e Gráfico I.1.29). Adicionalmente, num contexto de baixas taxas de juro, continuou a verificar-se recurso substancial ao crédito para financiamento de despesas de consumo. Em particular, o aumento sustentado do valor das habitações tem permitido uma crescente utilização de crédito hipotecário para efeitos de consumo. A FBCF registou uma aceleração em 2003 (de 1.8 para 2.9 por cento), reflectindo, em larga medida, o comportamento do investimento público, cujo crescimento passou de 12.0 para 27.3 por cento. O investimento em habitação manteve-se bastante dinâmico (aumento de 10.1 por cento, em termos reais). Por outro lado, o investimento no sector empresarial voltou a reduzir-se (-0.5 por cento, que compara com -2.6 por cento em 2002), condicionado pelo elevado nível de endividamento das empresas. Esta componente da despesa registou, contudo, uma recuperação ao longo do ano, reflectindo a evolução mais favorável das margens de lucro e a valorização dos mercados accionistas. O contributo das exportações líquidas para o crescimento do PIB foi menos negativo em 2003, em virtude sobretudo do abrandamento das importações. No conjunto do ano, as exportações registaram uma ligeira queda. Este comportamento das exportações e das importações, aparentemente contraditório com a evolução dos

Quadro I.1.10

REINO UNIDO – PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS

	2001	2002	2003
Produto interno bruto (t.v., real)	2.1	1.6	2.2
Rendimento real disponível das famílias	4.7	1.7	2.3
Poupança das famílias (em % do rendimento disponível)	6.7	5.5	5.7
Taxa de desemprego (em percentagem)	5.1	5.2	5.0
Emprego (t.v.)	0.7	0.2	0.9
Remunerações (t.v.)	5.1	4.3	4.3
Preços no consumidor excluindo juros de crédito hipotecário (t.v.)	2.1	2.2	2.8
Índice harmonizado de preços no consumidor (t.v.)	1.2	1.3	1.4
Balança corrente (em % do PIB)	-2.4	-1.7	-2.4
Saldo Administrações Públicas (em % do PIB)	0.7	-1.6	-3.2
Saldo ajustado do ciclo Administrações Públicas (em % do PIB)	0.4	-1.4	-2.8
Dívida Administrações Públicas (em % do PIB)	38.9	38.5	39.7

Fontes: Thomson Financial Datastream, Office for National Statistics, Comissão Europeia e Fundo Monetário Internacional.

factores explicativos habituais destas variáveis, terá estado associado ao facto das estatísticas do comércio externo de mercadorias do Reino Unido terem sido afectadas por transacções fraudulentas com objectivo de fuga ao pagamento do IVA no passado recente⁽⁸⁾. De acordo com os dados excluindo estas transacções, ter-se-á verificado uma aceleração real das exportações e das importações de mercadorias em 2003. As exportações de mercadorias terão

acelerado de -4.4 para 3.5 por cento e as importações de mercadorias de 1.7 para 4.4 por cento.

Ao nível do mercado de trabalho, assistiu-se a um crescimento do emprego de 0.9 por cento, reflectindo, em grande medida, o aumento do emprego em serviços públicos. A taxa de desemprego estabilizou em cerca de 5 por cento.

Em Dezembro, o governo britânico alterou o objectivo de inflação da política monetária. O nível objectivo para a variação homóloga dos preços no consumidor, que era de 2.5 por cento no caso do índice de preços no retalho, excluindo os juros de crédito hipotecário (RPIX), passou a ser de 2.0 por cento para o Índice de Preços no Consumidor (IPC), que corresponde ao Índice Harmonizado de Preços no Consumi-

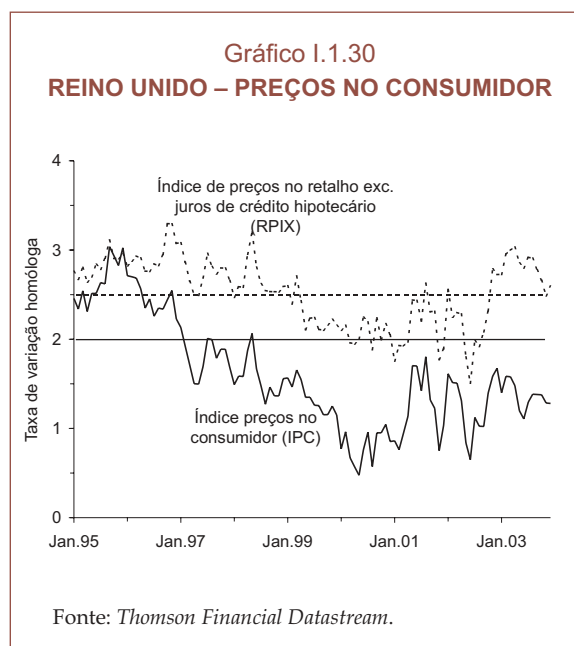
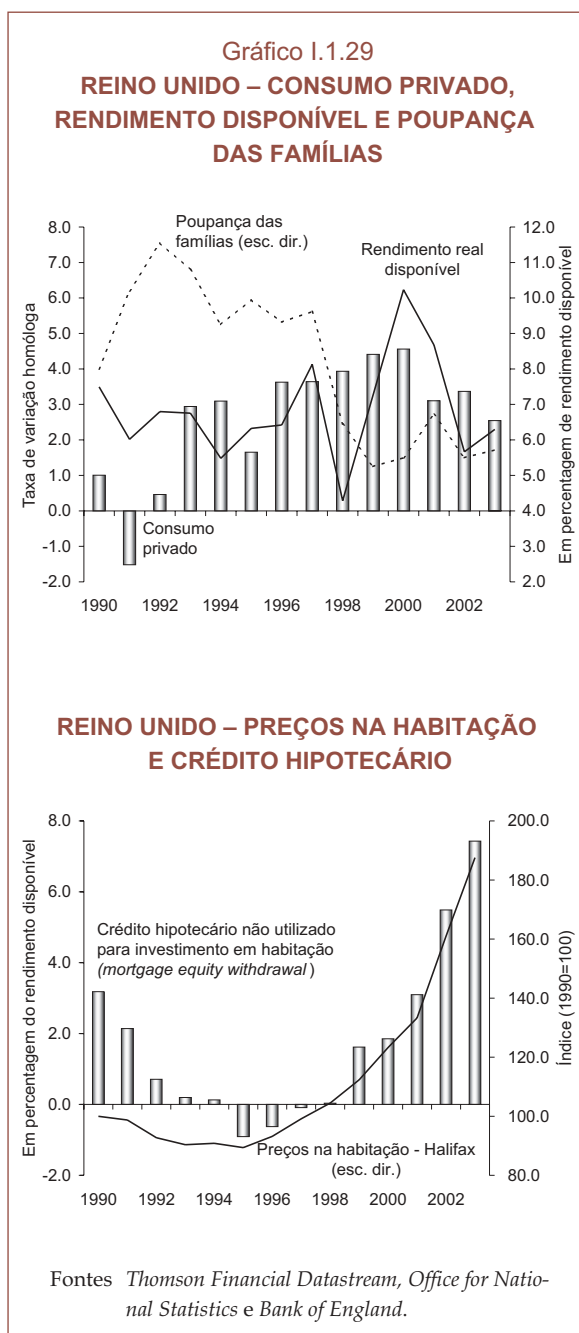
Quadro I.1.11

REINO UNIDO – CONTAS NACIONAIS

Taxa de variação	2001	2002	2003
Produto interno bruto	2.1	1.6	2.2
Consumo privado	3.1	3.4	2.5
Consumo público	1.7	2.5	1.8
Formação bruta de capital fixo	3.6	1.8	2.9
Exportações	2.5	-0.4	-0.1
Importações	4.5	4.0	0.9
<i>Contributos (em p.p.):</i>			
Procura interna (exc. var. exist.)	3.0	3.0	2.6
Variação de existências	-0.2	0.0	0.0
Procura externa líquida	-0.6	-1.3	-0.3

Fonte: Thomson Financial Datastream.

(8) O tipo de fraude (*carousel fraud*) identificado pelas autoridades britânicas envolve a importação de bens de países da União Europeia e respectiva venda no mercado britânico com fuga ao pagamento de IVA. Posteriormente, os bens são re-exportados para o mesmo operador da UE, com pedido de reembolso de IVA. O *National Statistics Office* do Reino Unido passou a incluir uma estimativa das importações fraudulentas no total importado desde 1999. Este tipo de operação, sem qualquer relação com a situação económica, traduziu-se num maior dinamismo das exportações e importações totais registadas nas contas nacionais até 2002. Em 2003, os esforços levados a cabo pelas autoridades terão conduzido a uma redução deste tipo de actividades, com impacto negativo sobre o total de exportações e importações.



custos com habitação e do preço do petróleo (Gráfico I.1.30). Em termos médios, o crescimento dos preços medido pelo RPIX foi de 2.8 por cento (2.2 por cento em 2002). A inflação, medida pelo IPC, situou-se a um nível bastante baixo (1.4 por cento).

I.1.5. Outras economias

Nos restantes países da UE não pertencentes à área do euro, Dinamarca e Suécia, a actividade económica apresentou uma desaceleração em 2003. Na Dinamarca, o PIB estabilizou, após um aumento de 1.0 por cento em 2002, em resultado do fraco comportamento quer da procura interna quer das exportações. No mercado de trabalho, o ritmo de queda no emprego acentuou-se, atingindo, no conjunto do ano, 1.3 por cento, e a taxa de desemprego aumentou 1 p.p., para 5.6 por cento. Neste contexto, a inflação diminuiu de 2.4 para 2.0 por cento. O saldo das Administrações Públicas manteve-se excedentário em 2003 (1.5 por cento do PIB) e a dívida pública reduziu-se cerca de 2 p.p., para 45.0 por cento do PIB. O PIB na Suécia aumentou 1.6 por cento, o que compara com 2.1 por cento em 2002. A procura interna voltou a apresentar um crescimento relativamente fraco (cerca de 1 por cento), tendo-se observado uma aceleração moderada no consumo privado que contrastou

dor. O RPIX e o IPC diferem em termos de composição, cobertura e métodos de agregação. O método de agregação tem, em média, justificado cerca de 0.5 p.p. da diferença entre os dois índices. Todavia, nos últimos dois anos, a diferença mais significativa tem resultado do aumento dos custos com habitação, incluídos no RPIX e excluídos no IPC. Ao longo do ano, a variação homóloga do RPIX situou-se ligeiramente acima do objectivo de inflação da política monetária, reflectindo, sobretudo, efeitos temporários relacionados com o aumento dos

com uma nova queda da FBCF. Apesar da deterioração das condições no mercado de trabalho (no conjunto do ano, o emprego diminuiu 0.2 por cento e a taxa de desemprego aumentou de 4.9 para 5.6 por cento), os aumentos registados nos mercados accionistas e nos preços das habitações terão ajudado a sustentar a confiança dos consumidores. As exportações, depois de dois anos de fraco crescimento, aumentaram significativamente em 2003 (cerca de 6 por cento, no conjunto do ano) e, apesar da aceleração das importações, o contributo da procura externa líquida para o crescimento do PIB manteve-se positivo (0.5 por cento). A inflação reduziu-se para 2.0 por cento (2.7 por cento no ano anterior). Depois da redução substancial observada nos dois anos anteriores (cerca de 5 p.p.), o saldo das Administrações Públicas aumentou novamente em 2003 (para 0.7 por cento do PIB, depois de uma situação equilibrada em 2002). Por sua vez, a dívida pública diminuiu ligeiramente e situou-se em cerca de 52 por cento do PIB em 2003.

Nos dez países que aderiram à UE em Maio de 2004, a actividade apresentou um crescimento de 3.6 por cento (2.4 por cento em 2002). O crescimento nestes países foi, em grande medida, sustentado pela robustez do consumo privado, num contexto de inflação baixa e de um crescimento significativo dos salários. As exportações destes países aceleraram significativamente (de 4.4 para 9.6 por cento), reflectindo, nomeadamente, a sua crescente integração com a União Europeia (veja-se “Caixa I.1.1. *Alargamento da União Europeia: os Novos Estados-Membros*”).

A actividade económica nos países asiáticos (excluindo Japão) manteve um dinamismo significativo em 2003, beneficiando de um forte crescimento das exportações, impulsionado por uma posição competitiva favorável e pela

recuperação do sector das tecnologias de informação. A economia chinesa, que se tem assumido como o motor de crescimento da actividade e comércio regionais, cresceu 9.1 por cento em 2003 (8.0 por cento em 2002), reflectindo quer o forte crescimento da procura interna, com destaque para o investimento, quer o elevado crescimento das exportações. Nas novas economias industrializadas da Ásia, a actividade desacelerou em 2003. O crescimento nestas economias foi afectado pela epidemia da pneumonia atípica na primeira metade do ano, tendo recuperado posteriormente em linha com o comportamento favorável das exportações. Na Coreia, a actividade foi ainda afectada pela redução do consumo privado associada ao elevado nível de endividamento das famílias.

Na Rússia, o PIB aumentou 7.3 por cento (o que compara com 4.7 por cento no ano anterior), tendo beneficiado, em particular o sector energético, da manutenção do preço do petróleo a um nível elevado.

Na América Latina, o crescimento em média anual manteve-se fraco em 2003 (1.7 por cento). No Brasil, o PIB real reduziu-se 0.2 por cento, após um aumento de 1.9 por cento em 2002. A actividade económica no Brasil melhorou todavia ao longo do ano, beneficiando, numa fase inicial, principalmente da recuperação das exportações, em virtude dos efeitos desfasados da depreciação do real. Na parte final do ano, a procura interna registou igualmente sinais de recuperação, associada à redução das taxas de juro e à melhoria da confiança. A actividade na Argentina, após a forte contracção nos anos anteriores, apresentou um crescimento de 8.7 por cento em 2003. No México, o PIB voltou a apresentar um crescimento fraco (1.3 por cento, face a 0.7 por cento em 2002).

Caixa I.1.1. ALARGAMENTO DA UNIÃO EUROPEIA: OS NOVOS ESTADOS-MEMBROS

Em 1 de Maio de 2004, dez novos países (Chipre, Estónia, Hungria, Letónia, Lituânia, Malta, Polónia, República Checa, Eslováquia e Eslovénia) passaram a fazer parte integrante da União Europeia (UE), naquele que constituiu o maior alargamento na história da União, elevando para 25 o total de Estados-Membros.

A adesão dos novos Estados-Membros representou um aumento da população da UE de quase 20 por cento (Quadro 1), enquanto o impacto sobre o valor da produção, medido pelo PIB nominal a taxas de câmbio correntes, foi da ordem dos 5 por cento. A diferença entre o efeito do alargamento sobre a população e o PIB da UE reflecte a distância que existe entre o nível de PIB “per capita” dos dois grupos de países. O conjunto dos Países da Adesão é, no entanto, caracterizado por uma grande diversidade.

Em termos da distribuição populacional, a Polónia destaca-se como o país de maior dimensão, com mais de 40 por cento da população total daquele grupo de países, seguida da República Checa e da Hungria. No que se refere ao PIB “per capita”, medido em paridades do poder de compra, a média dos Países da Adesão é inferior a 50 por cento do PIB “per capita” médio dos restantes países da UE (UE-15)⁽¹⁾ (Gráfico 1). Ao longo da última década, os Países da Adesão no seu conjunto aproximaram-se da média da UE-15 à razão de quase 1 ponto percentual por ano. Este fenómeno de convergência teve lugar em todos os novos Estados-Membros, tendo sido em média superior nos países que se encontravam mais afastados da média da UE-15 em 1993, o que reflecte um fenómeno de “catching-up”. Actualmente, subsistem ainda situações muito diversas no que respeita ao estado da convergência, com o PIB “per capita” nos Países da Adesão a oscilar entre 37 por cento da média da UE-15 na Letónia e 78 por cento no Chipre, sendo que neste último o PIB “per capita” ultrapassa inclusivamente o de alguns países da UE-15⁽²⁾. No entanto, e de um modo geral, o avanço no processo de convergência real, reduzindo a dis-

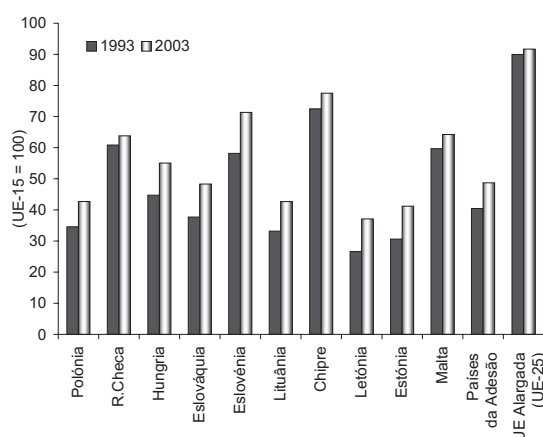
Quadro 1

**POPULAÇÃO E PIB A PREÇOS CORRENTES
2003**

	População (milhões)	PIB a preços correntes (EUR mil milhões)
Polónia	38.4	185.2
República Checa	10.2	80.1
Hungria	10.1	71.6
Eslováquia	5.4	28.9
Eslovénia	2.0	24.2
Lituânia	3.5	15.8
Chipre	0.7	11.3
Letónia	2.3	8.9
Estónia	1.4	7.4
Malta	0.4	4.1
Países da Adesão	74.4	437.6
União Europeia (UE-15) ..	380.3	9 294.9

Fonte: Comissão Europeia.

Gráfico 1

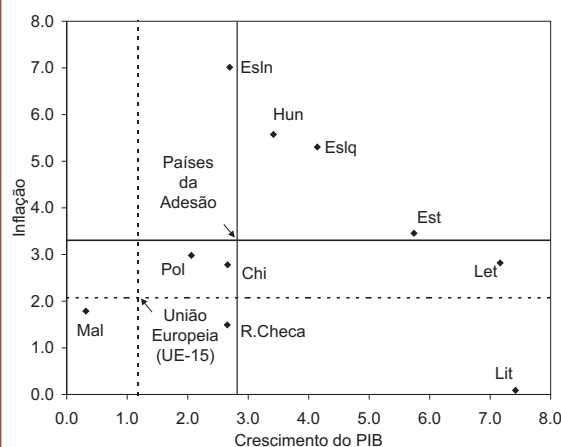
**PIB PER CAPITA MEDIDO EM PARIDADES
DO PODER DE COMPRA:
CONVERGÊNCIA PARA A MÉDIA
DA UNIÃO EUROPEIA (UE-15)**

Fonte: Comissão Europeia.

(1) Em resultado do alargamento, o PIB “per capita” médio da UE reduziu-se em cerca de 8 pontos percentuais.

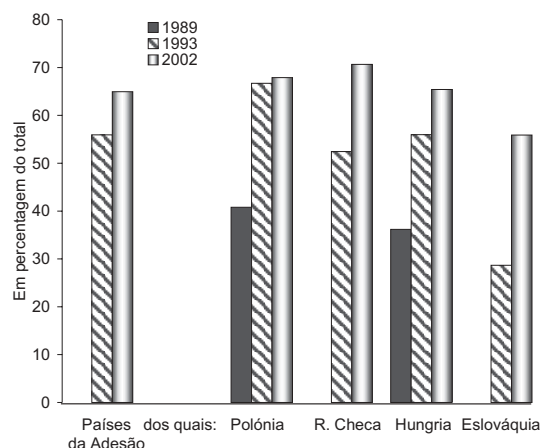
(2) Portugal com 69 por cento da média da UE-15 e a Grécia com 73 por cento.

Gráfico 2
CRESCIMENTO E INFLAÇÃO
NOS PAÍSES DA ADEÇÃO
2001-2003



Fonte: Comissão Europeia.

Gráfico 3
PESO DA UNIÃO EUROPEIA (UE-15)
NO COMÉRCIO DOS PAÍSES
DA ADEÇÃO
Mercadorias



Fonte: Comissão Europeia.

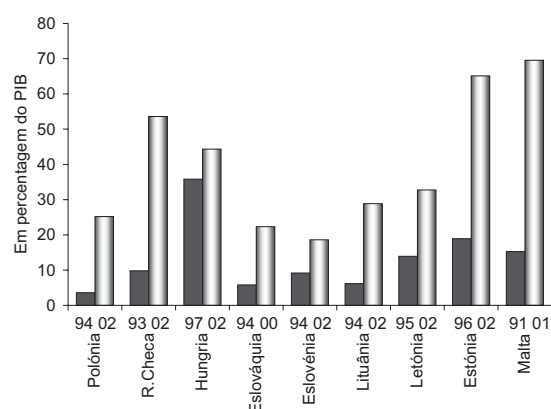
tância em termos de PIB “per capita” face à média da UE, permanece um dos principais desafios para os Países da Adesão.

A convergência em termos reais é também visível na comparação das taxas de crescimento do PIB. Considerando a média dos três últimos anos, todos os Países da Adesão, com excepção de Malta, registaram taxas de crescimento real acima da média da UE-15, que nalguns casos foram substancialmente superiores (Gráfico 2). No contexto geral de abrandamento da economia global registado durante o período, o crescimento do PIB nos Países da Adesão tem sido essencialmente sustentado pelo comportamento da procura interna desses países, que permaneceu forte em resultado do crescimento dos salários, da diminuição da inflação e da expansão orçamental que teve lugar na maioria dos países.

A par do processo de convergência real, tem-se verificado ao longo da última década uma integração crescente dos Países da Adesão com as restantes economias da UE. A UE tem vindo ganhar uma relevância acrescida entre os parceiros comerciais dos Países da Adesão, tendo aumentado o seu peso no comércio total de mercadorias dos novos Estados-Membros em cerca de 9 pontos percentuais, entre 1993 e 2002, para cerca de 65 por cento (Gráfico 3). Nos países de maior dimensão, as trocas comerciais com a UE-15 evoluíram de forma semelhante, tendo o aumento sido mais acentuado nos primeiros anos do processo de transição de cada país. Actualmente, a UE-15 constitui o principal parceiro comercial de todos os Países da Adesão, variando entre 50 por cento das trocas totais no Chipre e na Lituânia e 71 por cento na República Checa. O investimento directo estrangeiro nos Países da Adesão tem também vindo a aumentar nos últimos anos. Com efeito, os dados disponíveis apontam para aumentos significativos do “stock” de investimento directo estrangeiro em percentagem do PIB, em especial a partir da segunda metade da década de 90 (Gráfico 4). Entre os factores favoráveis ao investimento estrangeiro, destacam-se o nível de educação da população, relativamente elevado naqueles países face a outras economias em idêntico estágio de desenvolvimento, baixos custos salariais e uma localização geográfica privilegiada, devido à proximidade das economias industrializadas por comparação com as economias asiáticas. Adicionalmente, a melhoria do ambiente empresarial, o avanço na implementação de uma economia de mercado nos países em transição⁽³⁾, aliados à perspectiva de adesão à UE e à estabilização das condições

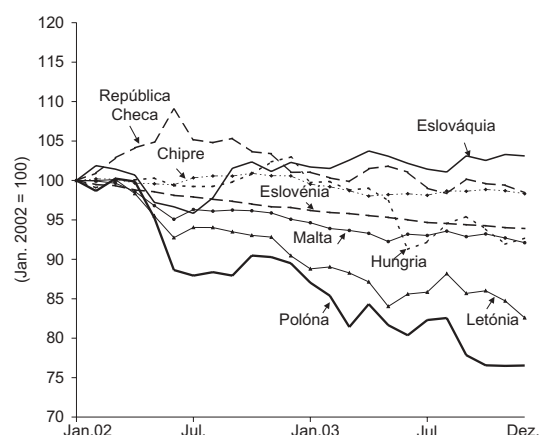
(3) Todos os Países da Adesão, com excepção do Chipre e de Malta, são considerados economias em transição.

Gráfico 4
STOCK DE INVESTIMENTO
DIRECTO ESTRANGEIRO
Em percentagem do PIB



Fontes: Fundo Monetário Internacional e Comissão Europeia.

Gráfico 5
TAXA DE CâMBIO NOMINAL FACE
AO EURO NOS PAÍSES DA ADESÃO^(a)



Fonte: Eurostat.

Nota:

(a) Um aumento corresponde a uma apreciação face ao euro.

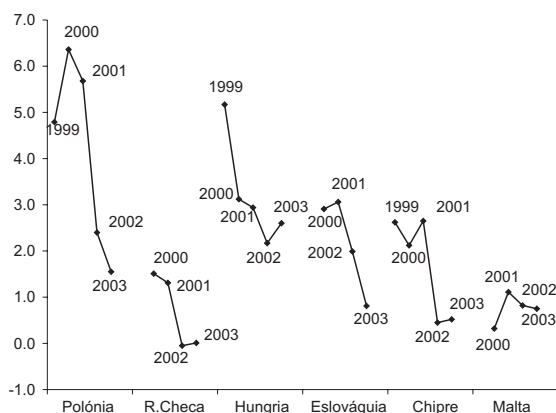
macroeconómicas, terão sido também factores determinantes para o aumento do investimento estrangeiro, ao influenciarem positivamente a avaliação daqueles países por parte dos investidores internacionais.

Em paralelo com os progressos alcançados em matéria de convergência real, a estabilização macroeconómica nos Países da Adesão conduziu também a uma convergência em termos nominais face à UE. No que respeita à evolução do nível de preços, os Países da Adesão passaram nos últimos anos por um processo de desinflação, conseguindo reduzir a inflação média, medida pelo índice de preços no consumidor, de valores de dois dígitos para níveis muito próximos da inflação média na UE-15⁽⁴⁾. Para o sucesso do processo de desinflação teve um contributo importante a existência de um forte compromisso de redução da inflação por parte das autoridades: a Polónia e a República Checa seguem um regime de objectivo directo de inflação, na Hungria, na Eslovénia e na Eslováquia existe um objectivo de estabilidade de preços, enquanto os restantes países têm ligações cambiais relativamente a moedas ou cabazes de moedas com taxas de inflação mais reduzidas⁽⁵⁾. Em termos individuais, as experiências de desinflação têm sido acompanhadas por diferentes ritmos de crescimento económico. Durante os últimos três anos, a Letónia, Lituânia e Estónia registaram taxas de crescimento elevadas e baixa inflação, a Eslovénia, a

(4) Note-se, no entanto, que apesar da actual proximidade dos níveis de inflação nos Países da Adesão face à UE-15, subsistem ainda riscos de inflação relacionados com o processo de liberalização dos preços administrados.

(5) Existem regimes cambiais distintos entre os diversos Países da Adesão. A Estónia e a Lituânia têm um regime de "currency board" face ao euro, no primeiro caso desde 1992 e no segundo desde 2002. No extremo oposto dos regimes cambiais estão a Polónia e a República Checa com regimes de flutuação livre. Os restantes países seguem regimes intermédios. A Hungria e o Chipre definem a paridade central das suas moedas face ao euro, podendo a taxa de câmbio de mercado oscilar dentro de uma margem de ± 15 por cento, enquanto a Letónia tem a moeda ligada ao SDR e Malta tem uma ligação cambial face a um cabaz de moedas composto pelo euro, dólar e libra esterlina. Por fim, a Eslováquia e a Eslovénia seguem regimes cambiais intermédios sem paridade central ou moeda de referência explicitamente definidas (regimes de "managed float"). No seguimento da adesão à UE, na medida em que o Tratado da União prevê a adopção do euro quando os critérios exigidos para o efeito estiverem observados, é esperado que os novos Estados-Membros façam eventualmente parte do Mecanismo de Taxas de Câmbio II, dado que a estabilidade cambial dentro deste sistema por um período de dois anos é um dos critérios relevantes.

Gráfico 6
DIFERENCIAL DE TAXAS DE JURO
DE LONGO PRAZO RELATIVAMENTE
À UNIÃO EUROPEIA (UE-15)^(a)

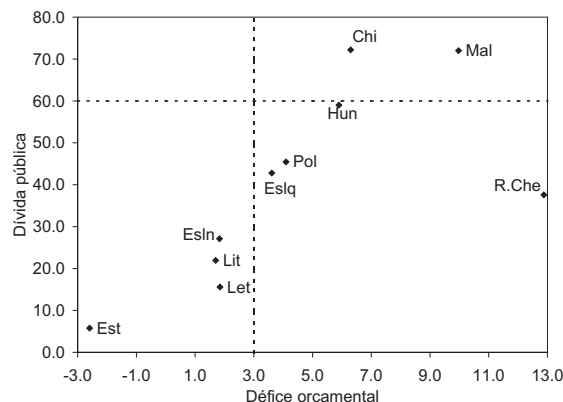


Fontes: Eurostat e Reuters.

Nota:

(a) A Eslovénia, Lituânia, Letónia e Estónia não têm obrigações do Tesouro a 10 anos.

Gráfico 7
DÉFICE ORÇAMENTAL E DÍVIDA PÚBLICA
NOS PAÍSES DA ADESÃO
2003



Fonte: Comissão Europeia.

Hungria e a Eslováquia tiveram um crescimento moderado e inflação elevada, enquanto Malta registou baixo crescimento e baixa inflação (Gráfico 2).

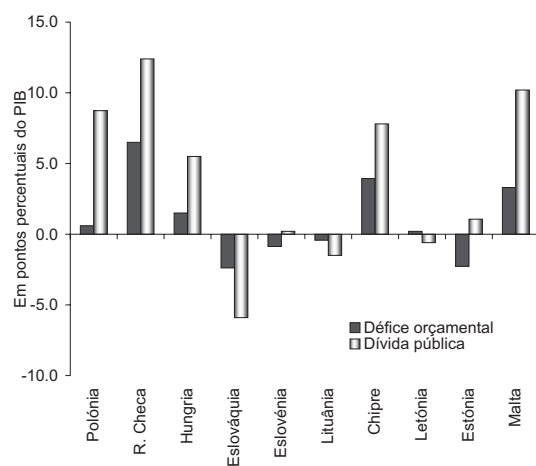
A evolução cambial das moedas nacionais nos Países da Adesão face ao euro tem sido influenciada não só pelos desenvolvimentos macroeconómicos e políticos em cada país, como também pelo regime cambial adoptado, existindo uma tendência para uma maior variação cambial face ao euro nos Países da Adesão que seguem regimes cambiais mais flexíveis (Gráfico 5).

O diferencial das taxas de juro nominais de longo prazo face à UE-15 tem vindo a diminuir nos últimos anos (Gráfico 6), situando-se abaixo de 2 pontos percentuais em praticamente todos os Países da Adesão que emitem obrigações do Tesouro a 10 anos. Esta evolução reflecte, em larga medida, a redução das taxas de inflação e das tensões inflacionistas nestes países, bem como a melhoria do acesso ao mercado de capitais e a redução do risco de país associados ao processo de adesão à UE.

No que respeita à situação do sector público, existem realidades consideravelmente heterogéneas entre os Países da Adesão. Em 2003, se por um lado, os países do Báltico⁽⁶⁾ e a Eslovénia, registaram simultaneamente saldos orçamentais e dívidas públicas compatíveis com os valores de referência estabelecidos no Tratado da UE, por outro, Malta atingiu um défice orçamental próximo dos 8 por cento do PIB e um rácio da dívida pública que excede os 60 por cento do PIB e, em particular, as três principais economias – Polónia, República Checa e Hungria – apresentaram défices orçamentais superiores a 3 por cento do PIB (Gráfico 7). Embora a dívida pública em percentagem do PIB se situe abaixo dos 60 por cento na maioria dos Países da Adesão, alguns deles registaram nos últimos três anos uma forte deterioração das contas públicas (Gráfico 8), relacionada nalguns casos com o abrandamento macroeconómico, mas também como resultado da opção por uma política orçamental expansionista. Actualmente, os novos Estados-Membros apresentam níveis de despesa pública em percentagem do PIB semelhantes aos da UE-15 e enfrentam desafios orçamentais idênticos no que respeita aos efeitos do envelheci-

(6) Estónia, Letónia e Lituânia.

Gráfico 8
VARIAÇÃO DO DÉFICE ORÇAMENTAL
E DA DÍVIDA PÚBLICA NOS PAÍSES
DA ADEÇÃO
2001-2003



Fonte: Comissão Europeia.

mento da população sobre as despesas de saúde e o pagamento de pensões. Porém, no caso dos novos Estados-Membros, a redução esperada das receitas de privatizações durante os próximos anos e a provável existência de importantes responsabilidades contingentes no sector público, que não se encontram reflectidas nas estatísticas oficiais, constituem também factores de tensão sobre a situação orçamental. Neste contexto, e dada a existência de pressões orçamentais adicionais relacionadas com a adesão à UE, tais como harmonização em matéria fiscal, o co-financiamento nacional exigido em projectos de investimento apoiados pela UE e a participação no orçamento comunitário, um esforço de consolidação orçamental aparece claramente como uma prioridade para os novos Estados-Membros.

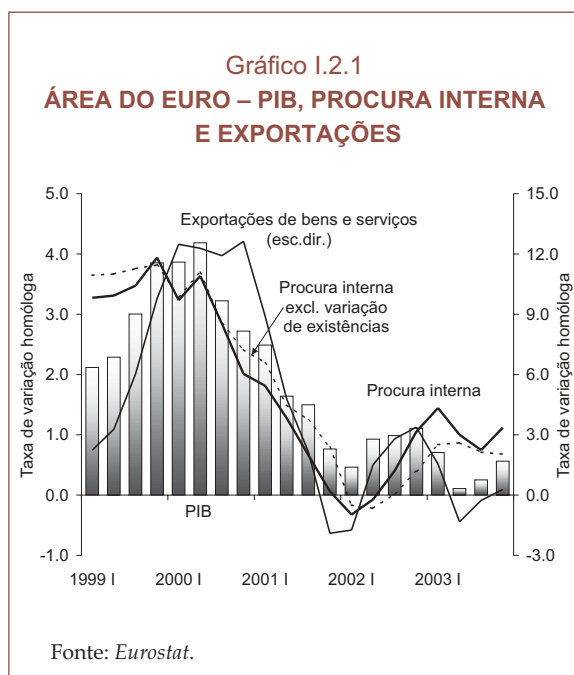
I.2. Evolução económica na área do euro

O ano de 2003 foi caracterizado pela manutenção de um fraco crescimento da actividade económica na área do euro, em particular na primeira metade do ano, e por uma redução modesta da inflação. Esta evolução teve lugar num contexto de redução das taxas de juro oficiais do BCE, que se situaram em níveis historicamente baixos, e de uma nova deterioração da situação das finanças públicas, que reflectiu em larga medida o efeito dos estabilizadores automáticos. A incerteza no início do ano associada à guerra no Iraque, a melhoria da actividade a nível mundial no segundo semestre e a trajetória de apreciação do euro constituíram os principais factores que condicionaram a evolução económica na área do euro ao longo do ano. Apesar da aceleração da actividade mundial, registou-se um comportamento desfavorável das exportações da área do euro em 2003 que, aliado à manutenção de um fraco crescimento da procura interna, determinou o abrandamento do PIB no conjunto do ano. A manutenção da taxa de inflação em níveis superiores a 2 por cento, num contexto de fraco crescimento económico, terá reflectido, para além de factores de carácter temporário, o crescimento sustentado dos custos unitários de trabalho desde 2001. O impacto da apreciação do euro sobre a inflação em 2003 terá sido ainda relativamente limitado, dado o desfasamento que tende observar-se na transmissão de variações cambiais aos preços no consumidor.

I.2.1. Actividade económica e preços

I.2.1.1. Actividade económica e mercado de trabalho

A actividade económica na área do euro registou um abrandamento pelo terceiro ano consecutivo, tendo crescido apenas 0.4 por cento em 2003. Este comportamento traduziu um contributo substancialmente negativo da componente externa e a manutenção de um fraco crescimento das principais componentes da procura interna (Quadro I.2.1). Após um crescimento virtualmente nulo na primeira metade do ano, assistiu-se, no entanto, a uma ligeira re-



cuperação da actividade baseada nas exportações de bens e serviços, que beneficiaram de um enquadramento externo mais favorável no segundo semestre de 2003 (Gráfico I.2.1), e na recuperação do investimento no final do ano. À semelhança do ano anterior, a variação de existências contribuiu positivamente para o crescimento do PIB em 2003 (0.3 p.p.), tendo sido a principal responsável pela evolução irregular da procura interna ao longo do ano.

Após a estabilização observada no ano anterior, o consumo privado registou um crescimento fraco em 2003 (1.0 por cento), bastante abaixo da média observada desde o início da década de 90 (1.8 por cento). O ritmo de crescimento do consumo privado em 2003 foi idêntico ao observado para o rendimento disponível real, o que se traduziu na estabilização da taxa de poupança das famílias em torno de 15 por cento, após os aumentos observados nos dois anos anteriores (Quadro I.2.1). A evolução da poupança das famílias nos últimos anos contrasta com o normalmente observado em períodos de abrandamento da actividade económica, em que os consumidores tendem a reduzir a poupança de forma a manterem um padrão de consumo relativamente estável ao longo do tempo (tal como aconteceu no início da década de 90). A deterioração marcada da confiança dos consumidores desde o início de 2001, em

Quadro I.2.1

ÁREA DO EURO – INDICADORES DA ACTIVIDADE ECONÓMICA

	2001	2002	2003	2002		2003		
				IV	I	II	III	IV
Contas Nacionais (t.v.c., real)^(a)								
Produto interno bruto.....	1.6	0.9	0.4	0.0	0.0	-0.1	0.4	0.3
Consumo privado.....	1.7	0.1	1.0	0.3	0.5	0.0	0.1	0.0
Consumo público.....	2.5	2.9	2.0	0.1	0.5	0.6	0.7	0.4
Formação bruta de capital fixo.....	-0.3	-2.8	-1.0	0.3	-0.8	-0.3	-0.2	0.6
Máquinas e equipamento de transporte.....	-0.7	-4.0	-1.1	0.8	-1.1	-0.9	-0.3	0.4
Construção.....	-0.5	-2.2	-1.2	0.0	-0.8	0.1	0.0	0.9
Outros.....	2.2	-0.4	-0.2	-0.4	0.5	0.1	-0.3	-0.4
Exportações de bens e serviços ^(b)	3.4	1.5	0.1	-0.3	-1.3	-0.8	2.2	0.2
Importações de bens e serviços ^(b)	1.7	-0.1	1.8	0.9	-0.4	-0.5	1.1	1.6
<i>Contributos (em p.p.):</i>								
Procura interna (exc. var. exist.).....	1.4	0.0	0.8	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
Variação de existências.....	-0.5	0.2	0.3	0.2	0.2	0.0	-0.3	0.6
Exportações líquidas.....	0.7	0.6	-0.6	-0.4	-0.4	-0.1	0.5	-0.5
Consumo								
Rendimento disponível (t.v.h., real).....	2.4	0.8	1.1	-	-	-	-	-
Confiança dos consumidores (s.r.e., cvs).....	-5	-11	-18	-14	-19	-19	-17	-16
Taxa de poupança das famílias (em percent. do rend. disponível)...	14.9	15.2	15.2	-	-	-	-	-
Formação Bruta de Capital Fixo								
Utilização da capacidade (ind. transf.) (em percentagem).....	83.4	81.4	81.0	81.7	81.3	80.8	80.7	81.2
Confiança na indústria (transformadora) (s.r.e., cvs).....	-9	-11	-10	-10	-11	-12	-11	-7
Confiança na construção (s.r.e., cvs).....	-11	-19	-21	-22	-20	-21	-22	-20
Confiança nos serviços (s.r.e., cvs).....	15	1	2	-4	-6	-2	5	10
Margens de lucro (t.v.h.) ^(c)	-0.2	0.1	-0.2	0.7	-0.3	-0.6	-0.2	0.2
Taxas de juro (em percentagem).....								
Euribor 3 meses.....	4.3	3.3	2.3	3.1	2.7	2.4	2.1	2.1
Tx. rendibilidade obrigações de dívida pública a 10 anos.....	5.0	4.9	4.2	4.5	4.2	4.0	4.2	4.4
Empréstimos de IFM a sociedades não financeiras (t.v.h.) ^(d)	6.3	3.6	3.4	3.6	3.7	3.6	3.6	3.4
Exportações								
Exportações extra de mercadorias (t.v.h., real).....	5.3	3.0	0.6	4.1	1.2	-1.4	0.4	2.2
Comércio intra de mercadorias (t.v.h., real).....	0.9	0.3	1.2	4.8	0.6	0.7	1.3	2.0
Carteira de encomendas para exportação da indústria (s.r.e., cvs)...	-15	-22	-23	-20	-20	-26	-26	-21
Procura externa extra área do euro (t.v.h., real) ^(e)	0.1	3.9	4.5	-	-	-	-	-
Preços de exportação de mercadorias extra área do euro (t.v.h.) ^(f) ..	1.0	-0.9	-3.2	-1.1	-2.8	-3.7	-3.1	-3.2
Índice de taxa de câmbio efectiva (t.v.h., real) ^(g)	2.7	4.4	12.2	6.8	11.9	14.8	10.9	11.4
Importações								
Importações extra de mercadorias (t.v.h., real).....	-1.2	-0.1	3.2	2.2	3.0	3.5	1.8	4.6
Procura global (t.v.h., real).....	1.6	0.6	0.8	1.7	1.5	0.3	0.5	0.9
Preços de importação de mercadorias extra área do euro (t.v.h.) ^(f) ..	0.2	-2.5	-3.2	0.4	-0.4	-5.2	-3.4	-3.9
VAB (t.v.c., real)^(a)								
Indústria.....	0.5	0.2	0.0	-0.8	0.4	-0.9	0.5	0.5
Construção.....	-0.6	-1.1	-0.4	0.3	-0.6	0.3	0.1	0.2
Serviços.....	2.7	1.4	0.8	0.2	0.0	0.2	0.5	0.1
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (em percentagem, cvs).....	8.0	8.4	8.8	8.6	8.7	8.8	8.8	8.8
Emprego (t.v.h.).....	1.4	0.5	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Indústria.....	0.4	-1.4	-1.9	-1.8	-1.8	-1.9	-1.9	-1.9
Construção.....	0.4	-0.8	-0.4	-0.9	-0.7	0.0	-0.4	-0.6
Serviços.....	1.9	1.4	0.9	1.2	1.0	0.9	0.9	1.0
Balança de Pagamentos (em percentagem do PIB)								
Balança corrente.....	-0.2	0.8	0.4	1.0	0.2	-0.4	0.6	1.0
Balança de bens e serviços.....	1.1	2.1	1.7	2.1	1.0	1.7	2.2	2.0
Balança de rendimentos.....	-0.6	-0.6	-0.6	-0.4	-0.7	-0.9	-0.5	-0.3
Balança financeira.....	-0.5	-0.9	-0.6	-2.4	-0.8	-1.8	0.0	0.2

Fontes: Eurostat, Banco Central Europeu, Comissão Europeia, Bloomberg, Banco de Pagamentos Internacionais e cálculos do Banco de Portugal.

Notas:

(a) Valores corrigidos de sazonalidade.

(b) Inclui comércio entre os países participantes na área do euro.

(c) Deflator do VAB a preços de base / CTUP.

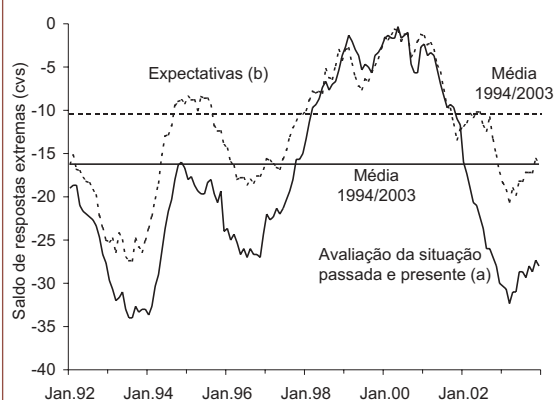
(d) Valores em fim de período.

(e) Média ponderada dos volumes de importação de mercadorias dos principais parceiros da área do euro, os quais cobrem cerca de 70 por cento do total das vendas para mercados fora da área do euro.

(f) Inclui a Grécia a partir de 2001.

(g) Face a um grupo de doze parceiros comerciais industrializados, calculada com base nos IPC relativos. Uma variação positiva corresponde a uma apreciação do euro.

Gráfico I.2.2
ÁREA DO EURO – INQUÉRITOS DE OPINIÃO AOS CONSUMIDORES



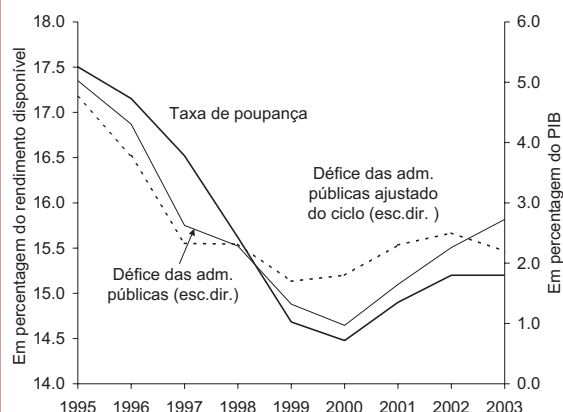
Fonte: Comissão Europeia.

Notas:

- (a) Agregação das perguntas sobre a situação financeira e a situação económica geral nos últimos 12 meses e sobre grandes compras no presente.
- (b) Agregação das 4 perguntas prospectivas que compõem o indicador de confiança dos consumidores publicado pela Comissão Europeia mais a pergunta relativa a grandes compras nos próximos 12 meses.

particular no que diz respeito à avaliação da sua situação passada e presente, poderá contribuir para a explicação deste comportamento (Gráfico I.2.2). A trajetória descendente da confiança manteve-se até ao primeiro trimestre de 2003, tendo a avaliação da situação passada e presente dos consumidores atingido mesmo valores próximos dos observados na recessão de 1992/93. Posteriormente, num contexto de menor incerteza associada ao final do conflito militar no Iraque, assistiu-se a uma melhoria gradual da confiança dos consumidores, que se manteve, no entanto, em níveis inferiores à média dos últimos dez anos. A deterioração das contas públicas, bem como alguma incerteza associada ao processo de reforma dos sistemas de saúde e segurança social em discussão em alguns países, poderão ter contribuído para os baixos níveis de confiança verificados e para o adiamento de decisões de consumo (Gráfico I.2.3).

Gráfico I.2.3
ÁREA DO EURO – TAXA DE POUPANÇA DAS FAMÍLIAS E DÉFICE DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS

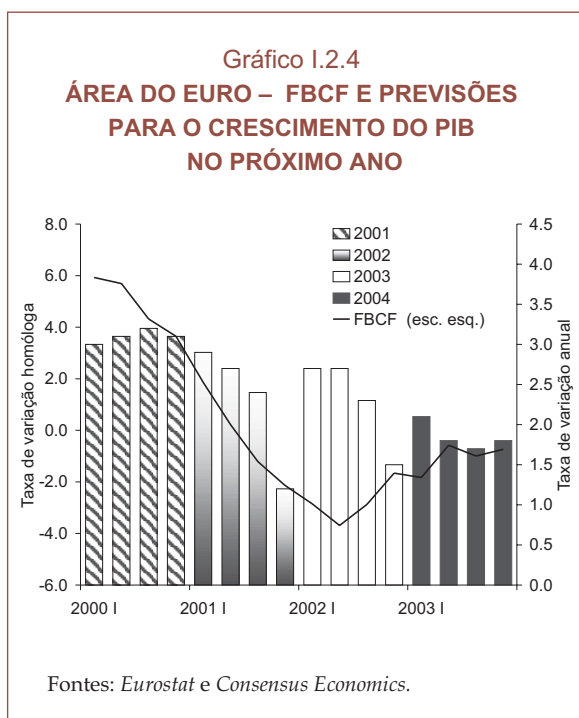


Fonte: Comissão Europeia.

Nota:

No período anterior a 2001, a taxa de poupança resulta da agregação dos dados dos países da área do euro excluindo a Grécia, a Irlanda e o Luxemburgo.

A FBCF voltou a registar uma queda em 2003, embora de magnitude inferior à observada no ano anterior, evolução partilhada pelas componentes de máquinas e equipamento e de construção (Quadro I.2.1). A estabilização das exportações e a fraqueza da procura interna, combinadas com a manutenção da taxa de utilização da capacidade produtiva instalada na indústria a níveis um pouco abaixo da média dos últimos dez anos, terão contribuído para a queda da FBCF. Paralelamente, à semelhança dos dois anos anteriores, a revisão em baixa das perspectivas de crescimento económico poderá ter levado as empresas a adiar decisões de investimento em 2003 (Gráfico I.2.4), apesar de condições de financiamento favoráveis. Com efeito, as taxas de juro de curto e longo prazo situaram-se em 2003 em níveis historicamente baixos, tendo-se assistido a uma melhoria das condições no mercado de capitais, ilustrada pela redução dos diferenciais das taxas de rendibilidade entre obrigações de empresas e de dívida pública e pela recuperação do mercado accionista. Apesar de não estarem ainda disponíveis os dados relativos aos balanços das

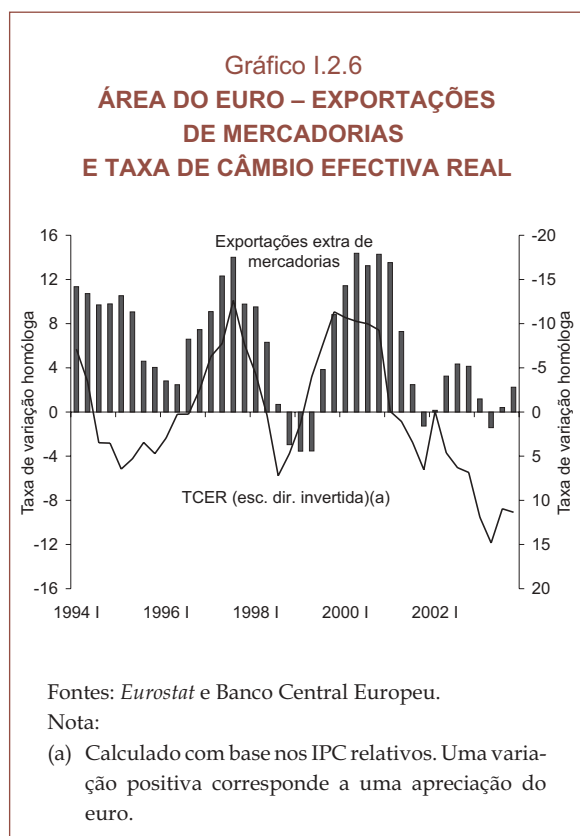


empresas não financeiras em 2003, alguns indicadores sugerem que a evolução favorável das condições de financiamento terá contribuído para o abrandamento de algumas das restrições financeiras que vinham a afectar o sector empresarial. No entanto, atendendo à manutenção de um elevado nível de endividamento e ao estreitamento das margens de lucro, não é de excluir que as decisões de investimento em 2003 tenham sido igualmente condicionadas pela continuada necessidade de consolidação de balanços. O fortalecimento da actividade a nível global na segunda metade de 2003, a par do abrandamento das restrições financeiras do sector empresarial, traduziram-se num aumento da confiança dos empresários, que terá contribuído para a evolução menos desfavorável do investimento no decurso do ano. Com efeito, a variação em cadeia da FBCF tornou-se progressivamente menos negativa, apresentando mesmo um valor positivo no quarto trimestre de 2003.

As exportações de bens e serviços da área do euro⁽¹⁾ apresentaram um crescimento virtualmente nulo em 2003, o que, associado a uma aceleração das importações, se traduziu num

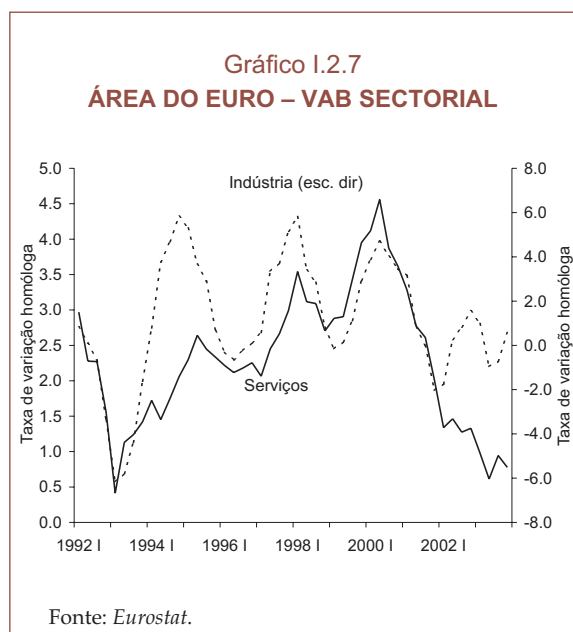
contributo negativo do sector externo para o crescimento do PIB (-0.6 p.p.), simétrico ao observado nos dois anos anteriores (Quadro I.2.1). O comportamento das exportações no conjunto de 2003 resultou de um abrandamento marcado na primeira metade do ano e de uma recuperação modesta na segunda metade. Este padrão foi determinado sobretudo pela evolução das exportações de mercadorias para fora da área do euro (Gráfico I.2.5), que beneficiaram da aceleração da actividade económica mundial a partir de meados do ano, embora num contexto de forte apreciação do euro em termos nominais e reais (Gráfico I.2.6). Os exportadores da área do euro terão tentado acomodar uma parte das perdas de competitividade através da redução das suas margens de lucro, tal como é sugerido pela queda de 3.2 por cento dos preços de exportação. Contudo, e à semelhança do já verificado em 2002, o crescimento anual das exportações de mercadorias para fora da área do euro ficou aquém do observado para a procura externa, resultando numa perda significativa de quota de mercado (Quadro I.2.1). O desempenho dos exportadores foi particularmente desfavorável em alguns dos mercados mais importantes, como é o caso dos Estados Unidos, do Reino Unido e do

(1) As exportações e importações de bens e serviços incluem o comércio entre os países pertencentes à área do euro.



Japão, países cujas moedas se depreciaram, em média, entre 16 e 9 por cento face ao euro. As importações de bens e serviços da área do euro cresceram 1.8 por cento em 2003, o que compara com um crescimento virtualmente nulo em 2002, tendo-se fortalecido na segunda metade do ano. Esta evolução reflectiu a recuperação da procura global, a par de uma queda dos preços de importação na sequência da apreciação do euro. A balança corrente da área do euro registou um menor excedente em 2003, equivalente a 0.4 por cento do PIB (Quadro I.2.1), reflectindo essencialmente o efeito de volume decorrente de um crescimento das exportações de bens inferior ao observado para as importações.

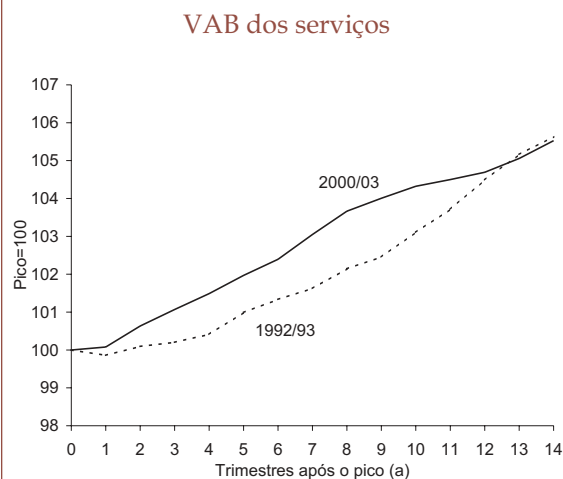
O enfraquecimento da economia na área do euro em 2003 foi extensível à generalidade dos sectores de produção, com destaque para o sector dos serviços (Quadro I.2.1). A indústria apresentou um crescimento nulo após uma variação de 0.2 por cento em 2002, enquanto a actividade no sector dos serviços desacelerou 0.6 p.p., tendo crescido apenas 0.8 por cento, valor inferior ao registado durante a recessão



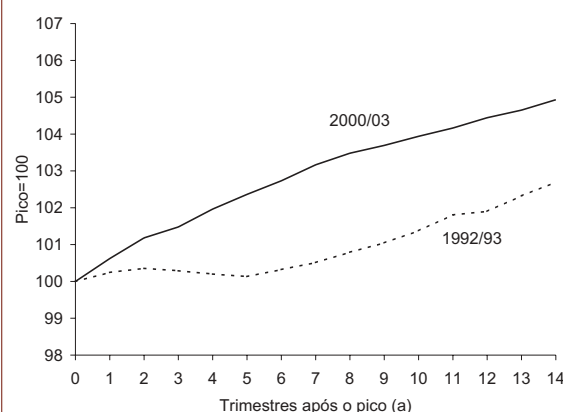
de 1992/93 (Gráfico I.2.7). Este comportamento terá reflectido o reduzido dinamismo da procura interna, em particular uma menor procura por parte do sector empresarial possivelmente associada à queda sustentada do investimento e, em menor grau, aos desenvolvimentos desfavoráveis nos mercados financeiros no passado recente. Na segunda metade de 2003, registou-se uma ligeira recuperação da actividade nos sectores da indústria e, em menor grau, dos serviços, em linha com os desenvolvimentos da economia mundial e a melhoria da confiança dos agentes económicos da área do euro.

No que diz respeito ao mercado de trabalho, o ano de 2003 foi marcado pela quase ausência de criação de emprego na área do euro. No entanto, quando comparada com o observado no passado, a magnitude da resposta do emprego a esta fase de abrandamento prolongado da actividade parece ter sido relativamente moderada, em particular no sector dos serviços, que representa de cerca de 70 por cento do total do emprego (Gráfico I.2.8). A taxa de desemprego para o total da economia subiu ligeiramente, de 8.6 por cento em Dezembro de 2002 para 8.8 por cento em Março de 2003, mantendo-se nesse nível até ao final do ano. No conjunto de 2003, a taxa de desemprego registou um aumento igual ao verificado em 2002, perfazendo um total de 0.8 p.p. nos dois últimos anos (Quadro I.2.1). Refira-se que este aumento é bastan-

Gráfico I.2.8
ÁREA DO EURO – VAB E EMPREGO
NOS SERVIÇOS EM PERÍODOS
DE ABRANDAMENTO DA ACTIVIDADE
ECONÓMICA



Emprego nos serviços



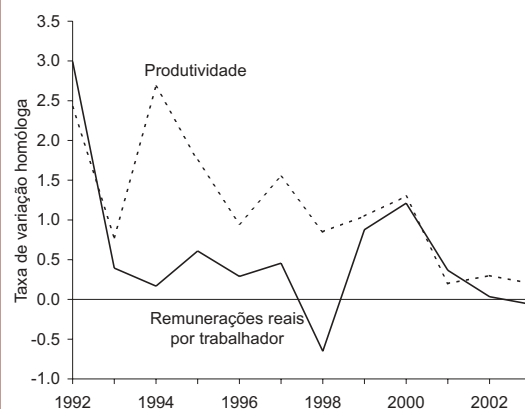
Fontes: Eurostat e Banco Central Europeu.

Nota:

- (a) Os picos considerados foram 1992:I e 2000:II escolhidos com base na taxa de variação homóloga. Em ambos os casos, o trimestre escolhido apresenta a taxa de variação em cadeia mais alta nessa vizinhança. De referir que, no ano de 1992, o trimestre escolhido coincide com o início do período de recessão identificado pelo CEPR.

te inferior ao observado durante a recessão de 1992/93, apesar de, segundo cálculos da Comissão Europeia, o hiato do produto se ter situado em 2003 a um nível idêntico ao observado nesse período. Esta evolução teve lugar num contexto de um crescimento das remunerações

Gráfico I.2.9
ÁREA DO EURO – REMUNERAÇÕES REAIS
POR TRABALHADOR E PRODUTIVIDADE



reais ligeiramente inferior ao da produtividade⁽²⁾ (Gráfico I.2.9) e de alterações de natureza mais estrutural⁽³⁾ ocorridas na segunda metade da década de 90, que terão contribuído para uma maior adaptabilidade da força de trabalho e possibilitado a diminuição do número de horas trabalhadas em vez da redução de postos de trabalho. Dada a resposta moderada do emprego ao abrandamento da actividade, a produtividade aparente voltou a registar um crescimento muito reduzido em 2003 (0.2 por cento).

O abrandamento da actividade económica em 2003 foi extensivo à quase totalidade das economias da área do euro, tendo-se mesmo registado uma queda do PIB de 0.8 por cento nos Países Baixos e de 1.2 por cento em Portugal (Quadro I.2.2). No que se refere às quatro maiores economias da área do euro, é de salientar o crescimento praticamente nulo da economia alemã pelo segundo ano consecutivo e a forte desaceleração da economia francesa (de 1.1 por cento em 2002 para 0.5 por cento em

(2) Medida por trabalhador e não por hora trabalhada.

(3) De entre estes factores destacam-se a melhoria das habilitações da população activa, o aumento da taxa de participação das mulheres e dos jovens e a introdução de novos tipos de contratos de trabalho (a tempo parcial e a termo fixo). Veja-se "Employment in Europe 2003" da Comissão Europeia.

Quadro I.2.2

**PAÍSES DA ÁREA DO EURO – PIB E CONTRIBUTOS DA PROCURA INTERNA
E DAS EXPORTAÇÕES LÍQUIDAS**

Em percentagem

	Pesos ^(a) 2002	PIB (t.v. real)			Contributo procura interna (p.p.)			Contributo exportações líquidas (p.p.)		
		2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Área do euro	100.0	1.6	0.9	0.4	0.9	0.3	1.0	0.7	0.6	-0.6
Alemanha	29.8	1.0	0.2	-0.1	-0.6	-1.5	0.3	1.7	1.7	-0.4
França	21.5	2.1	1.1	0.5	2.0	1.5	1.4	0.1	-0.4	-0.8
Itália	17.8	1.7	0.4	0.4	1.3	1.3	1.3	0.3	-0.9	-0.9
Espanha	9.8	2.8	2.0	2.4	3.0	2.6	3.4	-0.2	-0.6	-1.0
Países Baixos	6.3	1.2	0.2	-0.8	1.6	0.0	-0.5	-0.4	0.2	-0.3
Bélgica	3.7	0.6	0.7	1.1	0.4	0.8	2.3	0.2	-0.1	-1.2
Áustria	3.1	0.8	1.4	0.7	-0.2	0.0	1.8	0.9	1.4	-1.0
Grécia	2.0	4.0	3.9	4.2	3.1	4.2	6.8	0.9	-0.4	-2.7
Finlândia	2.0	1.1	2.3	1.9	1.6	0.5	1.5	-0.5	1.8	0.3
Portugal	1.8	1.8	0.5	-1.2	1.7	-0.6	-2.7	0.1	1.0	1.5
Irlanda	1.8	6.2	6.9	1.2	3.3	2.3	0.8	2.9	4.6	0.4
Luxemburgo	0.3	1.2	1.3	1.8	3.5	-0.4	1.4	-2.3	1.6	0.4
<i>Por memória:</i>										
Desvio-padrão		1.6	1.9	1.4						
Desvio-padrão ponderado ...		0.9	1.1	1.0						
Máximo-Mínimo		5.6	6.7	5.4						

Fontes: Eurostat, Comissão Europeia, Thomson Financial Datastream e Banco de Portugal.

Nota:

(a) Pesos no PIB da área do euro em 2002 à taxa de câmbio corrente.

2003). Em contraste, a economia espanhola cresceu 2.4 por cento, após 2.0 por cento no ano anterior. O menor crescimento do PIB em 2003 reflectiu, na quase generalidade das economias da área do euro, uma redução significativa do contributo da componente externa e, em menor grau, a manutenção da fraqueza da procura interna.

I.2.1.2. Preços e custos

A inflação na área do euro manteve-se ligeiramente acima dos 2 por cento pelo quarto ano consecutivo. A variação média do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) situou-se em 2.1 por cento em 2003, 0.2 p.p. abaixo do observado no ano anterior, reflectindo essencialmente a desaceleração dos preços dos bens industriais não energéticos e dos serviços (Quadro I.2.3). O comportamento dos preços foi influenciado por um conjunto de factores de natureza temporária, que exerceram pressões ascendentes sobre a inflação e contribuíram para a evolução algo irregular do IHPC ao longo do ano (Gráfico I.2.10). Estes factores, que incluem flutuações significativas do preço in-

ternacional do petróleo, condições meteorológicas adversas e aumentos de impostos indirectos, afectaram principalmente as componentes de bens energéticos e de bens alimentares. Apesar do continuado abrandamento da actividade e do movimento de apreciação do euro observado nos três últimos anos, o crescimento homólogo do IHPC excluindo as componentes mais voláteis oscilou em torno de 2.0 por cento ao longo de 2003, situando-se, em Dezembro de 2003, em 1.9 por cento (face a 2.2 por cento um ano antes).

Os preços dos bens energéticos cresceram 3.0 por cento em 2003 (-0.6 por cento em 2002), tendo apresentado flutuações significativas ao longo do ano (Gráfico I.2.10). Esta evolução foi determinada pelo comportamento do preço internacional do petróleo, que registou uma subida acentuada no final de 2002 e no início de 2003, relacionada com o conflito militar no Iraque, e que se manteve em níveis elevados no segundo semestre, em consequência do aumento da procura e de alguns problemas do lado da oferta. No entanto, o impacto do aumento do preço internacional do petróleo sobre os preços dos bens energéticos foi atenuado de

Quadro I.2.3

ÁREA DO EURO – IHPC E OUTROS INDICADORES DE PREÇOS E CUSTOS

Taxa de variação homóloga									
	Pesos 2003	2001	2002	2003	2002	2003			
					IV	I	II	III	IV
IHPC^(a)									
Total	100.0	2.3	2.3	2.1	2.3	2.3	1.9	2.0	2.0
Bens	59.1	2.3	1.7	1.8	1.8	2.0	1.5	1.7	1.8
Alimentares	19.3	4.5	3.1	2.8	2.2	1.9	2.6	3.2	3.7
Não transformados	7.6	7.0	3.1	2.1	1.6	0.1	1.5	3.4	3.6
Transformados	11.7	2.9	3.1	3.3	2.6	3.1	3.2	3.1	3.8
Industriais	39.8	1.2	1.0	1.2	1.6	2.0	1.0	1.0	0.9
Não energéticos	31.6	0.9	1.5	0.8	1.2	0.7	0.9	0.7	0.8
Energéticos	8.2	2.2	-0.6	3.0	2.9	7.0	1.5	2.1	1.6
Serviços	40.9	2.5	3.1	2.5	3.1	2.7	2.7	2.4	2.4
<i>Por memória:</i>									
IHPC excluindo bens alimentares não transformados e energéticos	84.2	1.9	2.5	2.0	2.3	2.0	2.1	1.9	2.0
Índice de preços no produtor									
Total		2.1	-0.1	1.6	1.2	2.4	1.4	1.2	1.1
Total excluindo energia		1.7	0.4	0.8	0.9	1.1	0.9	0.5	0.7
Custos unitários de trabalho									
CTUP		2.6	2.2	2.2	1.5	2.0	2.7	2.4	1.7
Remuneração por trabalhador		2.8	2.5	2.4	2.3	2.5	2.6	2.5	2.1
Produtividade ^(b)		0.2	0.3	0.2	0.8	0.5	-0.1	0.1	0.3
Preços de importação de mercadorias extra área do euro^(a)									
Total		0.2	-2.5	-3.2	0.4	-0.4	-5.2	-3.4	-3.9
Total excluindo energia		1.4	-1.9	-3.8	-1.5	-3.7	-4.8	-3.3	-3.5
Preço internacional de matérias-primas									
Preço do petróleo (<i>Brent</i>), USD		-12.5	0.4	13.6	31.7	43.7	1.2	5.9	9.6
Preço do petróleo (<i>Brent</i>), EUR		-9.8	-4.9	-5.0	18.0	17.4	-18.3	-7.4	-7.9
Preço de matérias-primas não energéticas, USD		-10.7	4.5	14.3	17.8	18.5	13.8	7.6	17.5
Alimentares		-8.7	15.4	10.3	28.1	23.3	14.3	-2.1	8.2
Industriais		-11.7	-1.3	16.8	11.8	15.9	13.4	14.0	23.6
Preço de matérias-primas não energéticas, EUR		-8.0	-0.9	-4.6	5.5	-3.3	-7.9	-5.9	-1.2
Alimentares		-5.8	9.1	-7.7	14.7	0.6	-7.4	-14.4	-9.0
Industriais		-9.1	-6.3	-2.6	0.1	-5.4	-8.2	-0.3	3.9
Taxas de câmbio									
Taxa de câmbio USD/1EUR ^(c)		-3.0	5.6	19.6	11.6	22.4	23.8	14.3	19.0
Taxa de câmbio efectiva nominal do euro ^{(c)(d)}		1.9	3.1	11.4	5.8	11.3	14.1	10.1	10.4

Fontes: Eurostat, Banco Central Europeu, Thomson Financial Datastream, HWWA e Banco de Portugal.

Notas:

(a) Inclui a Grécia a partir de 2001.

(b) VAB (a preços constantes) / emprego.

(c) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação do euro.

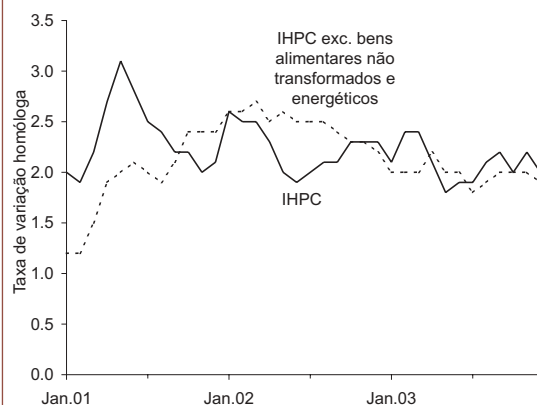
(d) Face a um grupo de 12 parceiros comerciais industrializados.

forma significativa pela trajectória de apreciação da taxa de câmbio do euro face ao dólar observada em 2003 (Quadro I.2.3). As temperaturas excepcionalmente elevadas registadas durante o Verão terão contribuído para a intensificação do movimento ascendente dos preços dos bens alimentares não transformados (em particular dos produtos hortícolas e frutas) observada desde o início de 2003. Contudo, em termos médios anuais, a variação dos preços deste tipo de bens foi inferior à observada em 2002 (menos 1.0 p.p.), reflectindo essencial-

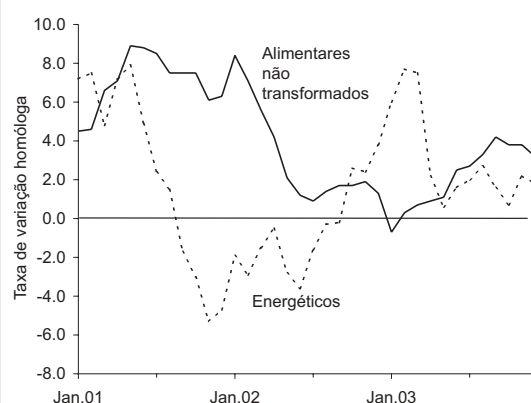
mente efeitos de base associados ao aumento significativo dos preços em Janeiro de 2002.

O crescimento médio do IHPC excluindo bens alimentares não transformados e energéticos reduziu-se 0.5 p.p., situando-se em 2.0 por cento em 2003 (Quadro I.2.3). Esta evolução reflectiu um menor crescimento dos preços dos bens industriais não energéticos e dos serviços, dado que os preços dos bens alimentares transformados registaram uma ligeira aceleração. Os preços dos bens industriais não energéticos mantiveram um crescimento relativamente estável ao longo do ano, após a trajectória des-

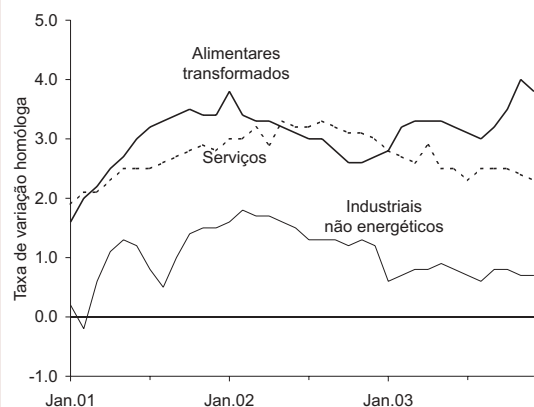
Gráfico I.2.10
ÁREA DO EURO – IHPC TOTAL
E COMPONENTES
 IHPC total e excluindo bens alimentares
 não transformados e energéticos



Bens alimentares não transformados e energéticos



Bens alimentares transformados, bens industriais não energéticos e serviços

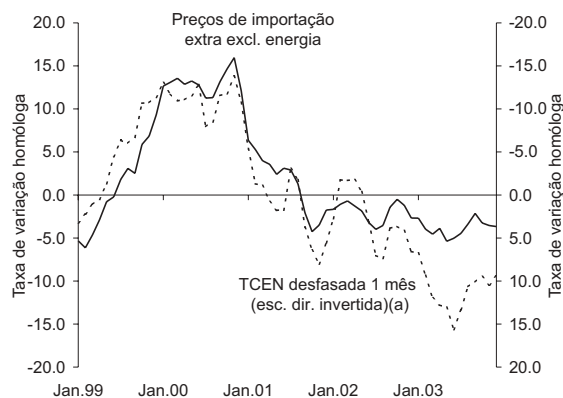


Fonte: Eurostat.

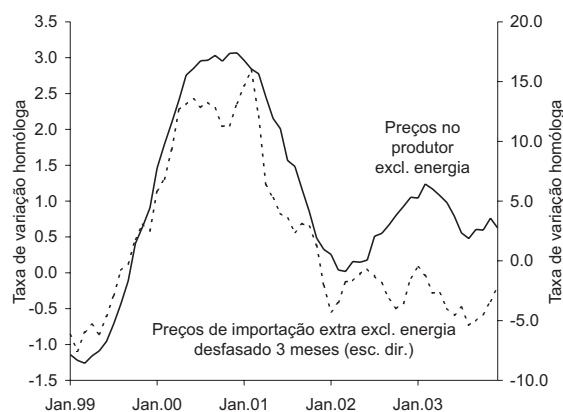
cedente verificada ao longo de 2002 e até Janeiro de 2003 (Gráfico I.2.10). Em termos médios anuais estes preços cresceram 0.8 por cento em 2003, o que compara com 1.5 por cento em 2002. O menor crescimento dos preços dos bens industriais não energéticos terá reflectido um abrandamento da procura deste tipo de bens, assim como efeitos desfasados da moderação dos preços no produtor e de importação associada à apreciação efectiva do euro nos últimos anos (Gráfico I.2.11). Com efeito, enquanto as variações cambiais têm aparentemente um impacto significativo e quase imediato sobre os preços de importação, o processo de transmissão aos preços internos parece ser mais moderado e prolongado no tempo (veja-se “Caixa I.2.1 Transmissão das variações cambiais aos preços na área do euro”). Neste contexto, o comportamento dos preços no produtor e dos preços no consumidor dos bens industriais não energéticos em 2003 não terá ainda reflectido a totalidade dos efeitos da apreciação acentuada do euro registada no decurso do ano. Os preços dos serviços registaram uma desaceleração gradual ao longo do ano (Gráfico I.2.10), num contexto de fraco crescimento da actividade neste sector. A desaceleração dos preços foi particularmente acentuada nas rubricas de restaurantes e cafés e de serviços pessoais, que haviam registado um crescimento significativo no início de 2002 provavelmente associado à introdução do euro, bem como nos serviços relacionados com férias organizadas e alojamento. Ainda assim, a taxa de inflação dos serviços manteve-se a um nível relativamente elevado no conjunto de 2003 (2.5 por cento), para o que deverá ter contribuído o crescimento sustentado dos custos de trabalho por unidade produzida, reflexo da resposta moderada do emprego ao abrandamento da actividade económica (Quadro I.2.3 e Gráfico I.2.12). Com efeito, a manutenção de um ritmo de crescimento das remunerações por trabalhador superior a 2 por cento, combinada com um crescimento praticamente nulo da produtividade, traduziu-se num aumento dos custos de trabalho por unidade produzida no conjunto do ano idêntico ao observado em 2002 (2.2 por cento). Finalmente, os preços dos bens alimentares transformados

Gráfico I.2.11
ÁREA DO EURO – IHPC, TAXA DE CÂMBIO,
PREÇOS DE IMPORTAÇÃO
E PREÇOS NO PRODUTOR

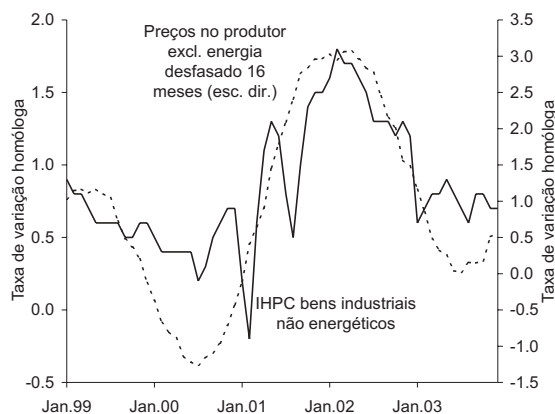
Preços de importação e taxa de câmbio nominal efectiva do euro



Preços no produtor e preços de importação



IHPC e preços no produtor

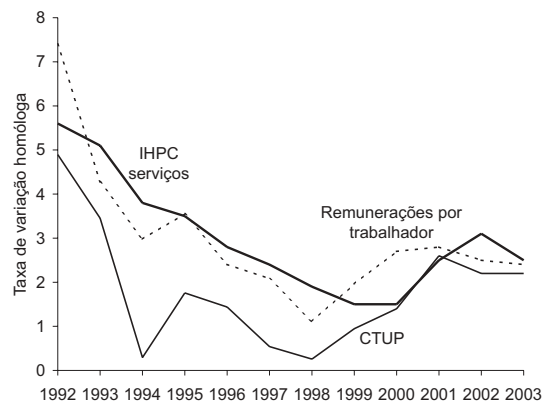


Fonte: Eurostat e Banco Central Europeu.

Nota:

- (a) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação do euro.

Gráfico I.2.12
ÁREA DO EURO – IHPC SERVIÇOS
E CUSTOS DE TRABALHO
POR UNIDADE PRODUZIDA (CTUP)



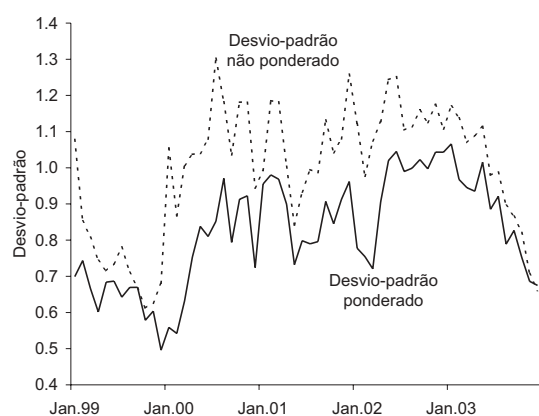
Fontes: Eurostat e Banco Central Europeu.

registaram uma ligeira aceleração, essencialmente determinada pelo aumento da tributação indirecta, em particular sobre o tabaco⁽⁴⁾, em alguns países da área do euro.

Em 2003, registou-se uma desaceleração dos preços na generalidade dos países da área do euro, acompanhada de uma trajetória claramente descendente da dispersão das taxas de variação homóloga dos IHPC nacionais, medida pelo desvio-padrão (ponderado e não ponderado) e pela amplitude do intervalo entre a taxa de inflação mais elevada e a mais baixa (Gráfico I.2.13 e Quadro I.2.4). Em termos das taxas de variação média anual, todas as medidas de dispersão referidas se reduziram, com excepção do desvio-padrão ponderado, o qual não se alterou. Esta evolução resultou do aumento do diferencial face à média da área em alguns dos maiores países, como é o caso da Alemanha (onde a inflação se reduziu mais do que a média) e da Itália (onde a inflação aumentou).

(4) Os impostos indirectos sobre o tabaco aumentaram de forma acentuada em França nos meses de Janeiro e Outubro de 2003 e, em menor grau, na Alemanha (Janeiro) e em Itália (Abril).

Gráfico I.2.13
PAÍSES DA ÁREA DO EURO – DISPERSÃO
DA TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA DO IHPC



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

I.2.2. Política orçamental⁽⁵⁾

A situação orçamental na área do euro registou uma nova deterioração em 2003, tendo o défice das administrações públicas para o conjunto da área ascendido a 2.7 por cento do PIB (2.3 por cento do PIB, em 2002) (Quadro I.2.5). O excedente primário diminuiu 0.6 p.p. do PIB, para 0.8 por cento, tendo as despesas com juros

registado uma redução de 0.1 p.p. do PIB. No decurso de 2003, alguns Estados-membros (Bélgica, Itália e Portugal), face à deterioração esperada nas respectivas posições orçamentais, implementaram medidas temporárias significativas⁽⁶⁾. Excluindo o efeito destas medidas temporárias, a deterioração da situação orçamental na área do euro foi mais pronunciada, com o saldo global e o saldo primário a diminuir 0.7 p.p. e 0.9 p.p. do PIB, respectivamente. Esta evolução reflectiu principalmente a continuação da desaceleração da actividade económica em 2003, que afectou negativamente o comportamento da receita fiscal e provocou uma forte subida da despesa pública associada ao desemprego. Ajustando do efeito do ciclo⁽⁷⁾ e de medidas temporárias, o défice orçamental no conjunto da área do euro estabilizou em 2003 relativamente ao ano anterior, em 2.7

(5) Os valores referidos nesta subsecção são os constantes nas Previsões Económicas da Comissão Europeia da Primavera de 2004. Na “Caixa I.2.2. As actualizações dos programas de estabilidade” consideram-se os valores incluídos nos respectivos programas.

(6) De acordo com a Previsões Económicas da Comissão Europeia da Primavera de 2004, estas medidas temporárias cifraram-se, em rácio do PIB, em 1.2 por cento na Bélgica, 2.2 por cento em Itália e 2.1 por cento em Portugal, em 2003.

Quadro I.2.4

PAÍSES DA ÁREA DO EURO – IHPC

Taxa de variação homóloga

	Pesos 2003	2001	2002	2003	2001 Dez.	2002 Dez.	2003 Dez.
Área do euro	100.0	2.3	2.3	2.1	2.1	2.3	2.0
Alemanha	29.9	1.9	1.3	1.0	1.4	1.1	1.1
França	20.5	1.8	1.9	2.2	1.4	2.2	2.4
Itália	19.2	2.3	2.6	2.8	2.2	3.0	2.5
Espanha	10.9	2.8	3.6	3.1	2.5	4.0	2.7
Países Baixos	5.4	5.1	3.9	2.2	5.1	3.2	1.6
Bélgica	3.3	2.4	1.6	1.5	2.0	1.3	1.7
Áustria	3.2	2.3	1.7	1.3	1.8	1.7	1.3
Grécia	2.6	3.7	3.9	3.4	3.5	3.5	3.1
Portugal	2.1	4.4	3.7	3.3	3.9	4.0	2.3
Finlândia	1.6	2.7	2.0	1.3	2.3	1.7	1.2
Irlanda	1.3	4.0	4.7	4.0	4.4	4.6	2.9
Luxemburgo	0.3	2.4	2.1	2.5	0.9	2.8	2.4
<i>Por memória:</i>							
Desvio-padrão		1.0	1.1	0.9	1.3	1.1	0.7
Desvio-padrão ponderado		0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	0.7
Máximo-Mínimo		3.3	3.4	3.0	4.2	3.5	2.0

Fonte: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

Quadro I.2.5

POSIÇÃO ORÇAMENTAL NA ÁREA DO EURO

Em percentagem do PIB

	2000	2001	2002	2003
Receita total	47.3	46.6	46.1	46.3
Despesa total	47.1	48.2	48.4	49.0
Saldo total	0.1	-1.6	-2.3	-2.7
Saldo total ajustado de medidas temporárias ^(a)	-1.0	-1.7	-2.5	-3.2
Juros	4.1	4.0	3.6	3.5
Saldo primário	4.2	2.3	1.4	0.8
Saldo primário ajustado de medidas temporárias ^(a)	3.1	2.3	1.2	0.3
Saldo total ajustado do ciclo	-0.7	-2.3	-2.5	-2.2
Saldo total ajustado do ciclo e de medidas temporárias ^(a)	-1.8	-2.3	-2.7	-2.7
Saldo primário ajustado do ciclo	3.3	1.6	1.2	1.3
Saldo primário ajustado do ciclo e de medidas temporárias ^(a)	2.2	1.6	1.0	0.8
Dívida	70.4	69.4	69.2	70.4

Fonte: Previsões Económicas da Comissão Europeia da Primavera de 2004.

Nota

(a) Cálculos do Banco de Portugal com base em informação das Previsões Económicas da Comissão Europeia.

por cento do PIB, tendo o excedente primário diminuído cerca de 0.2 p.p., para 0.8 por cento do PIB. Assim, a política orçamental terá tido, para o conjunto da área, uma orientação quase

neutra em 2003. Em alguns países da área do euro verificaram-se cortes na tributação directa, à semelhança do que tinha sucedido em 2002, que terão sido aproximadamente com-

Quadro I.2.6

SALDOS ORÇAMENTAIS E DÍVIDA PÚBLICA NA ÁREA DO EURO

Em percentagem do PIB

	Saldo total			Saldo total ajustado de medidas temporárias ^(c)			Dívida pública		
	2002	2003	variação ^(a)	2002	2003	variação ^(a)	2002	2003	variação
Área do Euro	-2.3	-2.7	-0.4	-2.5	-3.2	-0.7	69.2	70.4	1.2
Alemanha	-3.5	-3.9	-0.3	-3.5	-3.9	-0.3	60.8	64.2	3.4
França	-3.2	-4.1	-0.8	-3.3	-4.1	-0.8	58.6	63.0	4.4
Itália	-2.3	-2.4	-0.2	-3.3	-4.6	-1.4	108.0	106.2	-1.8
Espanha	0.0	0.3	0.4	0.0	0.3	0.4	54.6	50.8	-3.8
Países Baixos	-1.9	-3.2	-1.3	-1.9	-3.2	-1.3	52.6	54.8	2.2
Bélgica	0.1	0.2	0.1	0.1	-1.0	-1.1	105.8	100.5	-5.3
Áustria	-0.2	-1.1	-0.9	-0.2	-1.1	-0.9	66.6	65.0	-1.6
Portugal	-2.7	-2.8	-0.1	-4.1	-4.9	-0.8	58.1	59.4	1.3
Grécia ^(b)	-1.4	-3.2	-1.8	-1.4	-3.2	-1.8	104.7	103.0	-1.7
Finlândia	4.3	2.3	-2.0	4.3	2.3	-2.0	42.6	45.3	2.7
Irlanda	-0.2	0.2	0.4	-0.4	0.2	0.6	32.3	32.0	-0.3
Luxemburgo	2.7	-0.1	-2.9	2.7	-0.1	-2.9	5.7	4.9	-0.8
<i>Por memória:</i>									
Reino Unido	-1.6	-3.2	-1.6	-1.6	-3.2	-1.6	38.5	39.7	1.2
Suécia	0.0	0.7	0.8	0.0	0.7	0.8	52.6	51.9	-0.7
Dinamarca	1.7	1.5	-0.2	1.7	1.5	-0.2	47.2	45.0	-2.2

Fonte: Previsões Económicas da Comissão Europeia da Primavera de 2004.

Notas:

(a) (+) Diminuição do défice ou aumento do excedente; (-) Aumento do défice ou diminuição do excedente.

(b) Os valores do saldo orçamental e da dívida pública em 2003 para a Grécia são os constantes no comunicado de imprensa da Eurostat nº 62/2004 de 7 de Maio de 2004, no seguimento da revisão pelas autoridades gregas da respectiva notificação do Procedimento dos Défices Excessivos.

(c) Cálculos do Banco de Portugal com base em informação das Previsões Económicas da Comissão Europeia.

pensados por medidas discricionárias de aumento da tributação indirecta. Por outro lado, em diversos Estados-membros fizeram-se sentir os efeitos de medidas de controlo do crescimento da despesa corrente primária.

O agravamento da situação orçamental foi comum à generalidade dos países da área do euro (Quadro I.2.6). Em 2003, os défices orçamentais excederam o valor de referência de 3 por cento do PIB na Grécia e nos Países Baixos e, pelo segundo ano consecutivo, na Alemanha e em França⁽⁸⁾. Em Itália e em Portugal a manutenção do défice abaixo do valor de referência só foi possível com a implementação de medidas temporárias. O Conselho ECOFIN revogou em Maio de 2004 a decisão sobre a existência de um défice excessivo em Portugal.

O rácio da dívida pública na área do euro situou-se em 70.4 por cento do PIB no final de 2003, aumentando 1.2 p.p. relativamente a 2002. Este rácio apresentou acréscimos significativos em França (4.4 p.p.), na Alemanha (3.4 p.p.), na Finlândia (2.7 p.p.)⁽⁹⁾ e nos Países Baixos (2.2 p.p.). Na Bélgica, Grécia e Itália, a dívida manteve-se em valores superiores a 100 por cento do PIB. Entre os restantes países da área do euro, a dívida pública ultrapassou o valor de referência de 60 por cento do PIB na Áustria, França e Alemanha.

I.2.3. Política monetária e condições monetárias na área do euro

Em 2003, o Conselho do BCE procedeu a duas reduções nas taxas de juro oficiais, colocando-as em níveis historicamente reduzidos. Na primeira ocasião, no dia 6 de Março, a taxa

de juro mínima aplicável às operações principais de refinanciamento baixou 25 p.b. para 2.5 por cento⁽¹⁰⁾, enquanto que na segunda ocasião, no dia 5 de Junho, aquela taxa de juro desceu 50 p.b., para 2 por cento (Quadro I.2.7). Estas decisões tiveram lugar num quadro de melhoria progressiva das perspectivas para a estabilidade de preços a médio prazo e de deterioração das perspectivas de crescimento económico na área do euro para 2003/2004. No segundo semestre de 2003, o Conselho do BCE manteve as taxas de juro inalteradas, num contexto em que as perspectivas a médio prazo para a inflação na área do euro permaneceram favoráveis e em que continuaram a predominar riscos descendentes para a actividade económica.

Nos primeiros meses do ano, a informação disponível indicava um fraco crescimento económico na área do euro no final de 2002 e no primeiro trimestre de 2003, o que, juntamente com o clima de incerteza prolongado associado às tensões geopolíticas no Médio Oriente e consequente aumento do preço do petróleo, sugeria uma deterioração das perspectivas para a actividade económica em 2003. O cenário prevalecente no final de 2002, que apontava para uma aceleração progressiva do produto para taxas de crescimento próximas das do potencial no final de 2003, tornou-se menos provável. As indicações de que a recuperação económica se iria processar a um ritmo moderado, a par da significativa apreciação do euro verificada desde Março de 2002, determinaram uma avaliação mais favorável das perspectivas para a estabilidade de preços na área do euro a médio prazo, motivando a decisão do Conselho do BCE de 6 de Março. Nos meses seguintes, e apesar do fim do conflito militar no Iraque, da redução da incerteza e da recuperação dos mercados accionistas, a confiança dos agentes económicos continuou sem evidenciar uma melhoria significativa, num contexto em que prevaleciam riscos descendentes para a actividade económica. Do ponto de vista externo, dominaram as preocupações relacionadas com o impacto económico da epidemia da pneumo-

(7) Os valores para os saldos ajustados do ciclo são calculados pela Comissão Europeia. A metodologia utilizada pela Comissão Europeia baseia-se nas elasticidades das variáveis orçamentais em relação ao produto, não levando em consideração os efeitos da composição do crescimento económico.

(8) A Alemanha e a França encontram-se presentemente numa situação de défice orçamental excessivo.

(9) O acréscimo registado pelo rácio da dívida na Finlândia é explicado pelo aumento dos activos financeiros detidos pelas administrações públicas em 2003 (nomeadamente, sob a forma de acções e obrigações), que superou largamente o excedente orçamental do ano.

(10) O Conselho do BCE tinha efectuado uma descida de 50 p.b. no início de Dezembro de 2002.

Quadro I.2.7

TAXAS DE JURO DO BANCO CENTRAL EUROPEU

Em percentagem

Data da decisão	Facilidade permanente de depósito	Operações principais de refinanciamento	Facilidade permanente de cedência	Magnitude da alteração da taxa das operações principais de refinanciamento (p.b.)
1998				
5 Dez	2.00 ^(a)	3.00	4.50 ^(a)	-
1999				
8 Abr	1.50	2.50	3.50	-50
4 Nov	2.00	3.00	4.00	+50
2000				
3 Fev	2.25	3.25	4.25	+25
16 Mar	2.50	3.50	4.50	+25
27 Abr 2000	2.75	3.75	4.75	+25
8 Jun ^(b)	3.25	4.25	5.25	+50
31 Ago	3.50	4.50 ^(b)	5.50	+25
5 Out	3.75	4.75	5.75	+25
2001				
10 Mai	3.50	4.50	5.50	-25
30 Ago	3.25	4.25	5.25	-25
17 Set	2.75	3.75	4.75	-50
8 Nov	2.25	3.25	4.25	-50
2002				
5 Dez	1.75	2.75	3.75	-50
2003				
6 Mar	1.50	2.50	3.50	-25
5 Jun	1.00	2.00	3.00	-50

Fonte: Banco Central Europeu.

Notas:

(a) No período de 4 a 21 de Janeiro de 1999, as taxas das facilidades de cedência de liquidez e de depósito situaram-se, respectivamente, em 3.25 por cento e 2.75 por cento.

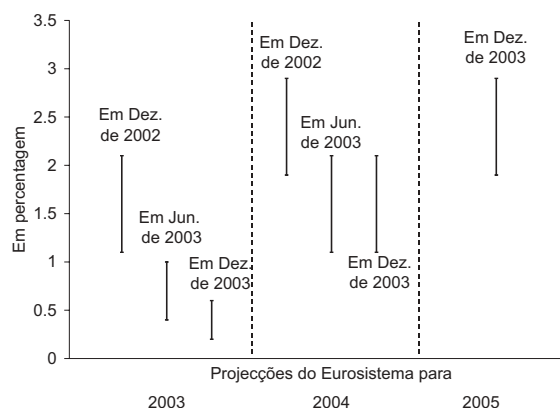
(b) A partir desta data, taxa mínima das propostas nos leilões de taxa variável.

nia atípica em algumas regiões do globo e os riscos decorrentes da acumulação de desequilíbrios macroeconómicos globais. Para além disso, e do ponto de vista interno, a incerteza quanto à dimensão do ajustamento no sector empresarial da área do euro ainda necessário para melhorar a sua situação financeira, sugeria riscos descendentes para a evolução futura do investimento, do emprego e, conseqüentemente, do consumo privado. Num quadro de recuperação económica moderada, a materialização de pressões inflacionistas internas, tornou-se menos plausível, o que, em conjunto com a redução entretanto observada no preço do petróleo e com a manutenção da tendência de apreciação do euro, reforçou a melhoria das perspectivas para a estabilidade de preços a médio prazo e motivou a decisão do Conselho de 5 de Junho (Gráfico I.2.14).

Ao longo do segundo semestre de 2003, no contexto de sinais crescentes de fortalecimento da procura externa, e de condições de financia-

mento no mercado de capitais muito favoráveis, o balanço dos riscos em torno do cenário de recuperação gradual da actividade económica na área do euro durante o ano em curso tornou-se equilibrado. Contudo, num horizonte mais alargado, continuaram a predominar os riscos descendentes decorrentes da vulnerabilidade do crescimento económico mundial num quadro de não correcção dos desequilíbrios macroeconómicos e da persistência de dúvidas relativamente aos progressos alcançados no processo de ajustamento dos balanços das empresas europeias. No que diz respeito à evolução dos preços, a desaceleração revelou-se mais lenta e menos forte do que o esperado, em virtude da evolução adversa dos preços dos bens alimentares e da permanência do preço do petróleo em valores elevados. Adicionalmente, aumentos planeados para os impostos indirectos e preços administrados no final de 2003 e início de 2004 sugeriam a persistência de taxas de inflação em torno ou ligeiramente

Gráfico I.2.14
ACTIVIDADE ECONÓMICA^(a)

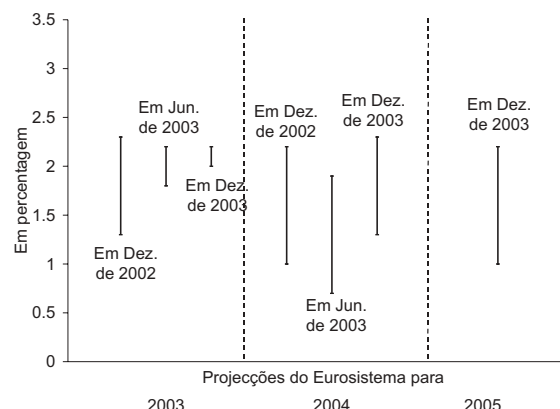


Fonte: BCE.

Nota:

- (a) Projeções elaboradas por especialistas do BCE e dos bancos centrais nacionais para o crescimento real do PIB no conjunto da área do euro.

INFLAÇÃO^(a)



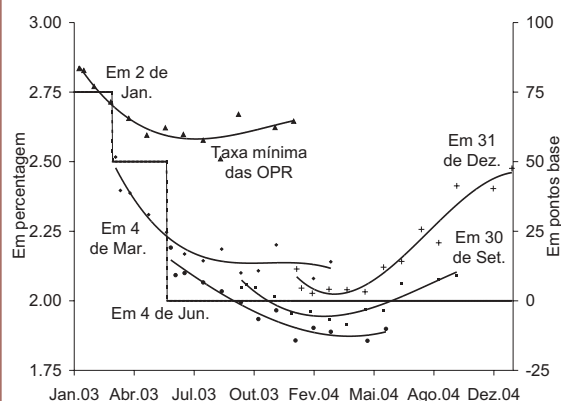
Fonte: BCE.

Nota:

- (a) Projeções elaboradas por especialistas do BCE e dos bancos centrais nacionais para a taxa de variação média do IHPC no conjunto da área do euro.

acima de 2 por cento por mais alguns meses. Não obstante, tomando em consideração a evolução esperada de factores mais duradouros, as perspectivas para a estabilidade de preços na área do euro a médio prazo permaneceram favoráveis. Neste contexto, e procurando também contribuir para apoiar a actividade económica na área do euro, o Conselho do BCE man-

Gráfico I.2.15
ÁREA DO EURO
TAXAS DE JURO MÉDIAS OVERNIGHT
DERIVADAS A PARTIR DOS SWAPS
SOBRE A EONIA



Fonte: Reuters e cálculos do Banco de Portugal.

teve na segunda metade do ano as taxas de juro oficiais inalteradas.

As decisões de política monetária estiveram, de uma maneira geral, em linha com as expectativas do mercado quanto à evolução das taxas de juro de curto prazo na área do euro (Gráfico I.2.15). Até meados do ano, os participantes do mercado reviram sucessivamente em baixa as expectativas relativamente às taxas de juro de curto prazo para os meses seguintes, verificando-se, em consonância, um movimento descendente das taxas de juro Euribor em todo o espectro da curva de rendimentos do mercado monetário do euro. No final de Junho, as taxas de juro a 3 e 12 meses fixavam-se em 2.15 e 2.06 por cento, respectivamente, traduzindo uma descida de cerca de 70 pontos base face ao final de 2002. A partir de Julho, as expectativas do mercado passaram a apontar para a manutenção das taxas de juro do BCE até final do ano. Simultaneamente, as taxas esperadas para horizontes mais longos foram progressivamente revistas em alta. A curva de rendimentos do mercado monetário do euro retomou assim uma inclinação positiva, o que não se verificava desde Agosto de 2002. No final do ano, as taxas de juro para os prazos de 3

Quadro I.2.8

TAXAS DE CÂMBIO E TAXAS DE JURO NA ÁREA DO EURO

	Fim de período			Média Anual		
	Níveis			Níveis		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Taxas de câmbio do EUR^(a)						
ITCE-EUR	86.9	94.6	105.3	87.0	89.7	99.9
EUR/USD	0.881	1.049	1.263	0.896	0.946	1.131
EUR/JPY	115.3	124.4	135.1	108.7	118.1	131.0
EUR/GBP	0.609	0.651	0.705	0.622	0.629	0.692
EUR/CHF	1.483	1.452	1.558	1.511	1.467	1.521
Variação ITCE-EUR (em %)	-1.0	8.8	11.3	1.9	3.1	11.4
Variação EUR/USD (em %)	-5.3	19.0	20.4	-3.0	5.6	19.6
Variação EUR/JPY (em %)	7.9	7.9	8.6	9.3	8.6	10.9
Variação EUR/GBP (em %)	-2.5	6.9	8.3	2.0	1.1	10.0
Variação EUR/CHF (em %)	-2.6	-2.1	7.3	-3.0	-2.9	3.7
Taxas de juro do mercado monetário do euro						
Overnight (EONIA)	3.91	3.44	2.32	4.39	3.29	2.32
Euribor 1 mês	3.33	2.90	2.10	4.33	3.31	2.35
Euribor 3 meses	3.29	2.87	2.12	4.27	3.32	2.33
Euribor 6 meses	3.26	2.80	2.17	4.16	3.35	2.30
Euribor 12 meses	3.34	2.75	2.31	4.09	3.49	2.33
Diferencial entre a Euribor 12 meses e a Euribor 3 meses (pontos base)	5	-12	19	-18	17	0

Fonte: BCE.

Nota:

(a) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação do euro.

Quadro I.2.9

AGREGADOS MONETÁRIOS E CONTRAPARTIDAS^(a)

Taxa de variação homóloga; Valores em fim de período

	2001	2002				2003			
		I	II	III	IV	I	II	III	IV
M1	5.9	6.3	7.2	8.3	9.7	11.6	11.2	11.1	10.5
Circulação monetária	-32.4	-25.2	-14.4	-0.5	42.7	39.7	31.9	27.8	24.9
Depósitos à ordem	13.5	12.4	11.1	9.7	5.8	8.1	8.4	8.7	8.4
M2	6.5	6.3	6.5	6.5	6.6	8.1	8.4	8.2	7.6
Outros depósitos de curto prazo (M2-M1)	7.1	6.4	5.8	4.9	3.7	4.8	5.8	5.3	4.7
M3	8.0	7.2	7.1	7.1	6.9	8.0	8.5	7.6	7.0
Instrumentos negociáveis (M3-M2)	17.6	12.8	11.0	10.8	8.7	8.0	8.6	4.4	3.9
Crédito total	5.2	4.9	4.4	4.3	4.1	4.2	4.8	5.5	6.0
Crédito às Administrações Públicas	0.1	2.8	1.0	1.8	1.8	1.7	3.7	5.6	6.4
Crédito a outros residentes na área do euro	6.7	5.5	5.3	5.0	4.7	4.8	5.1	5.5	5.8
Empréstimos a outros residentes na área do euro	6.1	5.5	5.4	5.2	4.8	4.7	4.6	4.9	5.5
Responsabilidades financeiras a mais longo prazo	4.8	4.7	4.3	5.3	4.9	4.4	5.0	5.3	5.8
<i>Por memória: desagregação sectorial dos empréstimos</i> ..									
Sociedades não financeiras	6.3	5.0	4.4	3.5	3.6	3.7	3.6	3.6	3.4
Famílias ^(b)	5.3	5.4	5.7	5.8	5.7	5.8	5.4	5.7	6.4
Crédito ao consumo	3.4	4.0	3.3	3.6	4.2	3.1	3.4	2.8	3.1
Crédito para aquisição de habitação	7.0	7.3	7.7	7.7	7.8	7.6	7.2	7.4	8.0
Outro crédito	1.6	0.6	1.2	1.5	0.2	2.0	1.0	2.1	3.6

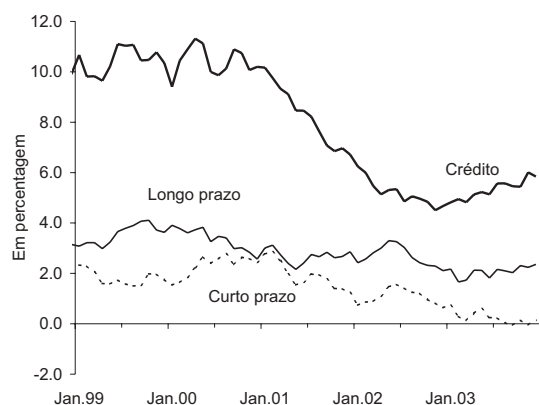
Fonte: BCE.

Notas:

(a) Dados corrigidos de efeitos sazonais e de calendário excepto na desagregação sectorial dos empréstimos.

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

Gráfico I.2.16
TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA DO CRÉDITO
AO SECTOR PRIVADO E TAXAS DE JURO
REAIS NA ÁREA DO EURO^(a)



Fonte: BCE

Nota:

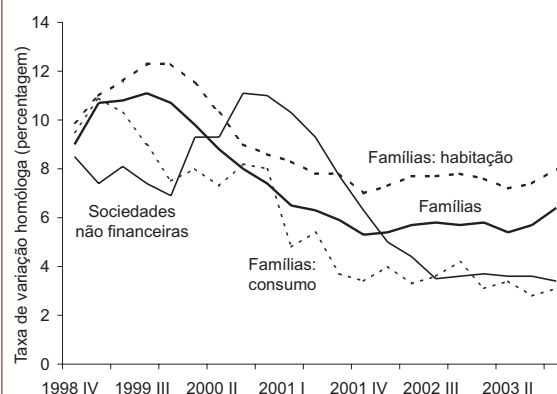
(a) Taxas Euribor a 3 meses e taxas de obrigações de dívida pública a dez anos em termos de médias mensais deflacionadas pela taxa de variação homóloga mensal do IHPC para a área do euro.

e 12 meses situavam-se em 2.12 e 2.31 por cento, respectivamente (Quadro I.2.8).

No que diz respeito ao mercado cambial, o euro apresentou em 2003 uma tendência de apreciação generalizada relativamente às moedas dos principais parceiros comerciais. Esta evolução foi mais marcada face ao dólar, culminando com uma taxa de câmbio de 1.26 USD/EUR no dia 31 de Dezembro, o máximo desde a criação da moeda única. Considerando valores médios anuais, o euro apreciou-se 11.4 por cento em termos nominais efectivos, 19.6 por cento face ao dólar, 10.9 por cento face ao iene, 10.0 por cento face à libra esterlina e 3.7 por cento face ao franco suíço.

O agregado monetário M3 manteve elevadas taxas de crescimento, registando, contudo, uma ligeira moderação nos últimos meses de 2003. No final do ano, o crescimento em termos homólogos do M3 situava-se em 7.0 por cento (Quadro I.2.9). Esta evolução terá continuado a reflectir movimentos de recomposição de carteira a favor de activos com maior liquidez e menor risco, num quadro de incerteza geopolítica e de dúvidas relativamente ao ritmo de recupera-

Gráfico I.2.17
EMPRÉSTIMOS A SOCIEDADES
NÃO FINANCEIRAS E ÀS FAMÍLIAS^(a)



Fonte: BCE.

Nota:

(a) Dados em fim de período.

ção da actividade económica da área do euro. O nível baixo das taxas de juro e o consequente reduzido custo de oportunidade de detenção de activos líquidos terá igualmente influenciado a evolução do M3. Num contexto de crescimento económico moderado, os níveis baixos das taxas de juro reais terão também contribuído para a manutenção de um crescimento sustentado do crédito ao sector privado em 2003, o qual evidenciou mesmo algum aumento ao longo do ano. Com efeito, as taxas de juro reais na área do euro caíram para valores muito reduzidos do ponto de vista histórico, tendo as taxas de juro reais a três meses se situado em níveis próximos de zero ao longo de todo o ano e as taxas de juro reais a dez anos flutuado entre 1.5 e 2.5 por cento (Gráfico I.2.16). O dinamismo do crédito ao sector privado reflecte, em larga medida, a evolução dos empréstimos às famílias, designadamente dos empréstimos para aquisição de habitação cuja taxa de variação homóloga aumentou de 7.6 por cento em Março para 8.0 por cento Dezembro. Por seu turno, os empréstimos às sociedades não financeiras continuaram a expandir-se a taxas no intervalo de 3.4-3.7 por cento (Gráfico I.2.17). De acordo com os resultados dos inquéritos aos bancos sobre o mercado de crédito na área do euro, a reestruturação de dívi-

da terá sido um factor importante que motivou o crescimento da procura de crédito por parte das empresas não financeiras ao longo de 2003.

Em 2003, foram tomadas algumas decisões relevantes no que respeita à estratégia e ao quadro operacional da política monetária. Durante o primeiro semestre do ano, foi conduzida a nível do Eurosistema uma avaliação da estratégia de política monetária, no âmbito da qual foi cla-

rificada a definição de estabilidade de preços e foram introduzidas alterações ao nível da política de comunicação (veja-se “Caixa I.2.3. *A avaliação da estratégia de política monetária do BCE*”). Em Janeiro de 2003, o Conselho do BCE anunciou um conjunto de ajustamentos ao quadro operacional da política monetária, tendo como objectivo melhorar a eficiência deste (veja-se “Caixa I.2.4. *Alterações ao quadro operacional da política monetária do Eurosistema*”).

Caixa I.2.1. TRANSMISSÃO DAS VARIAÇÕES CAMBIAIS AOS PREÇOS NA ÁREA DO EURO

Desde o início da União Monetária em 1999, a taxa de câmbio nominal efectiva do euro registou flutuações significativas, tendo-se depreciado 16.2 por cento entre o início de 1999 e final de 2001 e apreciado 18.5 por cento entre o início 2002 e final de 2003. Dado que as variações cambiais se repercutem nos níveis de preços agregados, torna-se importante para a condução da política monetária conhecer o mecanismo de transmissão da taxa de câmbio para os preços, ou seja o que na literatura económica se designa por “pass-through” da taxa de câmbio. Os Gráficos 1 e 2 sugerem a existência de uma correlação, ainda que não contemporânea, entre a evolução da taxa de câmbio nominal efectiva do euro e dos vários indicadores de preços, embora em graus diferenciados consoante o indicador. A literatura dedicada à determinação do efeito de “pass-through” identifica um conjunto de regularidades empíricas:

1. O “pass-through” é incompleto e decrescente ao longo da cadeia de distribuição: qualquer que seja o agregado de preços que se observe, a resposta dos preços a flutuações cambiais é menos do que proporcional às variações da taxa de câmbio. Assim, o grau de “pass-through” é mais elevado no caso dos preços de importação do que nos preços no produtor, que por sua vez é mais elevado do que no caso dos preços no consumidor.
2. O efeito de “pass-through” é desfasado no tempo e esse desfasamento aumenta à medida que se progride na cadeia de distribuição: existe um hiato temporal na transmissão das flutuações cambiais aos preços que aumenta conforme se considerem os preços de importação, no produtor e no consumidor.
3. O efeito de “pass-through” varia de sector para sector: tipicamente, o grau de “pass-through” deverá ser maior para os produtos mais homogêneos, como os bens energéticos e as matérias-primas, e menor para os produtos mais heterogêneos, como a maioria dos bens manufacturados (veja-se Campa e Goldberg, 2002)⁽¹⁾.

Teoricamente, na ausência de fricções⁽²⁾ na economia, o efeito de “pass-through” no longo prazo deveria ser completo, o que corresponderia a uma situação em que choques nominais (variações da taxa de câmbio nominal) não teriam efeitos reais no longo prazo (variações da taxa de câmbio real). Esta parece ser uma aproximação razoável no caso dos preços de importação, uma vez que a generalidade dos estudos existentes para a área do euro apontam para um grau de “pass-through” para os preços de importação substancial (claramente superior a 50 por cento), se bem que inferior a um⁽³⁾. A existência de um “pass-through” incompleto no caso dos preços de importação é normalmente associada a comportamentos estratégicos por parte do exportador. Na determinação dos preços no mercado de destino, após uma alteração da taxa de câmbio, o exportador leva em consideração não apenas as variações cambiais, mas também as condições e características do mercado. Na literatura, este tipo de comportamento é conhecido como “pricing-to-market”, e embora existam vários factores que podem justificar esta prática, dois parecem assumir particular relevância⁽⁴⁾, num contexto em que o exportador estabelece o preço no mercado de destino como um “mark-up” sobre os custos e em que os custos marginais são crescentes. Em primeiro lugar, o grau de “pass-through” tenderá a ser tanto menor quanto maior a elasticidade de substituição do produto importado, i.e. se os produtos num determinado sector forem altamente substi-

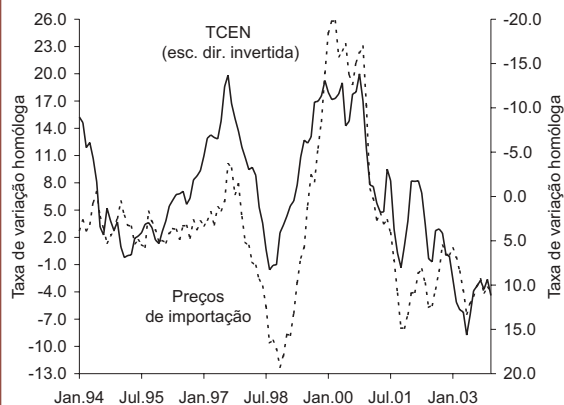
(1) Campa, J. e L. Goldberg (2002) “Exchange Rate Pass-Through Into Import Prices: A Macro or Micro Phenomenon?”, NBER Working Paper n.º 8934.

(2) Por fricções entendem-se todas as características da economia que restrinjam o livre ajustamento dos preços e salários a choques na economia.

(3) Refira-se que uma parte substancial do impacto das variações cambiais nos preços de importação ocorre no primeiro trimestre.

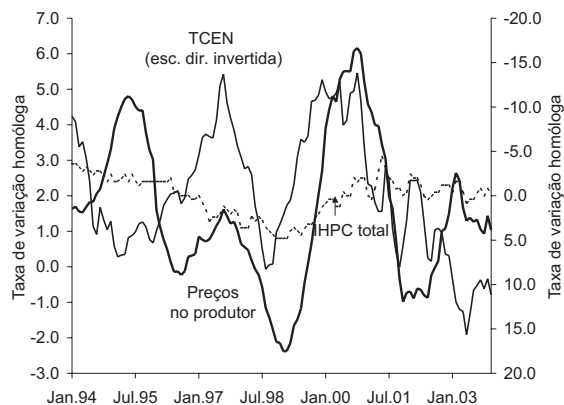
(4) Veja-se por exemplo, Yang, J. (1997) “Exchange Rate Pass-Through in U.S. Manufacturing Industries”, *Review of Economics and Statistics*, 79, 95-104.

Gráfico 1
ÁREA DO EURO – TAXA DE CâMBIO NOMINAL
EFFECTIVA DO EURO E PREÇOS
DE IMPORTAÇÃO



Fonte: Eurostat.

Gráfico 2
ÁREA DO EURO – TAXA DE CâMBIO NOMINAL
EFFECTIVA DO EURO, PREÇOS NO PRODUTOR
E IHPC TOTAL



Fonte: Eurostat.

tuíveis entre si, os exportadores tenderão a repercutir em menor grau o impacto de uma apreciação da sua moeda no preço do mercado de destino para evitar uma grande quebra na procura dirigida ao seu produto. Em segundo lugar, o “pass-through” deverá ser tanto maior quanto menor for a sensibilidade do custo marginal ao nível de produção. Uma apreciação da moeda do exportador provoca uma diminuição de receitas, o que constitui um incentivo a aumentar o preço no mercado de destino. Um aumento do preço no mercado de destino conduz a uma redução da procura. Quanto mais sensível for o custo marginal ao nível da produção, maior a redução de custos associada a uma dada quebra da procura, pelo que menor será o incentivo do exportador em fazer repercutir a variação cambial nos preços do mercado de destino. Assim, as características microeconómicas específicas a cada sector são passíveis de determinar graus de “pass-through” diferenciados.

No caso dos preços no consumidor, os estudos para os países da área do euro apontam em geral para uma transmissão das variações cambiais muito parcial, tipicamente inferior a 10 por cento⁽⁵⁾. A explicação desta relativa insensibilidade dos preços do consumidor a variações cambiais exige que se considere a existência de fricções nominais na economia. Esta questão não tinha sido tratada convenientemente na literatura até recentemente. Em 2003, Burstein, Eichenbaum e Rebelo⁽⁶⁾ propuseram um modelo de equilíbrio geral que considera vários sectores produtivos, entre os quais um de bens transaccionáveis, em que os preços são determinados pelos mercados internacionais (o “pass-through” é completo), e um de bens não-transaccionáveis, onde os preços são determinados como um “mark-up” sobre os salários nominais. Estes autores demonstram que na ausência de fricções nominais o “pass-through” para os preços no consumidor é completo. Contudo, na presença de custos de ajustamento dos preços, existem algumas condições que podem determinar uma elevada rigidez nos preços dos bens não-transaccionáveis, traduzindo-se num reduzido grau de “pass-through” para os preços do consumidor. De entre essas condições destaca-se a existência de um peso reduzido dos bens transaccionáveis no cabaz de consumo e de um peso significativo dos custos de distribuição associados ao consumo de

(5) Este impacto leva cerca de dois a anos a observar-se, sendo o efeito contemporâneo negligenciável.

(6) Burstein, A., M. Eichenbaum e S. Rebelo (2003) “Large Devaluations and the Real Exchange Rate”, manuscrito. Disponível em <http://www.kellogg.nwu.edu/faculty/rebelo/htm/>.

Quadro 1

CONTEÚDO IMPORTADO NO CONSUMO FINAL E MARGENS DE DISTRIBUIÇÃO

Em percentagem

	Ano	Conteúdo importado ^(a)		Margens de distribuição ^(d)	Por memória:
					Peso da rubrica “bens” no IHPC total
		Directo ^(b)	Total ^(c)		
Alemanha	1995	13.3	19.6	41.5	64.4
Espanha	1995	8.8	19.5	-	71.1
Finlândia	1995	13.1	24	-	68.1
França	1995	10.3	18.6	35	66.8
Grécia	1996	11.1	18.5	-	70.5
Itália	1992	6.6	16.2	43.3	68.3
Países Baixos	1996	17.3	30	-	65.6

Fontes: Burstein, Eichenbaum e Rebelo (2003); Burstein, A., J. Neves e S. Rebelo, “Distribution Costs and Real Exchange Rate Dynamics During Exchange-Rate-Based Stabilizations”, *Journal of Monetary Economics*, Setembro 2003; Eurostat

Notas:

(a) Exclui a parcela não-transaccionável associada aos serviços de distribuição.

(b) Peso dos bens de consumo final importados no total de bens de consumo final.

(c) Soma do conteúdo importado directo (b) com o peso dos bens intermédios importados usados na produção de bens de consumo final.

(d) Peso do sector de distribuição no consumo de bens transaccionáveis.

bens transaccionáveis. Considere-se o exemplo de uma depreciação da moeda nacional que exerça uma pressão ascendente sobre o preço dos bens transaccionáveis na economia. Se o peso dos bens transaccionáveis no cabaz de consumo for reduzido, a redução do salário real (deflacionado pelos preços no consumo) será pequena, pelo que o aumento do salário nominal necessário para manter o equilíbrio no mercado de trabalho será igualmente diminuto. Neste caso, os produtores de bens não-transaccionáveis desejam aumentar o seu preço numa magnitude limitada, ou mesmo nula, se houver custos em o fazerem. Adicionalmente, dado que o consumo de bens transaccionáveis requer serviços de distribuição, por natureza não-transaccionáveis (comércio por grosso, retalho, transporte, etc.), quanto maior for esta componente menor será o peso efectivo dos bens transaccionáveis no cabaz de consumo e, por razões análogas às identificadas acima, menor será a transmissão da variação cambial aos preços no consumidor. No quadro 1 é apresentada informação relativa a alguns países da área do euro por forma a avaliar a importância das condições acima referidas para explicar o grau limitado de “pass-through” aos preços no consumidor na área do euro. Apesar das limitações (em termos de países e de uso dos bens importados como aproximação do conceito de bens transaccionáveis), pode-se verificar que o peso total dos bens transaccionáveis no cabaz de consumo é relativamente reduzido. Por outro lado, existe uma grande diferença entre o peso directo dos bens transaccionáveis nos bens de consumo final e a medida tradicionalmente usada para esse efeito, o peso da rubrica “bens” no IHPC. Isto resulta em parte da elevada proporção das margens de distribuição no valor acrescentado dos bens transaccionáveis usados em consumo final.

Análises empíricas recentes sugerem que o grau de transmissão de variações cambiais aos preços se tem vindo a reduzir gradualmente nos países industrializados, incluindo os da área do euro. Para a identificação dos factores explicativos desta tendência têm sido seguidas duas abordagens na literatura: uma de índole macroeconómica e outra microeconómica. Na primeira destaca-se o trabalho de Taylor (2000)⁽⁷⁾, segundo o qual em regimes de baixa inflação as empresas tendem a reduzir a repercussão

(7) Taylor, J. (2000) “Low Inflation, Pass-Through, and the Pricing Power of Firms”, *European Economic Review*, 44, 1389-1408.

das oscilações de custos (nomeadamente as provenientes de movimentos cambiais) nos preços. O argumento de Taylor baseia-se na combinação de um modelo em que se demonstra que o grau de “pass-through” depende da persistência das variações dos custos com evidência empírica de que existe uma correlação positiva entre o nível de inflação e a persistência da variação dos custos. Segundo este argumento, o processo de desinflação ocorrido nos países da área do euro nos anos 90 por si só determinaria uma redução do efeito de “pass-through”. No que se refere à segunda abordagem, Campa e Goldberg (2002) argumentam que as características microeconómicas específicas a cada sector determinam graus de “pricing-to-market” e logo de “pass-through” diferenciados, pelo que a tendência decrescente do efeito de “pass-through” não resulta necessariamente de uma alteração do mecanismo de transmissão da taxa de câmbio aos preços, mas possivelmente de uma alteração da composição sectorial das importações totais. De acordo com estes autores, a composição sectorial das importações dos países da área do euro tem-se caracterizado por um aumento do peso de sectores onde tipicamente o grau de “pass-through” é menor (como os dos bens manufacturados), em detrimento de sectores onde a transmissão é maior (como os dos bens energéticos e matérias-primas).

Outra questão que tem sido objecto de estudo na literatura é o grau de simetria com que os preços respondem a variações cambiais de sinal contrário. Em termos gerais, existe evidência forte de que, perante variações de igual magnitude dos custos, a resposta dos preços é mais significativa tratando-se de aumentos dos custos do que de diminuições (veja-se Peltzman, 2000⁽⁸⁾). No que toca especificamente a variações dos custos por via cambial, diferentes argumentos têm sido avançados para justificar um comportamento assimétrico dos preços (veja-se Gil-Pareja, 2000⁽⁹⁾). Por um lado, se os exportadores determinarem os preços dos seus produtos estrategicamente por forma a manter ou aumentar a sua quota de mercado, os preços no mercado de destino deverão reduzir-se mais na sequência de uma apreciação da moeda do importador do que aumentar após uma depreciação de magnitude equivalente. Contrariamente, a existência de restrições activas no aumento da quantidade exportada, quer devido a congestionamentos operacionais ao nível dos canais de distribuição do exportador, quer pela existência de restrições de volume de importações no país de destino, poderá determinar um grau de “pass-through” maior em casos de depreciação da moeda do importador do que de apreciação. Neste último caso, o exportador não tem incentivo em baixar o preço no mercado de destino, uma vez que não pode satisfazer o acréscimo de procura daí decorrente. A predominância (ou não) de um destes efeitos é uma questão empírica. O estudo de Gil-Pareja para um conjunto de países europeus sugere que na maior parte dos casos os dados são compatíveis com um comportamento simétrico dos preços agregados face a variações cambiais de sinal contrário, indicando que os dois efeitos referidos acima se podem anular.

(8) Peltzman, S. (2000) “Prices Rise Faster Than They Fall”, *Journal of Political Economy*, 108, 466-502.

(9) Gil-Pareja, S. (2000) “Exchange Rates and European Countries Export Prices: An Empirical Test for Asymmetries in Pricing to Market Behavior”, *Weltwirtschaftliches Archiv*, 136, 1-23.

Caixa I.2.2. AS ACTUALIZAÇÕES DOS PROGRAMAS DE ESTABILIDADE⁽¹⁾

Entre o final de 2003 e o início de 2004, todos os países participantes na área do euro apresentaram as actualizações dos respectivos programas de estabilidade (Quadro 1), respeitantes ao período de 2004 a 2006-07. Em comparação com as actualizações anteriores, apresentadas no final de 2002 e início de 2003, os objectivos para o défice orçamental, considerando a área do euro como um todo, foram revistos em alta para todos os anos do horizonte de previsão em cerca de 1 p.p. do PIB ou mais. Saliente-se que a execução orçamental em 2003 na área do euro ultrapassou em 0.9 p.p. do PIB o objectivo para o défice

Quadro 1**SALDO ORÇAMENTAL E DÍVIDA PÚBLICA NAS ACTUALIZAÇÕES DOS PROGRAMAS DE ESTABILIDADE**

Em percentagem do PIB

		Saldo orçamental					Dívida pública				
		2003	2004	2005	2006	2007	2003	2004	2005	2006	2007
Programas de estabilidade											
Área do euro ...	actualização 2003-04	-2.7	-2.4	-1.8	-1.3	-0.8	70.2	70.1	69.5	68.5	67.6
	actualização 2002-03	-1.8	-1.1	-0.8	-0.2		68.7	67.0	65.7	63.7	
Alemanha	actualização 2003-04	-4.0	-3.25	-2.5	-2.0	-1.5	64.0	65.0	65.5	65.5	65.0
	actualização 2002-03	-2.75	-1.5	-1.0	0.0		61.5	60.5	59.5	57.5	
França	actualização 2003-04	-4.0	-3.6	-2.9	-2.2	-1.5	61.4	62.8	63.2	62.8	61.8
	actualização 2002-03	-2.6	-2.1	-1.6	-1.0		59.1	58.9	58.3	57.0	
Itália	actualização 2003-04	-2.5	-2.2	-1.5	-0.7	0.0	106.0	105.0	103.0	100.9	98.6
	actualização 2002-03	-1.5	-0.6	-0.2	0.1		105.0	100.4	98.4	96.4	
Espanha	actualização 2003-04	0.5	0.0	0.1	0.2	0.3	51.8	49.6	47.7	45.7	43.8
	actualização 2002-03	0.0	0.0	0.1	0.2		53.1	51.0	49.0	46.9	
Países Baixos	actualização 2003-04	-2.3	-2.3	-1.6	-0.9	-0.6	54.0	54.5	53.7	53.0	52.2
	actualização 2002-03	-1.6	-1.7	-1.2	-0.8	-0.5	52.5	52.2	52.5	52.6	52.6
Bélgica	actualização 2003-04	0.2	0.0	0.0	0.0	0.3	102.3	97.6	93.6	90.1	87.0
	actualização 2002-03	0.0	0.3	0.5			102.3	97.9	93.6		
Áustria	actualização 2003-04	-1.3	-0.7	-1.5	-1.1	-0.4	66.4	65.8	64.1	62.3	59.9
	actualização 2002-03	-1.3	-0.7	-1.5	-1.1		67.0	65.1	63.8	62.1	
Portugal	actualização 2003-04	-2.9	-2.8	-2.2	-1.6	-1.1	59.5	60.0	59.7	58.6	57.0
	actualização 2002-03	-2.4	-1.9	-1.1	-0.5		58.7	57.5	55.3	52.6	
Grécia	actualização 2003-04	-1.4	-1.2	-0.5	0.0		101.7	98.5	94.6	90.5	
	actualização 2002-03	-0.9	-0.4	0.2	0.6		100.2	96.1	92.1	87.9	
Finlândia	actualização 2003-04	2.3	1.7	2.1	2.1	2.2	45.1	44.7	44.9	45.0	44.6
	actualização 2002-03	2.7	2.1	2.6	2.8		41.9	41.9	41.4	40.7	
Irlanda	actualização 2003-04	-0.4	-1.1	-1.4	-1.1		33.1	33.3	33.5	33.3	
	actualização 2002-03	-0.7	-1.2	-1.2			34.0	34.5	34.9		
Luxemburgo	actualização 2003-04	-0.6	-1.8	-2.3	-1.5		4.9	5.2	5.0	4.4	
	actualização 2002-03	-0.3	-0.7	-0.1			4.1	3.8	2.9		
Por memória:											
Programas de Convergência											
Reino Unido ^(a)	actualização 2003-04	-3.3	-2.6	-2.4	-2.1	-2.0	39.3	40.2	40.8	41.1	41.4
	actualização 2002-03	-2.2	-1.7	-1.6	-1.6		38.8	38.9	38.9	39.1	
Suécia	actualização 2003-04	0.4	0.6	1.4	1.9		51.7	51.5	50.0	48.3	
	actualização 2002-03	1.5	1.6	2.0			50.9	49.3	48.0		
Dinamarca	actualização 2003-04	1.4	1.5	2.0	2.0		42.7	41.2	38.7	36.4	
	actualização 2002-03	1.9	2.4	2.4			42.1	39.2	36.7		

Fonte: Actualizações dos Programas de Estabilidade e dos Programas de Convergência dos Estados-membros.

Nota:

(a) Os valores apresentados reportam-se ao ano fiscal, que não coincide com o ano civil.

(1) Nesta caixa consideram-se os dados incluídos nas mais recentes actualizações dos programas de estabilidade, que não são necessariamente coincidentes com os das Previsões Económicas da Comissão Europeia da Primavera de 2004.

Quadro 2

**TAXAS DE CRESCIMENTO DO PIB REAL NAS ACTUALIZAÇÕES
DOS PROGRAMAS DE ESTABILIDADE**

Taxas de crescimento

		PIB real				
		2003	2004	2005	2006	2007
Programas de estabilidade						
Área do euro	actualização 2003-04	0.6	1.9	2.5	2.6	2.5
	actualização 2002-03	2.1	2.5	2.6	2.6	
Alemanha	actualização 2003-04	-0.1	1.7	2.25	2.25	2.25
	actualização 2002-03	1.5	2.25	2.25	2.25	
França	actualização 2003-04	0.5	1.7	2.5	2.5	2.5
	actualização 2002-03	2.5	2.5	2.5	2.5	
Itália	actualização 2003-04	0.5	1.9	2.2	2.5	2.6
	actualização 2002-03	2.3	2.9	3.0	3.0	
Espanha	actualização 2003-04	2.3	3.0	3.0	3.0	3.0
	actualização 2002-03	3.0	3.0	3.0	3.0	
Países Baixos	actualização 2003-04	0.0	1.0	2.5	2.5	2.5
	actualização 2002-03	0.75	1.5	2.0	2.5	2.5
Bélgica	actualização 2003-04	0.9	1.8	2.8	2.5	2.1
	actualização 2002-03	2.1	2.5	2.5		
Áustria	actualização 2003-04	0.9	1.9	2.5	2.5	2.4
	actualização 2002-03	1.4	2.0	2.5	2.5	
Portugal	actualização 2003-04	-0.8	1.0	2.5	2.8	3.0
	actualização 2002-03	1.3	2.7	3.1	3.5	
Grécia	actualização 2003-04	4.0	4.2	4.0	3.8	
	actualização 2002-03	3.8	4.0	3.7	3.6	
Finlândia	actualização 2003-04	1.4	2.7	2.5	2.4	2.4
	actualização 2002-03	2.8	2.6	2.5	2.4	
Irlanda	actualização 2003-04	2.2	3.3	4.7	5.2	
	actualização 2002-03	3.5	4.1	5.0		
Luxemburgo	actualização 2003-04	1.2	2.0	3.0	3.8	
	actualização 2002-03	1.2	2.4	3.1		
Por memória:						
Programas de Convergência						
Reino Unido ^(a)	actualização 2003-04	2.0	3.0/3.5	3.0/3.5	2.5/3.0	
	actualização 2002-03	2.75	3.25	3.0		
Suécia	actualização 2003-04	1.4	2.0	2.6	2.5	
	actualização 2002-03	2.5	2.5	2.3		
Dinamarca	actualização 2003-04	1.4	2.3	2.2	1.9	
	actualização 2002-03	1.8	2.1	1.7		

Fonte: Actualizações dos Programas de Estabilidade e dos Programas de Convergência dos Estados-membros.

Nota:

(a) Os valores apresentados reportam-se ao ano fiscal, que não coincide com o ano civil.

que resultava das actualizações anteriores dos programas de estabilidade. A revisão das projecções dos saldos orçamentais agora apresentada nos programas de estabilidade reflecte, sobretudo, cenários macroeconómicos bastante mais desfavoráveis do que os assumidos anteriormente (Quadro 2), embora, ainda assim, ligeiramente mais favoráveis do que os constantes nas Previsões Económicas da Comissão Europeia da Primavera de 2004.

As actualizações dos programas de estabilidade projectam para a área do euro no seu conjunto uma redução do défice de cerca de 0.3 p.p., em 2004, para 2.4 por cento do PIB, seguida de uma melhoria progressiva da situação orçamental, atingindo-se um défice próximo de 1 por cento do PIB no final do horizonte de previsão. Prevê-se ainda que o rácio da dívida estabilize em 2004, ligeiramente acima dos 70 por cento, só retomando uma trajectória descendente a partir de 2005. A orientação da política orçamental em termos agregados para a área do euro aponta para uma consolidação com base na despesa corrente primária, a levar a cabo principalmente pelos países que têm grandes desequilíbrios orçamentais. Este esforço de consolidação poderá ser parcialmente anulado por medidas no sentido da redução da tributação directa, bem como pelo efeito desfasado de medidas deste tipo tomadas em anos anteriores. A Alemanha e a França projectam a eliminação dos respectivos défices excessivos em 2005, cumprindo neste ponto as recomendações do Conselho ECOFIN formuladas em Novembro de 2003. Contudo, o Conselho, na sua apreciação dos programas de estabilidade destes países, referiu a existência de riscos significativos associados a este objectivo, nomeadamente pela possibilidade de as evoluções macroeconómicas virem a ser menos favoráveis do que as admitidas. Relativamente à Itália, o Conselho concluiu que o respectivo programa não parece conter margem suficiente para garantir que o défice não ultrapasse o valor de referência de 3 por cento, em 2004. Refira-se, ainda, que as projecções constantes nos programas de estabilidade submetidos pela Grécia e pelos Países Baixos estão de algum modo comprometidas, pelo facto de o défice orçamental aí assumido para 2003, isto é, para o ano base, ser muito inferior ao valor efectivamente verificado.

Relativamente ao rácio da dívida, saliente-se que a Bélgica, a Grécia e a Itália continuarão a ultrapassar largamente o valor de referência de 60 por cento do PIB no horizonte 2006-07, enquanto a Alemanha e França não deverão retornar, no mesmo período, a valores do rácio da dívida abaixo de 60 por cento.

Caixa I.2.3. A AVALIAÇÃO DA ESTRATÉGIA DE POLÍTICA MONETÁRIA DO BCE

No dia 8 de Maio de 2003, o Conselho do BCE tornou público o resultado de uma avaliação da estratégia de política monetária do BCE, conduzida no âmbito do Eurosistema. Neste contexto, foi clarificada a definição de estabilidade de preços e foram anunciadas algumas alterações ao nível da política de comunicação⁽¹⁾.

O Conselho do BCE confirmou a definição de estabilidade de preços anunciada em 1998, entendida como “um aumento homólogo do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) para a área do euro inferior a 2 por cento”, reafirmando igualmente que a “estabilidade de preços deve ser mantida a médio prazo”. Nos termos desta definição, o Conselho esclareceu que o objectivo é a manutenção da taxa de inflação num nível inferior mas próximo de 2 por cento. A indicação explícita de que o BCE pretende manter a inflação em valores próximos do limite superior da definição de estabilidade de preços visa proporcionar uma margem de segurança suficiente que previna contra os riscos de deflação, contemplando igualmente a possível existência de enviesamentos de medida no IHPC e as implicações que decorrem da existência de diferenciais estruturais de inflação entre os países da área do euro.

No âmbito da sua avaliação, o Conselho reviu os principais aspectos subjacentes à quantificação do objectivo de estabilidade de preços, nomeadamente a escolha do índice de preços adequado para a política monetária, os custos de inflação e os argumentos a favor da tolerância de taxas de inflação positivas mas baixas. Relativamente à escolha do índice de preços apropriado, o Conselho do BCE concluiu que o IHPC continua a ser aquele que melhor descreve a evolução ao longo do tempo dos preços para um cabaz de compras representativo dos padrões de consumo das famílias da área do euro. No que diz respeito aos custos de bem-estar associados à inflação, vários estudos têm revelado que estes podem ser de diversa ordem. Por exemplo, a inflação dificulta a identificação das alterações nos preços relativos, tornando por isso menos eficiente a afectação de recursos. Por outro lado, pode elevar os prémios de risco, sobretudo quando atinge valores elevados. Outros custos de bem-estar também associados à inflação são os que resultam da necessidade de revisão frequente das listas de preços por parte dos agentes económicos, ou ainda da redistribuição do rendimento e da riqueza decorrente do facto de nem todos os valores nominais estarem indexados à taxa de inflação. No entanto, outro conjunto de argumentos aconselha a manutenção de uma taxa de inflação positiva, embora baixa. Entre esses argumentos destaca-se a necessidade de criação de uma margem de segurança que leve em consideração possíveis enviesamentos de medida nos índices de preços e que reduza a probabilidade de deflação e os custos daí resultantes. Refira-se que, numa situação de deflação, a existência de um limite inferior igual a zero para as taxas de juro nominais limita a capacidade de manobra do banco central para reduzir as taxas de juro reais por forma a estimular a procura e contrariar as pressões deflacionistas. A existência de uma taxa de inflação positiva mas baixa pode também facilitar o ajustamento nos mercados de trabalho e de bens, num contexto de rigidez descendente de preços e salários, assim como evitar que a existência de diferenciais estruturais de inflação entre os membros de uma união monetária, quando a convergência real entre eles não é total, implique que alguns desses membros tenham que apresentar taxas de inflação negativas para que a inflação média no conjunto da união seja nula.

Em relação às alterações introduzidas na política de comunicação, o Conselho do BCE confirmou que as suas decisões de política monetária continuarão a fundamentar-se numa análise abrangente dos riscos para a estabilidade de preços, organizada, tal como anteriormente, em duas perspectivas complementares, que passaram a designar-se como “análise económica” e “análise monetária”. A análise económica incide na identificação dos riscos de curto e médio prazo para a estabilidade de preços, sustenta-

(1) Para uma análise mais detalhada, veja-se o artigo do Boletim Mensal do BCE intitulado “Resultado da avaliação do BCE da sua estratégia de política monetária” (Junho de 2003).

da na avaliação da evolução económica e financeira contemporânea e dos choques que afectam a economia, bem como nas projecções para algumas variáveis económicas fundamentais. A análise monetária, centra-se na avaliação das tendências de médio a longo prazo da inflação, baseada na informação dada pelas componentes e contrapartidas do agregado monetário M3, servindo como meio de confirmação das indicações fornecidas pela análise económica. A declaração introdutória do Presidente do BCE na conferência de imprensa mensal e o editorial do Boletim Mensal do BCE foram reestruturados de forma a reflectir esta abordagem. Refira-se, por último, que, em consonância com a perspectiva de médio prazo dos pressupostos subjacentes ao cálculo do valor de referência, o Conselho do BCE comunicou que deixará de proceder à reavaliação, numa base anual, do valor de referência para o crescimento do M3.

Caixa I.2.4. AS ALTERAÇÕES AO QUADRO OPERACIONAL DA POLÍTICA MONETÁRIA DO EUROSISTEMA

No início de Março de 2004, entraram em vigor as alterações ao quadro operacional da política monetária do Eurosistema que tinham sido anunciadas pelo Conselho do BCE em Janeiro de 2003⁽¹⁾. Neste contexto:

- 1) O calendário dos períodos de manutenção de reservas foi alterado, de modo a que a data de início coincida com o dia de liquidação da Operação Principal de Refinanciamento (OPR) que se segue à reunião do Conselho do BCE para a qual está agendada a avaliação mensal da orientação da política monetária. Simultaneamente, as alterações às taxas das facilidades permanentes passaram a ser efectuadas no primeiro dia do novo período de manutenção de reservas⁽²⁾;
- 2) O prazo das OPR foi reduzido de duas para uma semana, impedindo, juntamente com a alteração anterior, que as OPR transitem entre diferentes períodos de manutenção de reservas.

Estas alterações visam melhorar a eficiência do quadro operacional da política monetária e, em particular, contribuir para eliminar o impacto das expectativas de alteração das taxas de juro oficiais do BCE sobre o comportamento de licitação das instituições de crédito nas OPR e sobre as condições do mercado monetário no muito curto prazo, dado que no novo formato as alterações das taxas de juro oficiais só produzirão efeitos a partir do período de manutenção de reservas seguinte.

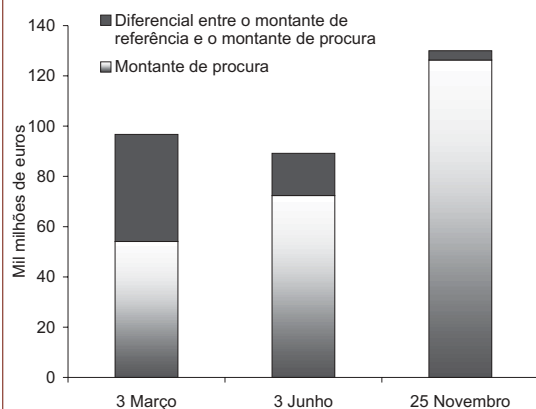
No anterior quadro operacional, expectativas de alteração iminente das taxas de juro oficiais traduziam-se em flutuações significativas da procura nas OPR, com episódios de licitação desequilibrada, com impacto nas taxas de juro no caso de expectativas de subida das taxas de juro ou no montante lícitado no caso de expectativas de descida das taxas de juro. Este fenómeno induziu o aumento temporário da volatilidade nas taxas de juro de muito curto prazo do mercado monetário e desvios, em alguns casos significativos, entre a taxa de juro “overnight” e a taxa de sinalização da orientação da política monetária do BCE (taxa do leilão de taxa fixa ou taxa mínima de proposta nas OPR). De qualquer modo, estudos empíricos demonstraram que este aumento na volatilidade não se transmitiu às taxas de juro nos prazos mais longos do mercado monetário.

Em Novembro de 2001, procurou-se reduzir os episódios de sublicitação, nos quais as instituições de crédito apresentavam um montante agregado da procura inferior ao necessário para o cumprimento regular das reservas mínimas no período até ao dia anterior à liquidação da OPR subsequente (montante de colocação de referência), ao estabelecer que a discussão da orientação da política monetária deixaria de ser efectuada quinzenalmente, passando em condições normais a ter lugar apenas na primeira reunião do mês do Conselho do BCE. Esta alteração decorreu do facto de os episódios de sublicitação verificados até essa altura terem ocorrido na penúltima OPR do respectivo período de manutenção de reservas, que antecedia a reunião do Conselho do BCE e, por ter maturidade de duas semanas, se vencia no período de manutenção seguinte. Existia assim a possibilidade de as expectativas de redução das taxas de juro oficiais causarem instabilidade nas licitações. Após esta alteração, as situações de sublicitação verificaram-se maioritariamente nas OPR que antecederam as reuniões de avaliação mensal da orientação da política monetária.

(1) Para uma análise mais detalhada, veja-se o artigo do Boletim Mensal do BCE intitulado “Alterações ao quadro operacional de política monetária do Eurosistema” (Agosto de 2003).

(2) Anteriormente, os períodos de manutenção de reservas tinham início no dia 24 de cada mês e termo no dia 23 do mês seguinte, e as alterações às taxas das facilidades permanentes entravam em vigor no dia seguinte à reunião do Conselho do BCE em que tinham sido aprovadas.

Gráfico 1
EPISÓDIOS DE SUBLICITAÇÃO OCORRIDOS
NAS OPERAÇÕES PRINCIPAIS
DE REFINANCIAMENTO
CONDUZIDAS EM 2003

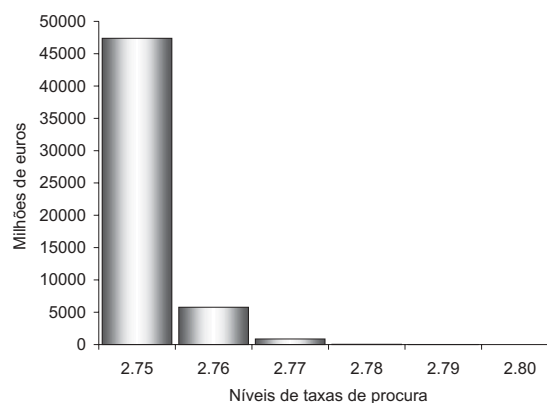


Fonte: BCE.

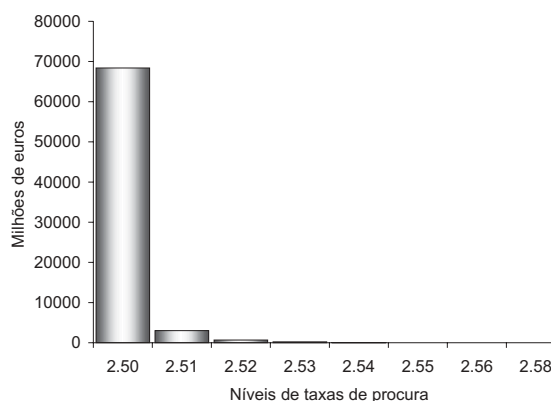
No período entre Junho de 2000, data a partir da qual as OPR do Eurosistema passaram a ser conduzidas sob a forma de leilão de taxa variável, e o início do novo quadro operacional verificaram-se 10 episódios de sublicitação, o último dos quais teve lugar em 23 de Fevereiro de 2004. Os episódios de sublicitação ocorreram, regra geral, num contexto em que os mercados esperavam uma redução iminente das taxas de juro do BCE. Dos três episódios de sublicitação ocorridos em 2003, o verificado em 3 de Março foi o de maior magnitude, com um diferencial de cerca de 43 mil milhões de euros entre o montante de colocação de referência e o montante agregado das propostas (Gráfico 1). Quer em 3 de Março, quer em 3 de Junho, a sublicitação ocorreu no contexto de fortes expectativas de descida das taxas de juro do BCE, como é comprovado, por exemplo, pela grande concentração da procura junto da taxa de juro mínima de proposta (Gráfico 2), o mesmo não sucedendo com o episódio ocorrido em 25 de Novembro.

A correspondência entre o início do período de manutenção de reservas e a entrada em vigor das alterações das taxas de juro oficiais, que coincidem com a data de liquidação da OPR subsequente à reunião do BCE de avaliação da orienta-

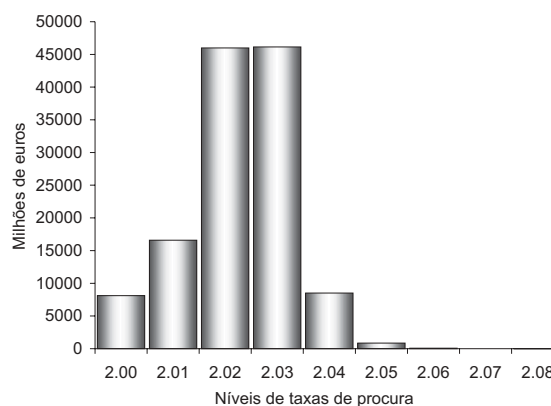
Gráfico 2
DISTRIBUIÇÃO DAS PROPOSTAS
NAS OPERAÇÕES PRINCIPAIS DE
REFINANCIAMENTO DE 3 DE MARÇO,
3 DE JUNHO E 25 DE NOVEMBRO DE 2003
3 de Março de 2003



3 de Junho de 2003



25 de Novembro de 2003



Fonte: BCE.

ção da política monetária, conjugada com a maturidade semanal das OPR, permite que, em condições normais, a taxa “overnight” não seja afectada pelas expectativas de alteração de taxas de juro. Assim, diminui fortemente a possibilidade de ocorrerem comportamentos de sublicitação, em períodos de expectativa de redução das taxas de juro, e a possibilidade das taxas de leilão das OPR aumentarem significativamente acima da taxa mínima de proposta, em períodos de expectativa de aumento das taxas de juro. Deste modo, é eliminada uma fonte de ruído para a sinalização da orientação da política monetária.

A aplicação do novo quadro operacional tem algumas implicações de natureza prática. Em vez de terem início e termo em dias de calendário fixos, os períodos de manutenção de reservas começam e terminam em dias de calendário diferentes, sendo definidos de acordo com o calendário das reuniões do Conselho do BCE. Os períodos de manutenção de reservas passam assim a ter uma duração mais variável do que anteriormente. Neste contexto, o BCE passou a publicar, numa base anual e três meses antes do início do ano relevante, um calendário dos períodos de manutenção de reservas, em conjunto com o calendário indicativo dos leilões que já era divulgado anteriormente. Além disso, a colocação das Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado passou a ser efectuada na última quarta-feira de cada mês, em vez da primeira quarta-feira de cada período de manutenção de reservas.

Refira-se que, em simultâneo com a entrada em vigor do novo quadro operacional, o BCE passou a publicar o montante de colocação de referência das OPR no dia de anúncio e no dia de colocação, bem como uma actualização da previsão do saldo médio dos factores autónomos de liquidez na data de colocação⁽³⁾. Com esta medida, pretende-se evitar avaliações incorrectas por parte das instituições de crédito acerca das decisões de colocação das OPR.

(3) O BCE publica desde Junho de 2000 uma previsão da média dos factores autónomos de liquidez sempre que é anunciada uma OPR, procurando deste modo auxiliar as instituições de crédito a efectuarem uma melhor avaliação do montante efectivo colocado. No entanto, ao tomar a decisão de colocação efectiva numa OPR, o que normalmente ocorre um dia útil após o seu anúncio, o BCE tem em consideração a sua previsão actualizada dos factores autónomos de liquidez no dia da colocação, a qual é habitualmente ligeiramente diferente da previsão efectuada no dia anterior.

Capítulo II Economia Portuguesa

*Condições Monetárias e Financeiras
da Economia Portuguesa*

Política Orçamental

Despesa e Produção

Emprego e Salários

Preços

Balança de Pagamentos

Mercados Financeiros

Sistema Bancário

Financiamento da Economia

II.1. Condições monetárias e financeiras da economia portuguesa

II.1.1. Condições monetárias e financeiras

Em 2003, a manutenção das taxas de juro em níveis muito baixos proporcionou à economia portuguesa condições monetárias acomodáticas que foram, no entanto, parcialmente contrariadas pela evolução do índice cambial efectivo⁽¹⁾ (Gráfico II.1.1). Estimativas com base no índice de condições monetárias⁽²⁾ apontam para que, se as condições monetárias na economia portuguesa não se tivessem alterado desde 2000, o crescimento do PIB, em 2003, teria sido cerca de 0.3 pontos percentuais (p.p.) mais baixo, enquanto a inflação teria sido aproximadamente 0.6 p.p. mais elevada (Gráfico II.1.2). O efeito estimado sobre o crescimento do PIB é dominado pelo contributo da redução das taxas de juro, enquanto o principal efeito sobre a inflação resulta da apreciação cambial efectiva verificada nos três últimos anos.

Em termos reais, as taxas de juro do mercado monetário em Portugal apresentaram um perfil ascendente desde Março, mantendo, mesmo assim, valores negativos, ou quase nulos no final do ano⁽³⁾ (Gráfico II.1.3). Esta evolução das taxas de juro reais deveu-se, fundamentalmente, à redução da inflação portuguesa, uma vez que as taxas de juro nominais do mercado monetário exibiram uma trajectória descendente durante a primeira metade de 2003, após o que estabilizaram no segundo semestre.

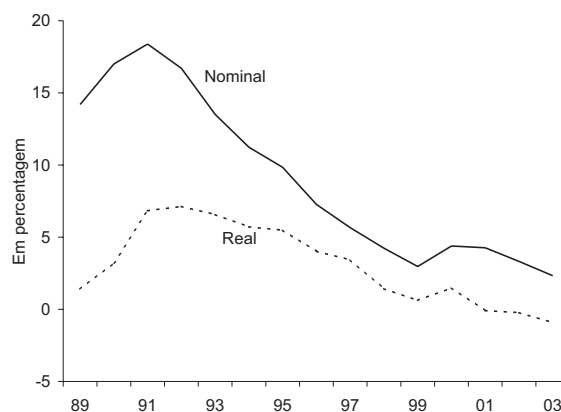
(1) Calculado como média ponderada face a um conjunto de treze países (veja-se nota (a) ao Quadro A.2.2. do *Boletim Estatístico* do Banco de Portugal). Sobre a metodologia, veja-se, também, “Índice de taxa de câmbio efectiva do escudo”, em *Boletim Trimestral*, Banco de Portugal, Junho de 1994.

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

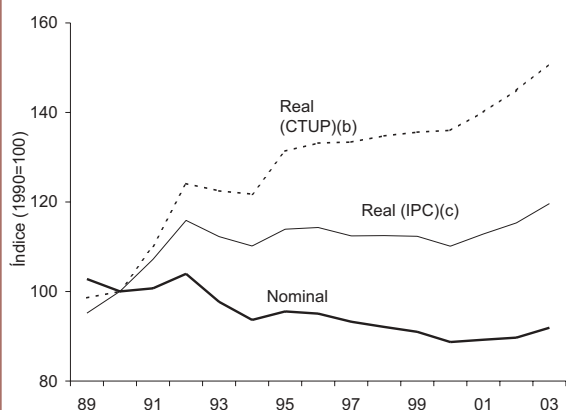
(3) As taxas de juro reais são calculadas como a diferença contemporânea entre as taxas de juro nominais e a taxa de variação homóloga do IPC. Apesar das suas reconhecidas limitações, este procedimento é utilizado para estimar as taxas de juro reais, uma vez que é difícil determinar com rigor as expectativas dos agentes económicos em relação à taxa de inflação no período relevante.

Gráfico II.1.1
**CONDIÇÕES MONETÁRIAS
DA ECONOMIA PORTUGUESA**
1989-2003

Taxas de juro de curto prazo^(a)



Índice cambial efectivo



Notas:

- (a) Taxas de juro do mercado monetário para o prazo de 3 meses: até Novembro de 1992, taxa das operações “same day” realizadas no mercado interbancário, entre 86 e 96 dias; entre Dezembro de 1992 e Dezembro de 1998, Lisbor a 3 meses; desde então, Euribor a 3 meses.
- (b) Ajustado pelos custos unitários de trabalho relativos para o total da economia (excluem os subsídios do Estado para a Caixa Geral de Aposentações) e, em 2003, pelo efeito da operação de cessão de créditos tributários.
- (c) Ajustado pelo índice de preços no consumidor relativo.

Gráfico II.1.2
CONTRIBUTO DAS CONDIÇÕES MONETÁRIAS

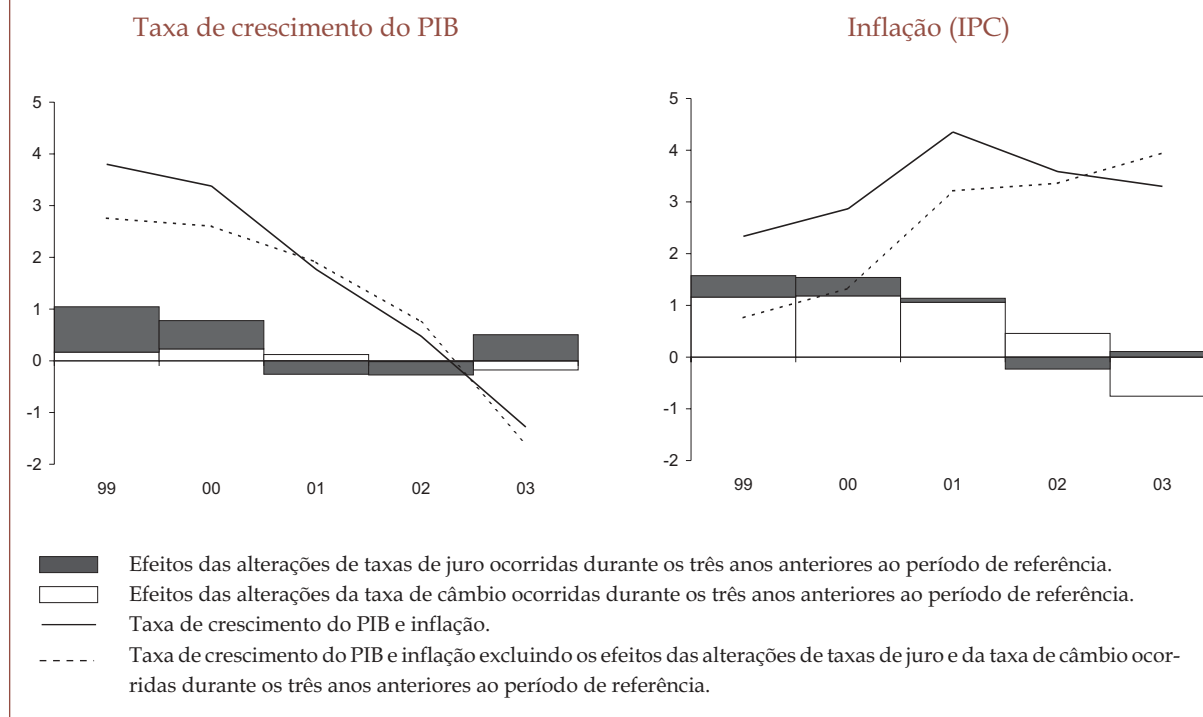
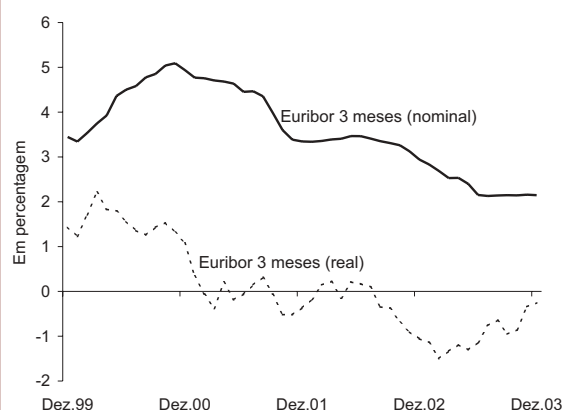


Gráfico II.1.3
TAXAS DE JURO A 3 MESES NO MERCADO MONETÁRIO (NOMINAL E REAL)



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

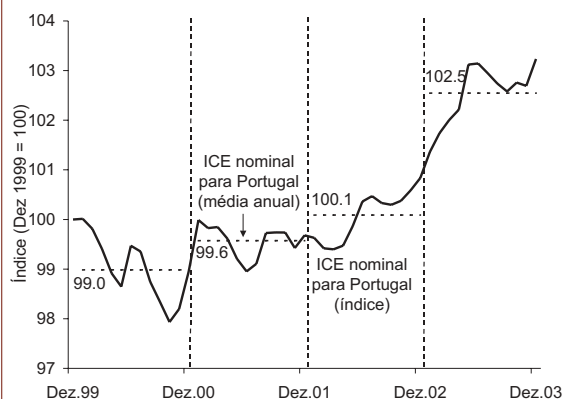
O índice cambial efectivo para Portugal registou, em termos de média anual, uma apre-

ciação nominal de 2.5 por cento em 2003 (após 0.5 por cento em 2002). Esta variação nominal (mais acentuada do que nos anos anteriores) e o diferencial positivo de crescimento dos custos unitários de trabalho da economia portuguesa relativamente aos principais parceiros comerciais (1.6 p.p.) resultaram em nova apreciação do índice cambial em termos reais, de 4.0 por cento (3.5 por cento em 2002)⁽⁴⁾. Com base no índice de preços do consumidor relativo, a apreciação do índice cambial real, em 2003, é de 3.7 por cento (2.2 por cento, no ano anterior)⁽⁵⁾ (Gráfico II.1.4).

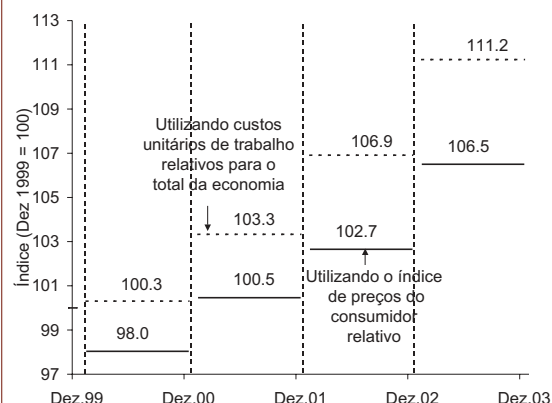
Em 2003, a evolução das taxas de juro de curto prazo do mercado monetário ter-se-á repercutido, em Portugal, de forma algo diferen-

(4) O índice cambial efectivo real é calculado com base nos custos unitários de trabalho para o total da economia, excluindo os subsídios do Estado para a Caixa Geral de Aposentações. Em 2003, os custos unitários de trabalho foram também ajustados dos efeitos da operação de cessação de créditos tributários pelo Estado português a uma instituição financeira não monetária (veja-se secção II.2. Política orçamental). O ajustamento efectuado neste indicador refere-se à parcela dos créditos tributários cedidos que respeita a contribuições sociais (parte das remunerações do trabalho).

Gráfico II.1.4
ÍNDICE CAMBIAL EFECTIVO PARA PORTUGAL



Média anual

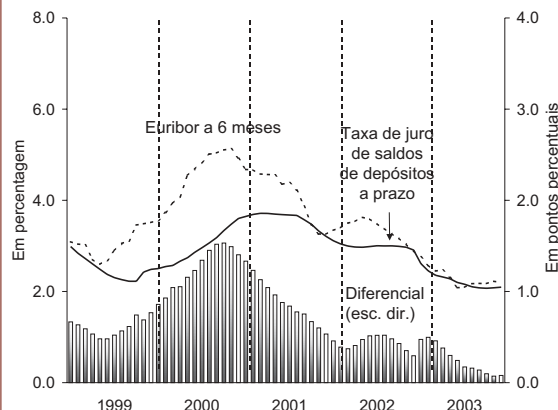


Nota: Os custos unitários de trabalho excluem os subsídios do Estado para a Caixa Geral de Aposentações e, em 2003, foram ajustados do efeito da operação de cessão de créditos tributários.

ciada nas taxas de juro de cada segmento da actividade bancária (Quadro II.1.1). Assim, as taxas de juro das novas operações de depósito a prazo reduziram-se para níveis em torno de 2 por cento, tendo-se registado, ainda assim, um estreitamento das margens de juro destas operações. Em Dezembro de 2003, a margem im-

(5) O índice cambial efectivo real, neste caso, é calculado com base no índice de preços do consumidor relativo ao mesmo conjunto de treze países considerados no caso dos custos unitários de trabalho.

Gráfico II.1.5
TAXA DE JURO DO MERCADO MONETÁRIO,
DO SALDO DE DEPÓSITOS A PRAZO
DO SECTOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO
E RESPECTIVO DIFERENCIAL^(a)



Notas:

(a) Taxas e diferencial referentes a saldos em fim de período. Até Dezembro de 2002, as taxas de saldos são estimativas.

O diferencial é calculado como a diferença entre a média móvel de 6 meses da Euribor a 6 meses e a taxa de juro sobre saldos.

plicita no saldo de depósitos a prazo do sector privado não financeiro era inferior ao respectivo nível um ano antes, tendo-se praticamente anulado⁽⁶⁾ (Gráfico II.1.5).

No tocante às operações de empréstimo, observou-se, também, uma trajectória de redução das respectivas taxas bancárias em todos os segmentos do mercado de crédito, embora de diferente intensidade em cada um deles. No segundo semestre de 2003, as taxas de juro do crédito ao sector privado não financeiro alcançaram valores mínimos históricos, sendo de realçar o nível atingido pela taxa de juro das operações de empréstimo a particulares para aquisição de habitação, que foi de 3.5 por cento, em média, no quarto trimestre do ano. Esta evolução repercutiu-se numa ligeira diminuição do diferencial de juro aplicado às novas operações de crédito à habitação (cerca de 13 pontos base)

(6) Tomou-se para referência no cálculo da margem implícita no saldo destas operações, a taxa Euribor a 6 meses, em média móvel de 6 meses.

Quadro II.1.1

TAXAS DE JURO NOMINAIS^(a)

	Euribor a 3 meses ^(b)	Taxa de rendibilidade de Obrigações do Tesouro emitidas a taxa fixa com maturidade residual de 5 anos	Taxa de rendibilidade de Obrigações do Tesouro emitidas a taxa fixa com maturidade residual de 10 anos	Taxa de juro sobre saldos de empréstimos (incluindo descobertos) a empresas não financeiras ^(c)	Taxa de juro sobre saldos de empréstimos a particulares para habitação ^(c)	Taxa de juro sobre saldos de empréstimos (excluindo descobertos) a particulares para consumo e outros fins ^(c)	Taxa de juro sobre saldos de depósitos a prazo do sector privado não financeiro ^(c)	<i>Por memória:</i> Taxa de variação homóloga do IPC
1994	10.5	11.8	11.6	15.8	14.2	19.2	8.6	4.0
1995	8.8	9.7	10.0	14.6	13.4	18.1	8.4	3.4
1996	6.4	6.2	6.9	11.4	11.8	15.9	5.9	3.3
1997	5.0	5.1	5.7	9.2	9.4	13.0	4.3	2.4
1998	3.4	3.5	4.1	7.0	6.4	10.2	3.1	3.2
1999	3.4	4.8	5.5	5.5	5.1	8.6	2.5	2.0
2000	4.9	4.9	5.3	6.7	7.0	9.5	3.6	3.9
2001	3.3	4.3	5.0	5.8	6.0	8.7	3.2	3.7
2002								
I	3.4	4.8	5.4	5.5	5.5	8.3	3.0	3.2
II	3.5	4.8	5.3	5.4	5.4	8.3	3.0	3.3
III	3.3	4.0	4.6	5.3	5.4	8.2	3.0	3.7
IV	2.9	3.7	4.5	5.3	5.2	8.1	2.9	4.0
2003								
I	2.5	3.2	4.1	4.8	4.7	7.7	2.4	3.9
II	2.2	2.7	3.8	4.5	4.3	7.5	2.2	3.3
III	2.1	3.3	4.3	4.3	3.9	7.2	2.1	3.1
IV	2.1	3.3	4.4	4.4	3.8	7.1	2.1	2.4

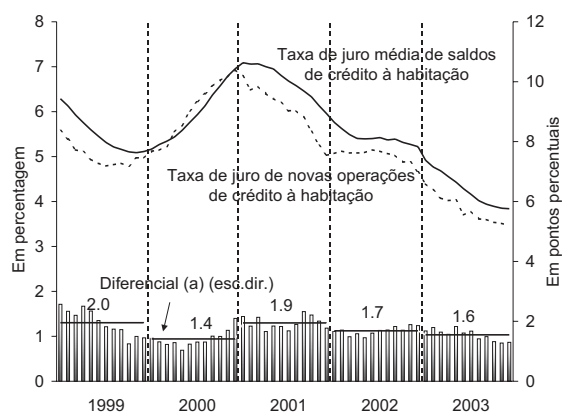
Notas:

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

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

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

Gráfico II.1.6
TAXAS DE JURO DO CRÉDITO
A PARTICULARES PARA AQUISIÇÃO
DE HABITAÇÃO
De saldos e de novas operações



Nota:

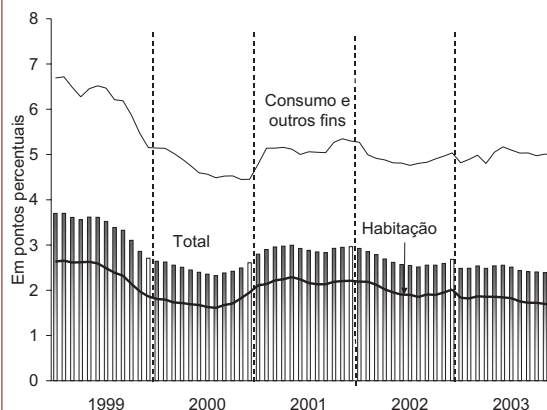
- (a) Diferencial entre a taxa de juro de novas operações e a taxa de juro a 6 meses do mercado monetário.

(Gráfico II.1.6). Reflectindo o reduzido desfasamento na transmissão das taxas de novas operações de crédito às taxas implícitas nos respectivos saldos, a margem implícita no saldo de empréstimos para aquisição de habitação baixou significativamente em 2003 (em mais de 30 pontos base). Neste segmento, o diferencial entre a taxa de juro do saldo em dívida no final do ano e a taxa do mercado monetário considerada mais relevante aproximou-se dos níveis mínimos registados em meados de 2000 (em torno de 1,6 p.p.)⁽⁷⁾ (Gráfico II.1.7).

Ao contrário do que se verificou no segmento para aquisição de habitação, a margem de taxa de juro implícita no saldo de crédito para consumo e outros fins que não habitação não se terá alterado de forma significativa, no final de 2003 relativamente a Dezembro de 2002, mantendo um nível elevado (cerca de 5 p.p.)⁽⁸⁾ (Gráfico II.1.7).

Por seu lado, as margens de juro praticadas no crédito bancário concedido a sociedades não financeiras terão verificado um ligeiro aumento em 2003, por comparação com o ano anterior (Gráfico II.1.8).

Gráfico II.1.7
MARGENS NO CRÉDITO A PARTICULARES
Calculadas sobre taxas de juro
de saldos em fim de período^(a)



Nota:

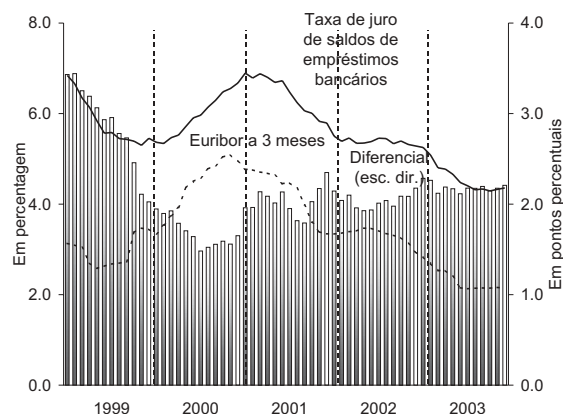
- (a) Margens calculadas como a diferença entre as taxas de juro de saldos (estimativas, até Dezembro de 2002) e as taxas do mercado monetário: média móvel de 6 meses da Euribor a 6 meses, no caso da habitação, e média móvel de 3 meses da Euribor a 3 meses, no crédito para outras finalidades. Para o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

Esta diferenciação nos vários segmentos do mercado de crédito traduziu, de forma aproximada, as alterações no perfil das condições de oferta observadas, ao longo do ano, em cada segmento do mercado de crédito em Portugal (Gráfico II.1.9)⁽⁹⁾. De acordo com os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de

(7) Este diferencial foi calculado como a diferença entre a taxa do saldo em dívida em final de período e uma média móvel de 6 meses terminada no mês da taxa do mercado monetário (Euribor para o prazo de 6 meses). Para o período até Dezembro de 2002, a taxa de juro do saldo de empréstimos utilizada corresponde a estimativas cuja metodologia se encontra referida em "Novas séries de taxas de juro bancárias: séries longas estimadas para as taxas médias de saldos", Boletim Económico de Dezembro de 2003. A partir de Janeiro de 2003, são utilizadas as estatísticas de taxas de saldos de empréstimos em fim de mês.

(8) Margem estimada pela diferença entre a taxa sobre saldos em fim de período para este tipo de crédito (conforme nota anterior) e a média móvel de 3 meses da Euribor a 3 meses.

Gráfico II.1.8
TAXAS DE JURO DO MERCADO MONETÁRIO,
DE EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS
A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS
E RESPECTIVO DIFERENCIAL^(a)



Notas:

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

Crédito, a concorrência na oferta de crédito à habitação terá continuado agressiva no primeiro semestre do ano, reflectindo-se nos critérios e condições de aprovação de empréstimos neste segmento, propiciadores de um acesso mais fácil ao mercado de crédito (Gráfico II.1.9.A). A menor restritividade nas condições oferecidas

pelas instituições bancárias manifestou-se, nomeadamente, num alargamento de prazos para os novos empréstimos e na oferta de modalidades contratuais que facilitam o acesso a montantes de crédito mais elevados (ainda que, transitoriamente, com reflexo mitigado nos encargos suportados pelas famílias). No segundo semestre de 2003, e de forma mais marcada no quarto trimestre, os resultados do inquérito sugerem uma alteração nas condições de oferta no crédito à habitação, no sentido de um maior aperto das condições de aprovação. De acordo com os bancos inquiridos, as condições mais restritivas na aprovação do crédito à habitação, reportadas no quarto trimestre de 2003, tenderam a manifestar-se num aumento (ligeiro) dos *spreads* aplicados aos novos empréstimos, num maior nível de garantias e em rácios mais exigentes entre o montante do empréstimo e o valor do imóvel a financiar. Os efeitos desta alteração de política não foram visíveis em 2003 nem no início de 2004, eventualmente devido a algum desfasamento entre a aprovação do crédito e a efectiva concessão do mesmo. No último trimestre de 2003 e nos primeiros meses de 2004, continuou a verificar-se um forte crescimento neste segmento do mercado de crédito.

Quanto à oferta de crédito a sociedades não financeiras, os bancos inquiridos no contexto do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito indicaram, ao longo de todo o ano, um progressivo aperto nos critérios de aprovação de empréstimos e linhas de crédito a este sector (Gráfico II.1.9.B). O aperto terá sido mais significativo no caso dos empréstimos de prazo mais longo (por comparação com os empréstimos de curto prazo) e ter-se-á traduzido no aumento de *spreads*, em comissões mais elevadas, em maior exigência de garantias e na imposição de condições contratuais não pecuniárias mais restritivas.

Os desenvolvimentos nos mercados de capitais internacionais repercutiram-se, ao longo do ano, na trajectória apresentada pelas taxas de rendibilidade das Obrigações do Tesouro portuguesas. Após terem registado valores mínimos históricos em Junho (2.7 e 3.8 por cento, no caso das obrigações com prazo residual de,

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

Gráfico II.1.9A
CRITÉRIOS DE APROVAÇÃO DO CRÉDITO
BANCÁRIO
Particulares

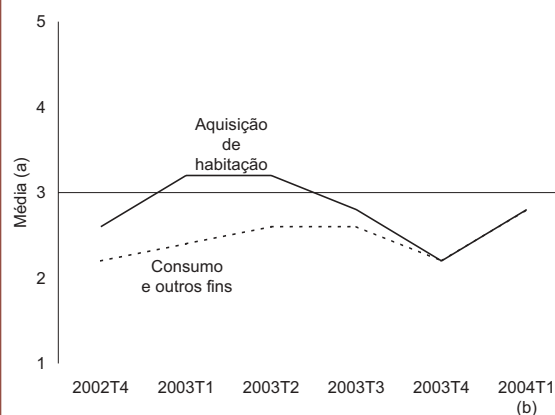
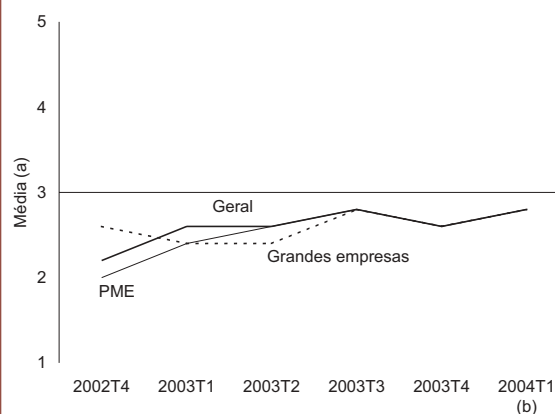


Gráfico II.1.9B
CRITÉRIOS DE APROVAÇÃO DO CRÉDITO
BANCÁRIO
Sociedades não financeiras



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

Notas:

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

respectivamente, 5 e 10 anos), as taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa retomaram um perfil ascendente, situando-se, no último dia do ano, em 3.3 por cento, no caso das obrigações com 5 anos, e 4.4 por cento, no das de 10 anos (que comparam, respectiva-

mente, com 3.5 e 4.3 por cento, no final de 2002)⁽¹⁰⁾ (veja-se Quadro II.1.1). Apesar do aumento ocorrido a partir de Julho, as taxas de rendibilidade da dívida pública na área do euro (incluindo a portuguesa) permaneceram em níveis muito baixos. Adicionalmente, os *spreads* entre emissões de dívida privada e de dívida pública foram sendo sucessivamente reduzidos no decurso de 2003, o que, comparativamente com os níveis particularmente elevados observados no segundo semestre de 2002, sinaliza um alívio das condições de financiamento nos mercados de dívida privada de médio e longo prazos.

II.1.2. Evolução da dívida e dos depósitos do sector privado não financeiro

As condições monetárias progressivamente mais acomodáticas, verificadas desde meados da década de 90, favoreceram o crescimento forte da despesa em consumo e em investimento e o seu financiamento através de dívida. Em consequência, elevou-se, significativamente, o peso do endividamento do sector privado não financeiro no PIB. No final de 2003, a dívida dos particulares representava cerca de 77 por cento do PIB (110 por cento do rendimento disponível), tendo mantido, no ano, uma trajectória ascendente, embora em desaceleração, fundamentalmente devido ao crescimento elevado que o crédito à habitação continuou a registar (no final de 2002, o endividamento bruto dos particulares representava 71 por cento do PIB e 103 por cento do rendimento disponível). No caso das sociedades não financeiras, o aumento da taxa de poupança, num contexto de menor esforço de investimento em capital fixo, permitiu que o rácio de endividamento bruto deste sector aumentasse apenas marginalmente, em 2003 (1 p.p. do PIB face ao valor de 2002), situando-se em torno de 94 por cento do PIB, no final do ano^{(11), (12)}.

O crédito bancário interno manteve um fluxo líquido significativo, em 2003 (apesar de

(10) Em termos médios anuais, registou-se uma redução face ao valor de 2002 de cerca de -1.2 e -0.8 p.p., respectivamente, nos prazos residuais de 5 e 10 anos.

menor do que no ano anterior), em grande parte devido aos empréstimos concedidos a particulares. Assim, o saldo do crédito a particulares continuou a crescer a uma taxa elevada (9.6 por cento⁽¹³⁾, em Dezembro de 2003), para o que contribuiu, sobretudo, o segmento destinado à aquisição de habitação (cujas taxas de variação, em Dezembro de 2003, se cifrou em 11.7 por cento)⁽¹⁴⁾ (Quadro II.1.2). No segmento do crédito ao consumo e de empréstimos a particulares para outros fins que não aquisição de habitação, registou-se uma taxa de crescimento relativamente baixa ao longo de todo o ano (2.5 por cento, em Dezembro), em linha com o comportamento do consumo privado (Gráfico II.1.10.A). Apesar do crescimento assinalável que o crédito bancário concedido a particulares continuou a apresentar, em 2003, a variação do respectivo saldo no balanço das instituições financeiras monetárias (Quadro II.1.3) foi consideravelmente menor do que nos dois anos anteriores, reflectindo, em larga medida, o elevado montante de operações de titularização de crédito realizadas no último trimestre do ano⁽¹⁵⁾.

No caso do crédito às sociedades não financeiras observou-se uma desaceleração notória face ao ritmo de crescimento do ano anterior (Quadro II.1.2). Esta evolução terá reflectido, por um lado, algum enfraquecimento da pro-

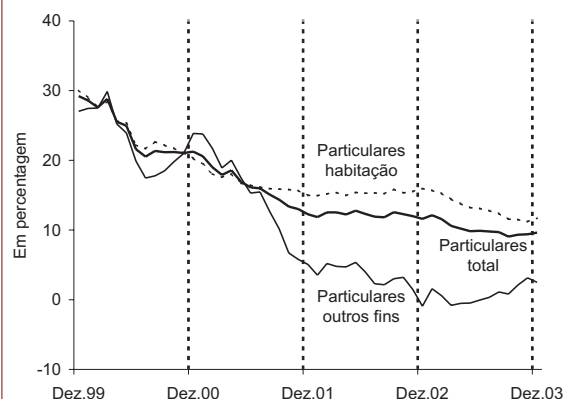
(11) Valor ajustado dos efeitos da operação de venda de créditos tributários pelo Estado português a uma instituição financeira não monetária (veja-se secção II.2. *Política orçamental*). O montante total desta operação representou cerca de 1.3 por cento do PIB, repercutindo-se num nível mais elevado da dívida do sector privado não financeiro face ao sector financeiro (visto que este último passou a deter créditos sobre o sector privado não financeiro de valor igual ao da operação realizada). O impacto da contrapartida desta operação foi, sobretudo, no sector das sociedades não financeiras (e, em bastante menor grau, nos particulares) em que representou cerca de 1.2 por cento do PIB.

(12) Veja-se secção II.9. *Financiamento da economia*.

(13) Salvo indicação em contrário, as taxas de variação homologa do crédito ao sector privado não financeiro são calculadas com base em índices de saldos de empréstimos bancários ajustados de operações de titularização e corrigidos de reclassificações, reavaliações cambiais e de créditos abatidos ao activo (Janeiro 2000=100).

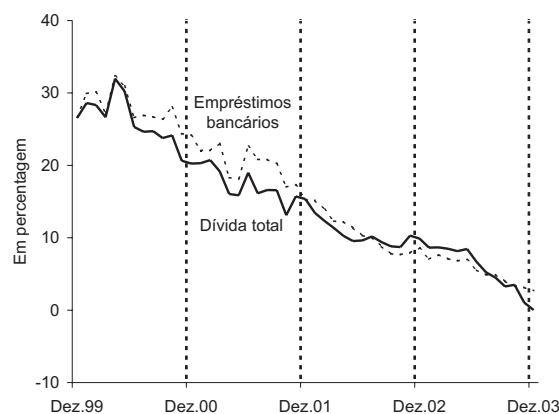
(14) Veja-se secções II.8. e II.9., respectivamente, *Sistema bancário* e *Financiamento da economia*.

Gráfico II.1.10A
CRÉDITO INTERNO AO SECTOR PRIVADO
NÃO FINANCEIRO
Taxas de variação homologa
Particulares



Nota: Até Dezembro de 2000, valores ajustados de titularização. Desde então, valores ajustados de titularização, reclassificações, reavaliações cambiais e abatimentos ao activo.

Gráfico II.1.10B
CRÉDITO INTERNO AO SECTOR PRIVADO
NÃO FINANCEIRO
Taxas de variação homologa
Sociedades não financeiras



Nota: No caso dos empréstimos bancários, valores ajustados de titularização até Dezembro de 2000; valores ajustados de titularização, reclassificações, reavaliações cambiais e abatimentos ao activo, desde então. Mais títulos, excluindo acções, ao valor nominal, na dívida total.

Quadro II.1.2

EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS
AO SECTOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO RESIDENTE^(a)

Taxas de variação, em percentagem

	Particulares			Sociedades não financeiras	Sector privado não financeiro
	Habituação	Outros fins	Total		
2001					
Dez.	15.0	5.1	12.3	15.3	13.7
2002					
Mar.	15.4	4.8	12.5	12.3	12.4
Jun.	15.3	4.0	12.3	10.3	11.3
Set.	15.8	3.0	12.6	7.8	10.3
Dez.	16.0	-0.9	11.6	8.6	10.2
2003					
Jan.	15.7	1.6	12.1	7.1	9.7
Fev.	15.3	0.6	11.6	7.6	9.7
Mar.	14.4	-0.8	10.6	7.1	8.9
Abr.	13.8	-0.5	10.2	6.8	8.6
Mai.	13.2	-0.5	9.8	7.0	8.5
Jun.	13.1	0.0	9.9	5.5	7.8
Jul.	12.8	0.3	9.8	4.9	7.5
Ago.	12.4	1.1	9.7	4.9	7.4
Set.	11.6	0.8	9.1	4.0	6.7
Out.	11.5	2.1	9.3	3.4	6.5
Nov.	11.2	3.1	9.4	3.1	6.4
Dez.	11.7	2.5	9.6	2.7	6.4

Nota:

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

cura de crédito, associado à conjuntura desfavorável, e, por outro, uma oferta mais restritiva por parte das instituições bancárias neste segmento do mercado, conforme referido anteriormente.

A tendência de desaceleração do crédito a empresas é reforçada quando se considera a variação da dívida total, incluindo títulos (papel comercial e obrigações) emitidos pelas sociedades não financeiras (Gráfico II.1.10.B). Com efeito, apesar das condições favoráveis, prevalecentes nos mercados da dívida privada

e de acções (em contraste com o segundo semestre de 2002, em que a evolução de preços, em ambos os mercados, foi particularmente desfavorável), as emissões líquidas de obrigações de sociedades não financeiras e de acções de empresas cotadas em mercados organizados permaneceram virtualmente insignificantes⁽¹⁶⁾. No segmento do papel comercial (substituto muito próximo do crédito bancário de curto prazo no caso das sociedades não financeiras, sobretudo, de grandes empresas), registou-se, mesmo, uma redução dos saldos vivos.

Em Dezembro de 2003, o valor de depósitos de particulares mantinha-se praticamente no mesmo nível do final do ano anterior (Quadro II.1.4 e Gráfico II.1.11). Este desenvolvimento espelha a diminuição da poupança que não foi afectada à amortização de dívida contraída em anos anteriores⁽¹⁷⁾ e o aumento de aplicações líquidas em outros activos com taxas de rentabilidade potencialmente mais atractivas do

(15) As operações de titularização de crédito originalmente concedido por instituições financeiras monetárias a particulares representaram, em 2003, cerca de 94 por cento do fluxo líquido de crédito concedido, no ano, a este sector (calculado como a variação de *stock*, ajustado de titularizações, reclassificações, reavaliações cambiais e abatimentos ao activo). Em 2002, estas operações haviam-se cifrado em pouco mais de 20 por cento do fluxo líquido de empréstimos concedidos para aquele fim. Para mais detalhes, veja-se secção II.8. *Sistema bancário*.

Quadro II.1.3

SÍNTESE MONETÁRIA

Milhões de euros

						Variações absolutas				
	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.
Activos líquidos sobre o exterior	8 985	-6 788	-19 270	-27 444	-26 924	-5 974	-15 773	-12 483	-8 174	520
Banco de Portugal	18 623	14 985	16 050	15 521	19 627	1 852	-3 638	1 065	-529	4 106
Outras instituições financeiras monetárias (OIFM)	-9 637	-21 773	-35 321	-42 965	-46 551	-7 827	-12 136	-13 548	-7 644	-3 586
Dos quais:										
Face a sede e sucursais da própria instituição	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-38 758	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Face a outras IFM não residentes em relação de domínio	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-10 098	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Face a outras IFM não residentes sem relação de domínio	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-3 013	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito às administrações públicas	8 764	8496	9082	8 069	7 923	-3 758	-268	585	-1 013	-146
Crédito interno (excepto às administrações públicas)	129 577	160 783	179 401	191 038	194 129	26 840	31 206	18 618	11 637	3 091
Particulares	56 859	68 921	76 063	83 363	84 645	12 268	12 062	7 142	7 300	1 283
Sociedades não financeiras	56 500	70 667	80 085	86 352	90 795	10 962	14 167	9 418	6 267	4 443
Instituições financeiras não monetárias	16 217	21 194	23 253	21 324	18 688	3 611	4 977	2 059	-1 929	-2 636
Circulação monetária	5 620	53 92	4 451	7 025	8 197	1 059	-228	-941	2 575	1 172
Depósitos e equiparados - total	114 507	120 125	123 236	122 667	123 786	11 480	5 618	3 111	-569	1 119
Instituições financeiras não monetárias	9 661	9 843	10 360	9 641	8 833	2 038	182	517	-719	-807
Administrações públicas	8 872	8 181	6 329	7 866	6 568	695	-690	-1 852	1 536	-1 297
Sociedades não financeiras e particulares	95 974	102 100	106 547	105 161	108 384	8 747	6 126	4 447	-1 386	3 224
Títulos excepto capital	13 319	17 476	22 514	23 168	22 515	2 550	4 157	5 037	655	-653
Unidades de participação em Fundos do Mercado Monetário	0	115	166	665	1 058	0	115	51	499	393
Capital e reservas	20 827	25 920	27 867	28 726	33 127	4 921	5 093	1 947	859	4 401
Diversos (líquido)	-6 947	-6 537	-9 021	-10 588	-13 556	-2 903	411	-2 484	-1 567	-2 967
<i>Por memória:</i>										
Activos líquidos sobre o exterior de OIFM denominados em euros	-10 741	-19 559	-34 518	-39 524	-39 402	-8 377	-8 818	-14 959	-5 006	122
						Taxas de variação homóloga				
Contributo para o agregado M1 da área do euro	45 537	47 723	51 219	53 225	57 369	19.3	4.8	7.3	3.9	7.8
Contributo para o agregado M3 da área do euro	113 135	119 822	126 769	127 607	132 994	9.2	5.9	5.8	0.7	4.2

Quadro II.1.4

DEPÓSITOS BANCÁRIOS
DO SECTOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO RESIDENTE

Taxas de variação homóloga, em percentagem

	Junto do sector monetário residente			Em Portugal e no exterior	
	Particulares		Sociedades não financeiras	Particulares	Sociedades não financeiras
	excluindo emigrantes				
2000					
Dez.	6.8	8.2	4.4	9.4	6.1
2001					
Mar.	4.6	6.6	3.6	6.8	5.1
Jun.....	3.1	3.3	0.6	5.5	-3.2
Set.	3.3	4.2	7.5	5.5	-0.9
Dez.	4.4	5.3	4.0	7.6	6.2
2002					
Mar.	2.0	2.9	-1.3	5.5	1.6
Jun.....	2.1	5.0	-3.2	5.7	1.5
Set.	1.6	3.9	-6.1	4.5	2.2
Dez.	-0.8	1.2	-3.7	0.9	-0.6
2003					
Mar.	-1.2	0.8	2.2	0.1	7.5
Jun.....	-1.3	0.0	11.1	-0.3	10.4
Set.	-0.9	-0.2	14.4	-0.5	12.8
Dez.	-0.2	0.7	18.0	-0.2	14.3

que as dos depósitos bancários. Em particular, são de referir as aplicações em fundos de investimento, que verificaram, em 2003, melhorias importantes nas respectivas taxas de rentabilidade médias⁽¹⁸⁾.

Pelo contrário, o aumento da taxa de poupança das empresas não financeiras (num contexto de menor esforço de investimento em capital fixo) terá permitido aliviar as restrições de liquidez neste sector, conduzindo à acumulação de liquidez sob a forma de depósitos, quer transferíveis, quer a prazo. Em Dezembro de 2003, a taxa de crescimento dos depósitos totais de sociedades não financeiras foi de 14.3 por cento (18.0 por cento, considerando apenas os depósitos junto do sector monetário residente). Em parte, este aumento foi influenciado pelo

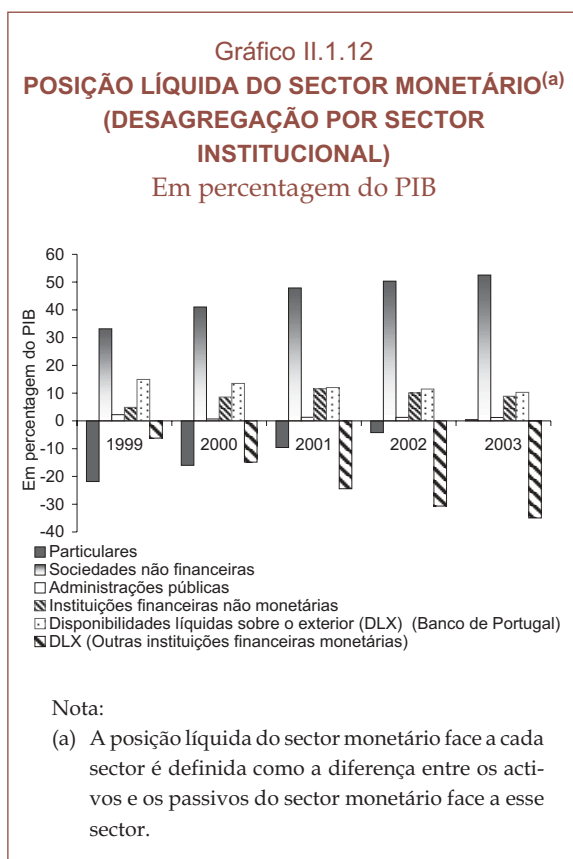
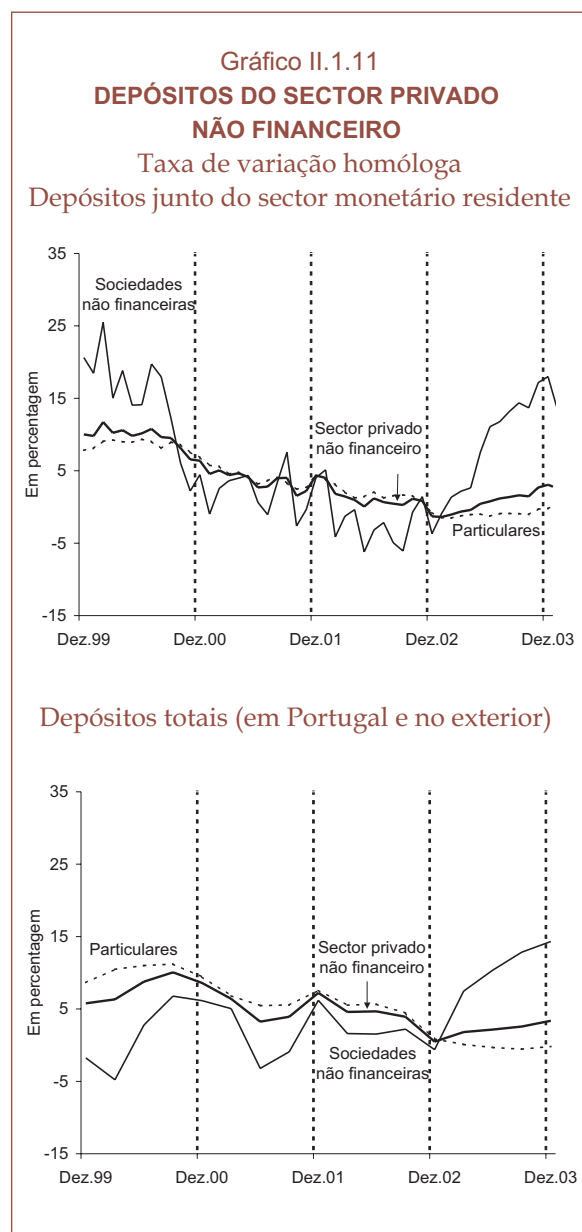
pagamento efectuado (em 2003) pelo sector das administrações públicas ao sector das sociedades não financeiras, relacionado com o processo de empresarialização de um conjunto de hospitais⁽¹⁹⁾. Excluindo o montante resultante daquele pagamento, o crescimento dos depósitos totais das empresas não financeiras cifrou-se em 11.4 por cento (13.3 por cento, considerando apenas os depósitos constituídos junto do sector monetário residente). Não obstante o forte crescimento dos depósitos de empresas não financeiras, será de referir que estes depósitos representam apenas cerca de um quarto do total de depósitos do sector privado não financeiro.

(16) Veja-se secção II.7. *Mercados Financeiros*.

(17) Após ter atingido um valor mínimo em 1999, a taxa de poupança dos particulares denotou alguma recuperação em 2000 e 2001, tendo praticamente estabilizado desde então. Quando ajustada por uma estimativa do montante de amortizações de capital vencidas anualmente, a taxa de poupança dos particulares apresentou um aumento em 2000, após o que tem seguido uma trajectória descendente.

(18) Com base na informação disponível da APFIN, estima-se que, em média, a taxa de rentabilidade dos Fundos de Investimento Mobiliário (FIM), em 2003, se tenha situado em torno de 4.3 por cento (média de rentabilidades anualizadas, por tipo de fundo, ponderada pelos montantes sob gestão); no ano anterior, a rentabilidade média anualizada dos FIM havia sido de -0.9 por cento. No caso dos Fundos de Investimento Imobiliário, o índice imobiliário APFIN aumentou 4.5 por cento, em 2003 (cerca de 5.1 por cento, em 2002). Para mais desenvolvimentos veja-se secção II.7. *Mercados financeiros*.

(19) Veja-se secção II.9. *Financiamento da economia*.



II.1.3. Evolução da síntese monetária

Os desenvolvimentos observados pelos depósitos e pelo crédito bancário, bem como o importante fluxo de créditos cedidos em operações de titularização, repercutiram-se no aumento da posição credora líquida das outras instituições financeiras monetárias (OIFM) face ao sector não financeiro. Esta posição passou de 47.4 por cento do PIB, em 2002, para 54.2 por cento do PIB, no final de 2003, sendo particularmente relevante a deterioração registada pela posição líquida dos particulares (que se tornou ligeiramente devedora face às OIFM⁽²⁰⁾) (Gráfico II.1.12).

Apesar do aumento da posição líquida credora das OIFM face ao sector não monetário, o endividamento do sector monetário face ao exterior terá estabilizado. Esta conclusão é obtida se a posição líquida das OIFM face a não residentes for ajustada dos efeitos de uma operação pontual, realizada no final do ano mas revertida nos primeiros dias de 2004, que afectou a posição externa das OIFM e, em sentido contrário, a das autoridades monetárias⁽²¹⁾.

(20) A posição devedora dos particulares face ao sector monetário seria mais elevada não fosse o montante significativo de créditos (originalmente para aquisição de habitação) cedidos pelas OIFM em operações de titularização. Note-se que o saldo de crédito cedido pelo sector monetário residente em operações de titularização (composto, em larga medida, por crédito à habitação), representava, em Dezembro de 2003, 6.9 por cento do saldo originalmente concedido ao sector privado não financeiro (2.8 por cento, no final de 2002). É, contudo, de referir que, em 2003, se verificou a retenção, por alguns grupos bancários, de parte importante dos títulos emitidos pelos respectivos fundos de titularização (veja-se secção II.8. Sistema bancário).

(21) Veja-se secção II.6. Balança de pagamentos.

Ao longo dos últimos anos, o aumento da posição credora das OIFM face ao sector privado não financeiro tem-se traduzido num acréscimo equivalente da sua posição devedora face ao exterior. Este desenvolvimento tem reflectido o recurso dos bancos portugueses à emissão de títulos de dívida através das suas filiais no exterior, como forma de suprir as respectivas necessidades de liquidez (em detrimento do financiamento no mercado monetário). Este comportamento foi interrompido em 2002 dadas as condições pouco favoráveis à emissão de títulos de dívida, sobretudo, no segundo semestre. Neste período, o financiamento das

OIFM foi efectuado através da venda de parte da sua carteira de títulos (nomeadamente, activos face a não residentes). Em 2003, a recuperação dos mercados financeiros internacionais permitiu que a emissão de títulos de dívida por parte dos bancos portugueses fosse retomada, verificando-se, ao mesmo tempo, a reconstituição das respectivas carteiras de activos sobre o exterior. Assim, contrastando com os desenvolvimentos dos anos anteriores, o *gap* de financiamento do crédito concedido pelo sistema bancário ao sector não financeiro foi suprido, em 2003, fundamentalmente, através de aumento de capital.

II.2. Política orçamental⁽¹⁾

II.2.1. Caracterização geral

Segundo a notificação do procedimento dos défices excessivos (PDE) de Fevereiro de 2004, o défice das administrações públicas situou-se, em 2003, em 2.8 por cento do PIB (2.7 por cento, em 2002) (Quadro II.2.1 e Gráfico II.2.1). As despesas com juros diminuíram 0.1 pontos percentuais (p.p.) do PIB, em 2003, enquanto o saldo primário, em rácio do PIB, registou uma redução de 0.2 p.p., cifrando-se em 0.1 por cento. Na sequência do reporte à Comissão Europeia de um défice abaixo de 3 por cento do PIB em 2003, o Conselho revogou em Maio de 2004 a decisão sobre a existência de um défice excessivo em Portugal, sob recomendação da Comissão Europeia.

Em 2003, à semelhança do que se verificou no ano anterior, o objectivo de manutenção do défice abaixo do valor de referência de 3 por cento do PIB foi atingido com o recurso a medidas de natureza temporária muito significativas, que, no seu conjunto, representaram 2.5 por cento do PIB (1.4 por cento, em 2002). Uma destas medidas foi a transferência de reservas contabilísticas dos CTT para a Caixa Geral de Aposentações (CGA) e para o Tesouro, no valor de 1300 milhões de euros. A contrapartida

desta transferência, registada em Contas Nacionais como uma transferência de capital recebida pelas administrações públicas⁽²⁾, foi a passagem para a CGA das responsabilidades pelo pagamento de pensões aos subscritores do fundo de pensões dos CTT. A CGA passou também a receber as contribuições sociais dos empregados e patronais relativas a estes subscritores. Outra grande operação com impacto temporário nas receitas foi a venda a uma instituição financeira não monetária, em Dezembro de 2003, de créditos objecto de cobrança coerciva relativos a impostos e contribuições sociais, pelo montante de 1760 milhões de euros. Esta quantia foi incluída na receita dos vários impostos e das contribuições sociais em contabilidade nacional⁽³⁾, na proporção do seu peso no valor nominal da carteira cedida (11441.4 milhões de euros). A conta de 2003 foi ainda beneficiada pelo registo de parte da receita arrecadada no âmbito do programa extraordinário de regularização de dívidas fiscais do final de 2002 (197.3 milhões de euros)⁽⁴⁾.

O défice orçamental corrigido de efeitos temporários atingiu 5.3 por cento do PIB, em 2003, registando um aumento de 1.2 p.p. face ao ano anterior, que se explica predominantemente pela evolução muito desfavorável da conjuntura macroeconómica. Segundo as estimativas do Banco de Portugal, o défice ajustado de efeitos cíclicos e corrigido de medidas temporárias ter-se-á situado, em 2003, em 4.5 por cento do PIB, que compara com 4.6 do PIB, em 2002⁽⁵⁾. O saldo primário ajustado de efeitos cíclicos e temporários manteve-se aproximada-

(1) A conta das administrações públicas para 2003 e anos anteriores, considerada na redacção desta secção, corresponde à que serviu de base à notificação do procedimento dos défices excessivos de Fevereiro de 2004. Esta conta é compilada numa óptica de contas nacionais, segundo a metodologia do Sistema Europeu de Contas (SEC 95), excepto no que se refere ao tratamento das operações de *swap* e de *FRAs* que são consideradas como operações não financeiras e, como tal, afectam as despesas em juros e o défice. Em 2003, o efeito líquido das referidas operações nas despesas em juros traduziu-se numa redução destas últimas em 64 milhões de euros, ou seja, 0.05 por cento do PIB. As estatísticas da dívida das administrações públicas são também compiladas no quadro do procedimento dos défices excessivos e seguem a metodologia do SEC 95 no que se refere à delimitação das administrações públicas e à definição dos instrumentos financeiros. Contudo, a valorização destes é feita ao valor nominal e não ao valor de mercado. Os valores do PIB utilizados no cálculo de rácios são as estimativas do Banco de Portugal apresentadas na secção II.3. *Despesa e produção*.

(2) De acordo com as recentes decisões do *Eurostat* sobre pagamentos efectuados por empresas às administrações públicas no âmbito da transferência de responsabilidades pelo pagamento de pensões.

(3) Este tratamento, aceite pelo *Eurostat*, implicou que se admitisse que as empresas e famílias contraíram empréstimos junto da instituição financeira não monetária adquirente dos créditos, utilizando-os para proceder ao pagamento dos impostos e contribuições sociais às administrações públicas.

(4) Numa óptica de contas nacionais, as receitas arrecadadas até ao dia 2 de Janeiro de 2003 foram contabilizadas no ano de 2002, dado que em 31 de Dezembro de 2002 as tesourarias da fazenda pública não estiveram abertas ao público. As receitas arrecadadas no dia 3 de Janeiro de 2003 foram contabilizadas no ano de 2003.

Quadro II.2.1

PRINCIPAIS INDICADORES ORÇAMENTAIS

Em percentagem do PIB

	2000	2001	2002	2003
Saldo total	-2.8	-4.4	-2.7	-2.8
Saldo primário	0.4	-1.2	0.3	0.1
Saldo total ajustado do ciclo ^(a)	-4.2	-5.7	-3.2	-2.0
Saldo primário ajustado do ciclo ^(a)	-1.0	-2.5	-0.2	0.9
Efeitos de medidas temporárias ^(b)	0.3	0.0	1.4	2.5
Saldo total ajustado de medidas temporárias	-3.2	-4.4	-4.1	-5.3
Saldo total ajustado do ciclo e de medidas temporárias ^(a)	-4.6	-5.7	-4.6	-4.5
Saldo primário ajustado do ciclo e de medidas temporárias ^(a)	-1.4	-2.5	-1.6	-1.6
Dívida pública	53.3	55.6	58.0	59.9

Fontes: Instituto Nacional de Estatística (INE), Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

Notas:

- (a) As estimativas do Banco de Portugal para os saldos das administrações públicas ajustados de efeitos cíclicos recorrem à estimação das tendências das várias bases macroeconómicas pelo filtro de *Hodrick-Prescott* com parâmetro de alisamento $\lambda=30$ (veja-se nota de pé-de-página (5)).
- (b) Consideraram-se medidas temporárias: em 2000, a receita da venda de licenças de UMTS; em 2002, o programa de regularização de dívidas fiscais na parte atribuível a este ano, a venda da rede fixa de telecomunicações e a reintrodução de portagens na CREL; em 2003, o programa de regularização de dívidas fiscais na parte atribuível a este ano, o programa de cessação de créditos tributários e a transferência de reservas contabilísticas dos CTT.

mente estável em percentagem do PIB face ao observado em 2002, indicando uma orientação globalmente neutra da política orçamental em 2003. Em termos gerais, a política orçamental em 2003 pode ser caracterizada pelo esforço de consolidação orçamental na receita corrente e nas despesas com pessoal e de consumo intermédio, que foi aproximadamente compensado pelo acentuado aumento das transferências

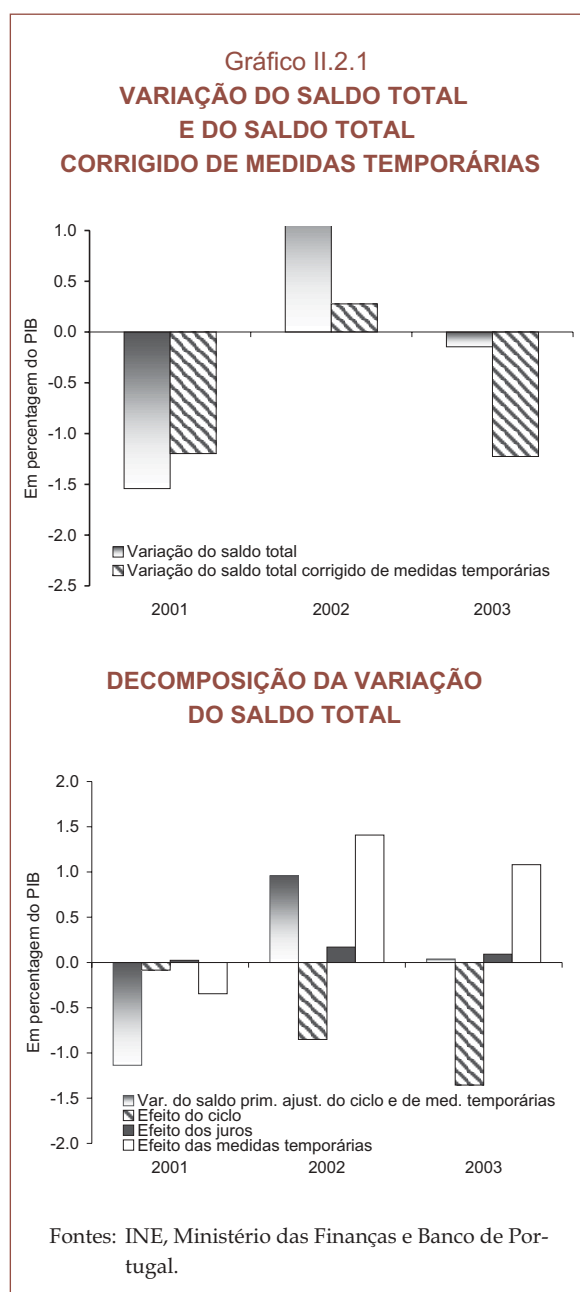
para as famílias resultantes do pagamento de pensões.

A receita corrente ajustada de efeitos cíclicos, corrigida do efeito de medidas temporárias e do impacto da empresarialização dos hospitais (ver explicação mais à frente, nesta subsecção), aumentou cerca de 0.8 p.p. do PIB em 2003, reflectindo, em particular, o impacto de medidas fiscais discricionárias, nomeadamente a subida da taxa média do Imposto sobre Produtos Petrolíferos (ISP) e o aumento da taxa de IVA de 17 para 19 por cento ocorrido em meados de 2002⁽⁶⁾. Esta evolução resultou ainda do grande acréscimo da receita de vendas de bens e serviços registado em 2003.

As medidas de consolidação orçamental do lado da despesa corrente implementadas em 2003, nomeadamente o congelamento parcial dos vencimentos dos funcionários públicos, as restrições à admissão de novos funcionários, e o maior controlo das despesas em consumo intermédio, asseguraram uma acentuada redução da taxa de crescimento da despesa corrente primária. No entanto, num contexto de fraco

(5) As estimativas do Banco de Portugal para os saldos das administrações públicas ajustados de efeitos cíclicos baseiam-se na metodologia utilizada no Sistema Europeu de Bancos Centrais. Esta metodologia recorre à estimação das tendências das várias bases macroeconómicas pelo filtro de *Hodrick-Prescott* com parâmetro de alisamento $\lambda = 30$. A utilização de um valor eventualmente mais convencional para o referido parâmetro ($\lambda = 100$) implicaria, em 2003, um aumento de 0.2 p.p. do saldo primário ajustado do ciclo e corrigido de medidas temporárias. Relativamente ao *Relatório* de 2002 teve lugar uma alteração metodológica que consistiu em considerar uma elasticidade do IRC mais elevada, reflectindo a escolha de uma nova base para este imposto e a incorporação de nova informação na estimação. Esta alteração explica, parcialmente, a revisão da estimativa da variação do saldo primário ajustado do ciclo e dos efeitos das medidas temporárias em 2002 (actualmente 0.9 p.p. do PIB, em comparação com 0.3 p.p. na anterior estimativa), a qual foi também influenciada pela revisão em alta do défice de 2001, em contabilidade nacional, de 4.2 para 4.4 por cento do PIB, incluída na notificação do PDE de Fevereiro de 2004.

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



crescimento nominal da economia, tais medidas não foram suficientes para se obter uma redução das despesas com pessoal e em bens e serviços em percentagem do PIB. De salientar, contudo, que se essas medidas de contenção não tivessem sido prosseguidas, dado o elevado crescimento da despesa com pensões, se teria verificado uma deterioração significativa do saldo primário ajustado do ciclo. Sublinhe-se que o aumento continuado da despesa pública com pensões em rácio do PIB (que, entre 2001 e 2003, se cifrou em 1.1 p.p., em termos acumulados), além de constituir um risco para

a sustentabilidade das finanças públicas no longo prazo, está a comprometer, no curto e médio prazo, eventuais esforços de consolidação orçamental.

Em Dezembro de 2002 teve lugar a empresarialização de um número significativo de hospitais do Serviço Nacional de Saúde, constituindo uma experiência que poderá vir a ser alargada a outros hospitais, num processo que visa a obtenção de ganhos de eficiência na provisão pública de serviços de saúde. De acordo com o novo enquadramento, estes hospitais passaram a constituir sociedades de capital público, sendo financiados em função dos actos médicos prestados. Segundo as regras do SEC 95, tal alteração implicou a sua reclassificação do sector das administrações públicas para o sector das sociedades não financeiras. A estrutura da despesa corrente das administrações públicas e, em menor grau, a da receita corrente foram afectadas⁽⁷⁾, diminuindo as despesas com pessoal e consumo intermédio (dada a exclusão dos custos dos hospitais-empresa) e as vendas de bens e serviços (dada a exclusão dos respectivos proveitos). Em contrapartida, os serviços providos pelos hospitais-empresa são registados como transferências (em espécie) das administrações públicas para as famílias⁽⁸⁾ que, em consequência, apresentam um acentuado crescimento. A comparabilidade destas componentes da despesa e receita, entre 2002 e 2003, encontra-se assim fortemente dificultada, sendo necessário corrigir os efeitos da empresarialização dos hospitais antes de se efectuar a sua leitura (veja-se subsecção II.2.3).

O rácio da dívida pública situou-se em 59.9 por cento no final de 2003⁽⁹⁾, aumentando 1.9 p.p. relativamente ao valor registado no final

(7) Em rigor, na conta de 2002 já tinha sido feita uma reclassificação semelhante, mas correspondendo apenas às três últimas semanas de actividade dos hospitais-empresa no ano e, portanto, com um impacto quantitativo muito reduzido.

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

Quadro II.2.2

RECEITAS CORRENTES DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS

Estrutura e taxas de variação

	Estrutura em percentagem do PIB						Taxas de variação em percentagem				
	2000	2001	2002 ^(a)		2003 ^(b)		2001	2002 ^(a)		2003 ^(b)	
			c/ efeitos medidas temp.	s/ efeitos medidas temp.	c/ efeitos medidas temp.	s/ efeitos medidas temp.		c/ efeitos medidas temp.	s/ efeitos medidas temp.	c/ efeitos medidas temp.	s/ efeitos medidas temp.
Receitas correntes	38.3	40.1	41.3	40.4	41.5	40.0	4.2	8.7	6.3	1.6	0.1
<i>Receitas correntes sem hospitais-empresa em 2002</i>				40.2							0.7
Receitas fiscais	36.6	36.0	37.0	36.1	37.5	36.0	4.4	8.2	5.6	2.7	1.1
Impostos sobre o rendimento e património	10.4	9.9	9.7	9.2	9.2	8.7	0.9	3.8	-1.4	-4.7	-5.0
Impostos sobre as famílias	6.1	6.1	5.9	5.7	6.0	5.8	6.2	1.1	-1.6	2.8	2.7
Impostos sobre as empresas	4.3	3.7	3.8	3.5	3.2	2.9	-6.7	8.1	-1.2	-16.0	-17.5
Contribuições sociais	11.8	11.9	12.3	12.1	12.7	12.4	7.8	8.1	7.1	4.5	3.2
Impostos sobre a produção e a importação	14.4	14.2	15.0	14.7	15.7	15.0	4.3	11.3	9.1	6.1	3.3
dos quais: Imposto sobre valor acrescentado	8.0	7.8	8.2	8.0	8.9	8.3	3.9	10.1	7.5	10.7	4.6
Imposto sobre produtos petrolíferos	1.7	2.0	2.2	2.2	2.4	2.4	21.7	17.5	17.5	7.3	7.3
Imposto automóvel	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	-3.2	-3.6	-3.6	-14.0	-14.0
Vendas de bens e serviços	2.5	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	-0.7	9.8	9.8	1.1	1.1
<i>Vendas de bens e serviços sem hospitais-empresa em 2002</i>				2.2							10.6
Outras receitas correntes	1.7	1.7	1.9	1.9	1.5	1.5	6.4	18.1	18.1	-19.7	-19.7

Fontes: INE, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

Notas:

(a) Consideraram-se medidas temporárias, em 2002, o programa de regularização de dívidas fiscais na parte atribuível a este ano.

(b) Consideraram-se medidas temporárias, em 2003, o programa de regularização de dívidas fiscais na parte atribuível a este ano e o programa de cessão de créditos tributários.

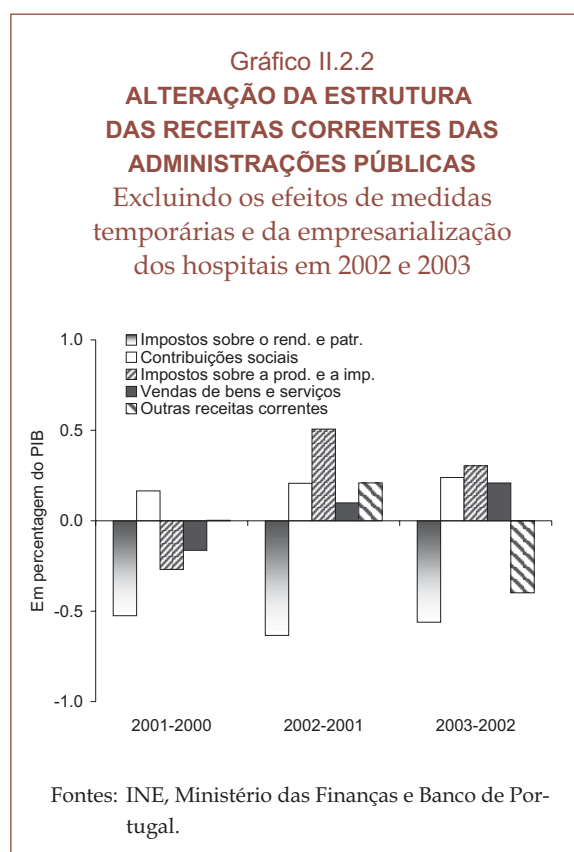
de 2002. Este acréscimo resultou fundamentalmente do diferencial positivo entre a taxa de juro implícita da dívida e a taxa de crescimento nominal do produto. Tanto o saldo primário como os ajustamentos défice-dívida tiveram uma contribuição, embora pouco significativa, no sentido da redução do rácio da dívida.

A conta das administrações públicas de 2003 em que se baseia esta secção utilizou, em relação a algumas entidades, informação ainda provisória e incompleta. Em particular, as contas de alguns serviços e fundos autónomos e da administração regional e local podem sofrer alterações significativas, sobretudo no que respeita à composição da despesa.

II.2.2. Receitas correntes

A evolução da receita corrente foi, como se referiu atrás, influenciada nos dois últimos anos por medidas temporárias incidindo sobre os impostos e contribuições sociais, nomeadamente, pelo programa de regularização de dívidas fiscais do final de 2002 e pela consideração como receitas fiscais do montante recebido pela cessão de créditos tributários, em 2003. Além disso, as vendas de bens e serviços registaram uma quebra em resultado da empresarialização dos hospitais, acima mencionada. A análise subsequente da evolução da receita corrente e respectivas rubricas ao longo desta subsecção será feita abstraindo sempre de todos estes efeitos.

As receitas correntes das administrações públicas apresentaram, em 2003, uma forte desaceleração, crescendo apenas 0.7 por cento (6.3 por cento, em 2002) (Quadro II.2.2 e Gráfico II.2.2). A esta evolução está subjacente, sobretudo, um menor aumento da receita fiscal (1.1 por cento em 2003, que compara com 5.6 por cento, em 2002), explicado pela conjuntura macroeconómica recessiva. Em percentagem do PIB, a receita corrente diminuiu 0.2 p.p., em



2003. Todavia, ajustando de efeitos cíclicos, verificou-se um aumento de 0.8 p.p..

Os impostos sobre o rendimento e o património foram os mais afectados pela posição cíclica da economia, tendo registado no seu conjunto uma queda de 5.0 por cento, em 2003, depois de uma diminuição de 1.4 por cento, em 2002. No que se refere aos impostos sobre o rendimento das famílias, o aumento de 2.7 por cento registado em 2003 terá ficado, ainda assim, acima do aumento dos rendimentos do trabalho no sector privado e dos vencimentos na função pública. Na origem de tal evolução terá estado a actualização das tabelas de retenção na fonte em 8 por cento, em 2002, muito acima da taxa de crescimento da base do imposto, implicando a diminuição das retenções na fonte ao longo desse ano e beneficiando a receita em 2003, por via da redução dos reembolsos. A receita arrecadada relativa ao imposto sobre o rendimento das empresas teve uma variação negativa de 17.5 por cento (-1.2 por cento em 2002), reflectindo o efeito conjugado do ciclo económico e da redução da taxa do IRC de 32

(9) Este rácio é calculado utilizando a estimativa mais recente do PIB para 2003 do Banco de Portugal. Recorde-se que o rácio da dívida notificado à Comissão Europeia em Fevereiro de 2004 foi 59.4 por cento, dado estar aí a considerar-se um nível do PIB mais elevado.

para 30 por cento, no Orçamento do Estado de 2002⁽¹⁰⁾.

As contribuições sociais registaram também uma clara desaceleração, crescendo 3.2 por cento, significativamente abaixo dos 7.1 por cento observados no ano anterior. As contribuições sociais efectivas do regime geral tiveram um crescimento muito reduzido, de 1.4 por cento, num contexto de fraco aumento dos rendimentos do trabalho e de redução do emprego no sector privado. As contribuições sociais efectivas do regime dos funcionários públicos continuaram a crescer a um ritmo forte em 2003 (8.4 por cento), não obstante se ter verificado algum abrandamento face ao ano anterior, em que tinham aumentado 11.8 por cento. Em particular, as contribuições das entidades empregadoras registaram um crescimento de 11.8 por cento (15.2 por cento, em 2002). Tal evolução reflectiu o comportamento do subsídio do Estado para a CGA, que cresceu 8.0 por cento em 2003 (17.6 por cento em 2002), juntamente com o grande aumento das contribuições de outras entidades para a CGA (60.0 por cento). Com efeito, os hospitais-empresa e restantes hospitais do Serviço Nacional de Saúde e os CTT (relativamente aos subscritores do respectivo fundo de pensões⁽¹¹⁾) passaram em 2003 a contribuir para o sistema. A desaceleração registada em 2003 pelo subsídio do Estado para a CGA contrasta com a evolução das pensões pagas por esta instituição, que aceleraram⁽¹²⁾, e resulta fundamentalmente da utilização de parte da transferência dos CTT para o pagamento de pensões⁽¹³⁾.

A receita dos impostos sobre a produção e a importação registou, em 2003, um crescimento muito menor do que no ano anterior: 3.3 por

cento, que compara com 9.1 por cento, em 2002. Para tal contribuiu, no essencial, o abrandamento da receita do IVA (de 7.5 por cento para 4.6 por cento), que reflectiu a desaceleração da base do imposto, não obstante ter sido atenuado por três factores. Em primeiro lugar, em 2003, a receita do IVA foi beneficiada pelo efeito pleno do aumento da taxa normal de 17 para 19 por cento, que entrou em vigor em Junho de 2002. Em segundo lugar, a parcela da colecta do IVA que é receita directa da União Europeia diminuiu, por contrapartida do aumento da contribuição financeira com base no PNB (que se tem vindo a verificar desde 2001), registada do lado da despesa, na rubrica outras despesas correntes. Em terceiro lugar, verificou-se, no final do ano, uma contenção temporária dos reembolsos do imposto, que não terá sido completamente compensada durante os dois primeiros meses de 2004⁽¹⁴⁾, beneficiando a receita de 2003 e prejudicando a de 2004.

No que respeita aos outros impostos sobre a produção e importação, refira-se a subida do ISP por litro de gasolina e gasóleo, que determinou um aumento da receita deste imposto em 2003 (7.3 por cento) muito acima da variação das quantidades vendidas de combustíveis. Por sua vez, a receita do Imposto Automóvel apresentou um decréscimo de 14.0 por cento, explicado, em larga medida, pela redução das vendas de veículos automóveis ligeiros de passageiros, de mercadorias e todo-o-terreno. A alteração das taxas e escalões do Imposto de Sisa, antecipando parcialmente a reforma da tributação do património, juntamente com a evolução negativa do mercado imobiliário em 2003, levaram a uma quebra acentuada na receita deste imposto.

As vendas de bens e serviços tiveram um crescimento elevado em 2003, de 10.6 por cento, enquanto as outras receitas correntes registaram uma diminuição de 19.7 por cento. Relativamente a esta última rubrica, saliente-se a redução de 15.4 por cento das transferências do

(10) Esta redução da taxa do IRC reflecte-se na receita de 2003 por via do acerto realizado aquando das auto-liquidações do imposto relativas ao ano anterior.

(11) Estas contribuições são calculadas de acordo com a taxa em vigor no regime geral de Segurança Social.

(12) Veja-se subsecção II.2.3.

(13) O subsídio do Estado para a CGA destina-se a assegurar o equilíbrio financeiro do sistema, sendo, em anos em que a CGA não auferia receitas de carácter extraordinário, aproximadamente igual à diferença entre as despesas com prestações (essencialmente pensões) e as quotizações (dos funcionários e outras).

(14) Em contabilidade nacional o IVA é registado segundo um método de “caixa ajustada” em que 75 por cento da receita dos dois primeiros meses de cada ano é afectada ao ano anterior.

Quadro II.2.3

DESPESAS CORRENTES DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS**Estrutura e taxas de variação**

	Estrutura em percentagem do PIB					Taxas de variação em percentagem			
	2000	2001	2002	2003		2001	2002 ^(b)	2003	
			excl. o efeito da emp. dos hospitais ^(a)						excl. o efeito da emp. dos hospitais ^(a)
Despesas correntes	40.1	40.7	41.4	41.2	42.3	8.0	7.0	3.5	4.0
Pessoal	15.0	15.1	15.4	14.7	14.9	6.8	7.8	-2.6	2.2
Consumo intermédio	4.4	4.3	4.3	3.7	3.8	4.5	3.6	-10.9	2.9
Juros da dívida	3.2	3.2	3.0	3.0	2.9	5.5	-0.3	-1.9	-1.9
Transferências correntes	17.5	18.2	18.7	19.8	20.8	10.3	8.5	12.5	6.4
para as famílias.	14.0	14.4	14.9	15.9	16.9	9.2	8.4	15.1	7.3
em dinheiro.	12.4	12.6	13.0	13.0	14.1	8.6	8.3	10.0	10.0
em espécie.	1.7	1.8	1.9	3.0	2.8	13.7	9.4	50.2	-4.8
para as empresas (subsídios)	1.1	1.3	1.4	1.4	1.5	28.0	12.1	8.4	8.4
outras transferências	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5	9.0	7.1	-0.4	-0.4
Por memória:									
Despesa corrente primária.	36.9	37.6	38.4	38.2	39.4	8.2	7.7	3.9	4.5

Fontes: Instituto Nacional de Estatística, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

Notas:

(a) Isto é, considerando os hospitais-empresa fora das administrações públicas em 2002.

(b) A conta de 2002 já tinha sido afectada por uma reclassificação de despesa correspondendo às últimas três semanas de actividade dos hospitais-empresa no ano. Ajustando deste efeito, têm-se taxas de crescimento de 8.1 por cento para as despesas com pessoal, 4.2 por cento para o consumo intermédio e 8.0 por cento para as transferências para as famílias.

Fundo Social Europeu, numa base de especialização do exercício⁽¹⁵⁾, e a queda dos dividendos recebidos pelo Estado (-16.1 por cento).

II.2.3. Despesas correntes

Como atrás se referiu, a empresarialização dos hospitais distorceu fortemente a evolução de diversas componentes da despesa corrente em 2003, pelo que, ao longo desta subsecção, não se considera aquele efeito⁽¹⁶⁾.

A despesa corrente primária apresentou, em 2003, uma desaceleração face ao ano ante-

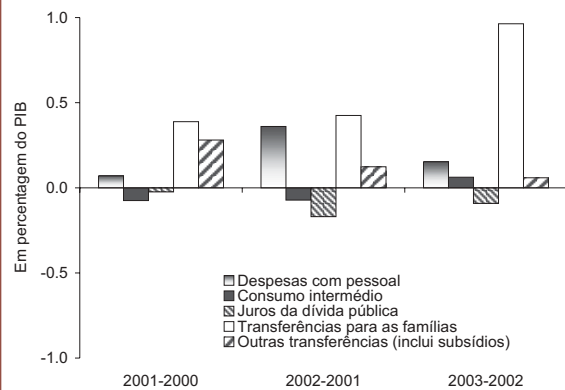
rior, registando uma taxa de crescimento de 4.5 por cento, que compara com 7.7 por cento, em 2002 (Quadro II.2.3 e Gráfico II.2.3). Tal evolução reflectiu, sobretudo, o menor crescimento das despesas com pessoal. A despesa corrente primária registou uma subida de 1.2 p.p. do PIB em 2003, dos quais apenas cerca de 0.3 p.p. são atribuíveis ao ciclo económico, por via do crescimento das despesas com os subsídios de desemprego, ficando a maior parte do restante a dever-se ao crescimento das transferências para as famílias relativas ao pagamento de pensões (0.8 p.p. do PIB).

As despesas com pessoal registaram um aumento de 2.2 por cento em 2003, verificando-se uma marcada desaceleração relativamente a 2002, ano em que haviam crescido 7.8 por cento. Excluindo o subsídio do Estado para a CGA (que, como já foi referido, aumentou 8.0 por cento em 2003), as despesas com pessoal cres-

(15) Veja-se subsecção II.2.5.

(16) O ajustamento do efeito dos hospitais-empresa foi efectuado tomando os seus custos e proveitos em 2002. Com base nestes valores, modificou-se a conta de 2002, excluindo-se os hospitais-empresa das administrações públicas já neste ano. No Quadro II.2.3 apresentam-se também os valores relevantes sem se efectuar este ajustamento.

Gráfico II.2.3
ALTERAÇÃO DA ESTRUTURA
DAS DESPESAS CORRENTES DAS
ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS
 Excluindo o efeito da empresarialização
 dos hospitais em 2003-2002



Fontes: INE, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

ceram apenas 1.4 por cento (6.7 por cento, em 2002), mantendo-se aproximadamente constantes em percentagem do PIB. Na origem deste abrandamento esteve, por um lado, a contenção na actualização da tabela salarial, com um aumento de 1.5 por cento dos salários abaixo de 1000 euros e o congelamento dos restantes. Por outro lado, ter-se-á verificado uma variação do número de funcionários públicos próxima de zero, uma vez que o crescimento médio do número de subscritores da CGA se cifrou em 0.2 por cento (2.2 por cento, em 2002). Esta quase estabilização do número de funcionários reflectiu o efeito das medidas relativas ao controlo de novas admissões, em particular na administração central.

Relativamente ao consumo intermédio, verificou-se, em 2003, um crescimento de 2.9 por cento, que compara com uma subida de 3.6 por cento em 2002. Este abrandamento reflectiu também as medidas de contenção orçamental tomadas relativamente à aquisição de bens e serviços.

As transferências para as famílias em dinheiro continuaram a registar em 2003 um crescimento muito forte (10.0 por cento, depois de 8.3

por cento, em 2002). Um contributo significativo para esta evolução foi dado pela aceleração das despesas com subsídios de desemprego, que cresceram 37.0 por cento, sobre o já acentuado aumento registado em 2002 (26.3 por cento). As despesas com os subsídios de desemprego foram influenciadas pela posição cíclica da economia e pelo aumento do subsídio médio, reflectindo a alteração da composição do desemprego. Outro factor que determinou a evolução das transferências para as famílias em dinheiro foi a manutenção de um elevado crescimento da despesa pública com pensões. No que respeita ao regime geral de Segurança Social, as despesas com pensões de velhice, invalidez e sobrevivência aumentaram, em 2003, 8.5, 1.1 e 6.9 por cento, respectivamente (10.3, 3.4 e 9.7 por cento, em 2002). Pela sua importância merecem um destaque especial as despesas com pensões de velhice, que têm tido uma expansão muito significativa nos últimos anos, explicada quer pelo aumento do número de pensionistas, quer pela magnitude do efeito de composição. O efeito de composição decorre da entrada de novos pensionistas que recebem pensões mais elevadas, em média, do que os pensionistas que saem do sistema por falecimento. No período 2000-2003, em termos médios anuais, o número de pensionistas de velhice do regime geral cresceu 2.7 por cento, enquanto o contributo adicional do efeito de composição para o crescimento da despesa com este tipo de pensões foi de 3.9 p.p. Quanto ao pagamento de pensões do regime dos funcionários públicos a cargo da CGA, verificou-se, em 2003, um crescimento de 15.5 por cento (7.9 por cento, em 2002). Na trajectória da despesa com pensões da CGA observa-se, tal como no regime geral, uma tendência de crescimento estrutural, à qual se vieram somar, em 2003, dois efeitos pontuais importantes. Por um lado, na sequência da perspectiva de modificação das regras de passagem à reforma e cálculo das pensões iniciais dos funcionários públicos, verificou-se um aumento anormal dos pedidos de aposentação antes da entrada em vigor daquelas normas. Por outro lado, como já foi referido, a incorporação do fundo de pensões dos CTT na CGA levou a que esta instituição come-

çasse a pagar, em 2003, as pensões que antes eram responsabilidade daquele fundo.

As transferências para as famílias em espécie diminuíram 4.8 por cento, em 2003, contrastando com o aumento de 9.4 por cento observado em 2002. Este valor poderá reflectir alguns ganhos de eficiência e/ou uma subestimação do montante pago aos hospitais-empresa pelo Serviço Nacional de Saúde na conta de 2003, reportada em Fevereiro de 2004 no âmbito do PDE⁽¹⁷⁾. Adicionalmente, para o decréscimo das prestações sociais em espécie, poderá ter também contribuído alguma poupança na despesa com convencionados e farmácias, resultante do aumento da utilização dos genéricos e das alterações no cálculo das comparticipações de medicamentos.

As transferências para as empresas (subsídios) cresceram em 2003 a um ritmo elevado (8.4 por cento), explicado pelo grande aumento das indemnizações compensatórias a empresas públicas. Tal evolução esteve relacionada com o facto de, em 2003, e contrariamente aos anos anteriores, quase não terem existido transferências de capital para empresas públicas cronicamente deficitárias⁽¹⁸⁾. As despesas relacionadas com acções de formação profissional financiadas pelo Fundo Social Europeu e com bonificações de juros no crédito à habitação terão registado, por seu turno, uma diminuição.

(17) De facto, este montante parece ficar bastante aquém da redução das despesas com pessoal e de consumo intermédio (líquidas de vendas) das administrações públicas, ocorrida em virtude do processo de empresarialização. Tal facto, a verificar-se, está a contribuir para um menor crescimento da despesa corrente primária, além do mero efeito de alteração da composição, resultante de se estar agora a registar na despesa não a totalidade dos custos dos hospitais-empresa, mas os custos líquidos de proveitos.

(18) A partir de 2002, o Eurostat deixou de admitir que o financiamento de empresas públicas cronicamente deficitárias, sobretudo no sector dos transportes, fosse realizado sem impacto no défice. Assim, anteriores operações que se revestiam da forma de aumentos da participação no capital destas empresas, foram reclassificadas como transferências de capital, passando a afectar o saldo orçamental. Dado que as operações em causa correspondem, de facto, a indemnizações a empresas por estas praticarem preços abaixo dos custos, em 2003 elas foram integralmente classificadas como subsídios.

As despesas com juros da dívida pública apresentaram uma queda de 1.9 por cento em 2003, após uma diminuição de 0.3 por cento, em 2002. Esta evolução ficou a dever-se a uma descida na taxa de juro implícita da dívida pública, que mais do que compensou o efeito do aumento do *stock*. Em 2003, verificou-se o reinício das emissões de bilhetes do Tesouro, que permitiu a realização de alguma poupança nas despesas com juros através do recurso a maturidades mais curtas na curva de rendimentos. Em percentagem do PIB, verificou-se uma redução das despesas com juros de 0.1 p.p., para 2.9 por cento, mantendo-se a tendência que esta variável tem vindo a apresentar no período recente.

II.2.4. Fluxos financeiros com a União Europeia⁽¹⁹⁾

Em 2003, as transferências provenientes da União Europeia registaram um forte aumento pelo segundo ano consecutivo, apresentando uma taxa de crescimento de 30.5 por cento (35.7 por cento em 2002) (Quadro II.2.4). Tanto as transferências correntes como as de capital apresentaram acréscimos substanciais. Esta evolução reflectiu, de uma forma geral, a intensificação da implementação do Terceiro Quadro Comunitário de Apoio (QCA III), embora o padrão das transferências comunitárias, ano a ano, não coincida necessariamente com o da execução das despesas comparticipadas. Com efeito, embora no início da implementação do QCA III tenham sido pagos pelo orçamento comunitário adiantamentos por conta de despesa a realizar, tende a verificar-se normalmente algum desfasamento entre o momento de execução da despesa por parte das entidades nacionais e o recebimento do correspondente reembolso da União Europeia. Em 2003, a discrepância entre a execução efectiva e os montantes recebidos numa base de caixa ter-se-á estreitado relativamente a 2002, pelo que aquela terá crescido a um ritmo menor do que o sugerido pelo aumento das transferências.

(19) Os valores são apresentados numa óptica de caixa.

Quadro II.2.4

FLUXOS FINANCEIROS COM A UNIÃO EUROPEIA^(a)

Milhões de euros

	2000	2001	2002	2003
1. Pagamentos	1 298.8	1 253.5	1 365.2	1 289.9
Contribuição financeira	1 094.8	1 066.4	1 219.5	1 158.2
Direitos aduaneiros e direitos niveladores agrícolas	198.9	182.1	142.7	128.0
Outros pagamentos	5.1	5.0	3.0	3.7
2. Recebimentos	3 216.3	2 774.5	3 764.0	4 913.2
Recebimentos correntes	1 544.1	1 515.2	1 813.8	2 106.8
Reembolsos	21.4	8.7	72.3	5.9
FEOGA - Garantia ^(b)	652.8	874.8	758.1	771.0
FEOGA - Orientação ^(c)	63.4	7.9	53.1	74.0
FEDER ^(d)	222.3	138.8	234.3	392.6
FSE ^(e)	508.6	443.5	654.2	764.8
Outros recebimentos	75.6	41.4	41.8	98.6
Recebimentos de capital	1 672.2	1 259.3	1 950.3	2 806.4
Fundo de Coesão	116.5	441.6	395.4	265.6
FEOGA - Orientação ^(c)	253.4	31.8	212.3	296.0
FEDER ^(d)	1 259.7	785.9	1 327.6	2 224.7
Outros recebimentos	42.6	0.1	14.9	20.1
3. Saldo (2) - (1)	1 917.4	1 521.1	2 398.8	3 623.3
(em percentagem do PIB)	1.7	1.2	1.9	2.8

Notas:

(a) Valores numa óptica de caixa.

(b) Fundo Europeu de Orientação e Garantia Agrícola - Secção Garantia.

(c) Fundo Europeu de Orientação e Garantia Agrícola - Secção Orientação.

(d) Fundo Europeu de Desenvolvimento Regional.

(e) Fundo Social Europeu.

Relativamente à evolução dos recebimentos por tipo de fundo, em 2003, as transferências de capital do FEOGA-Orientação e do FEDER aumentaram 39.4 e 67.6 por cento, respectivamente, tendo os recebimentos do Fundo de Coesão apresentado uma queda de 32.8 por cento. No que respeita às transferências correntes, o FSE cresceu 16.9 por cento relativamente ao ano precedente, enquanto o FEOGA-Garantia, que está relacionado com a Política Agrícola Comum e não integra os QCA, apresentou um acréscimo de 1.7 por cento.

Os pagamentos efectuados por Portugal para o orçamento comunitário representaram, em 2003, cerca de 1.0 por cento do PIB, valor que se tem mantido estável nos últimos anos.

O saldo dos fluxos financeiros com a União Europeia registou, em 2003, um forte crescimento relativamente ao ano anterior, cifrando-se em 3623.3 milhões de euros (2398.8 milhões de euros, em 2002). Em percentagem do PIB, este saldo aumentou 0.9 p.p. em 2003, para

2.8 por cento do PIB, atingindo o valor mais alto desde o início do QCA III.

II.2.5. Receitas e despesas de capital

As receitas de capital das administrações públicas registaram um aumento muito acentuado em 2003 (72.2 por cento), reflectindo, em larga medida, a transferência das reservas contabilísticas dos CTT para a CGA e para o Tesouro, que se encontra registada nesta rubrica. Excluindo o impacto daquela operação, as receitas de capital tiveram ainda assim um aumento substancial, cifrado em 21.0 por cento (16.3 por cento, em 2002) (Quadro II.2.5). A parte mais importante destas receitas consiste em transferências de capital provenientes do orçamento comunitário destinadas a co-financiar despesas de investimento e transferências de capital das administrações públicas, que cresceram 10.2 por cento (6.7 por cento, em 2002). O registo em contabilidade nacional destas trans-

Quadro II.2.5

RECEITAS E DESPESAS DE CAPITAL DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS

Estrutura e taxas de variação

	Estrutura em percentagem do PIB						Taxas de variação em percentagem				
	2000 ^(a)	2001	2002 ^(b)		2003 ^(c)		2001	2002 ^(b)		2003 ^(c)	
			c/ efeitos medidas tempor.	s/ efeitos medidas tempor.	c/ efeitos medidas tempor.	s/ efeitos medidas tempor.		c/ efeitos medidas tempor.	s/ efeitos medidas tempor.	c/ efeitos medidas tempor.	s/ efeitos medidas tempor.
Saldo de capital	-3.6	-3.7	-2.6	-3.1	-2.0	-3.0	-	-	-	-	-
Receitas de capital	1.4	1.8	2.0	2.0	3.3	2.3	31.6	16.3	16.3	72.2	21.0
Impostos de capital	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-13.0	15.8	15.8	-0.9	-0.9
Transferências da União Europeia	1.3	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	22.1	6.7	6.7	10.2	10.2
Outras transferências de capital	0.0	0.2	0.4	0.4	1.6	0.6	355.8	82.9	82.9	339.8	69.5
Despesas de capital	5.0	5.5	4.6	5.1	5.3	5.3	15.9	-11.6	-1.8	17.9	6.2
FBCF	3.8	4.0	3.4	3.7	3.9	3.9	10.0	-10.0	-2.6	16.0	7.1
Outras despesas de capital ^(d)	1.2	1.5	1.2	1.4	1.4	1.4	35.6	-15.7	0.2	23.4	3.9

Fontes: INE, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

Notas:

(a) Em 2000, considera-se nas outras despesas de capital (com sinal negativo) a receita da venda de licenças de UMTS, no montante de 399.0 milhões de euros.

(b) Consideraram-se medidas temporárias, em 2002, a venda da rede fixa de telecomunicações e a reintrodução de portagens na CREL.

(c) Consideraram-se medidas temporárias, em 2003, a transferência de reservas contabilísticas dos CTT para as administrações públicas.

(d) Inclui as transferências de capital e as aquisições líquidas de activos não financeiros não produzidos.

ferências é feito numa base de especialização do exercício, por forma a que o défice não seja afectado por desfasamentos entre o momento de execução da despesa, por parte das entidades nacionais, e o pagamento das transferências, por parte da União Europeia.

As despesas de capital registaram em 2003 um crescimento substancial, de 17.9 por cento. Este valor foi decisivamente afectado pelo efeito nas contas de 2002 de algumas das medidas temporárias tomadas nesse ano, nomeadamente, a alienação da rede fixa de telecomunicações e a contrapartida da reintrodução de portagens na CREL, que abatem ambas às despesas de capital. O aumento das despesas de capital, ajustado das medidas temporárias de 2002, situou-se em 6.2 por cento (-1.8 por cento, em 2002). Esta evolução reflectiu fundamentalmente um acréscimo da FBCF de 7.1 por cento (-2.6 por cento, em 2002), visto que as outras despesas de capital cresceram 3.9 por cento (0.2 por cento, em 2002). Por subsectores, ter-se-á verificado um aumento da FBCF somente ao nível da administração regional e local, que estará relacionado com a comparticipação nacional de investimentos co-financiados pelo orçamento da Comunidade Europeia e com investimentos realizados no âmbito da preparação do Campeonato Europeu de Futebol. Ao nível da administração central teve lugar, pelo contrário, uma redução da FBCF (cifrada em 6.3 por cento).

Em rácio do PIB e abstraindo do efeito de medidas extraordinárias, as receitas e as despesas de capital registaram acréscimos de 0.4 e 0.3 p.p., respectivamente. Em consequência, o saldo de capital melhorou ligeiramente em 2003, para -3.0 por cento do PIB (-3.1 por cento, em 2002).

Note-se que os valores da despesa de capital, nomeadamente da FBCF, bem como das outras transferências de capital recebidas, podem ainda sofrer revisões significativas quando ocorrer o apuramento de uma conta mais definitiva dos vários subsectores das administrações públicas.

II.2.6. Ajustamentos défice-dívida

O défice das administrações públicas notificado no âmbito do PDE ascendeu a 3700.7 milhões de euros, em 2003, enquanto a dívida bruta consolidada se situava no final do mesmo ano em 78429.6 milhões de euros (75065.8 milhões de euros, no final de 2002). Assim, o montante global dos ajustamentos défice-dívida ascendeu a -336.8 milhões de euros (-0.3 por cento do PIB), em 2003, o que significa que a variação da dívida ficou abaixo do défice naquele montante (Quadro II.2.6). O valor assumido pelos ajustamentos défice-dívida reflectiu, principalmente, o impacto da redução dos principais activos detidos pelas administrações públicas (-475.4 milhões de euros) e de efeitos de valorização da dívida negativos (-196.4 milhões de euros), parcialmente compensados por outras variações do volume da dívida positivas, cifradas em 242.9 milhões de euros.

Subjacente à diminuição dos activos detidos pelas administrações públicas verificada em 2003, encontra-se fundamentalmente uma queda dos depósitos de 1220.5 milhões de euros, compensada em parte por aquisições líquidas de acções e outras participações no valor de 524.9 milhões de euros e por empréstimos concedidos no montante de 347.3 milhões de euros. A diminuição dos depósitos das administrações públicas, em termos consolidados, ficou a dever-se, no essencial, a dois factores. Por um lado, o pagamento aos hospitais-empresa das respectivas dotações de capital (897.8 milhões de euros), que se realizou já em 2003, foi efectuado através da utilização de depósitos, visto que a emissão de dívida que o financiou teve lugar ainda em 2002. Por outro lado, verificou-se, em 2003, um aumento das aplicações de tesouraria de entidades pertencentes ao Estado e aos Fundos e Serviços Autónomos junto do Tesouro (1107.7 milhões de euros). Tal evolução traduziu-se numa redução das aplicações deste tipo junto das instituições financeiras. Note-se que a variação líquida negativa dos depósitos foi, ainda assim, atenuada pelo recebimento, já perto do final do ano, da contrapartida da cessão de créditos tributários, an-

Quadro II.2.6

DÉFICE E VARIAÇÃO DA DÍVIDA DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS

Milhões de euros

		2000	2001	2002	2003
Saldo total das administrações públicas (PDE)	1	-3 266.5	-5 365.2	-3 470.4	-3 700.7
Efeito das operações de <i>swap</i> e <i>FRA</i>	2=3-1	-81.2	-71.5	-49.1	-64.0
Saldo total das administrações públicas (SEC95)	3	-3 347.7	-5 436.7	-3 519.5	-3 764.7
Discrepância estatística	4=3-5	0.0	0.0	0.0	0.0
Transacções líquidas em activos e passivos financeiros	5=6+14-17	-3 347.7	-5 436.7	-3 519.5	-3 764.7
Transacções nos principais activos	6=7+8+9+10	-1 270.0	-627.7	2 899.4	-475.4
Moeda e depósitos	7	-679.5	-1 772.6	1 548.0	-1 220.5
Titulos	8	277.6	663.2	338.4	-127.0
Empréstimos	9	162.4	150.1	268.4	347.3
Acções e outras participações	10=11+12+13	-1 030.5	331.6	744.6	524.9
Privatizações	11	-2 312.9	-414.5	-406.3	0.0
Aumentos de capital	12	1 146.4	458.8	1 245.0	263.7
Outras	13	136.0	287.3	-94.1	261.1
Transacções líquidas em outros activos e passivos	14=15-16	644.6	2 569.5	637.0	28.1
Transacções em outros activos ^(a)	15	200.0	2 774.0	520.3	-115.5
Transacções em outros passivos ^(b)	16	-444.6	204.5	-116.7	-143.6
Transacções nos principais passivos (instrumentos da dívida)	17=18+19+20+21+22	2 722.3	7 378.6	7 056.0	3 317.4
Moeda e depósitos	18	1 190.2	1 113.7	1 084.1	416.7
Titulos de curto prazo	19	-354.1	1 722.1	-1 787.0	3 548.6
Titulos de médio e longo prazo	20	1 958.1	3 698.7	7 137.6	-728.9
Empréstimos do Banco de Portugal	21	-39.3	0.0	0.0	0.0
Outros empréstimos	22	-32.6	844.1	621.3	81.0
Efeitos de valorização nos instrumentos da dívida	23=24+25	17.6	-398.1	-234.0	-196.4
Flutuações cambiais	24	210.6	-20.4	100.7	-184.5
Outros efeitos de valorização	25	-193.0	-377.7	-334.7	-11.9
Outras variações de volume nos instrumentos da dívida ^(c)	26	172.7	-214.6	-91.7	242.9
Variação da dívida	27=17+23+26	2 912.5	6 765.9	6 730.3	3 363.9
	27=4-3+6+14+23+26				
Ajustamentos défice-dívida	28=27+1	-354.0	1 400.7	3 259.8	-336.8

Fontes: INE, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

Notas:

(a) Inclui, entre outros, a diferença entre os impostos e as contribuições sociais registados no défice, nas Contas Nacionais, e os valores efectivamente recebidos, sem termos de caixa, e a variação dos adiantamentos do Tesouro por conta de transferências a receber da União Europeia, para co-financiar despesas realizadas no ano.

(b) Inclui, entre outros, a diferença entre as despesas registadas no défice, nas Contas Nacionais, e os valores efectivamente pagos, em termos de caixa, e as regularizações de dívidas das administrações públicas pelo Tesouro.

(c) Inclui, entre outros, as assunções de dívidas de entidades não pertencentes ao sector das administrações públicas pelo Tesouro, não registadas no défice.

teriormente referida. Relativamente à aquisição líquida de acções e outras participações, deve mencionar-se que as administrações públicas não terão registado directamente receitas de privatizações em 2003, tendo os aumentos de capital em empresas públicas ficado abaixo dos valores registados em anos anteriores, uma vez que foram parcialmente substituídos por

indemnizações compensatórias, como já foi mencionado. A parte mais importante das transacções registadas nesta rubrica referiu-se a investimento de carteira por parte do Instituto de Gestão dos Fundos de Capitalização da Segurança Social.

No que respeita aos efeitos de valorização da dívida, há que destacar, por um lado, os ga-

Quadro II.2.7

DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO DO RÁCIO DA DÍVIDA DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS

Em percentagem do PIB

	2000	2001	2002	2003
Dívida no início do ano.	54.3	53.3	55.6	58.0
(-) Saldo primário.	-0.4	1.2	-0.3	-0.1
(+) Efeito dos juros.	3.2	3.2	3.0	2.9
(-) Efeito do crescimento do produto.	-3.5	-3.1	-2.8	-0.7
(+) Ajustamentos défice-dívida.	-0.3	1.1	2.5	-0.3
Dívida no final do ano.	53.3	55.6	58.0	59.9

Fontes: INE, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

nhos cambiais resultantes, nomeadamente, da apreciação do euro face ao dólar, que se traduziram numa redução de 184.5 milhões de euros na dívida no final de 2003. Por outro lado, a diferença entre os juros registados no défice numa base de especialização do exercício e os juros efectivamente pagos contribuiu também, em 2003, para a redução da dívida (11.9 milhões de euros), mas num grau bastante menor do que em anos anteriores. Com efeito, em 2003, enquanto os juros corridos dos certificados de aforro continuaram a exceder substancialmente os juros pagos, este efeito foi quase inteiramente compensado por um efeito contrário dos juros de outros instrumentos, reflectindo a tendência de descida das taxas de juro⁽²⁰⁾.

O contributo global das transacções em outros passivos e das transacções em outros activos para os ajustamentos défice-dívida foi relativamente reduzido em 2003 (28.1 milhões de euros). Este valor é, contudo, o resultado líquido-

do de diversas operações, algumas delas envolvendo montantes muito significativos, mas que aproximadamente se compensaram. Quanto às transacções em outros passivos, são de referir, em particular, o pagamento das dotações de capital em dívida aos hospitais-empresa, atrás mencionado, e os passivos resultantes de despesa do ano não paga relativa ao Serviço Nacional de Saúde. No que se refere às transacções em outros activos, o valor observado incluiu, em particular, a diferença entre os impostos e as contribuições sociais registados no défice em contas nacionais e os valores efectivamente recebidos em termos de caixa (-103.2 milhões de euros), que, em 2003, reflectiu o ajustamento do IVA e, a abater, o montante da regularização extraordinária de dívidas fiscais arrecadado no dia 2 de Janeiro de 2003.

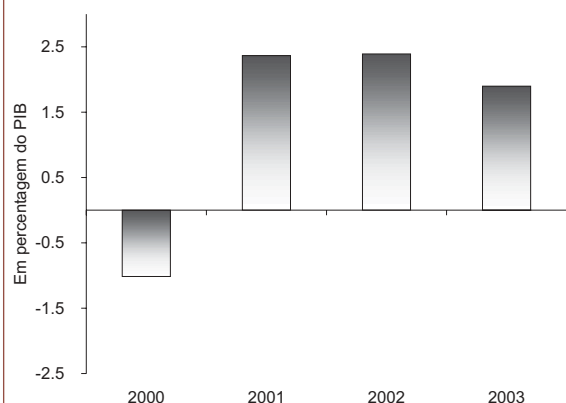
II.2.7. Dívida pública

O rácio da dívida pública situou-se em 59.9 por cento no final de 2003⁽²¹⁾ (Quadro II.2.7 e Gráfico II.2.4), mais 1.9 p.p. do que no final de 2002. Como anteriormente referido, a evolução do rácio da dívida em 2003 decorreu, em larga medida, do efeito resultante do diferencial entre a taxa de juro implícita e a taxa de crescimento nominal do PIB, tendo o saldo primário e os ajustamentos défice-dívida um impacto diminuto no sentido da redução da dívida.

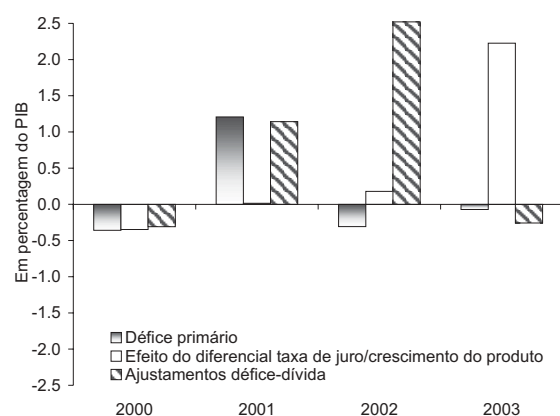
(20) Em contas nacionais os juros são registados numa base de especialização do exercício, isto é, de forma contínua ao longo do período de vencimento, enquanto numa base de caixa os juros são registados no momento em que são pagos. Assim, quando o período de vencimento se estende além do final do ano em que se iniciou, os dois registos podem diferir. Em particular, no caso de instrumentos cujo pagamento de juros se situa no final do período de vencimento (como costuma acontecer com instrumentos de médio e longo prazo), num contexto de descida das taxas de juro, o montante de juros registado numa base de caixa tende a ser superior ao registado numa base de especialização do exercício.

(21) Veja-se a nota de pé-de-página (9).

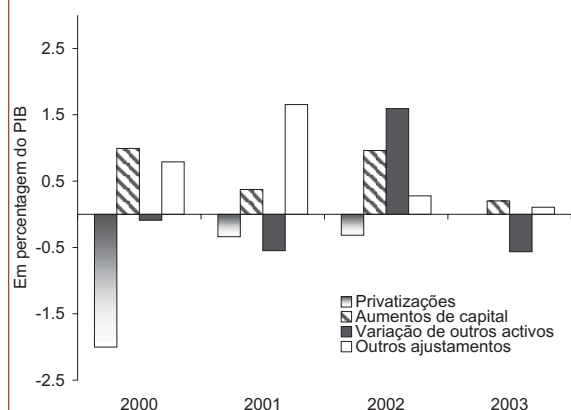
Gráfico II.2.4
DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO
DO RÁCIO DA DÍVIDA
 Variação do rácio da dívida



Decomposição da variação do rácio da dívida



Decomposição dos ajustamentos déficit-dívida



Fontes: INE, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

No final de 2003, a dívida de médio e longo prazo representava 80.1 por cento do total (84.9 por cento no final de 2002) (Quadro II.2.8). Esta descida do peso da dívida de médio e longo prazo resultou do reinício, em 2003, das emissões de bilhetes do Tesouro. No que se refere à dívida pública titulada de médio e longo prazo, esta era constituída, no final de 2003, quase só por obrigações do Tesouro de taxa fixa. O *stock* de certificados de aforro, cuja emissão é ajustada à procura que lhes é dirigida, teve um crescimento de 1.2 por cento (5.5 por cento em 2002), excluindo a capitalização acumulada, prosseguindo a desaceleração que se tem observado nos últimos anos.

Relativamente à composição da dívida por sectores detentores (Quadro II.2.9), continuou, em 2003, a tendência para o aumento da proporção na posse de não residentes, que se situava em 57.5 por cento, no final de 2003 (54.2 por cento no final de 2002). Em contrapartida, verificou-se uma diminuição da parcela da dívida detida por todos os sectores residentes, em particular pelo sector financeiro.

Quadro II.2.8

DÍVIDA DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS

Por instrumentos

Milhões de euros

	2000	2001	2002	2003
Moeda e depósitos	9 285.4	10 008.8	10 484.3	10 659.1
dos quais:				
Certificados de aforro.	8 919.9	9 639.1	10 170.9	10 293.0
Títulos de curto prazo	511.1	2 226.1	286.1	4 168.8
Obrigações	46 966.4	50 718.6	58 018.4	57 166.0
das quais:				
Obrigações do Tesouro - taxa fixa	35 468.7	42 095.1	52 304.5	53 269.2
Obrigações do Tesouro - rendimento variável	4 394.3	2 994.5	1 324.2	349.7
Empréstimos de curto prazo	429.4	750.8	567.7	791.6
Empréstimos de médio e longo prazo	4 377.3	4 631.2	5 709.2	5 644.1
Total	61 569.6	68 335.5	75 065.8	78 429.6
<i>Por memória:</i>				
Depósitos das administrações públicas em OIFM.	8 170.0	6 322.0	7 865.0	6 568.0

Fontes: Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

Quadro II.2.9

DÍVIDA DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS

Por detentores

Milhões de euros

	2000	2001	2002	2003
Sectores internos	30 220.1	33 087.2	34 384.7	33 312.3
Banco de Portugal.	16.6	24.9	32.3	26.6
Outras instituições financeiras monetárias.	8 653.7	9 196.1	8 138.5	7 989.3
Outras instituições financeiras	10 106.8	6 553.5	6 536.2	6 078.5
Outros residentes	11 443.0	17 312.7	19 677.7	19 217.9
Não residentes.	31 349.6	35 248.3	40 681.0	45 117.4
Total	61 569.6	68 335.5	75 065.8	78 429.6

Fontes: Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

Caixa II.2.1. PERSPECTIVAS ORÇAMENTAIS

Em Outubro de 2003, o Governo entregou à Assembleia da República a Proposta de Lei do Orçamento do Estado para 2004 (OE2004). Nesta proposta, o objectivo para o défice das administrações públicas, para 2004, situava-se em 2.8 por cento do PIB, na óptica das Contas Nacionais. Na actualização do Programa de Estabilidade e Crescimento (PEC) de Dezembro de 2003 e na notificação do PDE de Fevereiro de 2004, o Governo manteve este objectivo⁽¹⁾.

Relativamente às previsões orçamentais apresentadas no Relatório do OE2004, e confirmadas no PEC, podem ser apontados vários riscos, quer no que respeita a uma evolução das receitas fiscais menos favorável do que a projectada, quer em relação a um crescimento das despesas com pessoal e transferências para as famílias maior do que o admitido. Em contraste, em outras rubricas da despesa, como o consumo intermédio e os subsídios, parece existir alguma folga na execução do OE2004.

A execução da receita fiscal em 2003 não ficou muito longe da estimativa constante no Relatório do OE2004, mas foi muito afectada por medidas temporárias, nomeadamente pela consideração como receita da cessão de créditos tributários, alterando a base relevante para a previsão das receitas fiscais em 2004. As taxas de crescimento implícitas no Relatório do OE2004, quando calculadas ajustando a base de 2003 dos efeitos de medidas temporárias (ver Quadro 1)⁽²⁾, poder-se-ão revelar demasiado optimistas, tendo em conta que 2004 deverá ser ainda um ano de crescimento económico moderado⁽³⁾. Do lado da receita, deve também salientar-se que a taxa de crescimento prevista para as outras receitas correntes pode ser difícil de concretizar, mesmo que se verifique um crescimento forte das vendas de bens e serviços.

O fraco crescimento das despesas com pessoal apresentado no OE2004 baseia-se numa previsão de redução do número de efectivos nas administrações públicas e numa actualização reduzida da tabela salarial, embora mantendo inalterados os sistemas de promoções e progressões de carreiras. A actualização da tabela salarial em 2004 foi fixada posteriormente em cerca de 0.5 por cento em termos médios, o que parece consentâneo com o objectivo a atingir. É contudo crucial que, em paralelo, se verifique um controlo muito apertado na admissão de novos trabalhadores nas administrações públicas, facto que não é corroborado pela informação para os primeiros meses de 2004 apresentada no Relatório sobre a Execução e Orientação da Despesa Pública em 2004 (ver mais abaixo). O comportamento do subsídio do Estado para a CGA, que está incluído nas despesas com o pessoal, constitui ainda um risco para a previsão do crescimento desta rubrica mas não para o objectivo para o saldo orçamental, visto que aquele subsídio também está incluído nas contribuições sociais, do lado da receita.

A evolução das transferências para as famílias constitui também um risco para as previsões orçamentais apresentadas no Relatório do OE2004. Com efeito, a baixa taxa de crescimento aí projectada só seria compatível com uma forte desaceleração da despesa com subsídios de desemprego, acompanhada de um crescimento da despesa com pensões muito abaixo do verificado nos últimos anos. Este pressuposto não são confirmados pela informação disponível sobre a execução orçamental do Estado e da Segurança Social no primeiro trimestre de 2004.

(1) Tal objectivo representou uma revisão em alta do défice das administrações públicas relativamente ao objectivo constante na anterior actualização do Programa de Estabilidade (1.9 por cento do PIB). Esta revisão foi justificada pela execução orçamental de 2003 e pela deterioração substancial das perspectivas macroeconómicas para 2004.

(2) Note-se que a conta das administrações públicas de 2003 poderá ainda sofrer revisões, nomeadamente no que respeita à composição da despesa.

(3) As medidas discricionárias de política fiscal apresentadas no OE2004 vão em alguns casos no sentido de um aumento da receita (nomeadamente, o agravamento da taxa média do ISP), e em outros casos em sentido contrário (redução da taxa de IRC de 30 para 25 por cento). A substituição da Contribuição Autárquica pelo Imposto Municipal sobre Imóveis, no âmbito da reforma da tributação do património, com a alteração do método de apuramento da base, taxas e períodos de isenção do imposto poderá levar a algum aumento da respectiva receita, em 2004.

Quadro 1

CONTAS DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS

Contabilidade Nacional

Milhões de euros

	2003 Execução	2004 OE2004	Taxa de variação	Taxa de variação sem o efeito de medidas temporárias
Receita corrente	54 328.3	55 829.2	2.8	6.6
Impostos sobre o rendimento e património	11 988.8	11 699.9	-2.4	3.1
Impostos sobre a produção e a importação	20 577.7	20 643.4	0.3	5.2
Contribuições sociais	16 564.1	17 278.1	4.3	6.6
Outras receitas correntes	5 197.7	6 207.8	19.4	19.4
Despesa corrente	55 402.0	57 192.4	3.2	3.2
Despesas com pessoal	19 441.6	19 557.4	0.6	0.6
Consumo intermédio	4 912.3	5 551.1	13.0	13.0
Juros da dívida	3 794.6	3 989.7	5.1	5.1
Transferências correntes	27 253.5	28 094.2	3.1	3.1
Transferências para as famílias	22 114.3	22 533.1	1.9	1.9
Subsídios	1 925.7	2 395.0	24.4	24.4
Outras transferências correntes	3 213.5	3 166.1	-1.5	-1.5
Receita de capital	4 365.8	3 806.9	-12.8	7.9
Despesa de capital	6 992.8	6 319.3	-9.6	4.7
Saldo corrente	-1 073.7	-1 363.2		
Saldo de capital	-2 627.1	-2 512.4		
Saldo total	-3 700.7	-3 875.6		

Fontes: Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

Nota: Consideraram-se medidas temporárias em 2003, o programa de regularização de dívidas fiscais na parte atribuível a este ano, o programa de cessão de créditos tributários para titularização, e a transferência de reservas contabilísticas dos CTT; em 2004, a venda de edifícios e terrenos e receitas de capital extraordinárias (perfazendo, em conjunto, cerca de 1.1 por cento do PIB).

A conta baseada nos valores orçamentados para 2004 apresenta taxas de crescimento muito elevadas para o consumo intermédio e para os subsídios, indiciando alguma folga na previsão da despesa nestas rubricas. Tal folga poderá compensar, total ou parcialmente, o risco referido quanto às despesas com pessoal e às transferências para as famílias, e torna mais plausível a variação projectada para o conjunto da despesa.

Em qualquer caso, o cumprimento do objectivo de 2.8 por cento do PIB para o défice orçamental em 2004 continuará a exigir o recurso a um montante elevado de medidas deste tipo, tendo em conta a posição orçamental de partida em 2003, quando ajustada do efeito das medidas temporárias tomadas no ano. Na projecção da conta das administrações públicas para 2004 apresentada no Relatório do OE2004 foram incluídas medidas temporárias que ascendem a cerca de 1.1 por cento do PIB. Porém, o montante de medidas temporárias efectivamente necessárias para cumprir o objectivo para o défice poderá vir a ser superior, face aos referidos riscos que pendem sobre a execução orçamental em 2004.

No final de Abril de 2004, o Governo apresentou à Assembleia da República o Relatório sobre a Execução e Orientação da Despesa Pública. Neste relatório revê-se, ligeiramente, o objectivo para o défice orçamental em 2004, para 2.9 por cento do PIB. Esta revisão resulta simplesmente do facto de a estimativa mais recente para o nível do PIB em 2003 ser inferior à assumida na actualização do PEC de Dezembro último e na notificação do PDE de Fevereiro de 2004. Mantém-se, no entanto, a previsão de um crescimento do PIB real em 2004 no intervalo [0.5;1.5]. Para o saldo primário ajustado de efeitos cíclicos

cos projecta-se agora um aumento de 0.5 p.p. do PIB (0.7 p.p. no PEC). Relativamente ao período 2005-2007, os objectivos para o défice orçamental apresentados no Relatório sobre a Execução e Orientação da Despesa Pública são praticamente idênticos aos constantes no PEC, embora tenha havido alterações no nível e composição da receita e despesa. Continua-se a projectar uma diminuição progressiva do défice orçamental ao longo do horizonte de previsão, para 1.1 por cento do PIB em 2007.

A Comissão Europeia nas suas previsões da Primavera de 2004 projecta para Portugal um défice das administrações públicas de 3.4 por cento do PIB, em 2004, considerando um montante de medidas temporárias de 0.7 por cento de PIB e uma taxa crescimento do PIB real $\frac{1}{4}$ p.p. inferior ao ponto médio do intervalo de previsão assumido pelo Ministério das Finanças. Para 2005, a Comissão Europeia prevê um défice orçamental de 3.8 por cento do PIB, sem tomar em conta quaisquer medidas temporárias.

II.3. Despesa e produção

II.3.1. Caracterização geral

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, em 2003, o Produto Interno Bruto (PIB) diminuiu 1.2 por cento em termos reais, que compara com um crescimento de 0.5 por cento em 2002 (Quadro II.3.1). A contracção da actividade em Portugal resultou novamente num diferencial de crescimento negativo face ao conjunto da área do euro (Gráfico II.3.1), uma vez que aquele conjunto de países apresentou um crescimento do PIB de 0.4 por cento (0.9 por cento no ano anterior).

Em termos intra-anuais, a contracção da actividade económica portuguesa foi particularmente forte no primeiro semestre de 2003 (-1.8 por cento em termos homólogos), acentuando a variação negativa já observada na segunda metade de 2002. No segundo semestre de 2003, verificou-se uma atenuação da diminuição homóloga do PIB (Quadro II.3.2).

A redução do produto foi determinada pelo comportamento da procura interna, que apresentou um contributo muito negativo para o crescimento do PIB (-2.7 pontos percentuais (p.p.) para o conjunto do ano de 2003). A evolução da procura interna resultou sobretudo de uma queda na despesa em bens de investimento (de 9.1 por cento), embora as restantes componentes da procura interna também tenham diminuído face a 2002 (Gráfico II.3.2). O consumo privado registou uma variação negativa de 0.5 por cento, para o que contribuiu uma acentuada contracção no consumo de bens duradouros. O consumo público apresentou também uma ligeira redução em volume, de 0.4 por cento.

Em contraste com a procura interna, em 2003 as exportações de bens e serviços aceleraram em termos reais, de 2.4 para 4.1 por cento, embora num contexto de diminuição do respectivo deflator (-1.8 por cento). Este perfil de evolução reflectiu o andamento das exportações de mercadorias, que cresceram razoavelmente em volume (5.7 por cento), mas observaram uma quebra significativa de preços (-3.1 por cento). O crescimento real das exportações

de mercadorias foi superior ao da procura externa relevante, o que implicou um ganho de quota de mercado dos exportadores portugueses de cerca de 1.5 por cento. As importações de bens e serviços apresentaram em 2003 uma ligeira redução em termos reais (-0.7 por cento), acompanhada também por uma diminuição do respectivo deflator (-1.4 por cento). A evolução dos deflatores de comércio externo resultou numa perda nos termos de troca relativos ao comércio externo de mercadorias de 1.6 p.p., em grande parte compensada por um ganho na componente de serviços (no total de bens e serviços a perda de termos de troca foi de 0.4 p.p.).

II.3.2. Despesa

II.3.2.1. Consumo privado

O consumo privado apresentou uma diminuição real de 0.5 por cento em 2003, após um crescimento de 0.5 por cento em 2002. Como pode ser ilustrado pelo indicador coincidente do consumo privado (Gráfico II.3.3), o perfil descendente de evolução daquela variável, já observado ao longo do ano de 2002, acentuou-se na primeira metade do ano, registando-se a partir do segundo semestre uma evolução menos desfavorável. Efectivamente, a variação do consumo privado foi muito negativa no primeiro semestre (-1.6 por cento), a que se seguiu uma variação ligeiramente positiva (0.5 por cento) no segundo semestre do ano (Quadro II.3.2). Excluindo a componente automóvel do consumo privado, a evolução semestral apresentou um menor contraste, embora mantendo o perfil de recuperação (neste caso, as variações homólogas foram de -0.1 por cento no primeiro semestre e de 0.8 por cento no segundo).

Para a diminuição no consumo privado, em 2003, contribuiu sobretudo a evolução da componente de bens, já que o consumo de serviços manteve um crescimento moderado e similar ao do ano anterior (1.2 e 1.3 por cento, em 2002 e 2003 respectivamente). Em particular, o consumo de bens duradouros (que inclui automóveis e outros bens duradouros) apresentou uma quebra pronunciada, de cerca de 11 por cento face ao ano anterior. A parcela de bens

Quadro II.3.1

PRODUTO INTERNO BRUTO – ÓPTICA DA DESPESA^(a)

Valores em milhões de euros e taxas de variação em percentagem

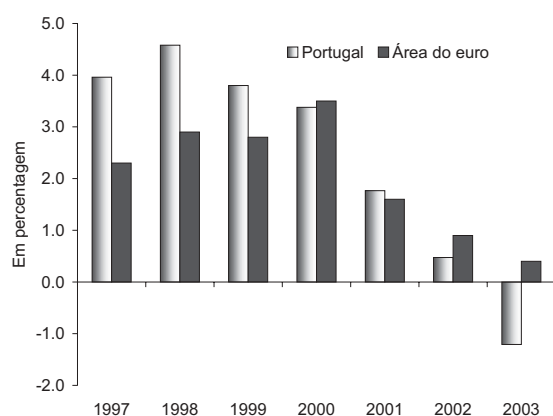
	2000	2001				2002				2003				
	Preços correntes	Preços 2000	Taxa de variação volume	Taxa de variação deflator	Preços correntes	Preços 2001	Taxa de variação volume	Taxa de variação deflator	Preços correntes	Preços 2002	Taxa de variação volume	Taxa de variação deflator	Preços correntes	Estrutura
Consumo privado	71 555.9	72 421.7	1.2	3.9	75 224.8	75 591.7	0.5	3.9	78 549.9	78 119.8	-0.5	3.3	80 734.7	61.7
Consumo público.....	23 697.0	24 618.5	3.9	4.0	25 596.5	26 168.4	2.2	4.8	27 423.0	27 308.6	-0.4	1.2	27 649.4	21.1
Investimento	33 337.8	33 504.8	0.5	1.9	34 153.2	32 510.0	-4.8	1.3	32 923.6	29 933.5	-9.1	0.6	30 108.6	23.0
Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF)....	32 419.8	32 638.9	0.7	1.9	33 258.5	31 434.4	-5.5	1.3	31 858.4	28 817.3	-9.5	0.7	29 018.6	22.2
Máquinas e produtos metálicos.....	8 127.9	8 287.8	2.0	-2.4	8 091.6	7 553.1	-6.7	-1.6	7 430.4	6 975.7	-6.1	-3.7	6 714.3	5.1
Material de transporte.....	3 695.3	3 117.5	-15.6	2.8	3 205.8	2 470.8	-22.9	2.1	2 522.2	2 325.3	-7.8	2.1	2 375.0	1.8
Construção	16 063.3	16 568.6	3.1	3.6	17 160.4	16 611.2	-3.2	2.6	17 041.8	14 928.6	-12.4	2.6	15 309.5	11.7
Outro	4 533.3	4 665.0	2.9	2.9	4 800.7	4 799.3	0.0	1.3	4 864.0	4 587.7	-5.7	0.7	4 619.8	3.5
Variação de existências ^(b)	918.1	865.9	0.0		894.7	1 075.7	0.1		1 065.2	1 116.2	0.0		1 090.1	0.8
Procura interna.....	128 590.8	130 545.1	1.5	3.4	134 974.5	134 270.1	-0.5	3.4	138 896.5	135 362.0	-2.5	2.3	138 492.7	
Cont.proc.int.p/PIB.....			1.7				-0.6				-2.7			
Exportações	37 149.9	37 785.8	1.7	2.3	38 636.3	39 551.4	2.4	0.6	39 807.6	41 443.9	4.1	-1.8	40 698.2	31.1
Mercadorias (FOB)	27 355.9	27 857.3	1.8	1.3	28 208.3	28 852.4	2.3	0.5	28 992.1	30 632.3	5.7	-3.1	29 681.2	22.7
Serviços.....	9 793.9	9 928.5	1.4	5.0	10 428.0	10 698.9	2.6	1.1	10 815.6	10 811.6	0.0	1.9	11 017.0	8.4
Procura global.....	165 740.6	168 330.9	1.6	3.1	173 610.8	173 821.5	0.1	2.8	178 704.1	176 805.9	-1.1	1.3	179 191.0	
Importações.....	50 192.5	50 742.9	1.1	0.1	50 809.8	50 438.4	-0.7	-2.1	49 366.5	49 032.3	-0.7	-1.4	48 335.4	36.9
Mercadorias (CIF).....	44 480.8	45 350.3	2.0	-0.2	45 239.3	44 755.8	-1.1	-2.4	43 670.8	43 402.9	-0.6	-1.6	42 718.1	32.6
Serviços.....	5 711.7	5 392.5	-5.6	3.3	5 570.4	5 682.6	2.0	0.2	5 695.7	5 629.4	-1.2	-0.2	5 617.3	4.3
Cont.proc.ext.líquida p/PIB.....			0.1				1.0				1.5			
PIB	115 548.1	117 588.0	1.8	4.4	122 801.0	123 383.0	0.5	4.8	129 337.6	127 773.7	-1.2	2.4	130 855.6	100.0

Notas:

(a) 2000 e 2001 – Contas Nacionais do INE; 2002 e 2003 – Estimativas do Banco de Portugal a partir das Contas Nacionais do INE para os anos de 1995 a 2001 (SEC95).

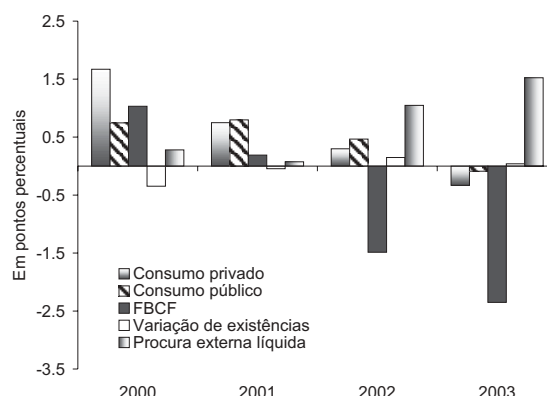
(b) Contribuição para a taxa de crescimento do PIB, em pontos percentuais.

Gráfico II.3.1
PRODUTO INTERNO BRUTO
Taxas de variação, em volume



Fontes: Eurostat, INE e Banco de Portugal.

Gráfico II.3.2
CONTRIBUIÇÃO DOS COMPONENTES
DA DESPESA PARA O CRESCIMENTO DO PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

duradouros do índice de volume de vendas no comércio a retalho (que não inclui automóveis) diminuiu 6.8 por cento em termos nominais (aumento de 1.8 por cento em 2002). Por sua vez, as vendas de automóveis de passageiros, incluindo todo-o-terreno, diminuíram 16.1 por cento em 2003, após uma variação também negativa de 11.4 por cento em 2002. Em termos intra-anuais, a redução destas vendas foi muito mais pronunciada na primeira metade do ano (variações de -24.0 e -5.1 por cento nos primeiro

e segundo semestres de 2003, respectivamente), reflexo, em parte, da evolução intra-anual verificada em 2002, o que contribuiu de forma significativa para o perfil muito marcado do consumo privado ao longo de 2003. Para a variação positiva, embora moderada, do consumo de serviços em 2003 contribuíram os aumentos no consumo de diversas rubricas de serviços, tais como saúde, seguros e fundos de pensões e comunicações. Por sua vez, as rubricas de alojamento e restauração, transportes e educação

Quadro II.3.2

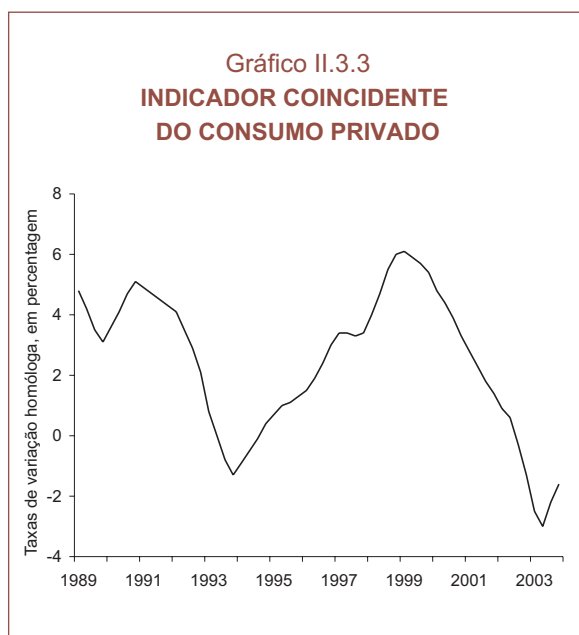
EVOLUÇÃO INTRA-ANUAL DA ACTIVIDADE ECONÓMICA^(a)

Taxas de variação homóloga, em volume

	2002		2003	
	1º semestre	2º semestre	1º semestre	2º semestre
PIB	1.6	-0.6	-1.8	-0.7
Consumo privado	0.7	0.2	-1.6	0.5
FBCF	-1.5	-9.2	-11.6	-7.4
Procura interna	0.7	-1.7	-3.7	-1.4
Exportações	2.2	2.6	2.9	5.3
das quais:				
Mercadorias	1.6	3.0	4.1	7.3
Importações	-0.4	-1.0	-3.5	2.2
das quais:				
Mercadorias	-0.8	-1.4	-3.3	2.1

Nota:

(a) Estimativas do Banco de Portugal a partir das Contas Nacionais do INE para os anos de 1995 a 2001 (SEC95).

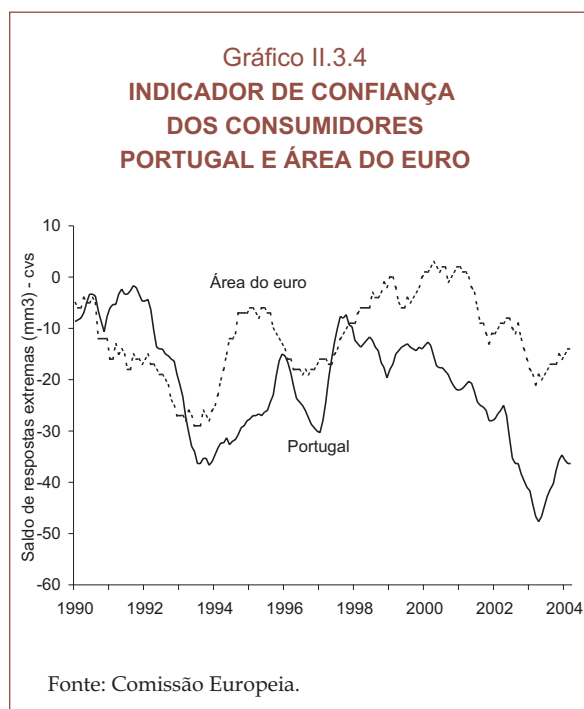


apresentaram diminuições face ao ano anterior.

A evolução do consumo privado em 2003 foi acompanhada por níveis de confiança dos consumidores muito baixos, sobretudo nos primeiros meses do ano (Gráfico II.3.4). O indicador de confiança dos consumidores, que já tinha apresentado uma forte deterioração ao longo do ano de 2002 (com níveis bastante inferiores aos observados para a área do euro), continuou a diminuir, atingindo o seu valor mínimo histórico no final do primeiro trimestre de 2003. A partir do segundo trimestre, este indicador apresentou alguma recuperação, embora mantendo valores historicamente baixos, situando-se, no final do ano, ainda em níveis inferiores aos valores médios de 2002.

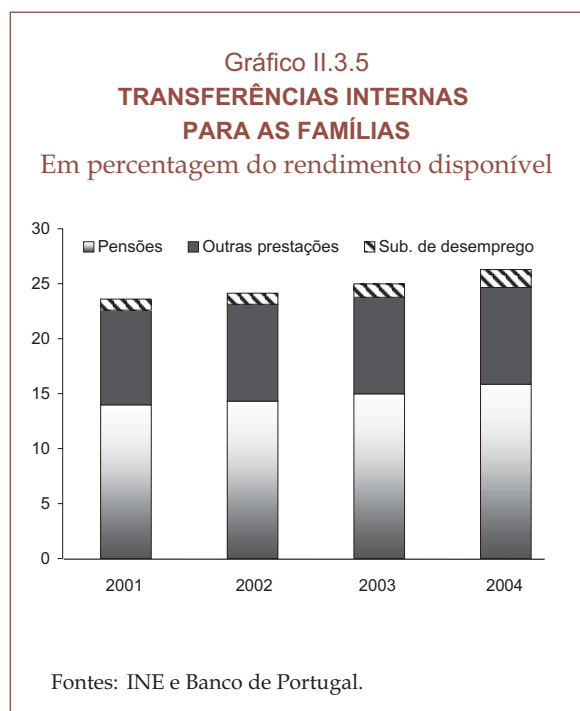
A redução do consumo privado em 2003 ocorreu em paralelo com o abrandamento significativo do rendimento disponível dos particulares⁽¹⁾ (Quadro II.3.3). Em 2003, o rendimento disponível dos particulares apresentou um crescimento nominal de 2.8 por cento (4.1 por cento em 2002), que se traduziu numa ligei-

(1) Na análise efectuada nesta secção sobre a evolução do rendimento disponível e da poupança das famílias consideraram-se os valores ajustados dos efeitos da cedência de créditos tributários por parte das administrações públicas, que se admite, pela sua natureza, que não influenciaram o comportamento efectivo das famílias em 2003.



ra queda em termos reais. Este comportamento do rendimento disponível resultou de um forte abrandamento nas remunerações do trabalho (de 6.1 por cento, em 2002, para 2.2 por cento, em 2003), e, em menor grau, nos rendimentos de empresa e de propriedade (que registaram uma variação praticamente nula em 2003, após um crescimento de cerca de 2.3 por cento no ano anterior). A aceleração das transferências para as famílias não foi suficiente para compensar a evolução mais desfavorável das restantes componentes.

A desaceleração nominal das remunerações do trabalho reflectiu a diminuição do emprego por conta de outrem e, sobretudo, o abrandamento do salário nominal por trabalhador. Em termos reais, excluindo o subsídio do Estado para a Caixa Geral de Aposentações (CGA) e os efeitos da operação de cedência de créditos tributários, as remunerações por trabalhador diminuíram 0.4 por cento em 2003 (aumento de 1.7 por cento em 2002). Esta evolução derivou, em parte, da significativa desaceleração dos salários nominais nas administrações públicas (veja-se secção II.2. *Política orçamental*). No sector privado, as remunerações por trabalhador registaram uma variação nula em termos reais (aumento de 1.6 por cento em 2002).



Em contraste com as componentes de remunerações e de rendimentos de empresa e propriedade, o conjunto das transferências para as famílias acelerou de 2.9 para 6.3 por cento em 2003, devido, em grande medida, à variação menos negativa das transferências líquidas

provenientes do exterior (que, após uma quebra de 24.1 por cento, em 2002, diminuíram 8.6 por cento, em 2003). Refira-se, contudo, que as transferências internas (que aceleraram de 7.7 por cento, em 2002, para 8.2 por cento, em 2003) têm vindo a apresentar uma importância crescente no conjunto do rendimento disponível das famílias, representando já mais do que 25 por cento deste agregado (Gráfico II.3.5). Esta evolução não é apenas imputável ao efeito cíclico associado ao aumento das transferências referentes ao subsídio de desemprego, embora estas tenham registado um crescimento muito forte pelo segundo ano consecutivo (26.3 por cento, em 2002, e 37.0 por cento, em 2003). De facto, as transferências relativas a pensões continuaram a apresentar um crescimento elevado, claramente acima do aumento do rendimento disponível e do PIB (nomeadamente, as pensões do regime geral de segurança social e da CGA cresceram 8.9 e 8.8 por cento, respectivamente, em 2002 e 2003).

Em resultado de desacelerações de magnitude similar do rendimento disponível e do consumo privado, verificou-se uma estabilização da taxa de poupança, que se situou em 12.0 por cen-

Quadro II.3.3

RENDIMENTO DISPONÍVEL DOS PARTICULARES^(a)

Valores em milhões de euros e taxas de variação em percentagem

	2001	2002	2003 ajustado ^(b)	2003	
	Taxas de variação			Valor	
Remunerações do trabalho ^(c)	7.1	6.1	2.2	2.6	66 589.3
Rendimentos de empresas e propriedades	4.9	2.3	-0.1	-0.1	26 260.8
Transferências internas	9.0	7.7	8.2	8.2	24 112.3
Transferências externas	4.0	-24.1	-8.6	-8.6	2 597.4
Impostos directos (-)	6.2	1.1	0.4	2.8	7 815.9
Contribuições sociais (-)	7.2	7.7	2.1	3.6	20 683.9
Ajustamento pela variação da participação líquida das famílias nos fundos de pensões	-24.8	-2.9	-5.2	-5.2	459.9
Rendimento disponível	6.5	4.1	2.8	2.6	91 520.0
Consumo privado	5.1	4.4	2.8	2.8	80 734.7
Poupança	17.8	1.8	2.9	1.0	10 785.3
Taxa de poupança (em % do rendimento disponível)	12.2	12.0	12.0	11.8	

Notas:

(a) Estimativas do Banco de Portugal a partir das Contas Nacionais do INE para os anos de 1995 a 2001 (SEC95).

(b) Valores ajustados dos efeitos da cedência de créditos tributários por parte da administração pública.

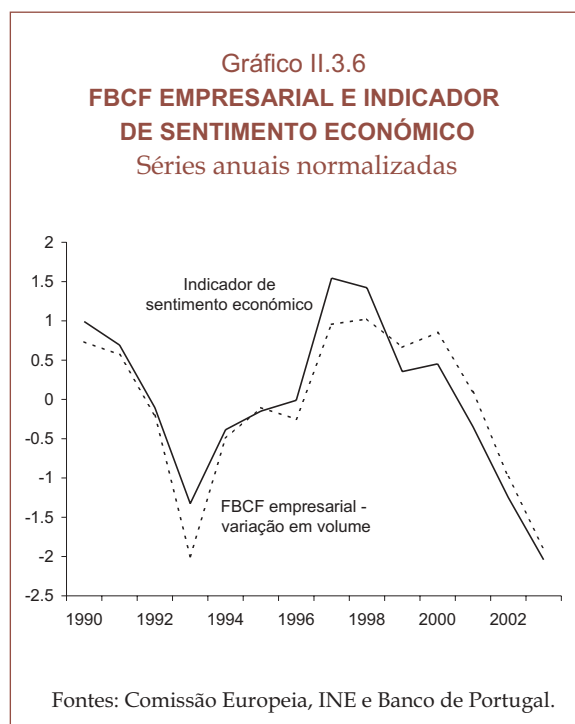
(c) Remunerações recebidas pelas famílias residentes. Inclui contribuições patronais para a Segurança Social e subsídio do Estado para a CGA.

to do rendimento disponível em 2003 (Quadro II.3.3). Tendo em conta que, por um lado, em 2002, a taxa de poupança das famílias tinha sido afectada negativamente pelo pagamento extraordinário de dívidas fiscais no âmbito do perdão fiscal concedido nos últimos meses do ano e que, por outro lado, as famílias portuguesas necessitam de afectar uma cada vez maior parcela de poupança ao pagamento das amortizações da sua dívida, a manutenção da taxa de poupança representa, de facto, uma redução significativa da poupança que não foi aplicada no serviço da dívida (veja-se Caixa II.3.1. “A poupança das famílias e o ciclo económico”).

II.3.2.2. Consumo público

Em termos reais, estima-se que o consumo público tenha registado uma variação negativa de 0.4 por cento, após um aumento de 2.2 por cento em 2002. A empresarialização de um conjunto de hospitais em Dezembro de 2002, determinando em contabilidade nacional a passagem destas entidades do sector das administrações públicas para o sector das sociedades não financeiras, afectou significativamente a forma de registo das principais componentes do consumo público. Em particular, as taxas de variação das despesas com o pessoal, do consumo intermédio, das transferências em espécie para as famílias e das vendas de bens e serviços das administrações públicas foram fortemente afectadas por esta reclassificação⁽²⁾. Excluindo os efeitos da empresarialização dos hospitais, as despesas com pessoal terão apresentado uma variação real praticamente nula em 2003. Deste modo, abstraindo das reclassificações, a ligeira diminuição real do consumo público ficou a dever-se a uma variação em volume negativa do consumo intermédio e a um aumento expressivo, em termos reais, das vendas de

(2) Em resultado desta reclassificação, os custos dos referidos hospitais deixaram de estar incluídos em despesas com pessoal e consumo intermédio (assim como os proventos nas vendas de bens e serviços), sendo agora os serviços por eles providos registados como transferências (em espécie) para as famílias. Veja-se secção II.2. *Política orçamental*.



bens e serviços (que entram com sinal negativo no cálculo do agregado).

II.3.2.3. Formação bruta de capital

Em 2003, a formação bruta de capital (que inclui a formação bruta de capital fixo (FBCF) e a variação de existências) apresentou uma redução de 9.1 por cento, em termos reais, após uma queda de 4.8 por cento em 2002. A diminuição do investimento reflectiu a evolução da FBCF, uma vez que a variação de existências apresentou um contributo nulo para o crescimento do PIB. A FBCF registou uma quebra de 9.5 por cento em 2003, que compara com um decréscimo de 5.5 por cento em 2002. Esta variável foi a que apresentou um contributo mais negativo para a evolução do PIB (Gráfico II.3.2). A quebra da FBCF em 2003 resultou de uma forte redução do investimento das famílias e das empresas, uma vez que a FBCF das administrações públicas, não considerando vendas de activos, aumentou 9.1 por cento em termos nominais⁽³⁾.

A contracção do investimento privado continuou a evidenciar o processo de ajustamento em curso na economia portuguesa. De facto, as restrições financeiras associadas aos elevados

Quadro II.3.4

INDICADORES DE INVESTIMENTO

Taxas de variação, em percentagem

	2001	2002	2003
Vendas de cimento (incluindo importações)	2.0	-4.7	-14.4
Obras públicas adjudicadas	4.9	-9.9	-13.0
Obras públicas promovidas	17.3	-25.3	-2.8
Licenças para habitação- construções novas - número fogos	-10.2	-8.9	-10.4
Obras concluídas - número de fogos	-2.0	4.5	-39.9
Empréstimos bancários para aquisição de habitação ^(a) - fluxo	-	22.4	-14.1
Importações de outros bens de equipamento - volume ^(b)	4.4	-3.7	1.7
Exportações de outros bens de equipamento - volume ^(b)	10.7	-2.6	13.3
Índice de volume de negócios na indústria de bens de investimento (excluindo material de transporte) - mercado nacional	3.3	-8.0	-5.1
Vendas de veículos comerciais ligeiros	-18.2	-19.6	-12.9
Vendas de veículos comerciais pesados	-9.3	-28.2	-21.0

Fontes: INE, ACAP, Cimpor, Secil e ANEOP.

Notas:

- (a) Série ajustada de operações de titularização e corrigida de reclassificações, de abatimentos ao activo e de reavaliações cambiais.
- (b) Para 2003, as taxas de variação das importações e exportações resultam da comparação de valores preliminares de 2003 com valores igualmente preliminares para 2002.

níveis de endividamento já atingidos continuaram a condicionar a evolução do investimento privado, apesar da manutenção das taxas de juro a níveis muito baixos. Este comportamento foi reforçado pelos baixos níveis de confiança dos empresários, como é patente na evolução do indicador de sentimento económico (Gráfico II.3.6). Esta evolução do investimento do sector privado contribuiu decisivamente para que este sector tenha apresentado uma capacidade líquida de financiamento, o que não sucedia desde 1997. Para esta situação contri-

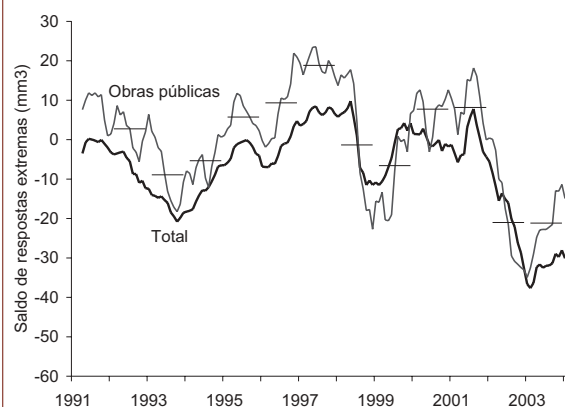
buiu, principalmente, a significativa diminuição das necessidades líquidas de financiamento das empresas, mas também o ligeiro aumento da capacidade líquida de financiamento dos particulares.

A redução na aquisição de bens de capital fixo foi generalizada a todas as suas componentes (construção, máquinas e equipamentos e material de transporte) mas fez-se sentir com maior intensidade na construção. A construção foi, aliás, a componente que contribuiu para que a diminuição da FBCF se tenha acentuado em 2003, uma vez que as componentes de máquinas e equipamentos e de material de transporte apresentaram quedas menos pronunciadas do que em 2002. Em termos intra-anuais, a redução da FBCF foi mais acentuada no primeiro semestre, registando-se uma variação menos negativa no segundo semestre.

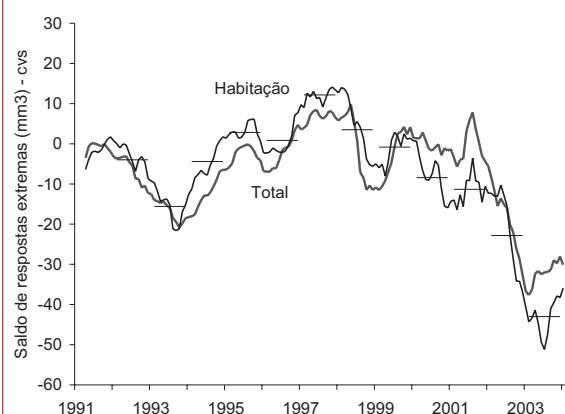
O investimento em material de transporte, que já tinha apresentado fortes quebras nos dois anos anteriores (-15.6 e -22.9 por cento em 2001 e 2002, respectivamente) voltou a cair em 2003, embora menos intensamente (variação de

(3) Segundo as regras da contabilidade nacional, quando as administrações públicas vendem activos reais, o valor dessas vendas abate à FBCF desse sector. Assim, a venda da infra-estrutura física de comunicações fixas abateu às despesas de FBCF das administrações públicas em 2002 e o valor das vendas de edifícios foi considerado como investimento negativo das administrações públicas em 2002 e 2003. Considerando estas vendas, o aumento nominal da FBCF pública situou-se em cerca de 16 por cento em 2003. Excluindo apenas a venda da rede fixa de telecomunicações (mas não as vendas de edifícios), a FBCF das administrações públicas aumentou 7.1 por cento em 2003, em termos nominais. Veja-se secção II.2. Política orçamental.

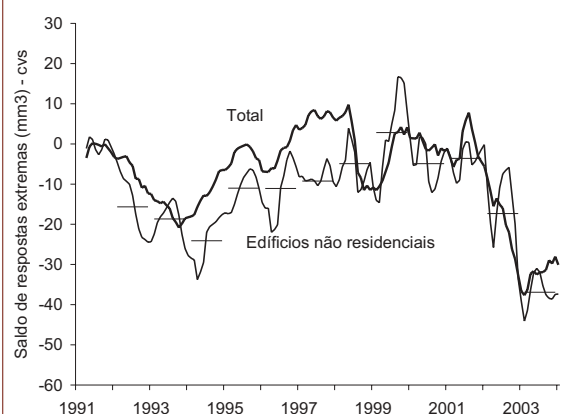
Gráfico II.3.7
APRECIAÇÃO DA ACTIVIDADE NO SECTOR
DE CONSTRUÇÃO E OBRAS PÚBLICAS
 Total e obras públicas



Total e habitação



Total e edifícios não residenciais



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

-7.8 por cento). As vendas de veículos comerciais ligeiros (Quadro II.3.4), diminuíram 12.9 por cento em 2003 (-19.6 por cento em 2002), enquanto o número de veículos comerciais pesados vendidos apresentou uma redução de 21.0 por cento (-28.2 por cento em 2002).

A FBCF em máquinas e produtos metálicos apresentou também uma evolução negativa, embora um pouco menos acentuada do que a observada em 2002, diminuindo 6.1 por cento, em termos reais, após uma queda de 6.7 por cento em 2002. O índice de volume de negócios na indústria de bens de investimento (excluindo material de transporte) para o mercado nacional, diminuiu 5.1 por cento em 2003, em termos nominais, após uma redução de 8.0 por cento no ano anterior. Por sua vez, as importações deste tipo de bens apresentaram uma recuperação em 2003 face a 2002 (variações reais de 1.7 e -3.7 por cento em 2003 e 2002, respectivamente), que deve estar parcialmente associada à forte aceleração das exportações de máquinas e equipamentos em 2003.

A FBCF em construção diminuiu 12.4 por cento em volume em 2003 (-3.2 por cento em 2002), acentuando a redução já significativa que se tinha observado no segundo semestre de 2002⁽⁴⁾. A contracção do investimento em construção foi determinada pela redução do investimento em habitação e em edifícios não residenciais, tendo a componente obras públicas apresentado uma evolução menos desfavorável. Esta diferente dinâmica é ilustrada pelos resultados do Inquérito de Conjuntura à Construção e Obras Públicas do INE, que apresenta saldos de respostas extremas sobre a apreciação da actividade nos diversos subsectores (Gráfico II.3.7). As médias anuais dos saldos estabilizaram na sub-componente de obras pú-

(4) Recorde-se que o perfil de evolução intra-anual da FBCF em construção tinha sido muito marcado em 2002, com a taxa de variação em volume a diminuir abruptamente na segunda metade do ano. Assim, a estimativa de variação real de -3.2 por cento para o ano de 2002, resulta de estimativas de +3.4 e -9.3 por cento nos primeiro e segundo semestres de 2002, respectivamente. Esta evolução explica parcialmente que, em 2003, se tenha verificado um andamento semestral em sentido oposto, embora menos pronunciado.

Quadro II.3.5

EVOLUÇÃO DAS EXPORTAÇÕES POR TIPO DE PRODUTOS

Em percentagem

CAE – Classificação das Actividades Económicas	CAE	Peso 2002	2001			2002			2003		
			Taxas de variação			Taxas de variação			Taxas de variação		
			Preço	Volume	Valor	Preço	Volume	Valor	Preço	Volume	Valor
Total de mercadorias		100.0	1.3	1.8	3.1	0.5	2.3	2.8	-3.1	5.7	2.4
Agricultura, produção animal, caça, silvicultura, pesca e indústrias alimentares, das bebidas e do tabaco	A+B+DA	7.9	2.0	4.1	6.2	-0.5	10.2	9.6	-4.0	8.6	4.3
Indústrias extractivas	C	0.6	-8.3	3.2	-5.4	0.3	-3.3	-3.1	-2.7	23.0	19.7
Indústria têxtil e do couro e dos produtos do couro	DB+DC	23.5	3.1	1.5	4.6	2.2	-5.3	-3.2	-2.2	-4.3	-6.5
dos quais:											
Fabricação de têxteis	17	9.2	1.2	7.3	8.6	0.1	-2.2	-2.2	-3.2	-8.7	-11.6
Vestuário, artigos e preparação de peles com pêlo	18	8.4	1.7	-2.3	-0.6	6.3	-7.3	-1.4	-2.8	4.8	1.9
Indústria do couro e dos produtos do couro	DC	5.9	7.9	-1.6	6.2	0.2	-7.1	-7.0	0.1	-10.5	-10.4
Indústria da madeira e da cortiça, pasta, papel e cartão e seus artigos, edição e impressão	DD+DE	9.1	-5.1	0.4	-4.7	-2.9	4.2	1.2	-7.1	5.3	-2.2
Coque, produtos petrolíferos refinados e combustível nuclear	DF	1.7	-6.7	-17.8	-23.3	-5.8	15.9	9.2	5.3	17.4	23.6
Produtos químicos, fibras sintéticas ou artificiais e artigos de borracha e de matérias plásticas	DG+DH	8.2	-2.0	-1.3	-3.2	-0.3	9.0	8.7	-0.5	12.3	11.8
Outros produtos minerais não metálicos e indústrias metalúrgicas de base e de produtos metálicos	DI+DJ	9.1	0.6	0.4	1.0	-1.8	9.4	7.5	-1.0	7.0	6.0
Máquinas e equipamentos, n.e. e equipamento eléctrico e de óptica	DK+DL	19.2	0.2	-0.1	0.1	1.1	1.9	3.1	-4.0	9.9	5.5
dos quais:											
Máquinas e equipamentos, n.e	DK	5.3	-0.4	4.9	4.5	-3.0	7.3	4.0	-2.0	6.9	4.7
Equipamento eléctrico e de óptica	DL	13.9	0.4	-1.9	-1.5	2.8	-0.1	2.7	-4.8	11.1	5.8
Material de transporte ^(a)	DM	17.5	6.9	10.2	17.9	1.7	1.5	3.2	-3.9	3.4	-0.6
do qual:											
Veículos automóveis, reboques e semi-reboques	34	16.4	7.4	11.2	19.4	1.9	4.0	5.9	-3.9	1.3	-2.6
Mobiliário; outras indústrias transformadoras, n.e.	DN	2.6	0.2	20.0	20.2	1.6	5.7	7.5	-3.3	30.1	25.9
Outras mercadorias (não incluídas no comércio internacional do INE)	-	0.3	1.3	-52.5	-51.9	0.5	-12.5	-12.0	-3.1	7.9	4.5

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas:

(a) Esta rubrica inclui os valores respeitantes a saídas do território (exportação) de material aeronáutico após reparação.

Quadro II.3.6

EXPORTAÇÕES DE MERCADORIAS POR ZONAS ECONÓMICAS E PAÍSES DE DESTINO

	Estrutura das exportações – pesos em percentagem						Taxa de variação nominal, em percentagem		
	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Intra - UE15.....	78.3	80.8	81.4	80.1	80.3	79.2	3.4	3.1	1.8
França.....	15.4	14.6	13.9	12.6	13.3	12.9	3.2	8.7	4.7
Países Baixos.....	6.1	5.4	4.7	4.2	3.9	3.9	2.2	-4.2	4.4
Alemanha.....	15.5	19.7	19.8	19.1	18.1	15.2	9.9	-2.9	-15.3
Itália.....	4.1	3.5	4.0	4.6	4.8	4.8	19.7	6.8	1.9
Reino Unido.....	13.4	11.2	11.6	10.3	10.5	10.5	-2.0	4.8	2.4
Irlanda.....	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	3.7	11.3	-0.9
Dinamarca.....	2.3	2.2	1.6	1.1	1.0	0.9	-8.9	-4.8	-8.4
Grécia.....	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	-2.0	-1.0	9.0
Espanha.....	10.8	14.9	16.5	19.0	20.5	22.7	2.3	10.9	14.9
Suécia.....	4.2	2.9	1.9	1.5	1.5	1.3	-5.9	0.7	-7.4
Finlândia.....	1.6	1.1	0.7	0.5	0.4	0.5	-2.8	-7.1	15.9
Áustria.....	1.1	1.1	1.0	0.8	0.8	0.8	2.6	-2.8	-0.7
Bélgica/Luxemburgo...	3.2	3.3	4.8	5.5	4.6	4.7	-6.2	-13.5	3.3
Intra - área do euro.....	58.4	64.5	66.3	67.3	67.4	66.4	4.7	3.0	2.0
Extra - área do euro.....	41.6	35.5	33.7	32.7	32.6	33.6	1.3	2.5	3.1
Extra - UE15.....	21.7	19.2	18.6	19.9	19.7	20.8	4.3	1.8	4.8
EFTA.....	4.0	3.1	2.2	2.2	1.8	1.9	-3.3	-13.2	3.0
EUA.....	6.0	4.3	4.9	5.6	5.6	5.8	0.9	2.1	1.9
Canadá.....	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5	0.6	1.6	-5.0	17.9
Japão.....	0.9	0.8	0.6	0.4	0.3	0.3	-8.9	-13.3	-0.4
PALOP.....	2.7	3.5	2.5	2.7	2.9	3.2	13.5	10.3	7.5
Brasil.....	0.4	0.4	0.8	0.8	0.6	0.5	14.1	-27.0	-21.3
OPEP.....	1.1	0.7	0.5	0.8	0.7	0.7	34.4	-6.1	-2.1
Outros.....	5.8	5.8	6.5	6.8	7.2	7.9	3.8	8.8	8.5
Total.....	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100	3.6	2.8	2.4

Fontes: INE e Ministério da Economia – Gabinete de Estratégia e Estudos (antiga Direcção-Geral das Relações Económicas Internacionais.)

blicas, mas foram muito mais negativas em 2003 para as sub-componentes de edifícios (residenciais e não residenciais). Refira-se, em particular, que o investimento das famílias em habitação deverá ter registado uma significativa diminuição, como é sugerido por vários indicadores, como a redução do número de novos fogos licenciados para habitação e do número de fogos concluídos para habitação (Quadro II.3.4). A mesma indicação é fornecida pela evolução do fluxo líquido de crédito⁽⁵⁾ a particulares para habitação que diminuiu, em termos nominais, cerca de 14 por cento em 2003.

(5) Obtido pela diferença entre saldos no final do ano ajustados de titularização e corrigidos de reclassificações e de abatimentos ao activo.

II.3.2.4. Exportações e importações

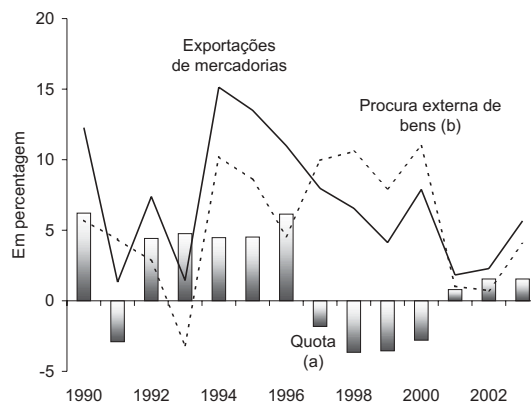
As exportações de bens e serviços apresentaram em 2003 um comportamento distinto das restantes componentes do PIB, registando uma aceleração de 2.4 para 4.1 por cento, em termos médios anuais. As importações, por sua vez, voltaram a apresentar uma diminuição, de magnitude similar à registada no ano anterior (-0.7 por cento). Esta evolução diferenciada das exportações e das importações permitiu que o contributo da procura externa líquida para o crescimento do PIB, que já tinha sido positivo em 2002 (1.0 p.p.), aumentasse em 2003 (para 1.5 p.p.), compensando parcialmente a forte quebra da procura interna.

Para a aceleração, em termos reais, das exportações de bens e serviços contribuiu uma forte aceleração da componente de mercadorias (de 2.3 por cento, em 2002, para 5.7 por cento, em 2003), dado que as exportações de serviços desaceleraram face ao ano anterior. A desaceleração na componente serviços resultou essencialmente do forte abrandamento das exportações de serviços que não turismo, uma vez que as receitas reais de turismo registaram uma queda menos acentuada do que no ano anterior (variação de -2.2 por cento, que compara com -5.3 por cento em 2002).

Analisando as exportações de mercadorias por grupos de produtos — de acordo com a Classificação das Actividades Económicas (CAE) — e considerando os grupos mais relevantes quanto ao seu peso no conjunto das exportações (Quadro II.3.5), verifica-se que as indústrias que mais contribuíram para o crescimento das exportações em volume foram o “equipamento eléctrico e de óptica”, o “mobiliário e outras indústrias transformadoras”, e os “artigos de borracha e de matérias plásticas”. As exportações dos produtos de alguns sectores tradicionalmente exportadores, incluídos no grupo “indústria têxtil e do couro e dos produtos do couro”, apresentaram uma nova redução em termos reais (quedas de 5.3 por cento em 2002 e de 4.3 por cento em 2003).

No que respeita a principais mercados de destino das exportações portuguesas de mercadorias, em termos nominais, o crescimento em 2003 foi mais significativo nas exportações para mercados fora dos 15 países da União Europeia (UE15) (4.8 por cento), enquanto as exportações para a UE15 aumentaram 1.8 por cento. Note-se, contudo, que nos mercados europeus, a dinâmica das exportações por países foi bastante diferenciada, reflectindo, em parte, diferentes posições cíclicas das várias economias (veja-se “Caixa II.3.2. O comportamento da procura externa relevante para a economia portuguesa”). Neste contexto, é de referir o crescimento significativo das exportações para Espanha (14.9 por cento em 2003, após um aumento também significativo de 10.9 por cento em 2002), reforçando a posição deste país como principal mercado de destino das exportações portuguesas

Gráfico II.3.8
QUOTA DE MERCADO DAS EXPORTAÇÕES
PORTUGUESAS DE MERCADORIAS
Taxas de variação, em volume



Fontes: INE, Banco de Portugal, Comissão Europeia e UK National Statistical Office.

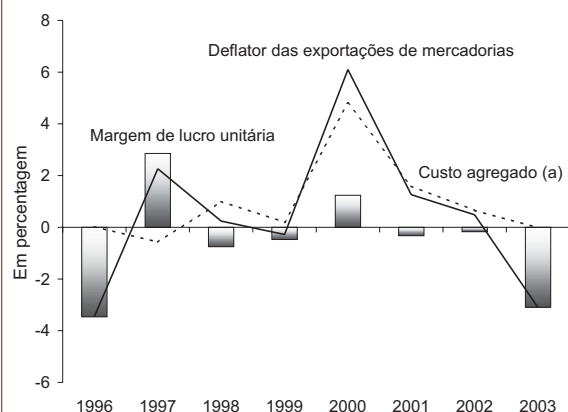
Notas:

- (a) Crescimento real das exportações de mercadorias versus crescimento real da procura externa. Um aumento significa um ganho de quota de mercado dos exportadores portugueses.
- (b) Crescimento real das importações de bens dos principais parceiros comerciais. Os 17 países seleccionados são responsáveis por cerca de 90 por cento do total exportado. Cada país foi ponderado de acordo com o seu peso como mercado de exportação no ano anterior. Refira-se que foi efectuada uma correcção aos dados relativos às importações de bens do Reino Unido, de modo a excluir algumas transacções fraudulentas que afectaram estas estatísticas de comércio internacional desde 1999 (veja-se “Caixa II.3.2. O comportamento da procura externa relevante para a economia portuguesa”).

(Quadro II.3.6). Pelo contrário, as exportações para a Alemanha (que, durante vários anos e até 2001, foi o principal destino das exportações portuguesas, ocupando actualmente a segunda posição) registaram uma diminuição de 15.3 por cento em 2003 (redução de 2.9 por cento em 2002).

O maior crescimento, em volume, das exportações de mercadorias em 2003 acompanhou a aceleração da procura externa relevante para a economia portuguesa⁽⁶⁾, que passou de 0.7 por cento, em 2002, para 4.0 por cento, em 2003, apesar da apreciação do euro. O diferen-

Gráfico II.3.9
MARGEM DE LUCRO UNITÁRIA
NO SECTOR EXPORTADOR
 Taxas de variação



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota:

- (a) Custo de trabalho por unidade produzida (CTUP) na indústria transformadora e deflator das importações de bens intermédios, agregados de acordo com o conteúdo em remunerações e em importações das exportações de bens e serviços obtidos do quadro de recursos e empregos das Contas Nacionais do INE de 1999.

cial de crescimento entre as exportações portuguesas de mercadorias e a procura externa relevante traduziu-se num ganho de quota de mercado de cerca de 1.5 por cento em 2003 (tal como em 2002) (Gráfico II.3.8). Num contexto de acentuada contracção da procura interna, o significativo crescimento das exportações de mercadorias deverá ter reflectido o esforço de colocação, por parte das empresas portuguesas, dos seus produtos no exterior, mesmo que à custa de uma redução das margens de lucro.

- (6) O indicador de procura externa é calculado como a média ponderada das taxas de crescimento, em volume, das importações de bens dos 17 principais países de destino, sendo cada mercado ponderado pela sua importância no total das exportações nacionais no ano anterior. Refira-se que foi efectuada uma correcção aos dados relativos às importações de bens do Reino Unido de modo a excluir algumas transacções fraudulentas que afectaram estas estatísticas de comércio internacional desde 1999 (veja-se Caixa II.3.2. “O comportamento da procura externa relevante para a economia portuguesa”).

Esta indicação é corroborada pela evolução de alguns indicadores de preços e custos. Efectivamente, os preços das exportações de mercadorias diminuíram cerca de 3.1 por cento, tendo a redução ocorrido de uma forma relativamente generalizada por tipo de bens. Esta diminuição de preços de exportação sugere uma contracção das margens de lucro do sector exportador em 2003, não obstante a redução dos preços de importação de bens intermédios e a desaceleração verificada nos custos unitários de trabalho (Gráfico II.3.9). O contraste entre a evolução dos preços de venda e dos custos, torna-se mais evidente quando se analisa o indicador de competitividade mais tradicional, isto é, os custos unitários de trabalho relativos. Com efeito, a desaceleração dos custos unitários de trabalho no conjunto da economia portuguesa (que ainda assim continuaram a crescer a um ritmo superior ao dos principais parceiros comerciais) não foi suficiente para compensar o efeito da apreciação cambial efectiva (2.5 por cento), tendo a medida relativa de custos unitários do trabalho aumentado 4.0 por cento, variação que se segue a um já substancial aumento em 2002 (3.5 por cento).

No que se refere às importações de bens e serviços, verificaram-se decréscimos tanto das importações de mercadorias (-0.6 por cento), como das importações de serviços (-1.2 por cento). A diminuição das importações de mercadorias continuou a reflectir a evolução das diversas componentes da procura global, em particular daquelas que apresentam maior conteúdo importado, como sejam o consumo de bens duradouros e o investimento em equipamentos e material de transporte. Neste sentido, são de salientar, procedendo a uma análise das importações de mercadorias por grupos de produtos (Quadro II.3.7), as reduções em “material de transporte” (-7.7 por cento) e “máquinas e equipamentos” (-3.3 por cento). A diminuição significativa da rubrica “coque e produtos petrolíferos refinados” foi parcialmente compensada pelo crescimento nas importações de produtos petrolíferos não transformados. Ainda assim, o total das importações de combustíveis teve um contributo de -0.3 p.p. para a variação em volume das importações de mer-

Quadro II.3.7

EVOLUÇÃO DAS IMPORTAÇÕES POR TIPO DE PRODUTOS

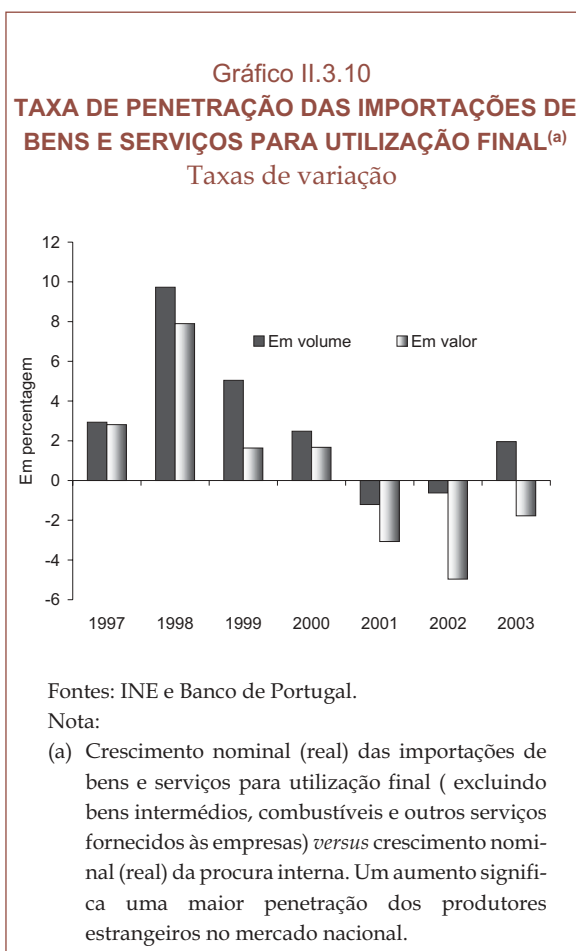
Em percentagem

CAE – Classificação das Actividades Económicas	CAE	Peso 2002	2001			2002			2003		
			Taxas de variação			Taxas de variação			Taxas de variação		
			Preço	Volume	Valor	Preço	Volume	Valor	Preço	Volume	Valor
Total de mercadorias		100.0	-0.2	2.0	1.7	-2.4	-1.1	-3.5	-1.6	-0.6	-2.2
Agricultura, produção animal, caça, silvicultura, pesca e indústrias alimentares, das bebidas e do tabaco	A+B+DA	13.8	2.7	5.3	8.2	-2.2	0.3	-1.8	-3.0	1.9	-1.2
Indústrias extractivas	C	7.0	-7.0	5.5	-1.9	-7.2	-1.2	-8.3	0.3	5.2	5.5
Indústria têxtil e do couro e dos produtos do couro	DB+DC	8.8	1.6	2.9	4.6	-1.7	-1.3	-3.0	-5.6	1.3	-4.3
dos quais:											
Fabricação de têxteis	17	4.5	0.5	-1.5	-1.0	-3.8	-3.5	-7.2	-3.4	-1.3	-4.7
Vestuário, artigos e preparação de peles com pêlo	18	2.3	-0.4	8.6	8.2	-1.2	9.6	8.3	-8.9	9.9	0.1
Indústria do couro e dos produtos do couro	DC	2.1	6.3	8.5	15.3	2.3	-6.8	-4.6	-6.1	-2.4	-8.3
Indústrias da madeira e da cortiça, pasta, papel e cartão e seus artigos, edição e impressão	DD+DE	3.9	0.0	2.3	2.4	-4.8	1.8	-3.1	-3.6	3.3	-0.4
Coque, produtos petrolíferos refinados e combustível nuclear	DF	2.7	-6.8	-2.2	-8.8	-6.1	10.7	4.0	7.2	-22.9	-17.3
Produtos químicos, fibras sintéticas ou artificiais e artigos de borracha e de matérias plásticas	DG+DH	14.4	-0.6	6.7	6.0	-2.1	8.3	6.0	-0.3	1.0	0.7
Outros produtos minerais não metálicos e indústrias metalúrgicas de base e de produtos metálicos	DI+DJ	9.7	0.5	1.0	1.5	-3.3	3.1	-0.3	-0.2	-1.0	-1.3
Máquinas e equipamentos, n.e. e equipamento eléctrico e de óptica	DK+DL	21.7	-1.1	4.1	3.0	-1.0	-6.9	-7.8	-4.7	2.3	-2.5
dos quais:											
Máquinas e equipamentos, n.e.	DK	7.8	1.1	-3.7	-2.7	0.5	-11.1	-10.6	-4.0	-3.3	-7.2
Equipamento eléctrico e de óptica	DL	13.9	-2.3	9.2	6.7	-1.9	-4.4	-6.2	-5.1	5.4	0.0
Material de transporte ^(a)	DM	14.5	1.3	-6.5	-5.3	-1.4	-10.3	-11.6	2.9	-7.7	-5.0
do qual:											
Veículos automóveis, reboques e semi-reboques	34	13.4	1.2	-5.7	-4.6	-1.1	-5.9	-7.0	3.6	-12.9	-9.8
Mobiliário; outras indústrias transformadoras, n.e.	DN	2.2	-1.3	-1.2	-2.5	-5.0	13.3	7.6	-6.9	6.8	-0.6
Outras mercadorias (não incluídas no comércio internacional do INE)	-	0.9	0.5	-13.4	-13.0	-2.0	41.5	38.7	-2.0	-14.0	-15.8

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota:

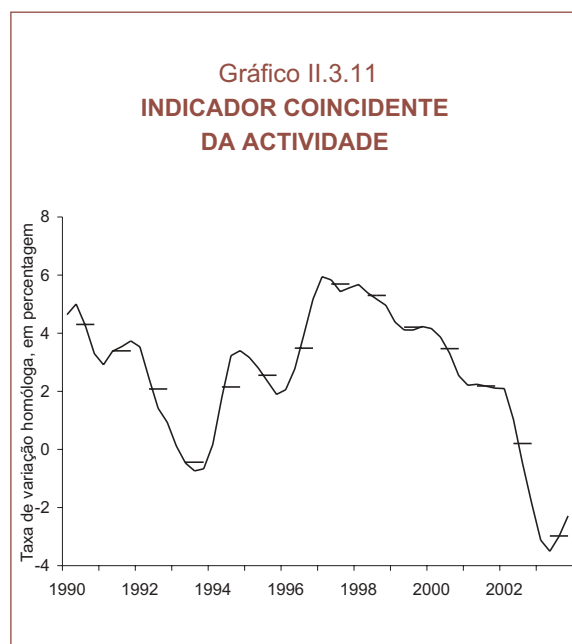
(a) Esta rubrica inclui os valores respeitantes a entradas no território (importação) de material aeronáutico para reparação.



cadorias. Em contrapartida, registou-se o aumento significativo nas importações de vestuário (9.9 por cento), o que vem acontecendo nos últimos anos.

As importações de bens e serviços finais (excluindo bens e serviços intermédios e combustíveis) apresentaram, em termos reais, uma queda inferior à da procura interna, que se reflectiu num aumento, em volume, da taxa de penetração das importações no mercado nacional, ao contrário do sucedido nos dois últimos anos (Gráfico II.3.10). Contudo, o diferencial significativo de evolução dos preços de importação face ao deflator implícito na procura interna (os preços de importação destes bens e serviços finais diminuíram enquanto o deflator da procura interna cresceu cerca de 2.3 por cento), permitiu que, em termos nominais, a taxa de penetração das importações para utilização final voltasse a diminuir em 2003.

Os deflatores das exportações e das importações de bens e serviços apresentaram taxas



de variação negativas em 2003. O deflator das exportações de bens e serviços diminuiu 1.8 por cento, após um crescimento de 0.6 por cento em 2002, enquanto o deflator das importações de bens e serviços diminuiu 1.4 por cento (-2.1 por cento em 2002). Estes valores traduziram-se numa ligeira perda de termos de troca no comércio de bens e serviços (-0.4 p.p.), após os ganhos de termos de troca ocorridos nos dois anos anteriores (2.1 e 2.8 p.p. em 2001 e 2002, respectivamente). Esta evolução resultou de uma significativa perda de termos de troca no comércio externo de mercadorias, uma vez que na componente de serviços se registou um ganho de 2.1 p.p. Com efeito, a diminuição dos preços de exportação de mercadorias (-3.1 por cento) foi superior à dos preços de importação de mercadorias (-1.6 por cento), resultando numa perda de termos de troca de 1.6 p.p., que compara com um ganho de 3.0 p.p. em 2002. Excluindo os combustíveis, a evolução foi semelhante, embora as variações de termos de troca sejam menos acentuadas em ambos os anos (ganho de 2.6 p.p. em 2002 e perda de 1.2 p.p. em 2003).

II.3.3. Produção

A redução do PIB em 2003 é corroborada em termos qualitativos pela trajectória do indica-

Quadro II.3.8

PRODUTO INTERNO BRUTO
Taxas de crescimento em volume
por sectores de actividade

Em percentagem	2001	2002	2003
Agricultura, silvicultura e pescas	-0.4	9.8	-1.6
Indústria	1.4	-0.5	-0.9
Electricidade, gás e água	3.8	1.6	4.5
Construção	2.6	-2.6	-11.8
Serviços ^(a)	2.3	1.1	0.3
PIB ^(b)	1.8	0.5	-1.2

Notas:

(a) Líquido de serviços de intermediação financeira indirectamente medidos.

(b) PIB a preços de mercado. O valor nominal do PIB inclui, além dos VAB sectoriais, os impostos e subsídios sobre produtos e os impostos sobre as importações.

dor coincidente do Banco de Portugal — indicador que sintetiza a informação sobre os sectores do comércio, indústria e construção. Este indicador apresentou uma diminuição em média anual, depois de uma variação ligeiramente positiva no ano anterior. Em termos intra- anuais, a taxa de variação homóloga do indicador coincidente foi menos negativa no segundo semestre (Gráfico II.3.11). A mesma indicação é fornecida pelos indicadores de confiança na indústria, na construção e no comércio, que evidenciaram uma melhoria da primeira para a segunda metade do ano.

Em termos sectoriais, a evolução da actividade económica não foi homogénea (Quadro II.3.8). O sector da construção foi o que apresentou a maior queda (11.8 por cento, após uma diminuição de 2.6 por cento em 2002). No sector industrial, o valor acrescentado bruto (VAB) registou também uma redução (-0.9 por cento, que compara com -0.5 por cento em 2002), apesar das exportações de mercadorias, em volume, terem registado um crescimento superior ao do ano precedente. Para o ramo da agricultura, silvicultura e pescas, estima-se igualmente uma diminuição do respectivo VAB, em 1.6 por cento, contra um aumento de 9.8 por cento no ano anterior. O VAB do sector

dos serviços registou uma desaceleração (de 1.1 para 0.3 por cento), reflectindo o comportamento quer dos serviços mercantis, quer dos não mercantis (que englobam, no essencial, os serviços prestados pelas administrações públicas). Por último, a produção do ramo da electricidade, gás e água contrariou o comportamento menos favorável observado pelos restantes sectores produtivos, ao registar um crescimento real de 4.5 por cento em 2003 (1.6 por cento em 2002). Em resultado destas diferentes evoluções sectoriais, continuou a assistir-se, em 2003, a um aumento da importância relativa do sector dos serviços (mercantis e não mercantis) na estrutura produtiva portuguesa. Porém, excluindo o sector primário e contrariamente à tendência que se tem observado desde a adesão portuguesa à Comunidade Económica Europeia (veja-se “Caixa II.3.3. *Evolução da estrutura produtiva e das exportações em Portugal desde a adesão à Comunidade Económica Europeia*”), em 2003 foi o sector da construção o que perdeu mais peso, enquanto o VAB da indústria transformadora (cuja importância tem vindo progressivamente a diminuir) manteve o seu peso relativamente estabilizado.

Os dados disponíveis sobre a produção do ramo da agricultura, silvicultura e pescas apontam para que a diminuição do respectivo valor acrescentado em 2003 se tenha ficado a dever ao comportamento do subsector agrícola — que é o que tem o maior peso na actividade do sector — pois o ritmo de crescimento da produção da silvicultura foi superior ao do ano anterior e o subsector das pescas registou um aumento da actividade, após uma ligeira quebra em 2002.

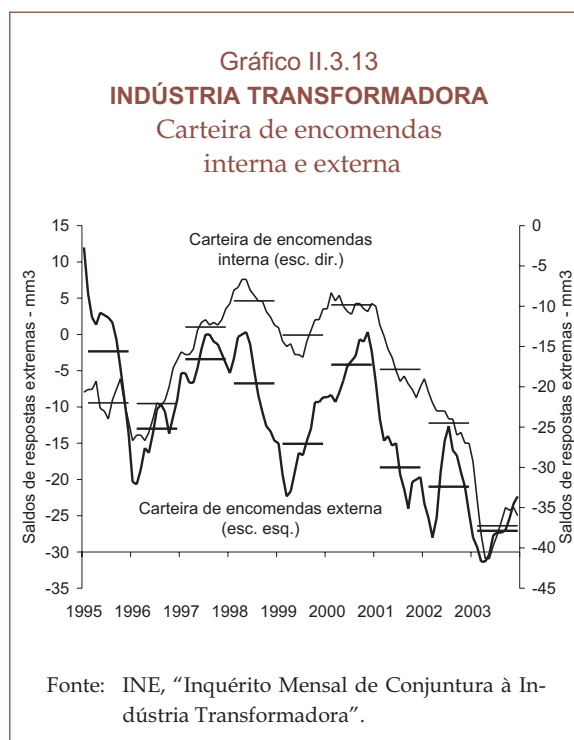
Com base nas Estatísticas Económicas da Agricultura do INE, estima-se em 5.7 por cento a redução do VAB do subsector agrícola em 2003, em termos reais, contra um aumento de 11.7 por cento em 2002. As condições climáticas adversas que se fizeram sentir, devido ao Inverno chuvoso e prolongado e, posteriormente, às altas temperaturas durante a época estival, revelaram-se fortemente prejudiciais para a produção agrícola vegetal, sendo de destacar as quebras de produção de cereais (22.4 por cento), de azeite (11.0 por cento), de frutas



(6.4 por cento) e de batatas (5.7 por cento). Em contrapartida, registou-se uma forte subida nos preços de base destes produtos, com reflexos desfavoráveis sobre o andamento do índice de preços no consumidor.

A produção pecuária registou uma redução real de 4.8 por cento em 2003, que compara com um crescimento de 3.9 por cento em 2002. Tal ficou a dever-se à evolução negativa quer da produção de carnes, quer de produtos animais. A diminuição verificada na produção de carnes resultou, sobretudo, de uma quebra de 10.9 por cento na produção de aves de capoeira, associada ao ressurgimento de notícias relacionadas com doenças animais e às elevadas temperaturas registadas durante o Verão. A diminuição da produção de leite foi sobretudo influenciada pelo facto da quota leiteira ter sido excedida e, posteriormente, corrigida. Os preços da produção animal registaram um aumento de cerca de 3 por cento em 2003. A substituição de produção interna de aves por importações, a preços mais elevados, reflectiu-se nos preços internos no consumidor.

Em 2003, a produção da silvicultura cresceu a uma taxa estimada de 12.1 por cento em termos reais, o que representa uma aceleração de 4.1 p.p. em relação a 2002. O ritmo de crescimento das exportações de produtos silvícolas aumentou 33.2 por cento, contra 11.2 por cento



no ano anterior. O aumento da produção deste subsector deverá ter sido influenciado pela vaga anormal de incêndios no Verão de 2003.

Contrariamente ao ocorrido em 2002, o VAB do subsector das pescas terá registado um aumento em termos reais em 2003 (4.3 por cento, contra uma ligeira redução de 0.5 por cento no ano anterior), reflectindo o aumento das capturas.

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, em 2003 a diminuição do VAB na indústria (-0.9 por cento em termos reais, após -0.5 por cento em 2002) foi explicada, fundamentalmente, pelo comportamento negativo da procura interna dirigida à indústria nacional, conforme reflectido no indicador de confiança na indústria, divulgado pela Comissão Europeia. Este indicador qualitativo situou-se em 2003 num nível muito reduzido e inferior ao de 2002, devido, em particular, ao maior pessimismo dos industriais relativamente à apreciação da procura interna (Gráficos II.3.12 e II.3.13).

A evolução desfavorável da actividade no sector industrial, comparativamente a 2002, é evidenciada também por diversos indicadores de natureza quantitativa. O Índice de Produção Industrial (IPI) na indústria transformadora di-

Quadro II.3.9

INDÚSTRIA

Taxas de variação homóloga

Em percentagem

	Índice de Produção Industrial		Índice de Volume de Negócios		Índice de Preços na Produção Industrial	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003
Índice geral	-0.3	0.3	-1.4	-1.5	0.4	0.8
Indústria transformadora	0.6	-0.2	-1.3	-1.4	0.4	0.4
Alimentação, bebidas e tabaco	2.9	-0.7	-2.3	0.4	0.7	0.4
Têxteis	-4.9	-5.2	-1.9	-5.7	-0.9	-0.5
Vestuário	-8.6	-3.1	1.9	-9.1	1.1	0.6
Outros	-1.6	-6.9	-4.7	-3.0	-1.7	-0.9
Curtumes	-8.9	-11.5	-1.6	-7.7	2.7	1.0
Madeira e cortiça	2.0	0.3	7.0	-3.4	-0.1	-0.6
Papel e edições	4.0	6.5	1.8	-1.5	-1.7	-0.4
Petróleo e refinados	-0.6	3.5	-3.3	4.4	0.6	1.0
Químicas e conexas	6.0	7.0	3.4	4.7	0.1	2.2
Borracha e matérias plásticas	8.2	-0.4	-1.5	-0.4	-0.2	0.1
Minerais não metálicos	-2.3	-6.4	-2.1	-8.3	1.6	-0.3
Metalúrgicas de base e produtos metálicos	5.4	-0.5	-1.3	-5.6	-0.3	0.8
Máquinas e equipamentos	0.0	-3.2	-4.3	-1.9	0.3	0.5
Equipamento eléctrico e de óptica	1.2	10.7	-3.1	2.7	-1.9	-1.6
Material de transporte	-3.5	-7.9	-4.4	-2.5	1.6	1.6
Outras indústrias transformadoras	0.7	5.2	1.2	4.6	2.3	0.7
Indústrias extractivas	-5.3	-8.0	-7.2	-9.6	0.9	-1.2
Electricidade, gás e água	-5.3	5.4	n.d.	n.d.	0.4	2.2
Bens de consumo	-1.4	-1.1	-0.6	-1.1	1.3	0.7
Bens intermédios	4.0	2.4	0.5	-2.3	-0.5	-0.1
Bens de investimento	-4.9	-8.0	-7.3	-3.5	0.7	0.6
Energia	-4.5	5.1	-3.3	4.4	0.5	1.9

Fonte: INE, “Índice de Produção Industrial”, “Índice de Volume de Negócios na Indústria” e “Índice de Preços na Produção Industrial” (Índices de base 2000).

n.d.: não disponível.

minuiu 0.2 por cento, em média anual, após um aumento de 0.6 por cento em 2002 (Quadro II.3.9). Excluindo o subsector energético, a diminuição do IPI geral foi de 0.5 por cento (variação de 0.5 por cento em 2002). O Índice de Volume de Negócios (IVN) excluindo bens energéticos diminuiu 2.0 por cento em 2003, em termos nominais (-1.3 por cento em 2002), tendo-se observado, contudo, uma evolução diferenciada nos índices referentes ao mercado interno e ao mercado externo. No mercado interno, utilizando como deflator o Índice de Preços na Produção Industrial, a redução foi de 3.6 por cento em 2003 (-3.0 por cento no ano anterior). Para o mercado externo, utilizando como deflator o preço das exportações sem energéticos, o volume de negócios terá aumentado, de acordo com este indicador, 3.9 por cento em termos

reais (0.7 por cento em 2002). Estes resultados sugerem que, em 2003, perante a fragilidade evidenciada pela procura interna, os industriais terão feito uma reorientação da produção para o mercado externo, mesmo que com algum sacrifício dos preços praticados.

O perfil intra-anual da actividade do sector industrial caracterizou-se, no primeiro semestre, por se ter acentuado a evolução negativa observada desde meados de 2002, enquanto o segundo semestre foi marcado por alguma recuperação. Com efeito, o IPI na indústria transformadora registou uma queda de 1.7 por cento no primeiro semestre, tendo apresentado um crescimento de 1.3 por cento na segunda

(7) Incluindo as importações.

Quadro II.3.10
CONSTRUÇÃO
INDICADORES DE ACTIVIDADE
 Taxas de variação homóloga

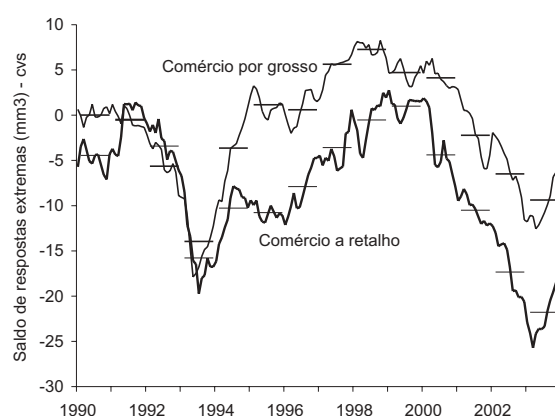
Em percentagem	2001	2002	2003
Materiais			
Vendas de cimento (incluindo importações)	2.0	-4.7	-14.4
Por subsector:			
Edifícios residenciais			
Licenças de construção para novas habitações – número de fogos	-10.2	-8.9	-10.4
Edifícios não residenciais e transformações			
Licenças de construção	-0.7	14.3	5.6
Obras públicas			
Obras adjudicadas	4.9	-9.9	-13.0
Valor dos trabalhos realizados - variações reais	30.9	-8.8	-13.9

Fontes: INE, Cimpor, Secil, ANEOP e Banco de Portugal.

metade do ano. Por sua vez, o IVN para o mercado interno, excluindo o subsector energético, apresentou uma redução, em termos reais, de 6.7 por cento no primeiro semestre, e uma diminuição de apenas 0.5 por cento no segundo. No mercado externo, o IVN sem bens energéticos registou variações reais positivas, de 4.3 por cento no primeiro semestre e de 3.5 por cento no segundo. Estas indicações sobre a trajectória intra-anual da actividade industrial são confirmadas pelos indicadores de natureza qualitativa (Gráfico II.3.13).

Conforme atrás referido, o sector da construção foi o sector da actividade, a um nível agregado, que registou a redução do VAB mais acentuada (11.8 por cento, após uma diminuição de 2.6 por cento em 2002). As vendas de cimento⁽⁷⁾ diminuíram 14.4 por cento em média anual (-4.7 por cento em 2002) (Quadro II.3.10). A confiança na construção registou um nível significativamente inferior ao observado no ano anterior, em termos médios anuais, apesar de alguma melhoria na segunda metade do ano. Segundo o Inquérito Mensal de Conjuntura à Construção e Obras Públicas do INE, em 2003 os níveis dos saldos de respostas extremas sobre a apreciação da actividade no subsector de

Gráfico II.3.14
INDICADORES DE CONFIANÇA
NO COMÉRCIO



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

construção de edifícios (quer para habitação quer para fins não residenciais) foram muito inferiores aos de 2002, enquanto no subsector das obras públicas se mantiveram praticamente inalterados. A diminuição da actividade no segmento da construção de edifícios residenciais é também sugerida pelo comportamento das licenças concedidas para construção de novos fogos de habitação, que registaram uma redução de 10.4 por cento em 2003, após uma queda de 8.9 por cento em 2002.

Em contraste com a generalidade dos principais sectores de actividade, em 2003 o sector da electricidade, gás e água apresentou um dinamismo apreciável, tendo o seu VAB real acelerado face ao ano anterior (4.5 por cento, após 1.6 por cento em 2002). Este dinamismo está relacionado com o comportamento do subsector de produção e distribuição de electricidade, o mais importante no sector. Em 2003, a produção total de electricidade cresceu 1.2 por cento (contra uma redução de 2.9 por cento no ano anterior), em resultado de um forte aumento da produção hidráulica, que mais do que compensou a quebra da produção térmica. Por sua vez, o consumo total de electricidade aumentou 5.9 por cento (1.6 por cento em 2002).

O crescimento do VAB do sector dos serviços, excluindo os serviços de intermediação fi-

Quadro II.3.11

SERVIÇOS
INDICADORES DE ACTIVIDADE
 Taxas de variação homóloga

Em percentagem

	2001	2002	2003
Comércio a retalho			
Índice de volume de negócios no comércio a retalho	6.1	1.7	-0.6
Índice de volume de negócios no comércio a retalho – variação real ^(a)	2.1	0.0	-2.6
Vendas de gasolina	-3.9	-1.2	-1.5
Vendas de automóveis ligeiros de passageiros, incluindo veículos todo-o-terreno	-12.0	-11.4	-16.4
Restaurantes e hotéis			
Número total de dormidas em estabelecimentos hoteleiros e similares nacionais	-0.7	-5.7	-0.4
Receitas de dormidas em estabelecimentos hoteleiros e similares nacionais – variações reais ^(b)	-0.2	-5.4	-0.5
Transportes			
Vendas de gasóleo	9.9	-0.3	1.2
Exportações de passagens aéreas – variações nominais	0.9	-0.5	-2.4
Comunicações			
Acessos analógicos e digitais à rede fixa ^(c)	1.6	-0.6	-1.9
Tráfego do serviço móvel – minutos de conversação ^(c)	34.6	18.6	6.3
Seguros			
Prémios totais de seguro directo – variações nominais	11.6	6.5	12.4
Total prémios do ramo vida	15.8	4.7	18.2
Total prémios do ramo não vida	6.5	8.9	5.3
Serviços financeiros			
Bancos e outras Instituições Financeiras não Monetárias – proveitos da produção directa ^(d)	0.8	6.6	6.2
Bancos e outras Instituições Financeiras não Monetárias – proveitos da produção indirecta ^(e)	9.7	-5.6	-6.4

Fontes: INE, Instituto de Comunicações de Portugal, Associação Portuguesa de Seguradores e Banco de Portugal.

Notas:

(a) A taxa de variação real foi obtida deflacionando cada um dos grupos no Índice de Volume de Negócios no Comércio a Retalho pelo IPC respectivo.

(b) Resulta de ponderar o número de dormidas em cada tipo de estabelecimento pela respectiva receita média do ano anterior.

(c) A taxa para 2003 refere-se ao período de Janeiro a Setembro.

(d) Soma das rubricas “comissões” e “outros proveitos de exploração”.

(e) Soma das rubricas “juros e proveitos menos juros e custos” e “rendimento de títulos”.

nanceira indirectamente medidos, reduziu-se de 1.1 por cento, em 2002, para 0.3 por cento em 2003. Esta desaceleração resultou do comportamento desfavorável quer dos serviços mercantis, quer dos não mercantis, embora a evolução dos primeiros não tenha sido uniforme por subsectores. Destaque-se o agravamento registado no sub-sector do comércio, que representa uma fatia considerável do VAB dos serviços mercantis, tendo-se também verificado uma forte desaceleração dos serviços de comunicações, embora estes ainda mantenham uma taxa de crescimento elevada. No conjunto dos “outros serviços mercantis”, onde se incluem os serviços privados de educação e saúde, bem como as actividades imobiliárias e os serviços

prestados a empresas, a desaceleração foi também acentuada. Evolução diversa terão registado os subsectores de seguros e fundos de pensões e de serviços financeiros, que aceleraram em 2003 (no primeiro caso, o VAB apresentou um forte crescimento em 2003, após uma queda em 2002).

Estima-se que a redução da actividade no comércio, em 2003, tenha sido mais acentuada do que a observada em 2002. Esta redução terá afectado tanto o comércio a retalho como o comércio por grosso, contribuindo para que os respectivos indicadores de confiança se situassem a níveis inferiores aos de 2002, embora com alguma recuperação a partir do segundo trimestre (Gráfico II.3.14). No comércio a reta-

lho, a queda da actividade deve ligar-se, no essencial, ao comportamento do consumo privado de bens, em particular de bens duradouros. O Índice de Volume de Negócios no Comércio a Retalho registou uma variação nominal de -0.6 por cento em 2003 (1.7 por cento em 2002), tendo a componente de bens duradouros deste índice (onde não são considerados os automóveis) diminuído 6.8 por cento em termos nominais (aumento de 1.8 por cento em 2002) (Quadro II.3.11). Como destacado na subsecção II.3.2.1. *Consumo privado*, as vendas de automóveis voltaram a apresentar uma redução em 2003, que foi mais acentuada do que a dos restantes bens duradouros (-16.4 por cento, após -11.4 por cento no ano anterior). Relativamente ao comércio por grosso e de acordo com o Inquérito de Conjuntura ao Comércio, em 2003 os saldos de respostas referentes à apreciação do volume de vendas e às encomendas a fornecedores situaram-se em níveis inferiores aos do ano anterior. Esta evolução negativa afectou, nomeadamente, os grossistas de bens duradouros e de bens de investimento, em linha com o comportamento do consumo privado de bens duradouros e do investimento em equipamento em 2003.

De acordo com os dados disponíveis, estima-se em 1.9 por cento a redução do VAB do sector de alojamento e restauração em 2003, após uma diminuição de 2.3 por cento em 2002. Em relação à actividade dos hotéis e outras formas de alojamento, refira-se que, ao contrário do que acontecera em 2002, o indicador relativo ao número ponderado de dormidas em estabelecimentos hoteleiros⁽⁸⁾ registou uma redução menos acentuada do que no ano precedente, reflectindo, sobretudo, a evolução menos desfavorável da despesa de não residentes. A evolução da taxa de utilização da capacidade na hotelaria sugere que 2003 terá continuado a ser um ano desfavorável para o sector: a taxa média de ocupação de quartos na hotelaria situou-se em 55.8 por cento no conjunto do ano (58.6 por cento em 2002). Por sua vez, o subsec-

tor de restaurantes terá registado um comportamento mais negativo do que no ano anterior.

Estima-se que o VAB do sector dos transportes tenha mantido, em 2003, uma redução de cerca de 3 por cento. Refira-se, em particular, que o subsector dos transportes aéreos de passageiros terá registado uma queda acentuada, avaliada pelo comportamento das exportações de passagens aéreas. Este indicador apresentou uma variação nominal de -2.4 por cento em 2003, após -0.5 por cento em 2002 (Quadro II.3.11), o que representa um agravamento em termos reais, pois o preço deste tipo de serviços aumentou em 2003 (após ter diminuído em 2002).

A actividade do sector das comunicações desacelerou fortemente em 2003, continuando a apresentar, no entanto, um ritmo de crescimento real elevado (3.6 por cento, face a 8.2 por cento no ano anterior). Esta evolução reflectiu essencialmente o menor crescimento do subsector de serviços móveis de telecomunicações: por exemplo, o indicador de tráfego relativo ao número de minutos de conversação aumentou 6.3 por cento no período de Janeiro a Setembro de 2003 (18.6 por cento em 2002). Por outro lado, os indicadores disponíveis sugerem ainda que a actividade no subsector de serviços de telecomunicações da rede fixa terá mantido um ritmo de redução próximo do observado em 2002. Por exemplo, a variação do número de acessos totais à rede fixa foi de -1.9 por cento no conjunto dos nove primeiros meses de 2003 (-0.6 por cento em 2002) (Quadro II.3.11).

Evolução diversa registou o VAB do subsector de seguros e fundos de pensões, que apresentou um crescimento elevado em 2003, após uma redução em 2002. A taxa de crescimento nominal dos prémios de seguro directo — parcela principal da produção do sector — aumentou de 6.5 por cento, em 2002, para 12.4 por cento em 2003. Tal resultou de duas evoluções divergentes. Por um lado, o crescimento dos prémios de seguro do ramo vida foi muito superior ao do ano anterior (em particular dos produtos de capitalização não ligados a fundos de investimento e dos Planos de Poupança Reforma), enquanto, por outro lado, verificou-se uma desaceleração da generalidade das com-

(8) Número de dormidas em cada tipo de estabelecimento hoteleiro ponderado pela respectiva receita média no ano anterior.

ponentes dos prémios de seguro do ramo não vida (Quadro II.3.11). Refira-se, em particular, que os prémios de seguro automóvel mantiveram uma redução em termos reais, em linha com o comportamento das despesas de consumo e de investimento neste tipo de bens.

As estimativas do Banco de Portugal apontam para que o VAB dos serviços financeiros tenha crescido 4.9 por cento em termos reais

(1.1 por cento em 2002), reflectindo uma redução do consumo intermédio (-8.6 por cento) e uma quase estabilização da produção total (+0.2 por cento). De acordo com a informação provisória disponível, a soma do valor dos juros líquidos recebidos e dos rendimentos de títulos auferidos diminuiu 6.4 por cento (-5.6 por cento em 2002), enquanto a produção directa registou uma ligeira desaceleração (de 6.6 para 6.2 por cento) (Quadro II.3.11).

Caixa II.3.1. A POUPANÇA DAS FAMÍLIAS E O CICLO ECONÓMICO

Numa hipotética situação em que as famílias não tivessem a possibilidade de poupar, os níveis de consumo teriam que ser sempre iguais aos níveis de rendimento e flutuariam da mesma forma. A faculdade de poupar possibilita o alisamento dos níveis de consumo, tornando-os menos sensíveis às variações temporárias do rendimento disponível e à posição das famílias ao longo do ciclo de vida. Para além da fase da vida em que se encontra o aforrador e da sua vontade de alisar o consumo, dada pelas preferências, a poupança das famílias é também determinada pelo preço do consumo futuro (traduzido pela taxa de juro real), pelo nível de rendimento permanente⁽¹⁾, pelo grau de aversão ao risco (dada a incerteza sobre o nível de rendimento futuro) e, ainda, pela existência de eventuais restrições de liquidez.

A taxa de poupança, tal como é medida pela contabilidade nacional, é uma medida imperfeita da poupança das famílias por duas razões. Um primeiro problema resulta de as aquisições de bens duradouros que deveriam ser consideradas como aplicações de poupança por parte das famílias serem tratadas como despesas de consumo nas contas nacionais. Os bens duradouros geram serviços por vários períodos pelo que o seu consumo, em cada período, não é igual às despesas efectuadas no período com a aquisição desses bens. O segundo problema de medição da poupança resulta da existência de inflação. Devido à inflação, uma parcela da remuneração nominal dos activos financeiros, incluída no rendimento disponível, destina-se a compensar os efeitos da erosão monetária do valor desses activos. Dado que a poupança na contabilidade nacional não é corrigida dessa erosão, essa medida da poupança sobreavalia, por essa via, a verdadeira poupança das famílias⁽²⁾.

Se do lado dos detentores de activos financeiros a inflação obriga a poupar para compensar a erosão monetária do valor desses activos, do lado dos devedores a inflação obriga a pagamentos nominais de juros mais elevados. Estes pagamentos correspondem a amortizações antecipadas dos empréstimos contraídos e limitam a capacidade das famílias de acederem ao financiamento dos seus planos de consumo ou de investimento⁽³⁾. Quanto maior a taxa de inflação, maior a taxa de juro nominal e as associadas restrições de liquidez para uma franja das famílias, em especial as que se encontram numa fase inicial do ciclo de vida e que não possuem um stock inicial de riqueza.

Os dois argumentos anteriores sugerem que a taxa de poupança, tal como medida pela contabilidade nacional, diminui com a redução da inflação. De facto, a evolução da taxa de poupança em Portugal parece estar bastante correlacionada com o nível de inflação. O Gráfico 1 mostra a evolução da taxa de poupança e do nível de inflação, entendida aqui como a taxa de variação do deflator do consumo privado, para o período 1953 a 2003. Constata-se que a taxa de poupança aumentou significativamente durante a década de 60, sendo acompanhada por um aumento da taxa de inflação. Também a redução da taxa de poupança, a partir da segunda metade da década de 80, ocorreu em simultâneo com a redução da inflação.

De acordo com a teoria do ciclo de vida, os agentes económicos poupam durante os anos activos e desacumulam esse stock de riqueza durante os anos de inactividade, de forma a manter um padrão de consumo estável e compatível com o rendimento permanente. Este resultado aponta para que os grupos etários mais idosos apresentem propensões marginais a consumir mais elevadas. Assim, para além da redução da inflação, em termos agregados, o envelhecimento da população portuguesa pode justificar alguma da redução tendencial da taxa de poupança das famílias observada nas últimas três décadas.

(1) Tecnicamente, o rendimento permanente corresponde ao rendimento, que se consumido, permite ao consumidor manter um nível de consumo constante ao longo do resto da sua vida, dado o nível de riqueza inicial e a expectativa de rendimento futuro. De forma mais simples, o rendimento permanente pode ser aproximado pelo rendimento médio esperado.

(2) Na “Caixa II.9.1. Poupança e investimento nas administrações públicas e no sector privado dos anos 50 à actualidade: Consequências para a evolução das contas com o exterior”, no Relatório Anual de 2000 do Banco de Portugal, é apresentada uma estimativa do impacto da redução da inflação na poupança, devido a este motivo.

(3) A contrapartida desta situação é um decréscimo mais rápido do valor real das dívidas.

Gráfico 1
TAXA DE POUPANÇA DAS FAMÍLIAS
E TAXA DE INFLAÇÃO

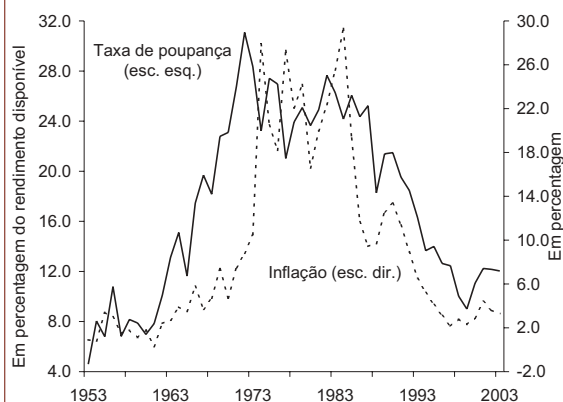
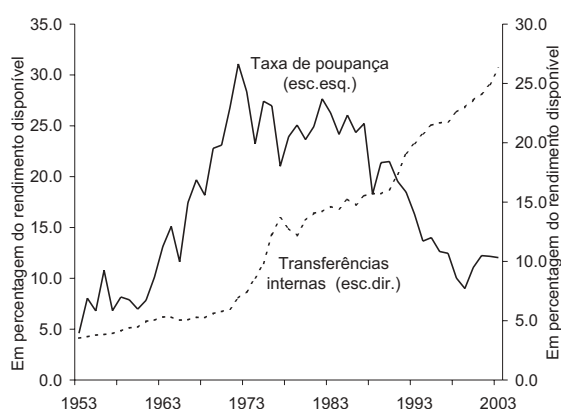


Gráfico 2
TAXA DE POUPANÇA DAS FAMÍLIAS E PESO
DAS TRANSFERÊNCIAS INTERNAS



As transferências internas para as famílias, constituídas por transferências sociais (nomeadamente subsídios de desemprego e de doença e pensões), têm vindo a aumentar o seu peso no rendimento disponível (Gráfico 2). Em parte, a tendência recente deste indicador reflecte o progressivo envelhecimento da população portuguesa. A trajetória do indicador reflecte igualmente a maior abrangência do sistema de segurança social português, bem como o esperado movimento contra-cíclico (com crescimentos mais acentuados nos períodos de crescimento económico mais moderado, nomeadamente devido à flutuação cíclica dos subsídios de desemprego). A este respeito saliente-se que a existência de um sistema de segurança social que garanta grande parte do rendimento em situações de desemprego, doença ou após o abandono do mercado de trabalho pode ser considerado, pelas famílias, como um substituto da poupança. Desta forma, a necessidade de poupar por parte dos agentes económicos, em idade activa, vem também diminuída quando o sistema de segurança social permite preservar parte do rendimento nas situações referidas. No sentido contrário, refira-se que as contribuições para a Segurança Social reduzem o rendimento disponível e, conseqüentemente, a capacidade das famílias pouparem. De qualquer forma, é de admitir que o efeito dominante será o da redução da taxa de poupança a menos que existam incertezas sobre a sustentabilidade do sistema de segurança social. Se existirem essas dúvidas, as famílias poderão aumentar significativamente a poupança por motivos de precaução.

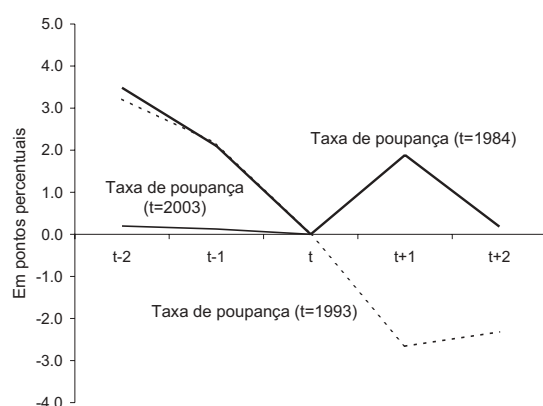
Como referido, a poupança permite também suavizar o impacto de alterações temporárias do nível de rendimento sobre o nível de consumo. As alterações do rendimento que não afectem o seu nível de forma permanente deverão ter um impacto reduzido no consumo corrente e, por conseguinte, um impacto maior na poupança. Pelo contrário, as alterações permanentes do nível de rendimento terão um impacto mais pequeno no nível de poupança. Dado o carácter não permanente das flutuações cíclicas do rendimento, no curto-prazo, é de esperar um comportamento pró-cíclico da poupança⁽⁴⁾, mesmo tendo em conta a imperfeição de medida que resulta da despesa em aquisição de bens duradouros ser integralmente considerada consumo (deduzida à poupança) no ano em que ocorre.

O Gráfico 3 mostra a evolução da taxa de poupança na vizinhança dos anos em que a taxa de variação do PIB foi mais negativa. Assim, tomando o ano *t* como o ano de maior redução do produto, as linhas representam a diferença entre a taxas de poupança⁽⁵⁾ nos anos adjacentes e no ano *t*.

(4) Sobre o comportamento pró-cíclico da poupança veja-se Diana Bonfim e Pedro Duarte Neves, "Comportamento cíclico da economia portuguesa: 1953-1995", Boletim Económico do Banco de Portugal, Junho de 2002.

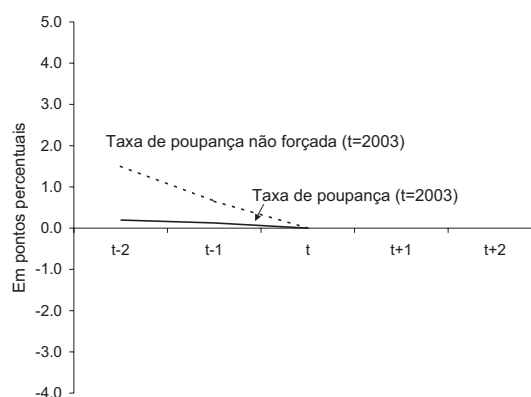
(5) A taxa de poupança de 2002 foi ajustada do perdão fiscal, que foi concretizado no final de 2002 e que, por isso, constituiu uma surpresa para as famílias.

Gráfico 3
DIFERENÇAS DA TAXA DE POUPANÇA
FACE AO ANO DE RECESSÃO



Nota: Para melhor permitir a comparação, para cada episódio subtraiu-se à taxa de poupança o valor por ela assumido no ano de recessão. Devido a esta normalização, para todos os anos de recessão (ano t) o valor do indicador apresentado é nulo.

Gráfico 4
EVOLUÇÃO DA POUPANÇA
DAS FAMÍLIAS



Nota: A poupança não forçada é obtida retirando à poupança uma estimativa das amortizações previstas nos planos de prestações dos empréstimos, a mais de um ano, contraídos pelas famílias.

Ao contrário dos períodos que antecederam as recessões de 1984 e 1993, no período 2001-2003 não se verificou uma diminuição significativa da taxa de poupança das famílias, que se manteve próxima dos 12 por cento do rendimento disponível. Este comportamento não pode ser explicado nem pela alteração da inflação nem pelo rendimento disponível real, uma vez que ambos desaceleraram em simultâneo com a desaceleração do PIB.

Saliente-se que nos anos anteriores à participação na área do euro verificou-se uma diminuição significativa da taxa de poupança das famílias. Esta redução esteve, em parte, associada à redução da inflação, pelos dois motivos anteriormente referidos, mas reflecte também a redução da taxa de juro real, o acesso mais fácil ao crédito e as expectativas criadas relativamente à evolução do rendimento futuro. As condições existentes e as expectativas em relação à evolução do rendimento levaram a um aumento substancial das despesas de investimento em habitação e com a aquisição de bens duradouros.

A redução da taxa de poupança foi nos últimos anos da década de 90 acompanhada por um aumento do endividamento bruto das famílias. Este acréscimo do endividamento, que continuou a observar-se nos anos mais recentes, implicou um aumento da parte do rendimento disponível aplicada na amortização da dívida, o que constitui uma forma forçada de poupança. No Gráfico 4 mostra-se a evolução do indicador convencional da taxa de poupança das famílias e o indicador que se obtém excluindo o valor das amortizações de empréstimos de prazo superior a um ano. Neste caso, verifica-se que a poupança não forçada das famílias apresentou um claro decréscimo durante os anos da desaceleração económica, mais à semelhança do que tinha ocorrido nos anos que antecederam as duas outras recessões (períodos em que o rácio do endividamento das famílias não tinha sofrido alterações tão sensíveis como nos anos mais recentes).

Caixa II.3.2. O COMPORTAMENTO DA PROCURA EXTERNA DE BENS RELEVANTE PARA A ECONOMIA PORTUGUESA

O potencial de crescimento das exportações portuguesas é determinado, em larga medida, pela evolução da procura nos seus principais mercados de destino. No Quadro 1 é apresentado um indicador de procura externa dirigida à economia portuguesa com base na agregação das importações de bens dos 17 principais parceiros comerciais de Portugal, usando como ponderadores o peso desses países nas exportações portuguesas de mercadorias no ano anterior⁽¹⁾. Os 17 países considerados incluem os restantes 11 países da área do euro com um peso de 76 por cento no indicador de procura externa, dos quais se destacam, pelo seu peso individual, a Espanha, a Alemanha e a França. Os restantes 24 por cento encon-

Quadro 1

PROCURA EXTERNA DE BENS

Taxa de variação em volume, em percentagem

	Pesos 2002	2001	2002	2003
Procura externa relevante para a economia portuguesa ^(a)	100.0	1.0	0.7	4.0
Procura externa intra-área do euro	76.4	1.2	0.3	4.1
da qual:				
Espanha	23.3	3.3	1.5	7.8
Alemanha	20.5	-0.3	-1.5	5.0
França	15.1	1.0	1.4	0.3
Procura externa extra-área do euro	23.6	0.5	2.1	4.0
da qual:				
Reino Unido	11.9	3.2	1.7	4.4
Estados Unidos	6.3	-3.2	3.7	4.8
<i>Por memória:</i>				
Comércio mundial de bens		-0.5	3.1	5.2
PIB mundial		2.4	3.0	3.9
PIB dos principais parceiros comerciais ^(b)		1.8	1.2	1.2
do qual:				
Espanha		2.8	2.0	2.4
Alemanha		1.0	0.2	-0.1
França		2.1	1.1	0.5
Reino Unido		2.1	1.6	2.2
Estados Unidos		0.5	2.2	3.1

Fontes: INE, Comissão Europeia (AMECO database), Instituto de Estatística do Reino Unido e FMI (World Economic Outlook) e Thomson Financial Datastream.

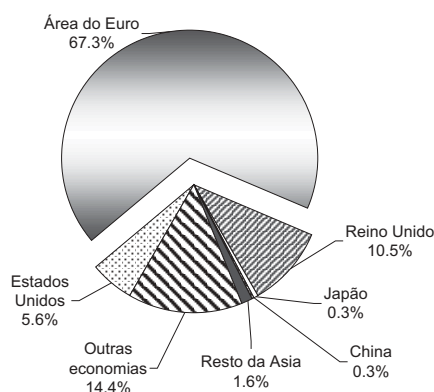
Notas:

- (a) Calculada como uma média ponderada do crescimento real das importações de bens dos 17 principais parceiros comerciais. Cada país foi ponderado de acordo com o seu peso como mercado de exportação de Portugal no ano anterior. Os 17 países seleccionados constituem o destino de cerca de 90 por cento do total exportado.
- (b) Calculado como uma média ponderada do crescimento real do PIB dos mesmos 17 parceiros comerciais considerados no indicador de procura externa. Os pesos utilizados foram os mesmos do indicador de procura externa (pesos nas exportações portuguesas).

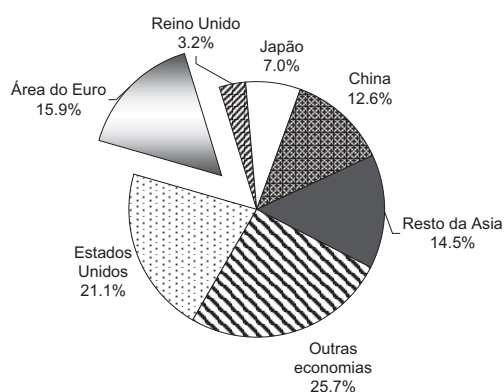
(1) Os países considerados, ordenados de acordo com o respectivo peso, são: Espanha, Alemanha, França, Reino Unido, Estados Unidos, Itália, Bélgica, Países Baixos, Suécia, Suíça, Dinamarca, Áustria, Noruega, Irlanda, Canada, Finlândia e Grécia.

Gráfico 1
PESOS DAS PRINCIPAIS ÁREAS ECONÓMICAS
NAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS
E NO PIB MUNDIAL

Pesos nas exportações portuguesas^(a)



Pesos no PIB mundial^(b)



Fontes: FMI (World Economic Outlook) e INE.

Notas:

- (a) Pesos no total das exportações portuguesas em 2002.
 (b) Pesos no PIB mundial avaliados em paridades do poder de compra em 2003.

bens e serviços. Como resultado, o PIB da Espanha cresceu 2.4 por cento em 2003, significativamente acima do observado para a área do euro. Em contraste, a aceleração das importações de bens da Alemanha em 2003 teve lugar num contexto de um crescimento virtualmente nulo da actividade económica, pelo segundo ano consecutivo. Esta evolução da actividade reflectiu a manutenção da fraqueza das principais componentes da procura interna, a par de uma desaceleração das exportações. Assim, a con-

tram-se repartidos por diversas áreas geográficas, destacando-se as economias do Reino Unido e dos Estados Unidos (EUA).

Em 2003, a procura externa medida pelo crescimento ponderado das importações de bens dos principais parceiros comerciais de Portugal cresceu 4.0 por cento, mais 3.3 pontos percentuais (p.p.) que no ano anterior, ficando, contudo, aquém do crescimento verificado pelo comércio mundial (Quadro 1). Este comportamento reflectiu o facto dos principais mercados de destino das exportações portuguesas não coincidirem com as economias onde a actividade se apresentou mais dinâmica, nomeadamente os EUA e as economias asiáticas em desenvolvimento⁽²⁾, tal como é ilustrado pela comparação entre o crescimento ponderado do PIB dos principais parceiros comerciais de Portugal e da actividade económica mundial. Com efeito, os EUA e a Ásia (excluindo o Japão) representam no seu conjunto cerca de metade do PIB mundial, mas o seu peso no total das exportações portuguesas era inferior a 8 por cento em 2002 (Gráfico 1). Em contraste, a área do euro, destino de cerca de dois terços das exportações portuguesas, cresceu 0.4 por cento, significativamente menos do que a média mundial em 2003⁽³⁾.

A aceleração da procura externa de bens dirigida à economia portuguesa em 2003 teve subjacente um maior crescimento das importações na generalidade dos seus maiores parceiros comerciais. A procura externa intra-área do euro registou uma aceleração, de 0.3 por cento em 2002 para 4.1 por cento em 2003, reflectindo essencialmente o crescimento das importações de bens da Espanha e da Alemanha. No caso da economia espanhola, este comportamento traduziu o dinamismo do consumo privado e do investimento, bem como uma aceleração das exportações de

(2) Veja-se a secção I.1.1. "A economia mundial em 2003" deste Relatório.

(3) Veja-se a secção I.2. "Evolução económica na área do euro" deste Relatório.

firmar-se a aceleração das importações, ter-se-á assistido a um aumento substancial da penetração de produtos estrangeiros no mercado interno alemão.

Contrariamente ao observado na Espanha e na Alemanha, as compras de bens ao exterior da economia francesa registaram uma desaceleração em 2003, em linha com o menor crescimento da procura global. Esta evolução reflectiu essencialmente a queda significativa das exportações de bens e serviços, uma vez que o ritmo de crescimento da procura interna se manteve praticamente inalterado. O comportamento das exportações traduziu-se num contributo mais negativo do sector externo para o crescimento do PIB em 2003, que se situou em 0.5 por cento (menos 0.6 p.p. que em 2002).

A procura externa de bens relevante para a economia portuguesa com origem em países fora da área do euro registou igualmente uma aceleração, de 2.1 em 2002 para 4.0 por cento em 2003. No Reino Unido, de acordo com as estatísticas do comércio externo excluindo as transacções fraudulentas de fuga ao pagamento do IVA⁽⁴⁾, verificou-se uma aceleração real das importações de bens em 2003, associada ao crescimento robusto da procura interna, em particular do consumo privado. Adicionalmente, verificou-se uma aceleração das exportações de bens, em linha com a recuperação da procura mundial e com a depreciação efectiva da libra. Neste contexto, a economia britânica cresceu 2.2 por cento em 2003, mais 0.6 p.p. do que no ano anterior. As importações de bens dos EUA cresceram também a um ritmo superior ao observado em 2002, reflectindo a aceleração da procura global. A economia norte-americana cresceu 3.1 por cento em 2003, que compara com 2.2 por cento em 2002, num quadro em que se manteve um forte estímulo das políticas macro-económicas. O crescimento do consumo privado continuou robusto e a despesa pública voltou a registar um aumento considerável. Adicionalmente, observou-se uma recuperação do investimento do sector empresarial e uma recuperação das exportações, que beneficiaram do fortalecimento da actividade internacional e da depreciação do dólar.

Em 2003, o crescimento das exportações portuguesas de mercadorias voltou a exceder o observado para a procura externa, traduzindo-se num ganho de quota de 1.5 e 1.7 por cento em termos reais e nominais, respectivamente (Quadro 2). Uma análise desagregada revela que se verificaram ganhos de quota nominal nos principais parceiros, à excepção da Alemanha. Esta perda de quota no mercado alemão ter-se-á concentrado no sector automóvel. Com efeito, a redução das exportações portuguesas para a Alemanha em 2003 foi particularmente pronunciada neste sector (-36.5 por cento, em termos nominais). Simultaneamente, verificou-se um aumento nominal das importações alemãs de material de transporte, em particular de países de fora da área do euro. Tudo indica que estas importações terão tido origem em alguns dos novos estados-membros da União Europeia, nomeadamente República Checa e Eslováquia. A capacidade exportadora destes países tem vindo a ser beneficiada por importantes entradas de investimento directo estrangeiro, associadas à deslocalização de produção de países da área do euro.

(4) Actualmente, o Instituto de Estatística britânico divulga dados do comércio internacional incluindo e excluindo as transacções fraudulentas associadas à fuga ao pagamento de IVA. Para avaliação da procura externa dirigida à economia portuguesa e da actividade económica no Reino Unido, considerou-se mais relevante a utilização das importações e exportações excluindo estas transacções. Para uma análise mais detalhada do impacto das transacções fraudulentas, veja-se a secção I.1.4. "Reino Unido" deste Relatório.

Quadro 2

EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS, PROCURA EXTERNA E QUOTA DE MERCADO

Taxa de variação nominal em euros, em percentagem

	Exportações de Portugal			Procura Externa ^(a)			Quota de Mercado		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Total de bens	3.1	2.8	2.4	0.8	-1.8	0.6	2.3	4.7	1.7
Intra-área do euro	4.7	3.0	2.0	1.4	-1.8	2.7	3.3	4.9	-0.7
do qual:									
Espanha	2.3	10.9	14.9	3.1	0.0	7.3	-0.8	10.9	7.1
Alemanha	9.9	-2.9	-15.3	0.5	-3.7	2.4	9.4	0.9	-17.3
França	3.2	8.7	4.7	-0.5	-2.2	-0.8	3.7	11.1	5.5
Extra-área do euro	1.3	2.5	3.1	-1.1	-1.9	-6.2	2.4	4.4	9.9
do qual:									
Reino Unido	-2.0	4.8	2.4	0.5	-2.0	-5.8	-2.5	6.9	8.7
EUA	0.9	2.1	1.9	-3.1	-3.5	-9.9	4.2	5.8	13.1
<i>Por memória:</i>									
Total de Bens (t.v. real)	1.8	2.3	5.7	1.0	0.7	4.0	0.8	1.5	1.5

Fontes: INE, Comissão Europeia (*AMECO database*), Instituto de Estatística do Reino Unido, FMI (*World Economic Outlook*) e Banco de Portugal.

Notas:

- (a) Calculada como uma média ponderada do crescimento nominal das importações de bens, avaliadas em euros, dos 17 principais parceiros comerciais. Cada país foi ponderado de acordo com o seu peso como mercado de exportação de Portugal no ano anterior. Os 17 países seleccionados constituem o destino de cerca de 90 por cento do total exportado.

Caixa II.3.3. EVOLUÇÃO DA ESTRUTURA PRODUTIVA E DAS EXPORTAÇÕES EM PORTUGAL DESDE A ADEÇÃO À COMUNIDADE ECONÓMICA EUROPEIA

Nas duas últimas décadas, período pós-adesão à Comunidade Económica Europeia (CEE), a importância relativa de cada um dos principais sectores da economia portuguesa (quer em termos do VAB, quer em termos do emprego) registou importantes alterações (Quadro 1). Este período foi caracterizado por uma redução do peso do sector primário no total do VAB (de 9.4 por cento, em 1980-1984, para 3.9

Quadro 1

VALOR ACRESCENTADO BRUTO (VAB) E EMPREGO NOS PRINCIPAIS SECTORES DA ECONOMIA PORTUGUESA

Peso no total do VAB a preços correntes (em percentagem)

	1980-1984	1985-1989	1990-1994	1995-1999	2000-2003 ^(a)
Agricultura, silvicultura e pesca	9.4	8.0	5.7	4.6	3.9
Indústria extractiva	0.3	0.4	0.6	0.5	0.3
Indústria transformadora	25.0	26.4	22.5	20.1	18.2
Electricidade, gás e água	2.5	3.9	3.7	3.3	2.8
Construção	10.4	6.9	7.0	7.5	7.8
Serviços	52.5	54.4	60.5	64.1	66.9
Serviços excl. serviços pessoais e serviços sociais . . .	34.4	35.1	37.7	39.3	39.7
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Peso no total do emprego (em percentagem)

	1980-1984	1985-1989	1990-1994	1995-1999	2000-2003
Agricultura, silvicultura e pesca	17.6	15.3	12.6	11.6	9.5
Indústria extractiva	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
Indústria transformadora	24.6	24.8	23.3	21.0	19.3
Electricidade, gás e água	1.0	1.0	0.8	0.7	0.6
Construção	9.6	8.9	8.6	9.2	10.2
Serviços	46.8	49.6	54.3	57.2	60.1
Serviços excl. serviços pessoais e serviços sociais . . .	24.7	25.6	28.9	31.3	33.1
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fontes: 1985-1995: Retropolação com taxas de variação das *Séries Longas* do Banco de Portugal.

1995-2001: Contas Nacionais (INE).

2002-2003: Estimativas Banco de Portugal (VAB) e Inquérito ao emprego do INE.

Nota:

(a) 2002 e 2003 – preços constantes de 2001.

por cento, em 2000-2003) e por uma diminuição da importância da indústria transformadora (de 25.0 para 18.2 por cento), apesar do aumento registado no final da década de 80. Por outro lado, a importância dos serviços aumentou progressivamente ao longo do período, atingindo 66.9 por cento do total do VAB em 2000-2003 (52.5 por cento em 1980-1984). No entanto, os serviços sociais e pessoais⁽¹⁾, onde predominam os serviços prestados pela administração pública, foram os principais responsáveis por

(1) Este sub-sector é utilizado como proxy para os serviços não mercantis ao ser constituído por serviços que, pela sua natureza, têm uma grande componente não mercantil. Este sub-sector inclui os seguintes serviços: “Administração pública, defesa e segurança social”, “Educação”, “Saúde e acção social”, “Saneamento, higiene pública e actividades similares”, “Actividades associativas diversas”, “Actividades recreativas, culturais e desportivas”, “Outras actividades de serviços colectivos, sociais e pessoais” e “Famílias com empregados domésticos”. O conjunto “serviços excluindo serviços sociais e serviços pessoais” é composto pelos seguintes sub-sectores: “Comércio e reparação”, “Alojamento e restauração”, “Transportes”, “Correios e telecomunicações”, “Actividades financeiras” e “Actividades imobiliárias, alugueres e serviços prestados às empresas”.

esta alteração de estrutura nos serviços. Em termos de emprego, os resultados não diferem muito, tendo as reduções dos pesos do sector primário e da indústria transformadora sido compensadas por um aumento significativo do peso dos serviços, embora com um contributo menor dos serviços sociais e pessoais⁽²⁾.

O Quadro 2 pretende resumir a evolução das alterações sectoriais ocorridas em Espanha, Grécia, Irlanda e no conjunto da União Europeia (UE-15), permitindo uma comparação com o verificado em Portugal. Em termos gerais, as alterações estruturais verificadas em Portugal são no mesmo sentido das observadas no conjunto da UE-15, embora mais pronunciadas. Principalmente, o contributo dos serviços sociais e pessoais para a alteração do peso dos serviços da estrutura do VAB foi bastante mais importante em Portugal do que no conjunto da UE-15 e nos outros países da Coesão (Espanha, Grécia e Irlanda). A Irlanda constitui a excepção a este padrão de evolução sectorial, uma vez que a redução do peso do sector primário foi compensado, no essencial, por um aumento da importância relativa da indústria transformadora, enquanto o peso dos serviços no VAB se manteve relativamente estável.

No que respeita ao sector mais transaccionável da economia portuguesa, a indústria transformadora, a redução do seu peso na estrutura produtiva ocorreu a par de uma alteração da importância relativa dos seus sub-sectores (Quadro 3). No período em análise, as “indústrias alimentares, das bebidas e do tabaco”, de “fabricação de outros produtos minerais não metálicos” e “máquinas e equipamento” registaram os aumentos mais significativos em termos do seu peso relativo no total da indústria transformadora. No conjunto dos sectores ditos tradicionais (indústrias alimentares, têxtil, peles, calçado, madeira, cortiça e papel), o peso no VAB diminuiu ligeiramente de 55.6 por cento, na média dos anos 1980-1984, para 54.3 por cento, em média no período 2000-2003, tendo-se verificado um aumento na segunda metade da década de 80, após a adesão à CEE. Refira-se que este comportamento não foi homogéneo quando se analisa em termos desagregados. De facto, apenas no sub-sector têxtil se observou uma redução pronunciada (de 21.8 para 16.7 por cento), que foi, no entanto, compensada pelo já referido aumento do peso das indústrias alimentares, das bebidas e tabaco (de 14.8 para 18.5 por cento). No que respeita ao emprego, o peso dos sectores tradicionais também se manteve relativamente estável quando se compara o período 1980-1984 com o período 2000-2003, com o aumento observado até meados da década de 90 a ser revertido posteriormente. Adicionalmente, saliente-se que o peso no VAB do sub-sector “fabricação de material de transporte” diminuiu de 8.8 por cento, nos anos 1980-1984, para 7.4 por cento, no período 2000-2003. Algumas unidades industriais deste sector, cuja produção se dirigia ao mercado interno num contexto de protecção de concorrência, foram encerradas no final dos anos 80 e início da década de 90 após a liberalização do mercado interno, conduzindo assim a um decréscimo da importância deste sub-sector. Posteriormente, durante a segunda metade da década de 90, observou-se um aumento da importância relativa do sub-sector “material de transporte”, associado essencialmente a projectos de investimento directo estrangeiro, sendo a produção correspondente dirigida para o mercado externo.

A alteração da estrutura das exportações portuguesas⁽³⁾ no período pós-1986 foi bastante mais significativa quando comparada com a transformação ocorrida no VAB da indústria transformadora (Quadro 4). As exportações dos sectores mais tradicionais apresentaram uma redução gradual, embora substancial em termos acumulados, ao longo das últimas duas décadas. De facto, o peso conjunto deste grupo de produtos no total das exportações portuguesas passou de 58.4 por cento, na média dos anos 1983-1984⁽⁴⁾, para 40.9 por cento no período 2000-2003. Saliente-se, contudo, que, nos primeiros anos

(2) Refira-se que o VAB deste sub-sector é constituído essencialmente pela massa salarial. Desta forma, o seu aumento está, em larga medida, associado à alteração da remuneração média em termos relativos, ou seja, ao crescimento significativo das remunerações médias deste sub-sector acima do verificado nos outros sectores.

(3) Veja-se “Caixa II.3.2. Evolução da estrutura por produto das exportações portuguesas de mercadorias”, Banco de Portugal – Relatório Anual de 2000.

Quadro 2 (continua)

VALOR ACRESCENTADO BRUTO (VAB) E EMPREGO NOS PRINCIPAIS SECTORES DA ECONOMIA

Peso no total do VAB a preços correntes (em percentagem)

	União Europeia (UE-15) ^(a)					Espanha				
	1980-1984	1985-1989	1990-1994	1995-1999	2000-2002	1980-1984	1985-1989	1990-1994	1995-1999	2000-2002
Agricultura, silvicultura e pesca	4.2	3.6	3.0	2.6	2.3	6.4	5.8	4.8	4.3	3.4
Indústria extractiva	2.1	1.1	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8	0.6	0.5	0.4
Indústria transformadora	25.0	24.1	21.5	20.2	19.3	24.9	23.0	19.3	18.6	17.4
Electricidade, gás e água	2.5	2.5	2.5	2.3	2.0	2.5	3.3	3.1	2.7	2.1
Construção	6.5	6.0	6.2	5.5	5.4	7.2	7.0	8.0	7.4	8.8
Serviços	59.8	62.8	66.0	68.6	70.1	58.1	60.2	64.1	66.4	67.8
Serviços excluindo serviços pessoais e serviços sociais . . .	39.1	42.6	44.8	46.9	48.4	41.0	42.4	44.2	45.8	47.5
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Peso no total do VAB a preços correntes (em percentagem)

	Grécia					Irlanda ^(b)				
	1980-1984	1985-1989	1990-1994	1995-1999	2000-2002	1980-1984	1985-1989	1990-1994	1995-1999	2000-2002
Agricultura, silvicultura e pesca	12.5	11.7	10.4	8.7	7.1	-	10.8	8.6	5.8	3.6
Indústria extractiva	1.1	1.0	0.7	0.6	0.6	-	0.9	0.9	0.8	0.7
Indústria transformadora	17.9	17.1	14.6	12.3	11.9	-	25.8	27.3	31.3	33.1
Electricidade, gás e água	2.1	2.7	2.6	2.1	1.8	-	2.3	2.3	1.6	1.3
Construção	7.6	7.1	7.1	6.8	8.0	-	5.5	5.2	5.8	7.3
Serviços	58.7	60.5	64.5	69.5	70.6	-	54.8	55.7	54.7	54.1
Serviços excluindo serviços pessoais e serviços sociais . . .	43.0	42.9	45.9	49.7	50.1	-	35.8	35.3	36.5	38.4
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	-	100.0	100.0	100.0	100.0

Quadro 2 (continuação)

VALOR ACRESCENTADO BRUTO (VAB) E EMPREGO NOS PRINCIPAIS SECTORES DA ECONOMIA

Peso no total do emprego (em percentagem)

	União Europeia (UE-15) ^(c)					Espanha				
	1980-1984	1985-1989	1990-1994	1995-1999	2000-2002	1980-1984	1985-1989	1990-1994	1995-1999	2000-2002
Agricultura, silvicultura e pesca	8.6	7.1	5.5	4.6	4.2	16.2	13.3	9.2	7.6	6.2
Indústria extractiva	0.6	0.5	0.4	0.2	0.2	0.7	0.6	0.4	0.3	0.2
Indústria transformadora	24.9	22.8	21.0	19.3	18.6	21.7	20.1	18.9	18.4	18.1
Electricidade, gás e água	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.4
Construção	7.8	7.2	7.4	7.1	7.1	8.6	8.3	9.5	9.3	10.7
Serviços	57.2	61.4	64.8	68.0	69.1	52.1	57.0	61.5	63.9	64.3
Serviços excluindo serviços pessoais e serviços sociais . . .	32.7	34.9	36.7	38.6	39.7	31.4	33.1	34.6	36.1	36.9
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Peso no total do emprego (em percentagem)

	Grécia					Irlanda				
	1980-1984	1985-1989	1990-1994	1995-1999	2000-2002	1980-1984	1985-1989	1990-1994	1995-1999	2000-2002
Agricultura, silvicultura e pesca	-	-	-	18.8	16.8	17.0	15.5	13.3	9.8	7.3
Indústria extractiva	-	-	-	0.4	0.4	1.0	0.7	0.5	0.4	0.4
Indústria transformadora	-	-	-	16.0	15.1	20.1	19.0	19.3	19.2	17.5
Electricidade, gás e água	-	-	-	1.1	1.0	1.3	1.3	1.1	0.9	0.7
Construção	-	-	-	6.7	7.3	8.2	6.8	6.9	8.2	10.3
Serviços	-	-	-	56.9	59.4	52.4	56.7	58.9	61.6	63.9
Serviços excluindo serviços pessoais e serviços sociais . . .	-	-	-	34.6	36.6	29.5	33.4	33.9	36.1	39.7
Total	-	-	-	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fontes: OCDE *STAN Indicators database* e Banco de Portugal.

Notas:

(a) Para o período 1980-1984, por indisponibilidade de dados, o agregado UE-15 exclui a Irlanda e Luxemburgo.

(b) No caso da Irlanda os dados são referentes ao período 1986-2001.

(c) Por indisponibilidade de dados, no caso do emprego, o agregado União Europeia exclui a Bélgica, Grécia, Países Baixos e Luxemburgo.

Quadro 3

**VALOR ACRESCENTADO BRUTO (VAB) E EMPREGO
NA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA**

Peso no total do VAB da indústria transformadora (em percentagem)

	1980 -1984	1985- 1989	1990 -1994	1995 -1999	2000 -2003 ^(a)
Indústrias alimentares, das bebidas e do tabaco	14.8	15.2	17.4	17.6	18.5
Indústria têxtil	21.8	23.7	22.3	18.9	16.7
Indústria do couro e de produtos do couro	2.9	4.0	4.7	5.0	4.2
Indústria da madeira e cortiça	6.1	4.2	4.4	4.5	4.9
Fabricação de pasta, de papel e cartão e seus artigos; edição e impressão	10.0	11.3	9.2	9.4	10.0
Fabricação de produtos químicos, borracha, plásticos e produtos petrolíferos.	8.9	10.5	9.8	9.2	8.7
Outros produtos minerais não metálicos	5.8	5.7	7.5	8.5	8.6
Indústrias metalúrgicas de base e de produtos metálicos	9.4	7.9	7.1	6.1	6.0
Máquinas e equipamento	8.3	7.3	9.0	10.1	10.0
Fabricação de material de transporte	8.8	7.0	4.5	6.3	7.4
Indústrias transformadoras, n.e.	3.2	3.2	4.1	4.4	5.0
Total indústria transformadora	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<i>Por memória:</i>					
Indústria alimentar, têxtil, peles, calçado, madeira, cortiça e papel. ...	55.6	58.4	58.0	55.3	54.3
Máquinas, equipamento e material de transporte	17.1	14.2	13.6	16.4	17.3

Peso no total do emprego da indústria transformadora (em percentagem)

	1980 -1984	1985 -1989	1990 -1994	1995 -1999	2000 -2003
Indústrias alimentares, das bebidas e do tabaco	15.2	15.2	15.1	15.6	16.8
Indústria têxtil	27.9	31.3	31.3	28.7	26.9
Indústria do couro e de produtos do couro	3.9	5.7	6.8	7.2	6.4
Indústria da madeira e cortiça	6.6	5.9	5.6	5.8	5.4
Fabricação de pasta, de papel e cartão e seus artigos; edição e impressão	5.0	4.6	4.6	4.9	5.1
Fabricação de produtos químicos, borracha, plásticos e produtos petrolíferos.	7.7	6.8	5.8	5.5	5.4
Outros produtos minerais não metálicos	6.1	5.7	6.1	6.3	6.4
Indústrias metalúrgicas de base e de produtos metálicos	7.9	7.2	6.9	6.8	6.9
Máquinas e equipamento	6.9	6.5	7.4	9.0	9.7
Fabricação de material de transporte	5.6	4.4	3.7	4.0	4.3
Indústrias transformadoras, n.e.	7.3	6.8	6.8	6.3	6.8
Total indústria transformadora	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<i>Por memória:</i>					
Indústria alimentar, têxtil, peles, calçado, madeira, cortiça e papel. ...	58.6	62.7	63.3	62.2	60.6
Máquinas, equipamento e material de transporte	12.4	10.8	11.1	13.1	14.0

Fontes: 1985-1995: Retropolação com taxas de variação das *Séries Longas* do Banco de Portugal.

1995-2001: Contas Nacionais (INE).

2002-2003: Estimativas Banco de Portugal.

Nota:

(a) 2002 e 2003 – preços constantes de 2001.

após a adesão à CEE, as exportações deste tipo de produtos registaram crescimentos acima da média. Em particular, a redução da importância relativa das exportações de “vestuário e calçado” só é visível após 1993⁽⁵⁾ (Gráfico 1). De facto, numa primeira fase, a abertura dos mercados externos, possibilitada pela adesão à CEE, permitiu explorar vantagens comparativas da economia portuguesa neste tipo de

(4) As séries anuais divulgadas pela antiga Direcção-Geral de Relações Económicas Internacionais (DGREI), no que se refere à evolução por grupos e subgrupos de produtos, têm início em 1983.

(5) Veja-se nota de pé-de-página (3) neste texto.

Quadro 4

ESTRUTURA DAS EXPORTAÇÕES DE MERCADORIAS (PREÇOS CORRENTES)^(a)

Peso no total das exportações (em percentagem)

	1983-1984	1985-1989	1990-1994	1995-1999	2000-2003
Agro-alimentares	11.4	8.6	7.5	7.4	7.4
Energéticos	4.9	3.2	3.3	2.2	2.2
Químicos	8.2	6.9	5.9	6.3	7.9
Madeira, cortiça e papel	13.9	14.1	11.1	9.8	9.6
Pele, couros e têxteis	13.5	10.9	8.6	7.8	7.3
Vestuário e calçado	19.6	27.6	29.5	22.3	16.7
Minérios e metais	6.6	6.0	6.1	5.7	6.2
Máquinas	12.1	11.4	14.1	17.2	19.4
Material de transporte	4.3	5.4	6.7	14.4	16.4
Produtos acabados diversos	5.6	5.9	7.1	7.0	7.1
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<i>Por memória:</i>					
Agro-alimentares, madeira, cortiça, papel, pele, couros, têxteis, vestuário e calçado	58.4	61.3	56.8	47.2	40.9
Máquinas e material de transporte	16.4	16.8	20.8	31.6	35.8

Fonte: Ministério da Economia – Gabinete de Estratégia e Estudos (antiga Direcção-Geral de Relações Económicas Internacionais (DGREI)).

Notas:

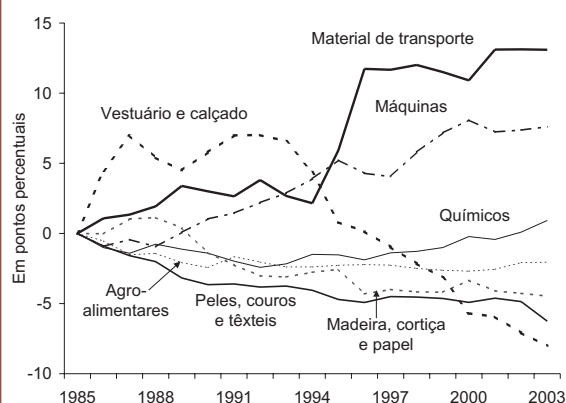
(a) As séries anuais divulgadas pela antiga DGREI, no que se refere à evolução por grupos e subgrupos de produtos, têm início em 1983.

produtos. No período pós-1986, verificou-se um aumento gradual da especialização do sector exportador português em produtos com maior potencial de crescimento. Os exemplos mais claros são as “máquinas” e o “material de transporte”, cujas exportações registaram um forte crescimento, em particular

a partir de meados da década de 90. O peso agregado destes dois grupos de produtos no total das exportações aumentou de 16.4 por cento em 1983-1984 para 35.8 por cento em 2000-2003. Esta alteração estrutural esteve, em larga medida, associada ao forte aumento do investimento directo estrangeiro verificado nestes sectores da indústria transformadora no período pós-adesão. Refira-se que os fluxos de investimento directo na indústria transformadora portuguesa foram especialmente elevados desde finais dos anos 80 até meados da década de 90. Em particular nestes dois sub-sectores de bens de equipamento, a entrada de capital estrangeiro terá permitido, através de melhorias tecnológicas, aumentar a capacidade competitiva nestas áreas. Deste modo, o investimento directo estrangeiro parece ter tido um papel importante na dinâmica de reestruturação industrial, aumentando a oferta nacional para mercados de exportação em sectores não tradicionais.

Gráfico 1
EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS
DE MERCADORIAS POR PRINCIPAIS
GRUPOS DE PRODUTOS

Evolução dos pesos no total,
em termos acumulados desde 1985 (1985=0)



Fonte: Ministério da Economia – Gabinete de Estratégia e Estudo (antiga Direcção-Geral de Relações Económicas Internacionais).

Quadro 5

COMPARAÇÃO DA ESTRUTURA DAS EXPORTAÇÕES DE MERCADORIAS POR GRUPOS DE PRODUTOS (COM BASE NA CTCI)

Peso no total das exportações (em percentagem)

		Portugal		União Europeia (EU-15)		Espanha		Grécia		Irlanda	
		1995- 1999	2000- 2003	1995- 1999	2000- 2003	1995- 1999	2000- 2003	1995- 1999	2000- 2003	1995- 1999	2000- 2003
CTCI 0	Produtos alimentares e animais vivos	3.9	4.2	7.1	6.2	12.3	11.9	17.3	15.6	10.9	6.6
CTCI 1	Bebidas e tabacos	2.6	2.6	1.5	1.5	1.7	1.6	5.8	4.6	1.4	1.2
CTCI 24+25	Materiais em bruto – madeira, cortiça e papel.	2.9	2.4	0.7	0.6	0.5	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1
CTCI 2 *	Outros materiais em bruto, não comestíveis, excepto os combustíveis	1.7	1.3	1.9	1.6	1.6	1.6	6.1	5.3	1.4	1.2
CTCI 3	Combustíveis	2.2	2.2	2.7	3.7	2.5	3.4	7.9	10.2	0.3	0.3
CTCI 4	Óleos, gorduras e ceras, de origem animal ou vegetal.	0.6	0.4	0.4	0.3	1.2	1.1	4.7	2.3	0.1	0.0
CTCI 5	Produtos químicos e produtos conexos, n.e.	4.8	5.7	12.9	14.4	8.6	10.4	6.0	9.8	27.3	38.3
CTCI 61+65	Artigos manufacturados – peles, couros e têxteis.	7.4	7.0	3.1	2.5	3.4	3.0	4.9	4.6	1.1	0.6
CTCI 63+ 64	Artigos manufacturados – madeira, cortiça e papel.	6.7	7.0	3.0	2.8	2.1	2.3	1.1	1.2	0.5	0.4
CTCI 6 *	Outros artigos manufacturados, classificados por matéria-prima	8.7	9.6	10.8	9.8	12.8	11.6	14.1	15.1	2.1	1.2
CTCI 70 a 77	Máquinas.	17.2	19.2	27.1	27.0	16.4	15.6	7.6	10.3	36.1	34.8
CTCI 78 + 79	Material de transporte.	14.5	16.3	14.9	15.9	25.7	25.6	1.7	2.2	0.9	0.8
CTCI 84	Vestuário e acessórios de vestuário.	14.7	10.9	2.4	2.1	1.5	2.0	16.3	13.0	0.9	0.4
CTCI 85	Calçado	7.4	5.7	0.8	0.7	2.0	1.6	0.4	0.3	0.1	0.0
CTCI 8 *	Outros artigos manufacturados diversos.	4.6	5.1	8.7	8.7	6.3	6.5	4.3	4.6	12.0	9.6
CTCI 9	Outras mercadorias	0.1	0.3	2.2	2.2	1.3	1.1	1.7	0.7	4.9	4.5
	Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<i>Por memória:</i>											
CTCI 0,1, 24+25, 61+ 65, 63+ 64, 84, 85	Produtos alimentares e animais vivos, bebidas e tabacos, peles, couros e têxteis, madeira, cortiça e papel, vestuário e acessórios de vestuário, calçado	45.6	39.8	18.6	16.4	23.5	23.0	45.9	39.3	14.9	9.3
CTCI 70 a 77, 78+79	Máquinas e material de transporte	31.7	35.6	41.9	42.9	42.1	41.2	9.3	12.6	37.0	35.6

Fonte: COMEXT – Eurostat.

Apesar da alteração na estrutura das exportações portuguesas, os produtos ditos tradicionais continuam ainda, no período mais recente, a apresentar uma importância significativa. De facto, este tipo de produtos continua a representar cerca de 40 por cento das exportações portuguesas no período 2000-2003, sensivelmente o mesmo que na Grécia, mas claramente acima do que se observa quer no conjunto da UE-15, quer em países como a Espanha e a Irlanda (Quadro 5)⁽⁶⁾. Por seu lado, no que se refere a produtos com maior conteúdo tecnológico, as exportações portuguesas de “produtos químicos e produtos conexos” apresentam um peso relativo inferior ao que se verifica no conjunto da UE-15 e restantes países em análise. Neste grupo de produtos, a diferença é especialmente elevada em relação à Irlanda, onde o peso destes produtos nas exportações atinge quase 40 por cento no período mais recente (menos de 6 por cento para Portugal). Quanto aos produtos incluídos em “máquinas” e “material de transporte”, a sua importância relativa continua a ser menor em Portugal do que no conjunto da UE-15 (cerca de 35 e 40 por cento, respectivamente), apesar do aumento verificado, em particular, na segunda metade da década de 90. Comparando com outros países, o peso conjunto destes produtos tecnologicamente mais avançados (químicos, máquinas e material de transporte) nas exportações portuguesas nos últimos quatro anos (41.3 por cento) é quase o dobro do verificado na Grécia (22.4 por cento), mas ainda inferior ao observado em Espanha (51.6 por cento) e, sobretudo, na Irlanda (73.9 por cento).

Em suma, a adesão de Portugal à CEE, em 1986, determinou alterações importantes no enquadramento institucional da economia portuguesa, motivadas pela introdução progressiva de regras mais concorrenciais de funcionamento dos mercados de produto. Para além de alterações legislativas, a adesão à CEE eliminou um conjunto de barreiras às exportações portuguesas e implicou um significativo aumento da concorrência nos mercados domésticos, por via de uma crescente penetração de produtos comunitários. Seria de esperar que, mesmo sem a adesão à CEE, uma parte do processo de abertura ao exterior e consequente alteração da estrutura sectorial das exportações portuguesas tivesse ocorrido, num contexto de progressiva liberalização do comércio de bens e serviços e de circulação de capitais à escala internacional, mas parece indiscutível que a integração europeia acelerou e intensificou fortemente esta evolução. Como mencionado acima, até meados da década de 90, o investimento directo estrangeiro deverá ter tido um papel importante na modernização do tecido industrial e, sobretudo, na alteração da estrutura das exportações portuguesas a favor de produtos tecnologicamente mais avançados. Nos últimos anos, porém, o papel do investimento directo estrangeiro neste processo de modernização foi substancialmente reduzido, em paralelo com a diminuição dos fluxos líquidos deste investimento, em particular da componente dirigida a projectos industriais orientados para a exportação⁽⁷⁾.

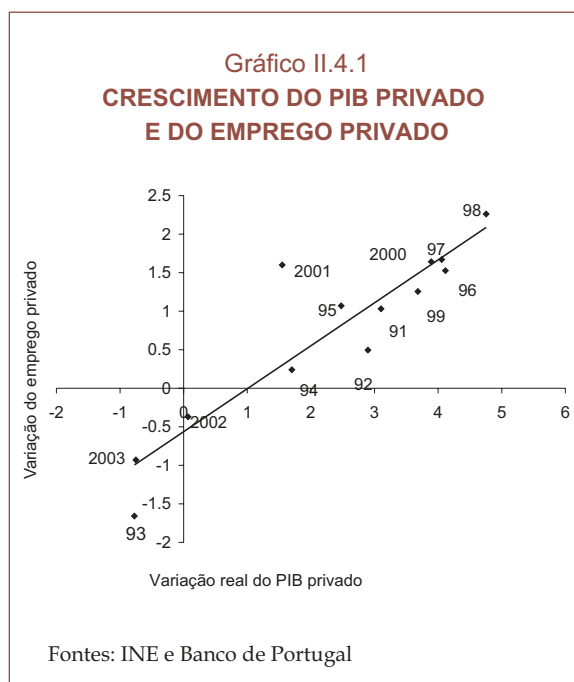
(6) Para efectuar a comparação das estruturas das exportações portuguesas e da UE foi necessário recorrer a dados do Eurostat, cuja nomenclatura por produto é diferente da utilizada pela antiga Direcção Geral de Relações Económicas Internacionais. A primeira baseia-se na Classificação Tipo do Comércio Internacional (CTCI), enquanto a segunda se baseia na Nomenclatura Combinada (NC). No entanto, a análise com base em qualquer das nomenclaturas conduz a conclusões muito semelhantes.

(7) Sobre a evolução recente do investimento directo estrangeiro, veja-se “Caixa II.6.1. Os fluxos de investimento directo estrangeiro” neste Relatório.

II.4. Emprego e salários

II.4.1. Caracterização geral

O comportamento do mercado de trabalho português ao longo de 2003 foi condicionado de forma decisiva pela quebra da actividade económica, observando-se uma diminuição do emprego e um agravamento do desemprego (Gráfico II.4.1). De acordo o Inquérito ao Emprego do INE, em 2003 verificou-se uma perda líquida de emprego de cerca de 42 mil postos de trabalho, o que representou uma variação negativa de 0.8 por cento do emprego (Quadros II.4.1 e II.4.2). A taxa média de desemprego fixou-se em 6.4 por cento da população activa, mais 1.3 pontos percentuais (p.p.) do que em 2002. A tendência estrutural de aumento da taxa de actividade foi interrompida em 2003, mantendo-se o mesmo nível de participação de 2002 (72.0 por cento). Este resultado derivou de duas evoluções contraditórias. Enquanto a taxa de actividade dos homens diminuiu de 79.3 por cento para 78.5 por cento, a taxa de actividade das mulheres aumentou de 65 por cento para 65.7 por cento, traduzindo uma significativa persistência do crescimento da par-



ticipação feminina no mercado de trabalho (Quadro II.4.2).

Em 2003, a taxa de variação nominal dos salários auferidos⁽¹⁾ no conjunto dos sectores económicos ter-se-á situado em 3 por cento, valor inferior à taxa de inflação, o que representou uma variação negativa dos salários reais de 0.4 por cento (Quadro II.4.1). No sector empresarial, os salários nominais por trabalhador au-

Quadro II.4.1

SÍNTESE DE INDICADORES DO MERCADO DE TRABALHO

	Remunerações por trabalhador ^(a)				Emprego total	Emprego por conta de outrem ^(e)	Taxa de desemprego
	Total da economia ^(b)		Sector empresarial ^(c)				
	Nominais	Reais ^(d)	Nominais	Reais ^(d)			
	(t.v.)	(t.v.)	(t.v.)	(t.v.)			
1999	5.4	3.2	4.5	2.3	1.3	2.0	4.4
2000	6.6	3.1	5.9	2.4	2.0	2.7	3.9
2001	5.5	1.6	6.0	2.0	1.4	1.2	4.1
2002	5.6	1.7	5.6	1.6	0.2	0.1	5.1
2003	3.0	-0.4	3.4	0.0	-0.8	-1.0	6.4

Fontes: INE, "Contas Nacionais" e "Inquérito ao Emprego" e Banco de Portugal.

Notas:

(a) Remunerações por trabalhador por conta de outrem; incluem os valores das tabelas salariais, benefícios complementares e contribuições patronais para a Segurança Social. Em 2003, as remunerações foram ajustadas dos efeitos da operação de cessão de créditos tributários. Veja-se secção II.2. *Política orçamental*.

(b) Excluindo o subsídio do Estado para a Caixa Geral de Aposentações (CGA).

(c) Excluindo as remunerações pagas aos trabalhadores da administração pública.

(d) Deflacionadas utilizando o deflator do Consumo Privado.

(e) Apuramento em amostra constante.

t.v.: taxa de variação em percentagem.

Quadro II.4.2

POPULAÇÃO, EMPREGO E DESEMPREGO

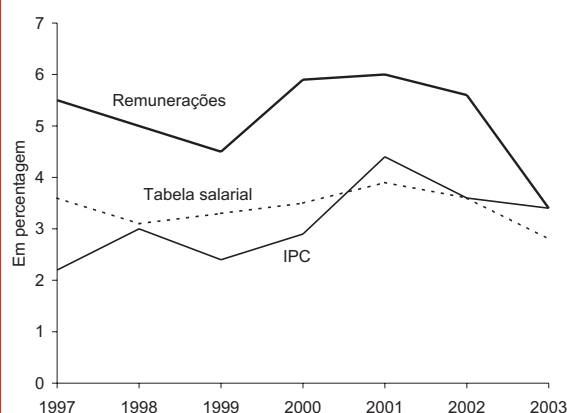
	1999	2000	2001	2002	2003	2002				2003			
						I	II	III	IV	I	II	III	IV
Em milhares:													
População residente total ^(a)	10 170.5	10 229.1	10 304.9	10 379.7	10 449.4	10 346.9	10 368.4	10 391.9	10 411.6	10 422.4	10 436.4	10 458.7	10 479.9
População activa	5 155.5	5 234.6	5 314.0	5 378.8	5 408.8	5 344.9	5 375.7	5 405.6	5 407.5	5 407.5	5 403.1	5 410.4	5 414.0
Emprego total	4 928.7	5 028.9	5 098.4	5 106.5	5 064.2	5 106.6	5 132.7	5 129.6	5 057.2	5 060.3	5 066.9	5 072.1	5 057.5
Emprego por conta de outrem	3 563.3	3 651.6	3 705.2	3 732.4	3 699.4	3 726.1	3 732.9	3 751.2	3 719.5	3 687.6	3 690.5	3 714.3	3 705.3
População desempregada	226.8	205.6	215.6	272.3	344.5	238.4	243.0	276.1	331.8	347.2	336.1	338.3	356.5
Em percentagem:													
Taxa de participação													
Total	50.7	51.2	51.6	51.8	51.8	51.7	51.8	52.0	51.8	51.9	51.8	51.7	51.7
Para os activos dos 15-64 anos	70.7	71.3	71.7	72.0	72.0	71.8	72.0	72.2	72.0	72.1	72.0	71.9	71.9
Homens	78.8	79.0	79.2	79.3	78.5	79.4	79.4	79.5	78.8	78.6	78.3	78.7	78.4
Mulheres.	62.9	63.6	64.5	65.0	65.7	64.5	64.9	65.2	65.5	65.9	65.8	65.3	65.6
Taxa de desemprego													
Total	4.4	3.9	4.1	5.1	6.4	4.5	4.5	5.1	6.2	6.4	6.2	6.3	6.6
Homens	3.9	3.1	3.2	4.2	5.6	3.8	3.8	4.2	5.0	5.6	5.2	5.6	5.8
Mulheres.	5.1	4.9	5.1	6.1	7.3	5.3	5.3	6.2	7.6	7.4	7.4	7.0	7.5
Jovens (15-24 anos)	8.9	8.6	9.4	11.5	14.6	10.5	10.4	11.9	13.3	14.0	13.6	14.9	15.7

Fonte: Inquérito ao Emprego do INE. Apuramentos em amostra simples.

Notas:

(a) Nas colunas respeitantes aos anos, as taxas são obtidas a partir das médias dos valores trimestrais.

Gráfico II.4.2
PREÇOS E SALÁRIOS
Taxas de variação



Fontes: INE, Ministério da Segurança Social e do Trabalho e Banco de Portugal.

Nota: As taxas de variação das remunerações por trabalhador e da tabela salarial correspondem ao total excluindo a administração pública.

mentaram 3.4 por cento, o que representou uma virtual estagnação dos salários reais (Gráfico II.4.2).

II.4.2. Evolução do emprego

De acordo com os apuramentos do Inquérito ao Emprego do INE, a variação do emprego total ocorrida em 2003 foi de -0.8 por cento, tendo o emprego por conta de outrem diminuído 1.0 por cento (Quadro II.4.3)⁽²⁾. A desagregação da variação do emprego de acordo com a situa-

Quadro II.4.3

VARIAÇÃO DO EMPREGO DE ACORDO COM A SITUAÇÃO NA PROFISSÃO E POR TIPO DE CONTRATO

Taxa de variação em percentagem

	2002	2003
Trabalhador por conta de outrem	0.1	-1.0
Contrato permanente	-0.8	-2.1
Outros contratos ^(a)	3.8	3.3
Outras formas de emprego dependente	0.2	0.0
Trabalhador por conta própria como isolado	2.9	2.0
Trabalhador por conta própria como empregador	2.0	-0.5
Trabalhador familiar não remunerado e outros	9.2	-14.3
Outra ^(b)	-16.6	-12.2

Fonte: INE, "Inquérito ao Emprego." Apuramentos em amostra constante.

Notas:

(a) Inclui contratos a termo e contratos de prestação de serviços (recibos verdes).

(b) Inclui trabalho sazonal e situações de trabalho pontual ou ocasional.

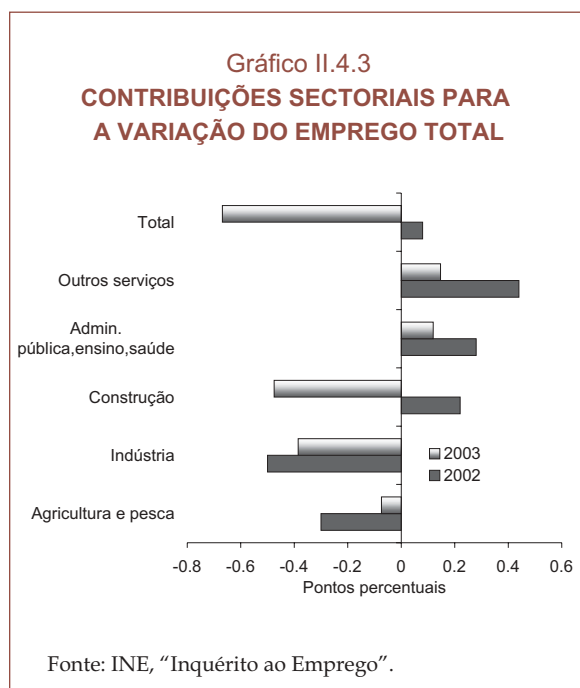
ção na profissão e tipo de contrato de trabalho faz destacar a contribuição do emprego permanente na evolução da variação líquida de emprego. Enquanto o crescimento do número de trabalhadores por conta de outrem com vínculos contratuais não-permanentes se manteve elevado e a um nível semelhante ao observado em 2002 (3.8 e 3.3 por cento, respectivamente em 2002 e 2003), o número de trabalhadores com contratos permanentes diminuiu 2.1 por cento (-0.8 por cento em 2002) (Quadro II.4.3).

A decomposição sectorial da variação do emprego (Gráfico II.4.3) evidencia uma criação líquida de emprego no sector dos Serviços e uma destruição líquida de emprego nos outros sectores de actividade⁽³⁾. Assim, enquanto na Administração Pública, Educação e Saúde⁽⁴⁾ e nos Outros Serviços o emprego aumentou 0.7 e 0.4 por cento, respectivamente, na Construção o emprego diminuiu 3.9 por cento, na Indústria Transformadora diminuiu 2.3 por cento, e na

(1) Remuneração média por trabalhador, bruta de contribuições e de impostos sobre o rendimento, ajustada dos efeitos da operação de cessação de créditos tributários. As contribuições sociais consideradas para o cálculo da remuneração por trabalhador também não incluem o subsídio do Estado para a Caixa Geral de Aposentações (CGA).

(2) Nesta secção, apenas as taxas de variação dos indicadores agregados do mercado de trabalho se referem a apuramentos em amostra simples. As taxas de variação associadas a desagregações do emprego são calculadas com base numa amostra constante. Esta metodologia, que utiliza as rotações comuns a dois trimestres seguidos (cerca de 5/6 da amostra total), tem a vantagem de ser sujeita a menores flutuações amostrais.

(3) Utilizou-se, aqui, a evolução em amostra constante do Inquérito ao Emprego do INE.



Agricultura e Pescas a perda de líquida de emprego terá sido de 0.6 por cento.

A observação de um crescimento do emprego temporário parece contrariar a expectativa de uma maior sensibilidade cíclica dos contratos temporários. Quando as perspectivas de evolução da procura do produto se tornam desfavoráveis não só diminui a utilização dos contratos não-permanentes que servem frequentemente de porta de entrada no mercado de trabalho (os contratos a prazo representam cerca de 60 por cento do total de recrutamentos), como a desvinculação dos trabalhadores com contratos temporários é mais facilmente impulsionada. A evolução observada em 2003 poderá, contudo, ser explicada por vários factores. Em primeiro lugar, parece persistir a indicação de uma tendência geral para as empresas procederem à recomposição da sua força de trabalho favorecendo a utilização de contratos a termo, em parte através da crescente utilização de dispositivos de triangulação contratual operados pelas empresas de trabalho temporá-

(4) Note-se que o sector Administração Pública, Ensino e Saúde, tal como definido no Inquérito ao Emprego, inclui uma porção significativa de emprego no sector privado da economia, pelo que não é directamente comparável com os valores obtidos para o emprego público a partir de fontes administrativas.

Quadro II.4.4

EMPREGO, HORAS TRABALHADAS E DURAÇÃO MÉDIA DO HORÁRIO DE TRABALHO

	Emprego total	Horas de trabalho ^(a)	Duração média do horário de trabalho	Proporção de trabalhadores com horário incompleto %
	Taxas de variação (%)			
1999 ...	1.3	-0.3	-1.6	11.1
2000 ...	2.0	-0.7	-2.7	10.9
2001 ...	1.4	-0.4	-1.8	10.8
2002 ...	0.2	-2.2	-2.4	12.2
2003 ...	-0.8	-3.3	-2.5	11.7

Fonte: INE, "Inquérito ao Emprego".

Nota:

(a) Horas de trabalho efectivo, calculadas em amostra constante.

rio. Adicionalmente, em 2003 assistiu-se a um aumento do emprego temporário e a uma diminuição do emprego permanente na generalidade dos sectores de actividade. Acontece, porém, que o aumento do emprego temporário se localizou especialmente no sector dos serviços e a diminuição do emprego permanente afectou sobretudo a indústria transformadora e a construção.

A indicação da diminuição do emprego total, medido em número de trabalhadores, é amplificada pela indicação de uma quebra significativa (2.5 por cento) do número médio semanal de horas de trabalho efectivas (Quadro II.4.4)⁽⁵⁾. Esta evolução poderá estar associada a uma menor utilização de horas extraordinárias na fase descendente do ciclo económico. Dever-se-á, em todo o caso, ter presente que a tendência de aumento do peso do sector terciário — que se tem verificado na economia portuguesa com algum desfasamento relativamente às economias europeias — é frequentemente acompanhada pela diminuição do horário de trabalho, que tende a ser menos extenso do que nos sectores primário e secundário. Esta evolução do horário de trabalho é tanto mais significativa quanto ela não resulta do aumento da

(5) O número médio de horas habituais manteve-se, no entanto, constante e igual a 39.2 horas semanais.

Quadro II.4.5

MOBILIDADE DO TRABALHO

	Empregados				Desempregados		
	Duração média do emprego		Emprego de longa duração ^(a)		Duração média do desemprego		Desemprego de longa duração em % do total
	(em meses)	t.v.	%	(v.p.p.)	(em meses)	t.v.	
1998	126.5		44.7		21.1		44.5
1999	130.2	2.9	45.4	0.7	19.2	-9.0	41.8
2000	128.4	-1.4	45.7	0.3	19.7	2.6	43.7
2001	128.6	0.2	44.4	-1.3	17.9	-9.1	41.4
2002	128.5	-0.1	44.8	0.4	17.3	-3.4	38.4
2003	128.5	0.0	44.8	0.0	16.1	-6.9	38.5

Fontes: INE “Inquérito ao Emprego” e Banco de Portugal.

Nota:

(a) Proporção de trabalhadores por conta de outrem com 45 ou mais anos cuja antiguidade no posto de trabalho é igual ou superior a 20 anos.

t.v.: taxa de variação em percentagem.

v.p.p.: variação em pontos percentuais.

proporção de trabalhadores com horário incompleto, que terá diminuído em 2003, de 12.2 por cento para 11.7 por cento (Quadro II.4.4). A fracção de trabalhadores por conta de outrem com horário incompleto manteve-se a um nível semelhante ao de 2002, tendo passado de 5.4 para 5.3 por cento.

Os indicadores de mobilidade do trabalho relativos a 2003 continuam a projectar, apesar da recessão económica, uma imagem de forte estabilidade do emprego. A antiguidade média no posto de trabalho dos trabalhadores por conta de outrem manteve-se nos 128.5 meses (Quadro II.4.5). Em coerência com a indicação anterior, a incidência de empregos de longa duração, medida pela proporção de trabalhadores por conta de outrem com idade igual ou superior a 45 anos que se encontram no mesmo posto de trabalho há 20 ou mais anos, não se alterou de 2002 para 2003, fixando-se em 44.8 por cento. Nesta fase do ciclo económico seria previsível observar um aumento da duração média do emprego do *stock* de empregados, devido à contracção da taxa de recrutamentos, que passou de 14.6 em 2002 para 13.3 em 2003. Contudo, os desenvolvimentos observados parecem resultar não só da diminuição da taxa de criação de postos de trabalho, mas também da

destruição de empregos que já teriam atingido uma duração relativamente prolongada.

Em 2003, os fluxos trimestrais entre o emprego e a inactividade enfraqueceram, enquanto se intensificaram os fluxos de entrada e saída do desemprego (Quadro II.4.6)⁽⁶⁾. A taxa trimestral de separações do emprego, excluindo transições directas entre empregos, terá sido de 2.6 por cento da população activa, sendo de 1.1 por cento o fluxo do emprego para o desemprego e de 1.5 por cento do emprego para a inactividade. Cerca de 40 por cento das transições do emprego para o desemprego são originadas em empregos em que tinham sido estabelecidos vínculos contratuais permanentes.

Em 2003, os inactivos que iniciaram um novo emprego representaram 1.4 por cento da população activa. Por sua vez, os inactivos que passaram a procurar activamente um posto de trabalho e, por isso, passaram a ser classificados como desempregados, representaram 1.3 por cento da população activa. O fluxo de entrada no desemprego terá correspondido a 2.4 por cento da população activa, o que se tradu-

(6) Estes fluxos são calculados com base numa amostra fixa gerada a partir das rotações do Inquérito ao Emprego presentes em dois trimestres seguidos.

Quadro II.4.6

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

Em percentagem da população activa

	2002	2003
Fluxos entre emprego e inactividade		
Emprego => Inactividade	1.70	1.51
Sem termo	0.70	0.59
Com termo	0.33	0.27
Outros	0.67	0.65
Inactividade => Emprego	1.58	1.39
Sem termo	0.33	0.25
Com termo	0.56	0.42
Outros	0.69	0.72
Com termo => Sem termo	0.54	0.49
Sem termo => Com termo	0.28	0.21
Fluxos de entrada no desemprego	2.14	2.39
Emprego => Desemprego	1.02	1.11
Sem termo	0.32	0.45
Com termo	0.43	0.45
Outros	0.27	0.22
Inactividade => Desemprego	1.12	1.27
Fluxos de saída do desemprego	1.90	2.31
Desemprego => Emprego	1.03	1.22
Sem termo	0.16	0.18
Com termo	0.52	0.66
Outros	0.34	0.37
Desemprego => Inactividade	0.87	1.09
Fluxos líquidos de entrada no desemprego	0.24	0.08
Outros factores ^(b)	0.15	-0.03
Variação da taxa de desemprego	0.49	0.11
Por memória:		
Taxa de desemprego	5.06	6.38

Notas:

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

ziu em cerca de 516 mil novos episódios de desemprego. Uma maior incidência de desemprego gerou também, como seria de esperar, um maior fluxo de saída do desemprego, que, ao longo de 2003, representou 2.3 por cento da população activa, sendo 1.2 por cento o fluxo de saída para o emprego e 1.1 por cento o fluxo de saída para a inactividade.

A conversão de contratos temporários em contratos permanentes representou 0.49 por cento da população activa ao longo de 2003, menos 0.05 p.p. do que em 2002. Por sua vez, o número de trabalhadores com contrato permanente que transitaram para um emprego com contrato a termo foi de 0.21 por cento da população activa.

II.4.3. Desemprego

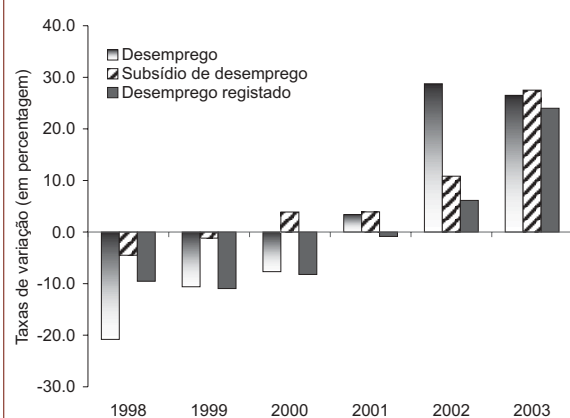
Durante 2003, a taxa média de desemprego fixou-se em 6.4 por cento, representando um agravamento de 1.3 p.p. face a 2002. A evolução intra-anual da taxa de desemprego revela, no entanto, que a contribuição mais importante para a variação média da taxa de desemprego se verificou no quarto trimestre de 2002 (Quadro II.4.2). Esta indicação sugere que a taxa de desemprego poderá estar a reagir à evolução da actividade económica com um hiato temporal mais curto do que é habitual observar em fases do ciclo equivalentes⁽⁷⁾.

Para o contingente feminino, a taxa de desemprego aumentou de 6.1 por cento, em 2002, para 7.3 por cento, em 2003, enquanto para o contingente masculino o aumento foi de 4.2 para 5.6 por cento. A taxa de desemprego dos jovens (com idades compreendidas entre 15 e 24 anos) também cresceu de 11.5 para 14.6 por cento (Quadro II.4.2).

Em sintonia com o aumento do fluxo de entrada no desemprego, a duração média do desemprego diminuiu de 17.3 meses, em 2002, para 16.1 meses, em 2003 (Quadro II.4.5), apesar do desemprego de longa duração (medido pela proporção de desempregados que procuram um emprego há mais de um ano no conjunto dos desempregados) se ter agravado ligeiramente, para 38.5 por cento (38.4 por cento em 2002).

(7) Esta observação é sugerida pelas melhorias metodológicas introduzidas no Inquérito ao Emprego do INE no primeiro trimestre de 1998 que, ao permitir identificar com maior precisão as transições entre o desemprego e a inactividade (e entre a inactividade e o desemprego), poderão justificar a indicação de uma reacção mais célere da taxa de desemprego à evolução da actividade económica.

Gráfico II.4.4
EVOLUÇÃO DO NÚMERO
DE DESEMPREGADOS



Fontes: INE, "Inquérito ao Emprego", Instituto de Informática e Estatística da Segurança Social e Instituto do Emprego e Formação Profissional.

Ao longo de 2003 verificou-se uma notável coincidência na tendência observada do número de desempregados estimados pelo Inquérito ao Emprego (aumento de 26.5 por cento), do número de beneficiários do subsídio de desemprego (aumento de 27.5 por cento) e do número de desempregados registados pelo Instituto de Emprego e Formação Profissional (aumento de 24 por cento) (Gráfico II.4.4). Refira-se que o universo dos beneficiários do subsídio de desemprego não é coincidente com o dos desempregados identificados pelo Inquérito ao Emprego: em 2003 somente 31.1 por cento destes últimos recebiam subsídio de desemprego (28.7 por cento em 2002), seja porque não obedeciam às condições de elegibilidade, seja porque tinham ultrapassado o período máximo de atribuição do subsídio de desemprego. A evolução intra-anual deste indicador sugere, porém, um aumento significativo da taxa de cobertura do subsídio de desemprego, porventura originado pelas alterações às condições de elegibilidade introduzidas pelo Ministério da Segurança Social e do Trabalho.

Existe evidência empírica abundante sugerindo que a actual configuração do sistema de

Quadro II.4.7

DISTRIBUIÇÃO DOS DESEMPREGADOS
POR RAZÃO DA PROCURA DE EMPREGO

Em percentagem do total

	2001	2002	2003
Primeiro emprego	16.3	15.7	13.4
Despedimento colectivo e encerramento da empresa	13.6	12.5	13.0
Despedimento individual	14.1	15.5	19.4
Fim de um contrato de duração limitada	27.6	27.8	26.1
Rescisão por mútuo acordo	8.5	8.9	9.8
Outras razões	20.0	19.6	18.3
Total	100	100	100

Fonte: INE, "Inquérito ao Emprego".

subsídio de desemprego, que conjuga uma elevada taxa de reposição⁽⁸⁾ com uma perspectiva de um longo período máximo de atribuição do subsídio, contribui para reduzir significativamente a intensidade das transições dos desempregados subsidiados para o emprego⁽⁹⁾. O aumento do peso do desemprego subsidiado no total do desemprego sugere um papel crescente do subsídio de desemprego na determinação da duração média do desemprego e do desemprego de longa duração. De acordo com o Inquérito ao Emprego, os desempregados receberam em 2003, em termos líquidos, cerca de 64.1 por cento do salário médio dos trabalhadores por conta de outrem, mais 3.2 p.p. do que em 2002.

A decomposição do *stock* de desempregados por razão da procura de emprego, não exhibe uma caracterização muito distinta da observada nos anos anteriores (Quadro II.4.7). O fim

(8) A taxa de reposição do subsídio de desemprego corresponde ao rácio entre o montante do subsídio de desemprego e o salário que o trabalhador auferia na situação de empregado.

(9) Veja-se "Job Search Methods and Outcomes," de John T. Addison e Pedro Portugal, *Oxford Economic Papers*, vol. 54, 2002; "Unemployment Duration: Competing and Defective Risks," de John T. Addison e Pedro Portugal, *Journal of Human Resources*, vol. 38, 2003; e "Disincentive Effects of Unemployment Benefits on the Paths Out of Unemployment," de Pedro Portugal e John T. Addison, *CESifo Forum*, vol. 5, n.º 1, 2004.

Quadro II.4.8

**TAXA DE DESEMPREGO JUVENIL
POR NÍVEIS DE ESCOLARIDADE**

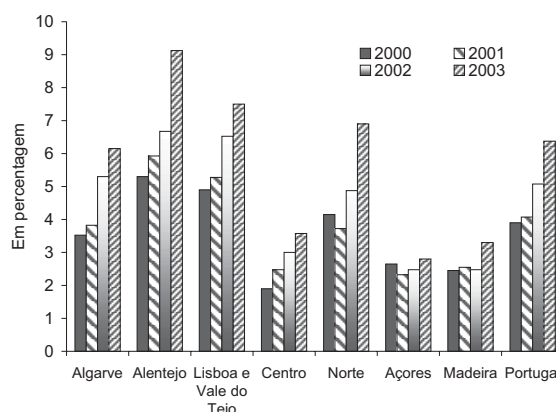
Em percentagem

Grau académico	2001	2002	2003
Básico 1º e 2º Ciclos	7.7	10.6	13.0
Básico 3º Ciclo	9.5	10.8	12.7
Secundário	8.7	9.2	11.7
Superior	10.4	14.8	20.8

Fonte: INE, “Inquérito ao Emprego”.

de contratos de trabalho com duração limitada continuou a ser a razão mais frequentemente invocada para justificar a procura de um posto de trabalho, representando 26.1 por cento do *stock* de desempregados. No entanto, os despedimentos individuais foram responsáveis por 19.4 por cento do desemprego, o que significou um agravamento de 3.9 p.p. face ao ano anterior. De igual modo, aumentou a proporção de desempregados que obtiveram a sua rescisão de contrato por mútuo acordo, de 8.9 para 9.8 por cento. O encerramento de empresas e os despedimentos colectivos representaram 13 por cento dos desempregados (12.5 por cento em 2002). Por sua vez, diminuiu o peso dos trabalhadores à procura do primeiro emprego para 13.4 por cento (15.7 por cento no ano anterior).

A desagregação das taxas de desemprego dos jovens por níveis de escolaridade permite observar um aumento da taxa de desemprego generalizado a todos os graus académicos (Quadro II.4.8). Especialmente notável é a degradação da situação laboral dos jovens licenciados que assistiram, em dois anos, à duplicação da taxa de desemprego. O acréscimo na taxa de desemprego dos jovens licenciados poderá ter origem no cerceamento das admissões pela administração pública que, tradicionalmente, tem vindo a acolher cerca de metade do fluxo de jovens graduados com um curso superior. A comparação das taxas de desemprego entre os jovens com diferentes níveis de qualificação académica deve, contudo, ser estabeleci-

**Gráfico II.4.5
TAXA DE DESEMPREGO POR REGIÕES**

Fontes: INE; “Inquérito o Emprego” e Banco de Portugal.

da com critério, uma vez que os jovens mais qualificados entram mais tarde no mercado de trabalho e, portanto, encontram-se numa fase de adaptação ao posto de trabalho (“*job shopping*”) menos desenvolvida do que os seus colegas menos qualificados.

Os custos de ajustamento do trabalho, na medida em que tendem a criar barreiras à mobilidade do factor trabalho gerando bloqueios à afectação eficiente entre as características produtivas dos trabalhadores e os requisitos dos postos de trabalho, tendem a favorecer a persistência de desequilíbrios espaciais no mercado de trabalho. Estes desequilíbrios também são alimentados por deficiências no funcionamento do mercado de arrendamento habitacional e pelos custos significativos de transacção no mercado imobiliário, assim como por situações de ausência de portabilidade das pensões de reforma. A fraca mobilidade geográfica da mão-de-obra reflecte-se na persistência da disparidade das taxas de desemprego entre as diferentes regiões (Gráfico II.4.5), mesmo em períodos de recessão económica. De facto, a evolução observada em 2003 parece sugerir um maior agravamento das taxas de desemprego nas regiões que têm apresentado, no passado, maiores níveis de desemprego.

Quadro II.4.9

REMUNERAÇÕES MÉDIAS IMPLÍCITAS NA REGULAMENTAÇÃO COLECTIVA DO TRABALHOTaxas de variação em percentagem e número de trabalhadores abrangidos^(a)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Total sem administração pública							
Taxa de variação	3.6	3.1	3.3	3.5	3.9	3.6	2.8
Número de trabalhadores	1263.0	1429.6	1333.3	1364.7	1467.9	1199.1	1462.2
Indústria							
Taxa de variação	3.6	3.1	3.5	3.9	3.9	3.7	2.7
Número de trabalhadores	469.0	567.6	438.8	508.2	455.2	437.2	568.1
Serviços							
Taxa de variação	3.6	3.2	3.3	3.4	4.0	3.6	3.0
Número de trabalhadores	599.0	654.7	677.0	638.7	781.0	536.3	601.3

Fonte: Valores calculados no Banco de Portugal com base em informação do Ministério da Segurança Social e do Trabalho.

Nota:

(a) O número de trabalhadores está medido em milhares.

II.4.4. Salários

Em 2003, a taxa de variação nominal das remunerações dos trabalhadores por conta de outrem no conjunto da economia foi estimada em 3 por cento, e em 3.4 por cento para o sector empresarial (Quadro II.4.1 e Gráfico II.4.2)⁽¹⁰⁾. O diferencial de crescimento dos salários entre o sector empresarial e o conjunto da economia tem justificação na evolução dos salários das administrações públicas que registaram, pelo segundo ano consecutivo, uma forte moderação na actualização da tabela de vencimentos. Em 2003, os salários reais para o conjunto da economia diminuíram 0.4 por cento, tendo-se mantido virtualmente inalterados, quando se excluem as administrações públicas.

O ajustamento cíclico dos salários confirma a conhecida e bem documentada sensibilidade cíclica dos salários reais agregados do mercado de trabalho português. A flexibilidade dos salários reais, que se distingue no contexto euro-

peu⁽¹¹⁾, é tanto mais marcante quanto é suficiente para compensar duas tendências subjacentes. Por um lado, a evolução estrutural gerada pela tendência secular à maior qualificação da mão-de-obra que levará a um aumento da produtividade do trabalho e, em equilíbrio, dos salários. Por outro lado, a tendência conjuntural à destruição de postos de trabalho de mais baixa produtividade marginal nas fases recessivas da actividade económica, desencadeará um efeito de composição que fará aumentar, *ceteris paribus*, o salário médio do stock de empregados.

As remunerações médias implícitas na regulamentação colectiva observaram um crescimento nominal de 2.8 por cento, menos 0.8 p.p. do que em 2002 (Quadro II.4.9). O diferencial entre os salários acordados em processo de negociação colectiva (2.8 por cento) e as remunerações auferidas no sector privado (3.4 por cento) ter-se-á comprimido em 2003, em comparação com 2002, em sintonia com um comportamento pró-cíclico do “*wage drift*”⁽¹²⁾. A existência de uma significativa almofada salarial (correspondente ao diferencial, em nível, entre os salários acordados em sede de contratação co-

(10) Veja-se nota de pé-de-página 1.

(11) Veja-se “Desemprego, Vagas e Crescimento Salarial,” de Silva Luz e Maximiano Pinheiro, *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Setembro de 1993; *OECD Economic Surveys*, Portugal, 1991/92 (1992, OCDE); e “*Wage Mobility in Portugal*,” de Ana Rute Cardoso, trabalho apresentado na Conferência “Desenvolvimento Económico Português no Espaço Europeu,” organizada pelo Banco de Portugal (2004).(12) Usa-se aqui, como é convencional, a noção de “*wage drift*” como o diferencial entre as taxas de variação de salários da contratação colectiva e os salários efectivamente pagos.

Quadro II.4.10

SALÁRIO MÍNIMO NACIONAL

	2001			2002			2003			2004	
	Valor	Variação		Valor	Variação		Valor	Variação		Valor	Variação
		nominal	real		nominal	real		nominal	real		
	(esc.)	(%)	(%)	(euros)	(%)	(%)	(euros)	(%)	(%)	(euros)	(%)
Geral.....	67000	5.0	0.6	348	4.1	0.5	357	2.5	-0.9	365.6	2.5
Serviço doméstico ...	64300	7.2	2.8	341	6.4	2.8	353	3.5	0.1	365.6	3.5

Fonte: *Diário da República* (Decretos-Lei n.ºs 313/2000 e 325/2001, n.º 320-C/2002, e n.º19/2004).

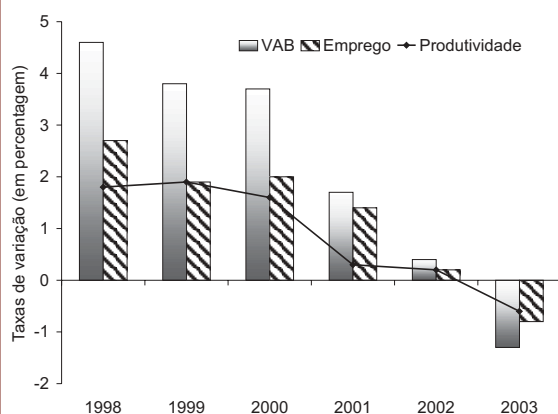
lectiva e os salários efectivamente auferidos pelos trabalhadores) no mercado de trabalho português favorece um melhor ajustamento dos salários às condições de mercado das empresas⁽¹³⁾. A taxa de variação das remunerações implícitas na tabela salarial foi superior no sector dos serviços (3.0 por cento) do que na indústria (2.7 por cento), o que poderá estar associado a uma maior intensidade da procura de trabalho nos serviços.

Em 2004 o salário mínimo nacional foi fixado 365.6 euros, quer para o serviço doméstico, quer para a generalidade das actividades económicas, a que corresponderam aumentos nominais de 3.5 por cento e 2.5 por cento, respecti-

vamente (Quadro II.4.10). A equivalência entre os salários mínimos do serviço doméstico e das outras actividades foi, portanto, estabelecida pela primeira vez desde a introdução dos salários mínimos no mercado de trabalho português.

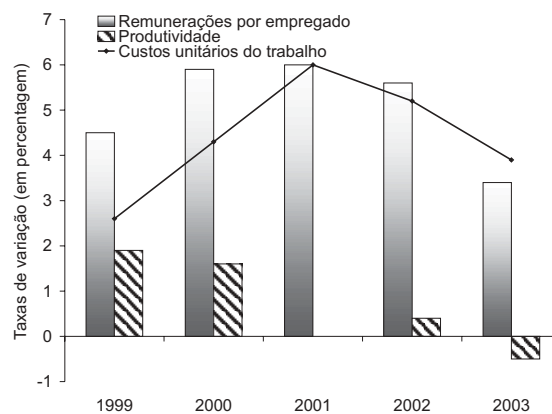
Dados os comportamentos do produto e do emprego ao longo de 2003, a produtividade aparente do trabalho terá diminuído 0.5 por cento (medida em função do número de trabalhadores), enquanto a produtividade horária terá aumentado cerca de 2 por cento (Gráfico II.4.6). Os custos unitários de trabalho para o sector empresarial aumentaram, em 2003, 3.9 por cento, o que representou um decréscimo de

Gráfico II.4.6
PRODUTIVIDADE



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico II.4.7
CUSTOS DE TRABALHO UNITÁRIOS
NO SECTOR EMPRESARIAL



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Quadro II.4.11

PORTUGAL E ÁREA DO EURO – CUSTOS DE TRABALHO NO TOTAL DA ECONOMIA^(a)

Taxas de variação média anual

Em percentagem

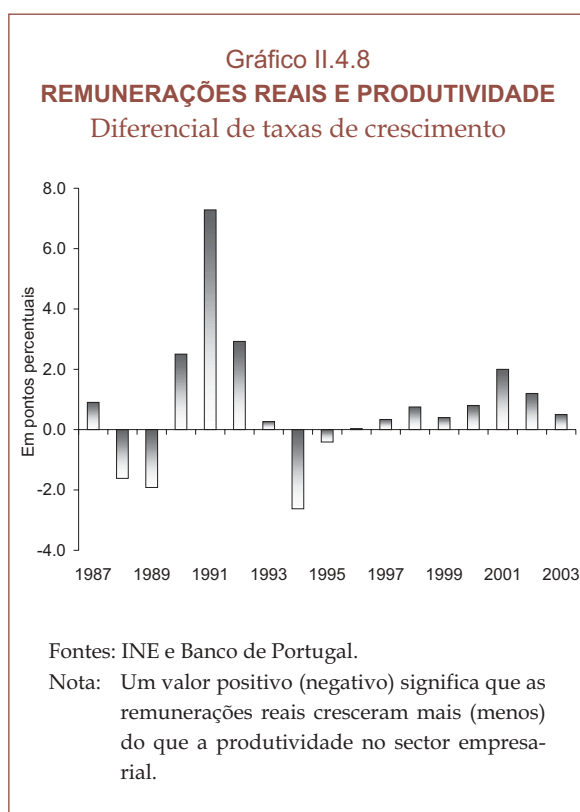
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Portugal						
Remunerações por trabalhador.....	5.3	5.4	6.6	5.5	5.6	3.0
Produtividade por empregado.....	1.8	1.9	1.6	0.0	0.4	-0.5
Custos unitários do trabalho.....	3.4	3.4	4.9	5.5	5.2	3.5
Área do euro^(b)						
Remunerações por trabalhador.....	1.1	2.0	2.7	2.8	2.5	2.4
Produtividade por empregado.....	0.9	1.0	1.3	0.2	0.3	0.2
Custos unitários do trabalho.....	0.3	0.9	1.4	2.6	2.2	2.2

Fontes: BCE, INE e Banco de Portugal.

Notas:

(a) Em Portugal excluindo o subsídio do Estado para a Caixa Geral de Aposentações. Em 2003, valores para Portugal ajustados dos efeitos da operação de venda de créditos tributários.

(b) A partir de 2001, os números relativos à área do euro incluem a Grécia.



1.3 p.p. relativamente a 2002 (Gráfico II.4.7). O diferencial entre a taxa de variação real das remunerações por trabalhador e o crescimento da produtividade por trabalhador continuou a atenuar-se em 2003, mantendo-se ainda, no entanto, ligeiramente positivo (Gráfico II.4.8).

Apesar da desaceleração dos salários ocorrida em 2003, em comparação com as economias da área do euro, Portugal registou um crescimento mais acentuado tanto das remunerações por trabalhador, como dos custos unitários do trabalho (Quadro II.4.11).

(13) Para uma discussão desenvolvida deste assunto veja-se “Bargained wages, wage drift, and the design of the wage setting system,” de Ana Rute Cardoso e Pedro Portugal, *Working paper* nº 18/2003 do Banco de Portugal (2003).

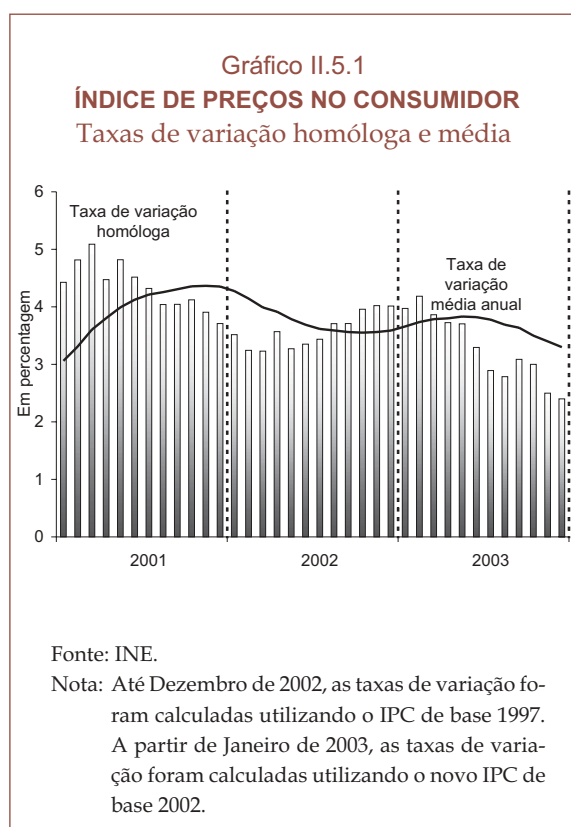
II.5. Preços

II.5.1. Caracterização geral

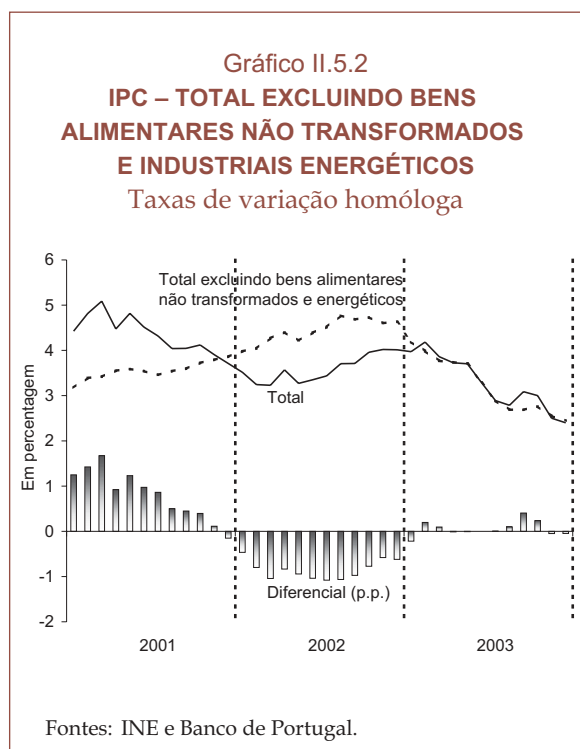
Em 2003, a inflação média anual, medida com base no Índice de Preços no Consumidor⁽¹⁾ (IPC), reduziu-se para 3.3 por cento (3.6 por cento em 2002). O mesmo valor para 2003 é obtido para a taxa de variação média anual do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) (3.7 por cento em 2002). Em termos homólogos, a descida da inflação foi muito mais pronunciada, com a taxa de variação homóloga do IPC a passar de 4.0 por cento, em Dezembro de 2002, para 2.4 por cento, em Dezembro de 2003.

A descida da taxa de inflação em 2003 é explicada por factores de ordem interna e por um enquadramento internacional favorável à moderação de preços. A contracção da actividade económica portuguesa contribuiu para a diminuição das pressões do lado da procura sobre os preços, em especial no sector dos serviços. Os salários, tanto do sector público como do sector privado, desaceleraram consideravelmente em 2003, num contexto de deterioração da situação no mercado de trabalho, contribuindo também para a redução da inflação portuguesa. A evolução dos preços dos bens importados continuou igualmente a favorecer a diminuição da inflação. Adicionalmente, o perfil descendente da inflação ao longo de 2003 foi ampliado pela dissipação de efeitos especiais na taxa de variação homóloga do IPC.

(1) Em Janeiro de 2003, o INE iniciou a publicação de novas séries do IPC e do IHPC, calculadas com base numa estrutura de despesa de consumo mais recente. Para uma apresentação das principais alterações metodológicas, veja-se o Anexo 1 dos *Indicadores de Conjuntura* do Banco de Portugal de Janeiro de 2003. Até Dezembro de 2002, as taxas de variação do IPC apresentadas ao longo deste texto foram calculadas utilizando o IPC de base 1997. A partir de Janeiro de 2003, as taxas de variação homólogas do IPC foram calculadas, de forma consistente, com o novo índice de base 2002. De acordo com estimativas do Banco de Portugal, a aplicação da estrutura do IPC base 2002 aos sub-índices do IPC base 1997 teria um efeito de redução das taxas média e homóloga de inflação, em 2002, de 0.1 pontos percentuais (p.p.), sendo de 0.4 p.p. nos serviços e praticamente insignificante nos bens.



Em termos intra-anuais, a taxa de variação homóloga tinha tido um perfil de aceleração em 2002, atingindo o valor máximo em Fevereiro de 2003, para depois iniciar uma trajectória de redução, particularmente marcada desde o início do segundo semestre de 2003 (Gráfico II.5.1). Para esta trajectória ao longo de 2003 contribuíram factores especiais associados à dissipação de efeitos que levaram ao aumento da taxa de inflação no ano anterior, como foram, no início de 2002, o processo de conversão em euros dos preços em escudos e, em meados de 2002, o aumento da taxa normal do IVA. Em sentido contrário, contudo, verificou-se uma aceleração dos preços dos bens energéticos no primeiro trimestre de 2003 e um forte aumento da taxa de variação dos preços dos produtos alimentares não transformados nos primeiros três trimestres de 2003. Assim, e por oposição ao ocorrido no ano anterior, a trajectória decrescente da inflação ao longo de 2003 ainda teria sido mais pronunciada excluindo o comportamento destes bens mais voláteis (Gráfico II.5.2). De facto, a taxa de variação homóloga do IPC excluindo os preços dos bens alimentares não transformados e energéticos situava-se



em 4.6 por cento em Dezembro de 2002, tendo diminuído depois de forma progressiva ao longo do ano para 2.4 por cento em Dezembro de 2003.

A descida da taxa de inflação em Portugal traduziu-se numa redução do diferencial de inflação relativamente ao conjunto dos países da área do euro. Considerando a variação média anual do IHPC, o diferencial de inflação diminuiu ligeiramente, de 1.4 pontos percentuais (p.p.) em 2002 para 1.2 p.p. em 2003. No entanto, tomando a variação homóloga do IHPC, o diferencial de inflação entre Portugal e a área do euro diminuiu de 1.7 p.p., no final de 2002, para 0.3 p.p. em Dezembro de 2003. Excluindo os preços dos bens alimentares não transformados e dos energéticos, a redução do diferencial de inflação foi ainda mais significativa (de 2.5 para 0.4 p.p.), reflectindo principalmente a evolução dos preços dos serviços. Não obstante a diminuição recente do diferencial de crescimento homólogo dos preços dos serviços, este ainda atingia 1.0 p.p. no final de 2003, um valor claramente excessivo tendo em conta a conjuntura recessiva e que parece estar, em parte, relacionado com a existência de uma estrutura de mercado pouco competitiva em alguns subsectores.

II.5.2. Evolução da inflação em 2003

A taxa de inflação em Portugal, medida pela variação média anual do IPC, reduziu-se de 3.6 por cento, em 2002, para 3.3 por cento, em 2003. Esta ligeira diminuição da média anual tem associada uma redução pronunciada da taxa de variação homóloga dos preços no consumidor ao longo do ano (Quadro II.5.1). Parte desta redução resultou da dissipação de efeitos de base, como os decorrentes da conversão de preços de escudos em euros, no início de 2002⁽²⁾, e do aumento de 17 para 19 por cento da taxa normal do IVA em meados de 2002⁽³⁾. Em sentido contrário, contudo, verificou-se uma aceleração dos preços dos energéticos até ao final do primeiro trimestre e um forte aumento da taxa de variação dos preços dos produtos alimentares não transformados no decurso dos três primeiros trimestres do ano. Note-se que, para além destes preços terem tido variações anormalmente baixas em 2002, ao longo de 2003 a produção destes bens foi afectada negativamente por efeitos pontuais associados a condições sanitárias de produção, durante o segundo trimestre, e por condições climáticas adversas durante o terceiro trimestre. Assim, em

(2) Resultados publicados no artigo “Análise do impacto da conversão de escudos em euros”, *Boletim Económico* de Setembro de 2002, indicam que o impacto da transição para o euro fiduciário na variação homóloga do IPC, no primeiro trimestre de 2002, terá sido da ordem dos 0.2 p.p., com especial relevância no caso dos preços dos serviços (cerca de 0.5 p.p. naquele período).

(3) Estima-se que o aumento da taxa do IVA em Junho de 2002 tenha tido um impacto em termos médios anuais de cerca de +0.4 p.p. em 2003, o que compara com +0.2 p.p. em 2002. A informação disponível sugere que o impacto total do aumento da taxa normal do IVA no índice de preços no consumidor terá sido inferior ao inicialmente esperado (0.6 contra 0.8 p.p.), o que aparentemente reflecte uma repercussão não integral do aumento da taxa normal do IVA, associada possivelmente a uma diminuição das margens de lucro em alguns sectores da economia, num contexto de fraco dinamismo do consumo privado. Adicionalmente, deverá ter-se verificado uma transmissão mais lenta do que o inicialmente assumido, contribuindo também desta forma para um impacto menor na taxa de inflação média de 2002. Não obstante o impacto associado ao aumento do IVA em 2003 ter sido superior ao verificado em 2002, o efeito de base deverá ter concorrido para a desaceleração dos preços ao longo de 2003, em particular a partir de Junho.

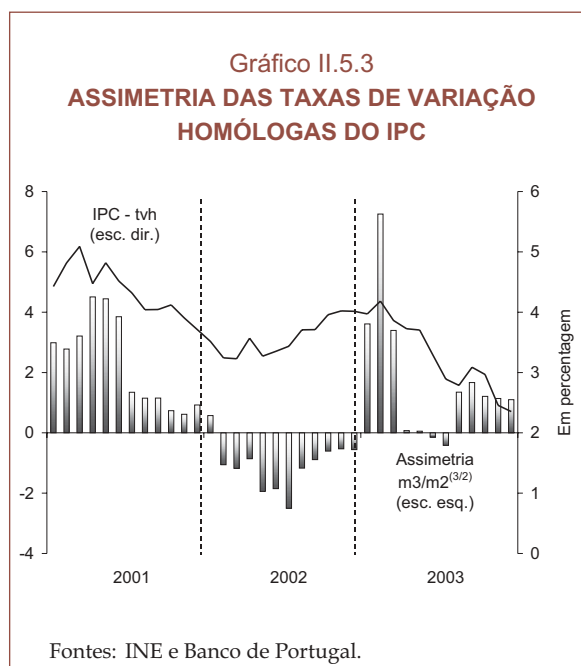
Quadro II.5.1

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

	Pesos base 2002	Taxas de variação média anual				Taxas de variação homóloga mensal				
		2000	2001	2002	2003	2002	2003			
						Dez	Mar	Jun	Set	Dez
Total	100	2.9	4.4	3.6	3.3	4.0	3.9	3.3	3.1	2.4
Total excluindo alimentares não transformados e energéticos	79.6	2.5	3.6	4.4	3.2	4.6	3.8	3.3	2.7	2.4
Agregados										
Bens.	65.8	2.2	4.2	2.4	2.7	2.5	3.2	2.9	2.7	1.6
Alimentares	23.1	1.9	6.1	1.9	2.9	1.5	2.3	3.0	4.0	2.6
Não transformados.	12.0	2.5	8.8	0.3	2.6	-0.1	0.7	2.9	5.1	2.5
Transformados	11.1	1.4	3.1	3.8	3.1	3.3	4.1	3.1	2.9	2.6
Industriais	42.7	2.4	3.1	2.7	2.6	3.1	3.7	2.8	1.9	1.1
Não energéticos.	34.2	1.4	2.5	3.1	2.0	2.9	2.3	2.4	1.4	1.1
Energéticos.	8.4	6.1	5.2	1.2	4.9	3.9	9.1	4.4	4.2	1.5
Serviços	34.2	4.2	4.8	6.0	4.5	6.9	5.0	4.3	3.9	3.8
Classes										
I - Alimentação e bebidas não alcoólicas.	20.1	2.1	6.5	1.5	2.6	1.0	1.6	2.8	4.0	2.5
II - Bebidas alcoólicas e tabaco.	3.0	0.8	3.2	4.8	4.6	5.5	7.4	4.7	3.8	3.3
III - Vestuário e calçado	7.0	0.8	1.5	2.5	1.3	2.1	0.5	1.7	0.8	1.2
IV - Habitação, água, electricidade, gás e outros combustíveis	10.0	3.7	3.9	2.9	4.0	3.6	4.1	4.6	3.7	3.4
V - Acessórios, equipamento doméstico, manutenção corrente da habitação ...	8.1	2.0	3.2	3.1	2.6	3.0	3.0	2.9	2.2	1.9
VI - Saúde	5.6	3.1	3.6	4.8	1.9	4.6	2.2	1.8	1.4	1.5
VII - Transportes	19.1	4.8	4.8	5.0	4.3	6.3	7.2	4.2	3.1	1.5
VIII - Comunicações	3.4	-4.8	-2.2	0.8	-1.3	1.6	-1.4	-1.2	-1.8	-2.2
IX - Lazer, recreação e cultura	5.0	0.8	2.2	2.2	1.7	2.1	1.4	0.9	1.9	2.1
X - Educação	1.5	5.0	5.2	5.8	5.6	4.8	3.6	3.7	4.1	11.3
XI - Hotéis, cafés e restaurantes	10.8	3.6	4.2	5.7	5.7	7.3	6.7	5.6	5.3	4.3
XII - Outros bens e serviços.	6.3	4.3	5.5	5.8	4.0	6.1	4.4	4.2	3.4	2.9
<i>Por memória:</i>										
Média aparada a 10 por cento		2.8	3.9	3.9	3.2	4.0	3.8	3.2	2.8	2.2

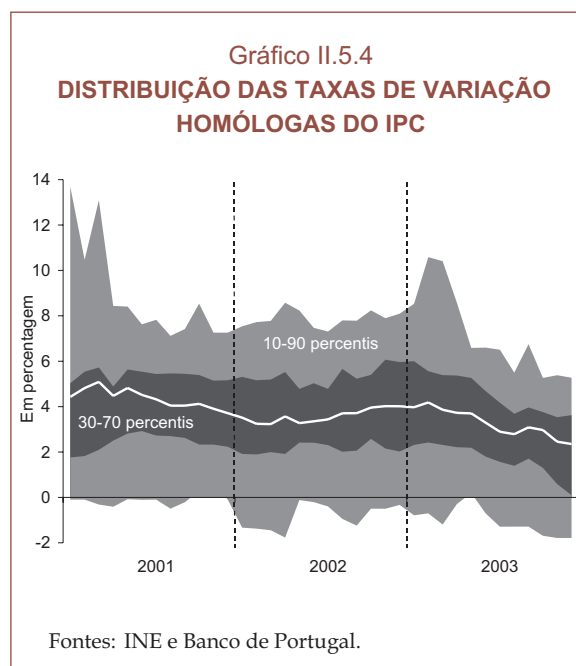
Fontes: INE e Banco de Portugal.

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



Dezembro de 2002, a taxa de variação homóloga do IPC situava-se em 4.0 por cento, ou 4.6 por cento se excluídos os preços dos bens alimentares não transformados e energéticos, reduzindo-se depois para 3.3 por cento em Junho de 2003, em ambos os casos. Durante o início do segundo semestre, o impacto ascendente dos preços dos bens alimentares sobre a taxa de inflação levou a que os crescimentos homólogos do IPC e do índice global excluindo as componentes mais voláteis se situassem, em Setembro, em 3.1 e 2.7 por cento, respectivamente, para depois se fixarem em 2.4 por cento no final do ano.

A análise dos Gráficos II.5.3 e II.5.4 fornece o mesmo tipo de indicações. No Gráfico II.5.3 é apresentada a assimetria da distribuição das taxas homólogas do IPC. A assimetria positiva (negativa) significa que as variações homólogas de preços superiores (inferiores) à variação homóloga do IPC têm peso inferior, mas são mais afastadas do que as variações de preços inferiores (superiores) à variação do IPC. Do Gráfico II.5.3 verifica-se que, durante a generalidade dos meses do ano, a assimetria da distribuição das taxas homólogas dos preços foi positiva, ao contrário do que aconteceu de Fevereiro a Dezembro de 2002. Esta assimetria foi particularmente elevada nos primeiros meses de 2003, em resultado da evolução dos preços



dos combustíveis e de alguns produtos alimentares não transformados. O Gráfico II.5.4 mostra a evolução das bandas de taxas homólogas entre o primeiro e o nono decis (área mais clara) e o terceiro e sétimo decis (área mais escura). O maior ou menor afastamento das bandas relativamente à variação homóloga do IPC representa o aumento ou a diminuição da variabilidade dos preços relativamente à variação homóloga do IPC e, consequentemente, da variabilidade dos preços relativos. Este Gráfico permite verificar que, após o primeiro trimestre, em que a dispersão de taxas homólogas foi elevada, esta se reduziu, tendo atingido o valor mais baixo do ano em Junho. Após esse mês, a dispersão voltou a aumentar, devido, em grande medida, à evolução dos preços de alguns produtos alimentares não transformados, em consequência das condições climáticas e de outros efeitos pontuais. Estes resultados corroboram o carácter tendencial da redução da inflação em 2003, que é fundamentado pela evolução dos principais factores explicativos da inflação.

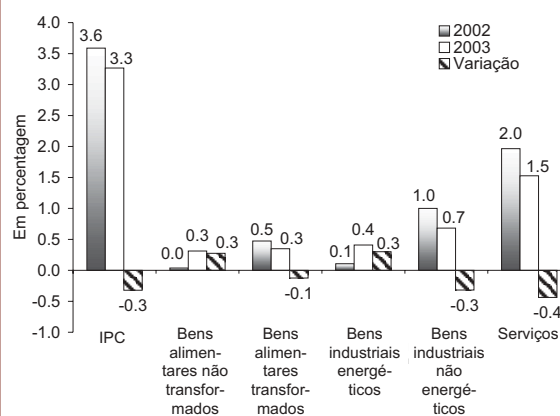
As condições internas da economia favoreceram a evolução da inflação em 2003. A contracção da actividade económica contribuiu para a diminuição das pressões da procura sobre os preços, em especial no sector dos serviços. Num contexto de deterioração da situação

no mercado de trabalho, traduzida por um aumento da taxa de desemprego, os salários nominais, tanto do sector público como do sector privado, desaceleraram de forma significativa em 2003, contribuindo também para a redução da inflação portuguesa. De acordo com estimativas do Banco de Portugal, as remunerações nominais por trabalhador no conjunto da economia terão crescido 3.0 por cento em 2003, uma taxa inferior em 2.6 p.p. à estimada para 2002, mas superior à verificada no conjunto da área do euro⁽⁴⁾.

O enquadramento externo da economia portuguesa continuou a caracterizar-se por condições também favoráveis para a descida da inflação interna em 2003. Os preços dos bens importados voltaram a diminuir, reflectindo a apreciação recente do euro e a evolução dos preços internacionais de matérias primas, num contexto de inflação internacional reduzida. De acordo com estimativas do Banco de Portugal, com base em informação disponibilizada pelo INE, os preços das mercadorias importadas apresentaram uma redução de 1.6 por cento em 2003 (-2.4 por cento em 2002). Os preços dos bens de consumo importados registaram uma redução mais pronunciada do que no ano anterior (-2.0 e -1.2 por cento, respectivamente). Para esta evolução contribuíram a redução mais acentuada dos preços das importações de bens alimentares (-3.5 por cento, face a -1.6 por cento em 2002) e também a redução mais acentuada dos preços das importações de bens não alimentares (-1.4 por cento, face a -1.0 por cento em 2002).

A redução da inflação média é justificada pela diminuição da taxa de variação média dos preços dos serviços, que passou de 6.0 por cento, em 2002, para 4.5 por cento em 2003, em contraste com o ocorrido no ano anterior (Gráfico II.5.5). A alteração de estrutura do IPC teve um efeito de redução das taxas de variação mé-

Gráfico II.5.5
IPC E PRINCIPAIS AGREGADOS
Contributos para a taxa
de variação média anual



Nota: IPC – taxa de variação média anual em 2002 e 2003 e respectiva variação.
Principais Agregados – contributos para a taxa de variação média do IPC e respectiva variação.

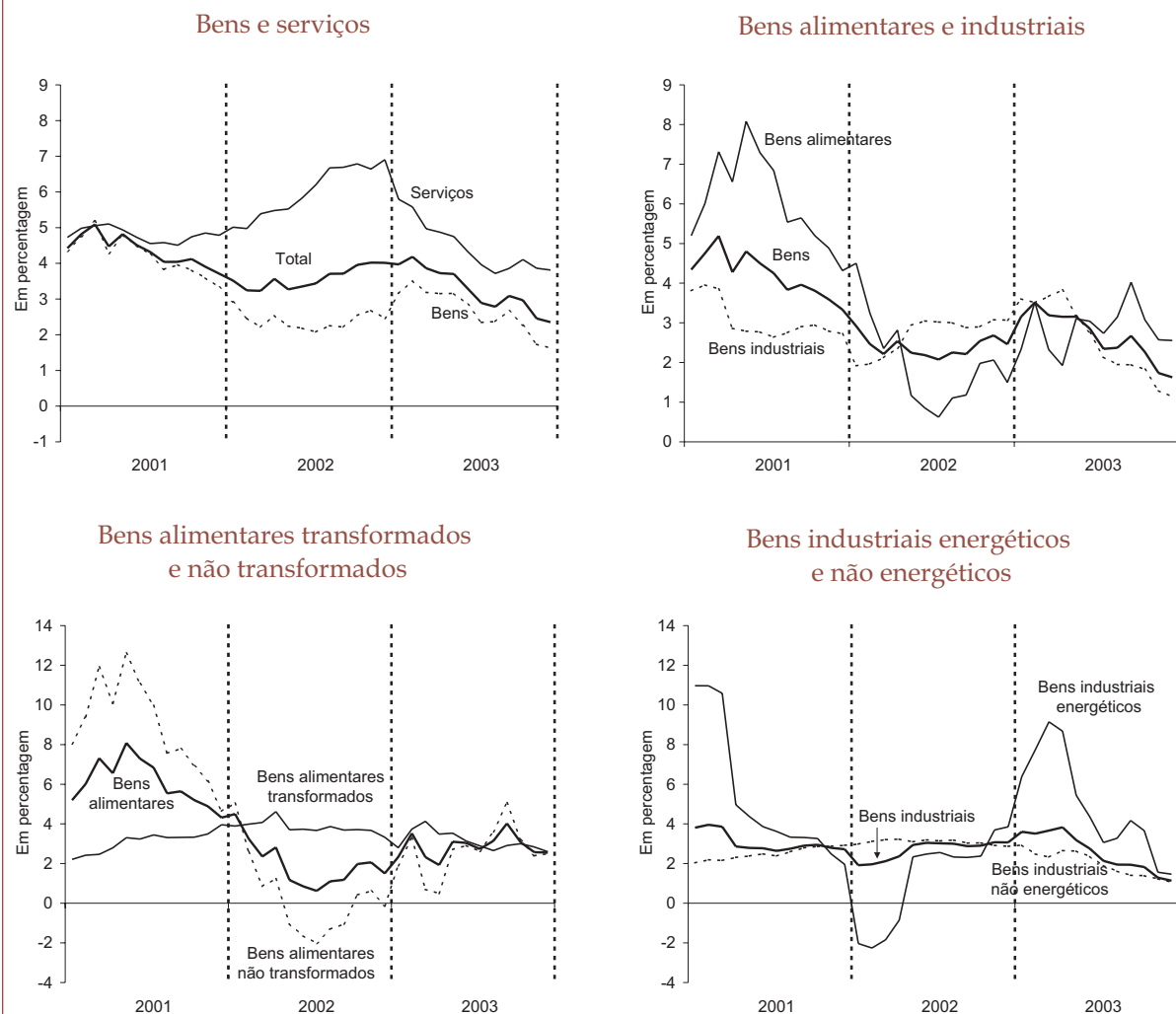
dia e homóloga dos preços dos serviços de 0.4 p.p.. Abstraindo deste efeito de alteração de estrutura do IPC, o crescimento homólogo dos preços dos serviços diminuiu 2.7 p.p. desde o final de 2002, para 3.8 por cento em Dezembro de 2003 (Gráfico II.5.6). A desaceleração foi comum à generalidade das rubricas deste agregado, tendo sido observada ao longo de todo o ano, com excepção dos meses de Setembro e Outubro. Nos primeiros meses de 2003, parte da desaceleração dos preços dos serviços foi explicada pelo facto destes preços terem sido particularmente afectados pelo processo de conversão em euros dos preços em escudos, que ocorreu no início de 2002⁽⁵⁾. A partir de Junho, o perfil descendente da taxa de inflação homóloga dos serviços foi ampliado pelo desaparecimento dos efeitos decorrentes do aumento da taxa normal do IVA em meados de

(4) As remunerações nominais por trabalhador no conjunto da economia portuguesa excluem o subsídio do Estado para a Caixa Geral de Aposentações. Em 2003, as remunerações foram também ajustadas dos efeitos da operação de cessação de créditos tributários pelo Estado português a uma instituição financeira não monetária. veja-se secções II.2. Política orçamental e II.4. Emprego e salários.

(5) veja-se nota de pé-de-página (2).

(6) Por tipo de bens, o impacto do aumento da taxa do IVA em Junho de 2002 terá sido repercutido de forma significativa no caso da generalidade dos serviços e dos alimentares não transformados sujeitos à taxa normal do IVA. No caso dos bens industriais não energéticos, a repercussão terá sido relativamente reduzida.

Gráfico II.5.6
IPC – PRINCIPAIS AGREGADOS
Taxas de variação homóloga



Fontes: INE e Banco de Portugal.

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

2002⁽⁶⁾. Refira-se, por exemplo, a desaceleração dos preços da rubrica “manutenção e reparação de automóveis” (de 11.3 para 6.5 por cento entre o final de 2002 e de 2003), reflectindo, fundamentalmente, a dissipação de efeitos de base e a redução do respectivo peso no novo índice⁽⁷⁾ (Quadro II.5.2 e Gráfico II.5.7). A principal excepção à desaceleração dos preços dos servi-

(7) Esta rubrica contribuiu com cerca de 50 por cento para a desaceleração dos preços dos serviços em 2003, em média anual.

ços ao longo de 2003 foi a evolução dos preços dos serviços de educação, associada em larga medida ao aumento das propinas universitárias, e ainda a dos preços da rubrica “jogos e apostas”. Ainda assim, o crescimento dos preços dos serviços manteve-se em níveis elevados e superiores aos esperados, dada a posição cíclica da economia. Refira-se que, em Dezembro de 2003, a variação homóloga dos preços dos serviços foi 2.2 p.p. superior à verificada no agregado dos bens, o que indica que ainda se verificaram aumentos de preços excessivos,

Quadro II.5.2

IPC – SERVIÇOS

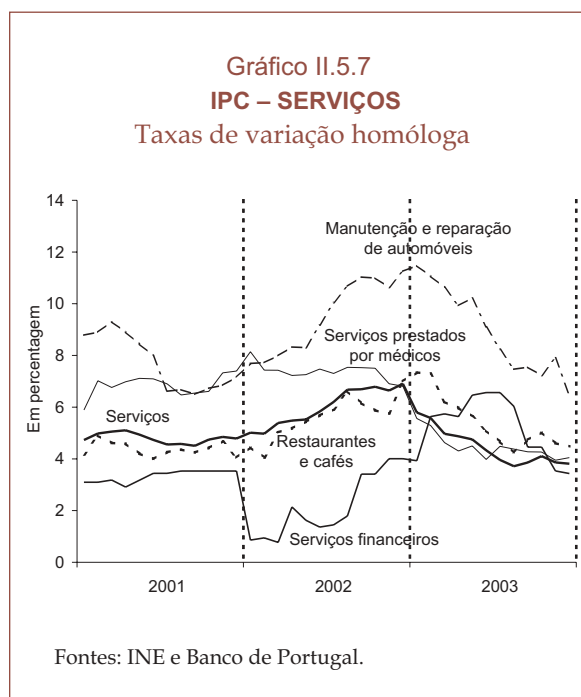
Taxas de variação média e homóloga, em percentagem

	Peso nos serviços	(a)	Taxas de variação média anual				Contributos para a variação em 2003	Taxas de variação homóloga mensal				
			2000	2001	2002	2003		2002		2003		
								Dez.	Mar.	Jun.	Set.	Dez.
Serviços	100		4.2	4.8	6.0	4.5	-1.5	6.9	5.0	4.3	3.9	3.8
Sub-grupos												
Manutenção e reparação de automóveis	5.9	IVA	8.3	7.7	9.5	8.9	-0.76	11.3	10.6	9.1	7.5	6.5
Serviços prestados por médicos.....	3.6		6.2	6.8	7.4	4.5	-0.30	6.8	4.6	4.0	4.3	4.0
Serviços para manutenção e reparação regular da habitação	4.5	IVA	6.1	5.8	7.2	4.8	-0.15	8.6	6.1	4.8	3.5	3.2
Odontologia	1.8		4.8	5.8	7.2	3.8	-0.13	7.0	4.1	3.8	3.2	3.0
Serviços de telefone, telégrafo e telefax	9.7	IVA	-4.8	-2.2	0.8	-0.8	-0.12	1.6	-0.6	-0.7	-1.3	-1.8
Salões de cabeleireiro e de cuidados pessoais	2.4	IVA	5.0	5.3	7.2	5.0	-0.12	8.1	5.9	5.0	3.9	3.4
Seguros relacionados com o transporte	2.5		6.4	8.2	10.2	3.6	-0.11	11.3	4.7	3.0	3.1	3.0
Serviços de educação.....	4.4		5.0	5.2	5.8	5.6	-0.10	4.8	3.6	3.7	4.1	11.3
Serviços de alojamento	0.9		2.7	4.9	5.3	1.5	-0.10	4.6	2.4	1.3	1.9	0.0
Serviços financeiros	3.0		2.2	3.3	2.2	5.2	0.16	4.0	5.7	6.6	4.5	3.4
Restaurantes e cafés	27.4		3.5	4.4	5.6	5.4	0.14	7.0	6.2	5.1	4.7	4.5
Cantinas	3.2		4.2	2.9	6.4	9.7	0.13	11.6	12.0	12.0	12.0	3.3

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota:

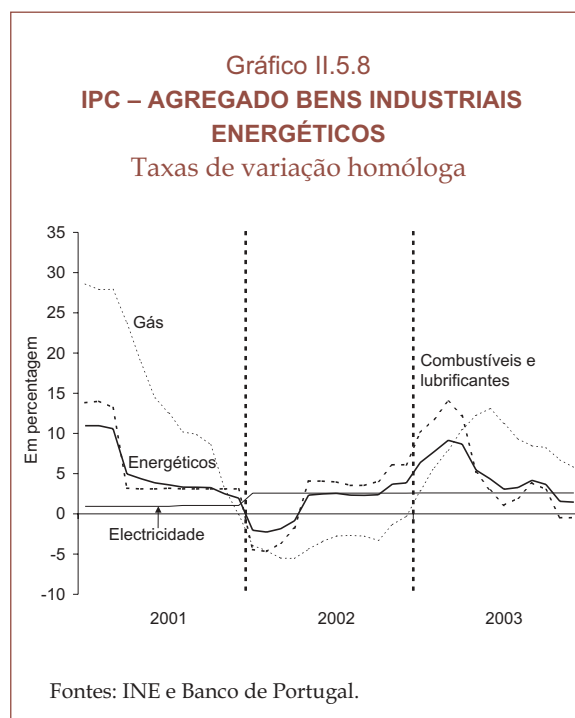
(a) IVA - inclui IVA à taxa normal.



nomeadamente em serviços públicos, como o do “saneamento e recolha de lixo”, ou em sub-setores mais protegidos da concorrência, como o da “manutenção e reparação de automóveis”, embora estes preços tenham registado uma forte desaceleração. Em contrapartida, outros sub-setores apresentavam, no final de 2003, um crescimento de preços reduzido (“férias organizadas” e “serviços de alojamento”) ou até uma redução de preços (serviços de telefone).

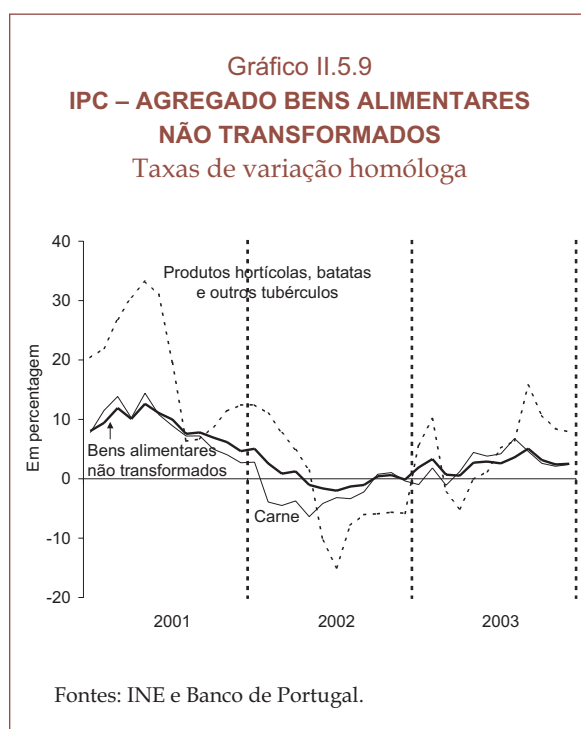
Os preços dos bens registaram uma variação média de 2.7 por cento, o que representou um aumento de 0.3 p.p., em relação a 2002 (Quadro II.5.1). A taxa de variação homóloga deste agregado diminuiu, embora de forma não contínua, de 2.5 por cento no final de 2002, para 1.6 por cento, em Dezembro de 2003. De facto, a evolução intra-anual da taxa de variação homóloga dos preços dos bens foi marcada pela evolução das suas componentes mais voláteis. Os preços dos bens energéticos⁽⁸⁾ apresentaram taxas de variação homólogas muito elevadas nos primeiros meses de 2003, em linha com a subida dos preços internacionais do petróleo, aquando do agravamento da situação no Iraque, tendo resultado também da dissipa-

(8) Incluem combustíveis e lubrificantes, gás e electricidade.



ção do efeito de base da forte redução dos preços dos combustíveis no início de 2002⁽⁹⁾. Na sequência dos aumentos dos preços dos combustíveis nos primeiros meses de 2003, verificaram-se igualmente ajustamentos no preço do gás (Gráfico II.5.8). A partir do segundo trimestre verificou-se uma correcção, situando-se a taxa homóloga destes preços em 1.5 por cento no final de 2003. Os preços dos bens alimentares não processados tinham registado variações de preços anormalmente baixas em 2002. Este efeito base, associado ao ressurgimento de notícias relacionadas com doenças animais e a condições climáticas adversas verificadas durante o Verão, determinou uma aceleração dos preços destes bens nos primeiros três trimestres de 2003. Esta situação foi revertida nos últimos meses do ano. A taxa de variação homóloga da componente de bens alimentares não transformados passou de -0.1 por cento, em Dezembro de 2002, para 2.5 por cento em Dezembro de 2003, tendo atingido o valor má-

(9) A partir de Março de 2002, o novo regime de fixação dos preços máximos dos combustíveis no consumidor permitiu uma actualização destes preços numa base mensal, os quais passaram a depender, entre outros factores, da cotação internacional do petróleo.



ximo do ano em Setembro (5.1 por cento). Em particular, os preços da rubrica “carne” apresentaram uma aceleração marcada no segundo e terceiro trimestres, enquanto os preços dos “produtos hortícolas, batata e outros tubérculos” aceleraram de forma significativa apenas no terceiro trimestre do ano (Gráfico II.5.9).

No que diz respeito à componente industrial não energética (Gráfico II.5.6), verificou-se uma desaceleração destes preços em média anual e também uma trajectória descendente ao longo do ano, para níveis próximos dos que se estão a verificar no conjunto da área do euro. Para esta evolução contribuiu, em parte, o efeito da transmissão aos preços no consumidor da evolução favorável dos preços de importação e dos preços na produção.

Por último, o crescimento dos preços dos bens alimentares transformados manteve-se em níveis relativamente elevados durante 2003 (Gráfico II.5.6), mas que são, apesar de tudo, inferiores aos de 2002 e comparáveis aos da área do euro.

II.5.3. Diferencial de inflação face à área do euro

A diminuição da taxa de inflação em 2003 verificou-se na maioria dos países da área do euro, com excepção da França, Itália e do Luxemburgo. No conjunto dos países da área do euro, a variação média anual do IHPC⁽¹⁰⁾ foi inferior em 0.2 p.p. à do ano anterior, o que, a par da desaceleração um pouco mais acentuada dos preços registada em Portugal, determinou que o diferencial da inflação portuguesa face à média da área do euro diminuísse ligeiramente, de 1.4 p.p. em 2002 para 1.2 p.p. em 2003. Em termos homólogos, a redução foi mais significativa, com o diferencial a passar de 1.7 p.p. no final de 2002 para 0.3 p.p. em Dezembro de 2003. A evolução do diferencial de inflação ao longo de 2003 foi influenciada de forma desfavorável pelo comportamento diferenciado dos preços dos bens alimentares não transformados — componente mais irregular do índice e com um peso consideravelmente superior em Portugal⁽¹¹⁾ — e dos bens energéticos, em resultado de uma diferente repercussão nos preços no consumidor da evolução dos preços do petróleo nos mercados internacionais. Assim, se forem excluídos do IHPC estes dois agregados, verifica-se que o diferencial de inflação diminuiu de 2.5 p.p., em Dezembro de 2002, para 0.4 p.p. em Dezembro de 2003 (Gráfico II.5.10). Para esta diminuição do diferencial, o maior contributo aritmético foi dado pelos serviços, cujo diferencial de crescimento de preços passou de 3.7 para 1.0 p.p. (contributo de -1.4 p.p.). No que respeita ao diferencial de variação de preços da componente de bens, é de salientar que ela se tornou praticamente nula no final do ano.

Não obstante a diminuição recente do diferencial de inflação no sector dos serviços, a existência de um nível de inflação dos serviços

(10) O IHPC constitui o indicador mais apropriado para analisar a evolução do diferencial de inflação entre Portugal e a área do euro.

(11) O peso dos bens alimentares não transformados no IHPC é de 11 por cento em Portugal e de 7.6 por cento na área do euro.

Gráfico II.5.10
ÍNDICE HARMONIZADO DE PREÇOS NO CONSUMIDOR – TOTAL E AGREGADOS
 Taxas de variação homóloga e diferenciais



Fonte: Eurostat.

Quadro II.5.3

IHPC – SERVIÇOS

Diferencial de crescimento homólogo entre Portugal e o conjunto da área do euro, em pontos percentuais

	Peso nos serviços do IHPC Portugal, em %	2002	2003
		Dez.	Dez.
Serviços	100	3.7	1.0
Sub-grupos			
Saneamento e recolha de lixo	0.25	4.8	14.7
Serviços de educação	3.66	0.9	8.1
Serviços culturais	2.08	2.7	2.9
Manutenção e reparação de automóveis	5.06	7.3	2.8
Serviços médicos	4.36	1.4	2.3
Restaurantes e cafés	28.56	2.3	1.5
Serviços recreativos e desportivos	1.23	6.4	-3.1
Serviços financeiros	2.69	0.8	-2.9
Serviços de alojamento	9.37	-0.2	-2.4
Serviços hospitalares	0.70	2.6	-2.0
Equipamento e serviços telefónicos	8.32	2.2	-1.2

Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.

em Portugal, ainda significativamente mais elevado do que no conjunto do área do euro, deverá estar muito relacionado com o facto dos custos de trabalho em Portugal continuarem apresentar um crescimento superior. Refira-se,

no entanto, que o diferencial de inflação dos serviços se concentra em alguns sub-sectores mais protegidos da concorrência, enquanto outros apresentam um diferencial reduzido ou até negativo (Quadro II.5.3).

II.6. Balança de pagamentos

II.6.1. Caracterização geral

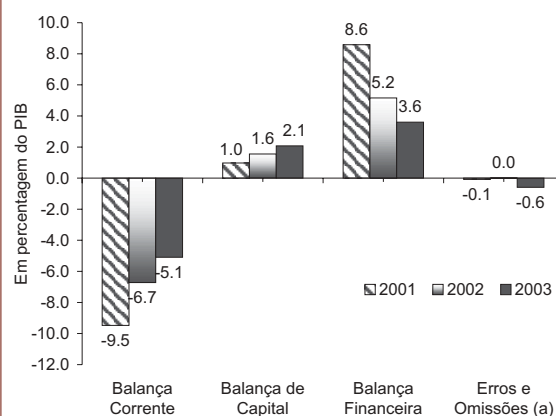
Em 2003, as necessidades líquidas de financiamento externo da economia portuguesa, medidas pelo défice conjunto das balanças corrente e de capital, reduziram-se de 5.2 para 3.0 por cento do PIB (Quadro II.6.1). Esta significativa redução do défice externo ficou a dever-se ao comportamento do sector privado⁽¹⁾, dado que as necessidades líquidas de financiamento das administrações públicas não diminuíram em 2003. Pelo contrário, elas aumentaram de forma expressiva se for abstraído o efeito da venda e titularização de créditos tributários (que incluem créditos relativos a diversos impostos e a contribuições para a segurança social), cujo registo em contas nacionais afecta contabilisticamente a capacidade de financiamento dos outros sectores institucionais residentes, mas sem correspondência real em 2003⁽²⁾. Considerando valores ajustados dos efeitos da cessão de créditos tributários, o sector privado apresentou uma capacidade de financiamento de 1.2 por cento do PIB. As famílias apresentaram uma capacidade de financiamento de 3.7 por cento do PIB (3.5 por cento em 2002), enquanto as empresas, prosseguindo o seu processo de ajustamento, reduziram de uma forma acentuada as suas necessidades de financiamento de 5.9 por cento do PIB, em

(1) Relembre-se que o “sector privado” é aqui definido em termos latos e de forma residual face às administrações públicas. Por outras palavras, qualquer agente económico residente que não pertença às administrações públicas é incluído no sector privado, mesmo tratando-se de empresas de capital integralmente público.

(2) Para detalhes sobre esta operação, veja-se secção II.2. *Política orçamental*.

(3) Não abstraindo dos efeitos da cedência de créditos tributários, registados em contabilidade nacional como um pagamento de impostos e contribuições sociais imputado às famílias e empresas, as necessidades de financiamento do sector privado seriam equivalentes a 0.1 por cento do PIB em 2003. Neste quadro contabilístico, as famílias apresentariam uma capacidade de financiamento de 3.6 por cento do PIB, as empresas registariam uma necessidade de financiamento de 3.7 por cento do PIB e as necessidades de financiamento do sector público fixar-se-iam em 2.9 por cento do PIB.

Gráfico II.6.1
COMPOSIÇÃO DA BALANÇA DE PAGAMENTOS
Saldos

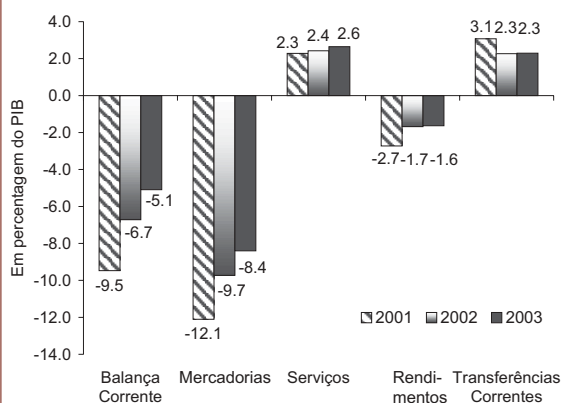


Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota:

- (a) Um sinal positivo (negativo) representa um crédito (débito) não contabilizado em outra rubrica da Balança de Pagamentos.

Gráfico II.6.2
COMPOSIÇÃO DA BALANÇA CORRENTE
Salos



Fontes: INE e Banco de Portugal.

2002, para 2.5 por cento do PIB⁽³⁾. Esta redução das necessidades de financiamento das empresas ainda teria sido superior se não fosse a transferência de reservas contabilísticas dos CTT (uma empresa de capitais integralmente públicos) para as administrações públicas, associada à transferência de responsabilidades

Quadro II.6.1

BALANÇA DE PAGAMENTOS

Em milhões de euros

	2001	2002			2003			Saldos em % do PIB		
	Saldo	Débito	Crédito	Saldo	Débito	Crédito	Saldo	2001	2002	2003
Balança Corrente	-11 635.2	59 313.3	50 623.0	-8 690.3	57 408.6	50 747.3	-6 661.3	-9.5	-6.7	-5.1
Mercadorias	-14 866.5	41 574.5	28 992.8	-12 581.7	40 673.4	29 681.2	-10 992.2	-12.1	-9.7	-8.4
Serviços	2 804.3	7 129.6	10 264.1	3 134.6	7 012.1	10 476.6	3 464.5	2.3	2.4	2.6
Transportes	-565.2	2 281.9	1 951.1	-330.8	2 229.8	2 050.7	-179.1	-0.5	-0.3	-0.1
Viagens e turismo	3 774.5	2 383.8	6 049.1	3 665.3	2 390.6	6 123.2	3 732.6	3.1	2.8	2.9
Seguros	-40.8	152.1	78.8	-73.2	150.7	73.9	-76.9	0.0	-0.1	-0.1
Direitos de utilização	-249.9	313.7	30.3	-283.4	250.7	32.0	-218.7	-0.2	-0.2	-0.2
Outros serviços	-55.3	1 832.5	1 985.8	153.3	1 835.4	2 052.7	217.3	0.0	0.1	0.2
Operações governamentais	-59.0	165.5	168.9	3.4	154.9	144.2	-10.7	0.0	0.0	0.0
Rendimentos	-3 345.6	7 705.9	5 530.0	-2 175.9	7 070.2	4 933.7	-2 136.5	-2.7	-1.7	-1.6
Rendimentos de trabalho	-22.6	172.2	135.4	-36.8	143.4	130.4	-13.1	0.0	0.0	0.0
Rendimentos de investimento	-3 323.1	7 533.7	5 394.6	-2 139.1	6 926.7	4 803.3	-2 123.4	-2.7	-1.7	-1.6
Transferências correntes	3 772.7	2 903.3	5 836.1	2 932.8	2 652.9	5 655.8	3 002.9	3.1	2.3	2.3
Transferências públicas	170.0	1 631.9	1 910.1	278.2	1 588.0	2 196.6	608.6	0.1	0.2	0.5
Transferências privadas	3 602.7	1 271.5	3 926.0	2 654.5	1 064.9	3 459.2	2 394.3	2.9	2.1	1.8
Balança de Capital	1 196.6	208.4	2 216.8	2 008.4	206.1	2 924.0	2 717.8	1.0	1.6	2.1
Transferências de capital	1 213.2	184.6	2 188.5	2 003.9	170.1	2 871.2	2 701.2	1.0	1.5	2.1
Transferências públicas	1 206.0	41.0	2 090.2	2 049.2	23.1	2 807.8	2 784.6	1.0	1.6	2.1
Transferências privadas	-3.6	143.6	98.3	-45.3	146.9	63.5	-83.5	0.0	0.0	-0.1
Aquisição/cedência de activos não prod. e não financeiros.	-16.8	23.7	28.3	4.5	36.0	52.7	16.7	0.0	0.0	0.0
Balança Financeira	10 542.0	629 822.5	636 494.8	6 672.3	2 411 523.2	2 416 237.8	4 714.7	8.6	5.2	3.6
Investimento directo	-1 868.3	28 766.7	27 232.0	-1 534.7	24 235.5	25 003.1	767.6	-1.5	-1.2	0.6
Investimento de Portugal no exterior	-8 452.8	8 482.8	4 988.3	-3 494.5	3 788.3	3 703.7	-84.6	-6.9	-2.7	-0.1
Investimento do exterior em Portugal	6 584.5	20 283.8	22 243.6	1 959.8	20 447.2	21 299.4	852.2	5.4	1.5	0.7
Investimento de carteira	2 517.2	186 882.9	189 397.3	2 514.4	291 163.7	285 905.7	-5 257.9	2.0	1.9	-4.0
Activos	-8 379.1	87 058.4	78 983.0	-8 075.3	159 523.7	140 906.5	-18 617.2	-6.8	-6.2	-14.2
Passivos	10 896.3	99 824.5	110 414.2	10 589.7	131 640.0	144 999.3	13 359.3	8.9	8.2	10.2
Derivados financeiros	284.3	3 999.7	3 989.9	-9.8	4 124.9	4 189.0	64.1	0.2	0.0	0.0
Outro investimento	10 578.6	362 005.3	368 822.6	6 817.3	2 025 986.8	2 029 329.4	3 342.6	8.6	5.3	2.6
Activos	-5 287.6	183 159.8	179 487.5	-3 672.4	705 657.5	696 341.5	-9 316.0	-4.3	-2.8	-7.1
Passivos	15 866.2	178 845.4	189 335.1	10 489.7	1 320 329.2	1 332 987.9	12 658.6	12.9	8.1	9.7
Activos de reserva	-969.8	48 168.0	47 053.1	-1 114.9	66 012.3	71 810.6	5 798.3	-0.8	-0.9	4.4
Erros e omissões	-103.4			9.5			-771.2	-0.1	0.0	-0.6
<i>Por memória:</i>										
Balança Corrente + Balança de Capital	-10 438.6	59 521.6	52 839.8	-6 681.8	57 614.7	53 671.2	-3 943.5	-8.5	-5.2	-3.0

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Quadro II.6.2

EVOLUÇÃO DA BALANÇA FINANCEIRA^(a)

Saldos em percentagem do PIB

	2001	2002			2003		
	Variação líquida	Variação de passivos	Variação de activos	Variação líquida	Variação de passivos	Variação de activos	Variação líquida
Balança Financeira	8.6	14.7	-9.6	5.2	17.4	-13.8	3.6
Investimento Directo	-1.5	1.5	-2.7	-1.2	0.7	-0.1	0.6
Investimento de Carteira	2.0	8.2	-6.2	1.9	10.2	-14.2	-4.0
Derivados Financeiros	0.2	-3.1	3.1	0.0	-3.2	3.2	0.0
Outro Investimento	8.6	8.1	-2.8	5.3	9.7	-7.1	2.6
Activos de Reserva	-0.8	-	-0.9	-0.9	-	4.4	4.4
Por sector institucional residente:							
Autoridades Monetárias	-0.3	0.8	-0.7	0.1	-4.3	0.8	-3.5
Investimento de Carteira	0.4	-	0.4	0.4	-	-3.9	-3.9
Derivados Financeiros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outro Investimento	0.1	0.8	-0.2	0.6	-4.3	0.3	-4.0
Activos de Reserva	-0.8	-	-0.9	-0.9	-	4.4	4.4
Administrações Públicas	2.4	2.7	0.4	3.1	3.4	0.3	3.7
Investimento Directo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investimento de Carteira	2.5	3.1	-0.4	2.8	4.1	-0.2	3.9
Derivados Financeiros	0.1	-0.6	0.8	0.2	-0.6	0.6	-0.1
Outro Investimento	-0.2	0.2	0.0	0.2	-0.1	0.0	-0.1
Instituições Financeiras Monetárias	13.0	5.4	0.5	5.9	11.6	-8.5	3.2
Investimento Directo	-0.2	0.1	0.0	0.2	0.1	-0.1	0.0
Investimento de Carteira	1.2	0.0	-0.9	-1.0	0.0	-4.4	-4.4
Derivados Financeiros	0.2	-2.0	1.9	-0.1	-1.9	2.0	0.1
Outro Investimento	11.7	7.3	-0.5	6.8	13.4	-5.9	7.5
Instituições Financeiras não Monetárias	-5.0	3.0	-3.3	-0.3	7.2	-2.9	4.3
Investimento Directo	-1.3	0.6	-0.2	0.4	-0.2	0.5	0.3
Investimento de Carteira	-3.8	2.1	-3.3	-1.2	7.8	-3.6	4.2
Derivados Financeiros	0.0	-0.2	0.2	0.0	-0.5	0.5	0.0
Outro Investimento	0.1	0.5	0.0	0.5	0.0	-0.3	-0.2
Sociedades não Financeiras e Particulares	-1.6	2.9	-6.5	-3.6	-0.6	-3.6	-4.1
Investimento Directo	0.0	0.7	-2.6	-1.8	0.7	-0.4	0.3
Investimento de Carteira	1.7	3.0	-2.1	1.0	-1.8	-2.0	-3.8
Derivados Financeiros	-0.1	-0.2	0.2	0.0	-0.1	0.1	0.0
Outro Investimento	-3.1	-0.6	-2.1	-2.7	0.6	-1.3	-0.6

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota:

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

com encargos futuros com pensões. Abstraindo também desta operação, as necessidades de financiamento das empresas reduzir-se-iam para 1.5 por cento do PIB e a capacidade de financiamento do sector privado situar-se-ia em valores superiores a 2 por cento do PIB, o que já não acontecia desde meados da década de 90.

O défice da balança corrente diminuiu para 5.1 por cento do PIB em 2003, que compara com 6.7 por cento do PIB em 2002, enquanto o excedente da balança de capital aumentou de 1.6 para 2.1 por cento do PIB (Gráfico II.6.1). A redução do défice da balança corrente resultou,

fundamentalmente, da significativa diminuição do défice da balança de mercadorias (Gráfico II.6.2). Por sua vez, o maior excedente da balança de capital reflectiu o aumento das transferências públicas de capital recebidas por Portugal da União Europeia.

A balança financeira registou uma entrada líquida de fundos equivalente a 3.6 por cento do PIB em 2003, que compara com 5.2 por cento do PIB em 2002 (Quadro II.6.2). Em 2003, os registos da balança financeira foram afectados por operações de natureza especial ou temporária que, embora alterando de forma substan-

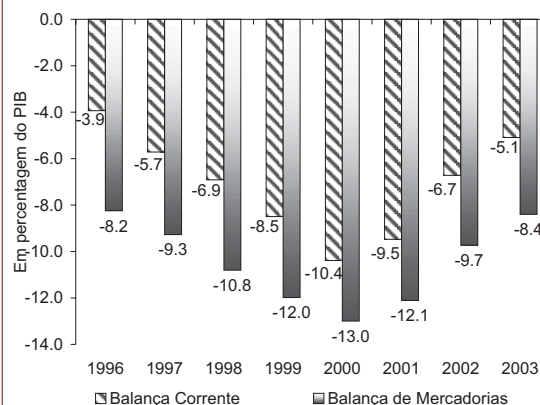
cial os fluxos ao nível mais detalhado, não implicaram alterações no saldo líquido global da balança financeira. Estas operações de elevado montante envolveram a autoridade monetária e as instituições financeiras monetárias (IFM), pelo que os fluxos de investimento destes dois subsectores deverão ser analisados com algum cuidado. Uma dessas operações, de natureza temporária porque ocorreu no final do ano e foi revertida nos primeiros dias de 2004, traduziu-se numa significativa redução (equivalente a cerca de 4 por cento do PIB) de activos de outro investimento das IFM, por contrapartida de uma diminuição de passivos externos de outro investimento das autoridades monetárias no âmbito do sistema TARGET⁽⁴⁾. Outro conjunto especial de operações correspondeu a uma recomposição da carteira de activos externos do Banco de Portugal, concentrada nos primeiros meses de 2003, que conduziu a uma diminuição da carteira de activos em ouro e em moedas que não o euro, em favor da detenção de activos em euros. Por razões de natureza metodológica⁽⁵⁾, esta recomposição obrigou a uma reclassificação contabilística, implicando a passagem de activos do Banco de Portugal da rubrica “activos de reserva” para activos de investimento de carteira, correspondente a cerca de 3.5 por cento do PIB.

Abstraindo destas operações temporárias ou especiais, em 2003, as instituições financeiras não monetárias (IFNM) foram o sector que mais contribuiu para a entrada líquida de fundos na economia portuguesa, substituindo neste papel as IFM que, nos anos anteriores, tinham estado associadas directamente à canalização de financiamento externo, em termos líquidos. Tal ocorreu devido à intensificação do processo de titularização de créditos bancários

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

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

Gráfico II.6.3
**BALANÇA CORRENTE
E BALANÇA DE MERCADORIAS**
Saldos



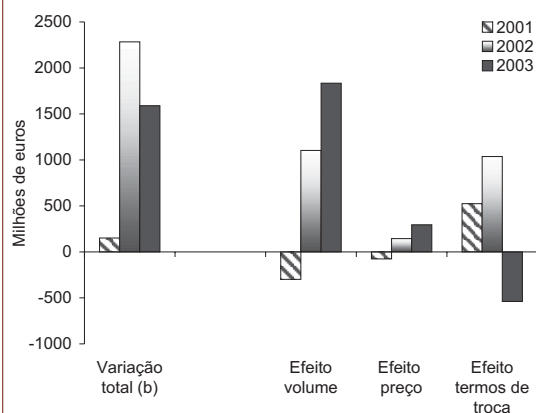
Fontes: INE e Banco de Portugal.

e à operação de titularização de créditos tributários. Em ambos os casos, os créditos foram vendidos a sociedades ou fundos de titularização, classificados no sector das IFNM. Os títulos emitidos por estas instituições foram posteriormente colocados no exterior, dando por isso origem ao registo na balança financeira como aumento de passivos de investimento de carteira do subsector das IFNM. Para além das IFNM, as administrações públicas continuaram, em 2003, a estar na origem de significativas entradas de fundos na economia, resultantes de aplicações de não residentes em títulos de dívida pública portuguesa.

II.6.2. Balança corrente e balança de capital

Tal como em 2002, a melhoria da balança corrente reflectiu, em grande parte, a redução do défice comercial (Gráfico II.6.3). Em 2003, o défice da balança de mercadorias diminuiu para 8.4 por cento do PIB (9.7 por cento do PIB em 2002), para o que contribuiu, essencialmente, um efeito volume favorável, já que as exportações cresceram 5.7 por cento e as importações de mercadorias diminuíram 0.6 por cento em termos reais⁽⁶⁾ (Gráfico II.6.4). A evolução dos termos de troca de mercadorias, isto é, do dife-

Gráfico II.6.4
DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO DO SALDO
DA BALANÇA DE MERCADORIAS^(a)



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas:

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

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

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

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

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

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

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

Sendo:

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

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

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

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

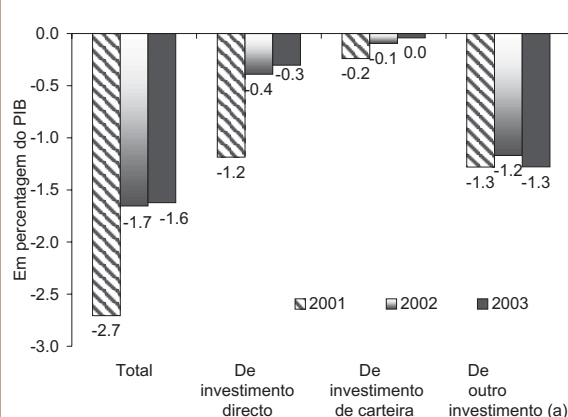
Note-se que o efeito volume inclui o efeito cruzado preço-volume, de modo que a soma dos três efeitos coincida com a variação total. Esse efeito não é, no entanto, significativo.

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

rencial de crescimento dos preços de exportação e de importação, teve um impacto negativo sobre o saldo da balança de mercadorias, em contraste com o observado no ano anterior. De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, com base em informação fornecida pelo

(6) Veja-se a secção II.3. *Despesa e produção*.

Gráfico II.6.5
RENDIMENTOS DE INVESTIMENTO
Saldos



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota:

(a) Inclui rendimentos associados a activos de reserva das Autoridades Monetárias.

INE, as taxas de variação dos preços de exportações e importações de mercadorias foram de, respectivamente, -3.1 e -1.6 por cento em 2003 (0.5 e -2.4 por cento em 2002), resultando numa perda de termos de troca de 1.6 pontos percentuais (p.p.), contra um ganho de 3.0 p.p. em 2002⁽⁷⁾.

O excedente da balança de serviços ascendeu a 2.6 por cento do PIB em 2003, mais 0.2 p.p. do que no ano anterior. Este excedente continuou a ser basicamente determinado pela balança de viagens e turismo, cujo saldo aumentou ligeiramente em percentagem do PIB (de 2.8 para 2.9 por cento). As receitas nominais de turismo registaram um aumento de 1.2 por cento, após uma redução de 1.2 por cento no ano anterior (Quadro II.6.3). O aumento esteve em linha com a evolução das dormidas de estrangeiros em estabelecimentos de hotelaria nacional (variação de -0.1 por cento, face a uma quebra de 7.2 por cento em 2002). Por seu lado, as despesas nominais em viagens e turismo

(7) Excluindo os preços dos combustíveis, esta evolução foi semelhante, embora as variações de termos de troca sejam ligeiramente menos acentuadas em ambos os anos (ganho de 2.6 p.p. em 2002 e perda de 1.2 p.p. em 2003).

Quadro II.6.3

VIAGENS E TURISMO

Taxas de variação, em percentagem

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Receitas								
Receitas nominais de viagens e turismo	1.6	10.2	20.7	1.1	15.4	7.1	-1.2	1.2
Receitas reais de viagens e turismo	-1.0	7.9	14.6	-0.5	12.0	2.4	-5.3	-2.2
Índice cambial efectivo para Portugal ^(a)	-0.5	-1.9	-1.2	-1.2	-2.5	0.6	0.5	2.5
Rendimento externo ^(b)	2.3	3.8	4.1	3.9	4.1	2.6	1.8	2.1
<i>Por memória:</i>								
Nº de dormidas de estrangeiros na hotelaria	-1.9	4.5	11.5	0.4	3.3	-2.2	-7.2	-0.1
Receita real de dormidas de estrangeiros na hotelaria ^(c)	-0.9	3.4	13.3	-0.6	4.3	-1.8	-6.4	-0.4
Comparação internacional								
Receitas nominais (em moeda nacional)								
França	5.6	12.7	8.0	9.8	12.8	0.4	2.1	-5.4
Espanha	6.8	15.4	13.9	13.9	12.2	7.7	-3.2	3.7
Itália	-1.0	9.3	2.5	-0.5	11.7	-3.2	-1.2	-2.1
Despesas								
Despesas nominais de viagens e turismo	11.3	3.1	14.7	1.9	14.0	-3.0	1.4	0.3
Despesas reais de viagens e turismo	6.8	-1.3	10.3	-0.6	9.3	-5.8	-1.3	-0.1

Fontes: Organização Mundial de Turismo, Banco de França, Banco de Espanha, Banco de Itália, *Datastream*, INE, Direcção-Geral do Turismo e Banco de Portugal.

Notas:

(a) Uma variação positiva significa uma apreciação.

(b) Média do crescimento real do PIB nos seis principais países de procedência de visitantes estrangeiros (Espanha, Reino Unido, Alemanha, França, Países Baixos, Itália), ponderada pela importância relativa do número de visitantes.

(c) Resulta de ponderar o número de dormidas em cada tipo de estabelecimento pela respectiva receita média no ano anterior.

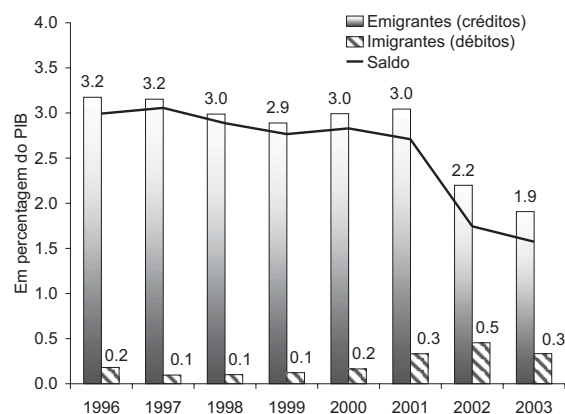
efectuadas no exterior por residentes desacceleraram em 2003 (de 1.4 para 0.3 por cento). Contudo, em termos reais, estas despesas de residentes registaram uma queda menos acentuada do que em 2002, o que deverá reflectir uma substituição de serviços de turismo no país por serviços de turismo prestados no exterior, provavelmente por efeito da apreciação do euro nos preços relativos desses serviços e pela expansão da oferta de novos pacotes turísticos no estrangeiro a preços mais acessíveis.

Em 2003, o défice da balança de rendimentos reduziu-se ligeiramente, de 1.7 para 1.6 por cento do PIB (Gráfico II.6.5). Relativamente aos rendimentos de investimento, as variações dos saldos dos diferentes tipos de investimento em relação ao ano anterior foram de montante pouco significativo: o défice de rendimentos de investimento directo diminuiu de 0.4 para 0.3 por cento do PIB, o saldo de rendimentos de investimento de carteira passou de -0.1 para 0.0 por cento do PIB, enquanto o défice de rendimentos de outro investimento aumentou de 1.2 para 1.3 por cento do PIB. Apesar da posição

devedora líquida da economia portuguesa face ao exterior ter vindo a aumentar de forma sustentada, a diminuição das taxas de juro tem permitido alguma estabilização dos encargos com juros.

O excedente de transferências correntes manteve-se estável em percentagem do PIB (2.3 por cento do PIB). A redução verificada no excedente da componente de transferências privadas (de 2.1 para 1.8 por cento do PIB), constituídas essencialmente por remessas de emigrantes e imigrantes, foi compensada por um aumento do excedente das transferências públicas correntes (de 0.2 para 0.5 por cento do PIB). As remessas de emigrantes (registadas a crédito na balança) diminuíram 12.2 por cento face ao ano anterior, para 1.9 por cento do PIB (Gráfico II.6.6). Para esta redução contribuíram, em particular, as remessas provenientes da Suíça e dos EUA, reflexo, em parte, da apreciação do euro. Do lado dos débitos, observou-se uma acentuada quebra das remessas de imigrantes, de -25.7 por cento, que deverá resultar, por um lado, de um efeito de base (dado

Gráfico II.6.6
REMESSAS DE EMIGRANTES/IMIGRANTES



Fontes: INE e Banco de Portugal.

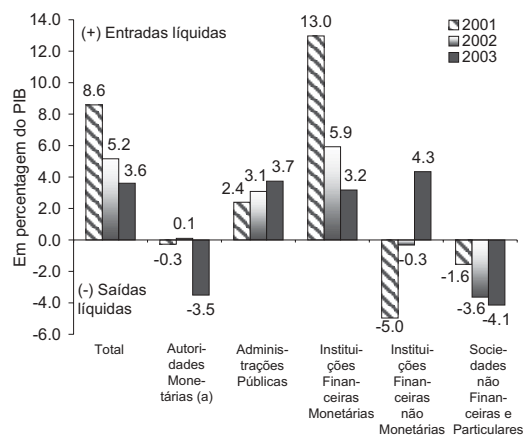
que estas remessas tinham crescido 43.7 por cento em 2002) e, por outro lado, da contracção da actividade económica portuguesa. Com efeito, o sector da construção, que ocupa uma parte significativa da mão-de-obra estrangeira, foi o sector onde se registou a maior contracção da actividade em 2003⁽⁸⁾.

O excedente da balança de capital aumentou de 1.6 para 2.1 por cento do PIB, em 2003, devido ao acentuado aumento das transferências de capital públicas recebidas da União Europeia, que cresceram 43.9 por cento. Este valor foi muito influenciado pelo elevado crescimento dos recebimentos no âmbito do FEDER (67.6 por cento em 2003). O forte aumento das transferências de capital públicas recebidas reflectiu uma fase ainda crescente da execução do III Quadro Comunitário de Apoio. Refira-se que, em 2003, o montante registado numa base de especialização do exercício situou-se mais próximo do montante efectivamente recebido do que sucedeu no ano anterior⁽⁹⁾. De facto, em 2002, esta diferença era consideravelmente su-

(8) Veja-se a secção II.3. *Despesa e produção*.

(9) Note-se que, nas estatísticas da Balança de Pagamentos, os fluxos financeiros com a União Europeia aparecem registados numa óptica de caixa, o que difere da óptica de especialização do exercício (*accruals*) adoptada nas contas das administrações públicas. Veja-se secção II.2. *Política orçamental*.

Gráfico II.6.7
BALANÇA FINANCEIRA
Saldos



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota:

(a) Inclui a variação líquida de passivos do Banco de Portugal em relação ao exterior no âmbito do sistema TARGET.

perior, o que faz com que, em 2003, a variação das transferências públicas de capital registadas na balança de capital numa óptica de caixa seja mais significativa do que a variação correspondente numa base de especialização do exercício.

II.6.3. Balança financeira

A balança financeira registou uma entrada líquida de fundos equivalente a 3.6 por cento do PIB em 2003, que compara com 5.2 por cento do PIB em 2002 (Quadro II.6.2). Tal como referido anteriormente, em 2003, os registos na balança financeira, em particular no caso do sector monetário (autoridades monetárias e IFM), foram muito afectados por operações de natureza temporária ou especial. Estas operações, embora não alterando o saldo global da balança financeira, tiveram um impacto substancial nos fluxos ao nível mais detalhado (quer por tipo de investimento, quer por sector institucional do investidor).

Abstraindo destas operações, as IFNM constituíram o mais importante veículo de entrada líquida de fundos na economia portuguesa em

Quadro II.6.4

INVESTIMENTO DE CARTEIRA

Saldos em percentagem do PIB

	2001	2002	2003
Investimento de carteira	2.0	1.9	-4.0
Activos	-6.8	-6.2	-14.2
Títulos de participação no capital	-1.5	-1.1	-0.6
Administrações públicas	-0.2	-0.1	-0.1
Instituições financeiras monetárias	0.0	-0.3	-0.1
Instituições financeiras não monetárias	-0.7	-0.1	0.1
Sociedades não financeiras e particulares	-0.6	-0.7	-0.5
Títulos de dívida	-5.3	-5.1	-13.6
Obrigações e outros títulos de dívida de longo prazo	-5.3	-4.8	-9.8
Autoridades monetárias	0.3	0.1	-0.7
Administrações públicas	-0.4	-0.2	-0.1
Instituições financeiras monetárias	-0.5	-0.7	-4.1
Instituições financeiras não monetárias	-4.0	-3.0	-3.2
Sociedades não financeiras e particulares	-0.8	-1.0	-1.7
Instrumentos do mercado monetário	0.0	-0.3	-3.8
Autoridades monetárias	0.1	0.3	-3.2
Administrações públicas	0.0	-0.1	0.0
Instituições financeiras monetárias	-0.2	0.1	-0.3
Instituições financeiras não monetárias	0.0	-0.3	-0.5
Sociedades não financeiras e particulares	0.2	-0.3	0.2
Passivos	8.9	8.2	10.2
Títulos de participação no capital	2.2	2.6	6.3
Instituições financeiras monetárias	0.6	0.1	0.0
Instituições financeiras não monetárias	0.9	2.0	6.6
Sociedades não financeiras e particulares	0.7	0.5	-0.2
Títulos de dívida	6.7	5.6	3.9
Obrigações e outros títulos de dívida de longo prazo	4.1	4.6	3.3
Administrações públicas	1.7	4.6	2.1
Instituições financeiras monetárias	1.6	-0.2	-0.3
Instituições financeiras não monetárias	0.0	0.1	1.3
Sociedades não financeiras e particulares	0.8	0.2	0.2
Instrumentos do mercado monetário	2.6	1.0	0.6
Administrações públicas	1.5	-1.5	2.0
Instituições financeiras monetárias	-0.3	0.1	0.4
Instituições financeiras não monetárias	0.0	0.0	0.0
Sociedades não financeiras e particulares	1.4	2.4	-1.9

Fontes: INE e Banco de Portugal.

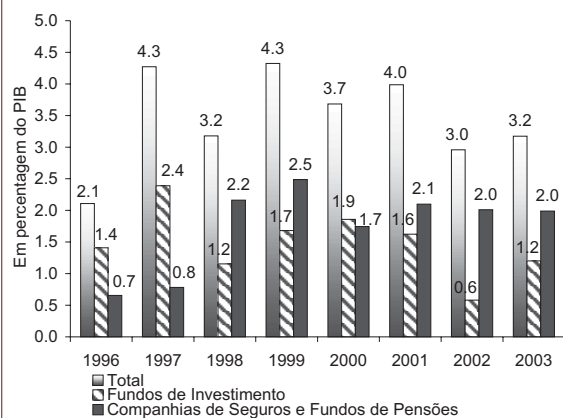
2003, em resultado do forte aumento da titularização de créditos bancários e da operação de titularização de créditos tributários (Gráfico II.6.7). Os títulos emitidos pelos fundos de titularização e pelas sociedades de titularização⁽¹⁰⁾ representaram 8.1 por cento do PIB em 2003, que compara com 2.0 por cento do PIB no ano anterior. A posterior colocação da quase totalidade destes títulos nos mercados internacionais foi registada na balança financeira como um aumento dos passivos da rubrica “investimento de carteira” das IFNM, que atingiram 7.8 por cento do

PIB em 2003 (2.1 por cento do PIB em 2002) (Quadro II.6.2). Quanto à operação de cessão de créditos tributários, em Dezembro de 2003, o Estado português vendeu a uma IFNM residente, por um montante correspondente a cerca de 1.3 por cento do PIB, créditos tributários relativos a impostos e contribuições sociais que foram objecto de processos de execução fiscal instaurados entre 1 de Janeiro de 1993 e 30 de Setembro de 2003. O financiamento da operação pela IFNM residente, que actua como “veículo” da operação, foi obtido no exterior através da emissão de títulos, sendo, por isso, registado na balança financeira como investimento de carteira do exterior em Portugal⁽¹¹⁾. Por seu turno, o in-

(10) Ambas as entidades estão vocacionadas para a aquisição de créditos, colocando títulos (unidades de titularização, no caso dos fundos, e obrigações titularizadas no caso das sociedades de titularização) junto dos investidores cujo serviço da dívida é assegurado pelos fluxos financeiros dos créditos adquiridos.

(11) Para detalhes adicionais, veja-se secção II.2. *Política orçamental*.

Gráfico II.6.8
INVESTIMENTO DE CARTEIRA – INSTITUIÇÕES
FINANCEIRAS NÃO MONETÁRIAS
 Variações líquidas de activos externos
 Obrigações e outros títulos de
 dívida de longo prazo



Fontes: INE e Banco de Portugal.

vestimento de carteira no exterior efectuado por IFNM residentes ascendeu a 3.6 por cento do PIB em 2003 (3.3 por cento do PIB em 2002) (Quadro II.6.2). Tal como em anos anteriores, as IFNM residentes continuaram a fazer importantes aplicações em obrigações e outros títulos de dívida de longo prazo emitidos por não residentes (3.2 por cento do PIB em 2003, após 3.0 por cento do PIB em 2002) (Quadro II.6.4). Estas aplicações no exterior são efectuadas, essencialmente, por fundos de investimento, companhias de seguro e fundos de pensões (Gráfico II.6.8).

No que se refere às IFM, em 2003, estas retomaram de forma significativa as emissões de obrigações no exterior através das suas filiais e sucursais⁽¹²⁾. À semelhança do ocorrido em anos anteriores, a canalização para bancos residentes dos fundos obtidos por esta via foi efectuada sobretudo através de operações de empréstimos e depósitos, registadas na balança financeira na rubrica “outro investimento” das IFM. No entanto, e excluindo a operação tem-

porária acima referida, as operações incluídas em outro investimento das IFM deverão ter correspondido a uma entrada líquida de fundos na economia portuguesa de cerca de 3.5 por cento do PIB, substancialmente inferior ao ocorrido em anos anteriores (11.7 e 6.8 por cento do PIB, respectivamente em 2001 e 2002). Porém, esta entrada de fundos foi mais do que compensada pelo significativo aumento do investimento de carteira das IFM no exterior (de 0.9 para 4.4 por cento do PIB em 2003) (Quadro II.6.2). Estas aplicações de carteira foram constituídas essencialmente por obrigações e outros títulos de dívida de longo prazo emitidos por não residentes, sendo que cerca de metade destas aplicações foram operações de recompra de títulos associados a crédito titularizado anteriormente pelas próprias IFM⁽¹³⁾ (Quadro II.6.4).

As operações financeiras implicando uma alteração directa da posição de investimento das administrações públicas face a não residentes resultaram numa entrada líquida de fundos superior à verificada em 2002 (3.7 por cento do PIB, face a 3.1 por cento do PIB em 2002) (Quadro II.6.2). Esta entrada de fundos reflectiu sobretudo o aumento das aplicações de não residentes em títulos de dívida pública portuguesa, que atingiram 4.1 por cento do PIB (3.1 por cento em 2002). Ao contrário do ocorrido no ano anterior, o investimento de não residentes em títulos de dívida pública de curto prazo apresentou sensivelmente a mesma importância que as aplicações em títulos de longo prazo (cerca de 2 por cento do PIB) (Quadro II.6.4). Esta modificação na estrutura das aplicações de não residentes em dívida pública portuguesa resultou, em larga medida, do recomeço, a

(12) Relembre-se que, no segundo semestre de 2002, o financiamento obtido por esta via tinha-se reduzido de forma muito significativa, em resultado do agravamento das condições de financiamento nos mercados internacionais de dívida privada.

(13) Estas operações de recompra assumiram a seguinte forma: uma IFM residente cedeu crédito bancário à IFNM residente que actuou como veículo de titularização; esta IFNM vendeu unidades de participação a uma instituição não residente, havendo por isso o registo na balança financeira como investimento de carteira de não residentes em títulos emitidos por IFNM residentes; por sua vez, a instituição financeira não residente, que tinha comprado as unidades de participação, emitiu obrigações e vendeu-as à IFM residente (que tinha começado por ceder o crédito bancário), sendo esta operação registada na balança financeira como investimento de carteira no exterior das IFM residentes.

partir de meados de 2003, das emissões de bilhetes do Tesouro, que tinham sido interrompidas em 1999.

As operações financeiras sobre activos e passivos das sociedades não financeiras e particulares voltaram a representar uma saída líquida de fundos da economia portuguesa em 2003, mais significativa do que a observada no ano anterior (4.1 e 3.6 por cento do PIB, respectivamente) (Quadro II.6.2). Este resultado reflectiu, essencialmente, um desinvestimento de carteira do exterior em títulos emitidos por empresas residentes, em linha com a redução das necessidades de financiamento destas últimas. Em sentido contrário, verificou-se um menor investimento no exterior deste sector residente, em particular sob a forma de investimento directo, num contexto de contracção da actividade económica doméstica.

Em 2003, as operações de investimento directo entre Portugal e o exterior movimentaram montantes inferiores aos verificados no passado recente (veja-se “Caixa II.6.1. *Os fluxos de investimento directo estrangeiro*”). Estas operações, em termos “duplamente” líquidos, resultaram numa entrada de capitais equivalente a 0.6 por cento do PIB, que contrasta com as saídas líquidas verificadas nos últimos anos (Quadro II.6.2). O investimento directo de Portugal no exterior foi equivalente a 0.1 por cento do PIB em 2003 (2.7 por cento no ano anterior), enquanto o investimento directo do exterior na economia portuguesa diminuiu de 1.5 para 0.7 por cento do PIB, em termos líquidos. A maioria das aplicações de investimento directo estrangeiro em Portugal em 2003 foi dirigida para sociedades não financeiras (0.7 por cento do PIB, em termos líquidos).

II.6.4. Posição de investimento internacional

De acordo com a informação preliminar disponível sobre a Posição de Investimento Internacional (PII), a posição devedora líquida da economia portuguesa face ao resto do mundo agravou-se em 2003, atingindo 51.0 por cento do PIB, mais 5.6 p.p. do que em 2002 (Quadro II.6.5). Este agravamento da PII foi superior ao saldo da balança financeira (3.6 por cento do

PIB), em resultado, essencialmente, de alterações de valorização⁽¹⁴⁾. De facto, em 2003, o aumento generalizado das cotações nos mercados bolsistas mundiais, incluindo o português, teve um impacto negativo na PII, dada a maior dimensão da posição passiva em títulos de participação no capital em comparação com a respectiva posição activa⁽¹⁵⁾.

As IFNM foram o sector cuja posição face ao exterior se alterou de forma mais significativa em 2003. De facto, a posição credora líquida deste sector diminuiu de 21.3 para 16.2 por cento do PIB entre os finais de 2002 e 2003. Este resultado reflectiu, sobretudo, o aumento das posições passivas das IFNM sob a forma de investimento de carteira (de 3.4 para 11.3 por cento do PIB), reflexo das significativas operações de titularização de créditos bancários e tributários realizadas em 2003, muito mais expressivo do que o aumento registado nas respectivas posições activas (de 25.8 para 28.8 por cento do PIB em 2003).

Excluindo as operações de natureza temporária referidas anteriormente, a posição devedora líquida das IFM deverá ter diminuído ligeiramente em 2003, enquanto a posição credora líquida das autoridades monetárias deverá ter apresentado uma pequena redução. Quanto às administrações públicas, a posição devedora líquida aumentou de 29.7 para 32.8 por cento do PIB em 2003, reflectindo, essencialmente, o aumento das aplicações de não residentes em títulos de dívida pública portuguesa. Finalmente, no que diz respeito às sociedades não financeiras e particulares, a posição devedora líquida face ao exterior diminuiu para 2.0 por cento do PIB (4.7 por cento do PIB em 2002), traduzindo fundamentalmente a evolução dos fluxos de investimento de carteira ao longo de 2003.

(14) Relembre-se que a posição no final de um determinado período reflecte não só as transacções financeiras ocorridas nesse período (ou seja, os fluxos registados na balança financeira), mas também as variações de preços e de taxas de câmbio ou outros ajustamentos ocorridos durante o período, que afectaram o nível de activos e passivos financeiros existentes no início desse mesmo período.

(15) Por posições passivas entendem-se activos nacionais detidos por não residentes. Por posições activas entendem-se activos estrangeiros detidos por residentes.

Quadro II.6.5

POSIÇÃO DE INVESTIMENTO INTERNACIONAL

	Em milhões de euros							Em percentagem do PIB		
	2001	2002	2003	Variações de preço	Variações cambiais	Outros ajustamentos	Posições em fim-de- período	2001	2002	2003
	Posições em fim-de- período	Posições em fim-de- período	Transacções					Posições em fim-de-período		
Posição de Investimento Internacional (PII)	-53 768.9	-58 677.9	-4 714.7	-3 388.0	1 190.0	-1 207.4	-66 798.1	-43.8	-45.4	-51.0
Investimento Directo ^(a)	-12 575.2	-10 799.4	-767.6	-283.2	0.0	-13.9	-11 864.2	-10.2	-8.3	-9.1
Investimento de Carteira ^(b)	-12 080.7	-12 164.8	5 257.9	-2 288.9	170.2	-7.3	-9 033.2	-9.8	-9.4	-6.9
Derivados Financeiros	844.9	437.7	-64.1	-782.4	0.0	0.0	-408.8	0.7	0.3	-0.3
Outro Investimento ^(c)	-47 070.3	-53 030.2	-3 342.6	0.0	1 921.0	-1 186.0	-55 637.8	-38.3	-41.0	-42.5
Activos de Reserva	17 112.4	16 878.8	-5 798.3	-33.4	-901.3	0.0	10 145.9	13.9	13.1	7.8
Por sector institucional residente:										
Autoridades Monetárias	16 490.1	15 693.0	4 589.1	-50.7	-513.3	0.0	19 718.0	13.4	12.1	15.1
Investimento de Carteira	6 189.3	5 690.4	5 108.8	-19.0	29.1	0.0	10 809.4	5.0	4.4	8.3
Derivados Financeiros	-2.1	7.4	-4.6	1.6	0.0	0.0	4.5	0.0	0.0	0.0
Outro Investimento	-6 809.5	-6 883.7	5 283.1	0.0	358.8	0.0	-1 241.7	-5.5	-5.3	-0.9
Activos de Reserva	17 112.4	16 878.8	-5 798.3	-33.4	-901.3	0.0	10 145.9	13.9	13.1	7.8
Administrações Públicas	-33 022.3	-38 387.0	-4 892.0	-86.6	440.7	10.0	-42 915.1	-26.9	-29.7	-32.8
Investimento Directo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investimento de Carteira	-31 712.8	-36 514.2	-5 097.0	183.2	378.8	0.0	-41 049.2	-25.8	-28.2	-31.4
Derivados Financeiros	428.7	37.6	85.2	-269.8	0.0	0.0	-147.0	0.3	0.0	-0.1
Outro Investimento	-1 738.2	-1 910.5	119.9	0.0	61.9	10.0	-1 718.8	-1.4	-1.5	-1.3
Instituições Financeiras Monetárias	-51 556.0	-57 462.1	-4 154.5	-1 392.5	1 593.2	-746.5	-62 162.3	-42.0	-44.4	-47.5
Investimento Directo	-1 632.8	-1 736.9	11.2	-283.2	0.0	10.4	-1 998.5	-1.3	-1.3	-1.5
Investimento de Carteira	-6 497.8	-4 085.9	5 772.0	-544.7	238.9	0.0	1 380.2	-5.3	-3.2	1.1
Derivados Financeiros	416.0	392.6	-94.4	-564.6	0.0	0.0	-266.3	0.3	0.3	-0.2
Outro Investimento	-43 841.4	-52 031.9	-9 843.3	0.0	1 354.3	-756.9	-61 277.8	-35.7	-40.2	-46.8
Instituições Financeiras não Monetárias	26 085.3	27 543.5	-5 677.6	-348.2	-270.8	-16.2	21 230.4	21.2	21.3	16.2
Investimento Directo	-1 814.3	-1 424.9	-426.4	0.0	0.0	-8.9	-1 860.2	-1.5	-1.1	-1.4
Investimento de Carteira	27 448.8	29 075.3	-5 505.1	-390.0	-252.9	-7.3	22 919.9	22.4	22.5	17.5
Derivados Financeiros	1.1	0.0	-41.8	41.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outro Investimento	449.8	-107.0	295.7	0.0	-18.0	0.0	170.8	0.4	-0.1	0.1
Sociedades não Financeiras e Particulares	-11 766.0	-6 065.2	5 420.3	-1 510.0	-59.6	-454.5	-2 669.0	-9.6	-4.7	-2.0
Investimento Directo	-9 128.1	-7 637.6	-352.4	0.0	0.0	-15.4	-8 005.4	-7.4	-5.9	-6.1
Investimento de Carteira	-7 508.1	-6 330.5	4 979.3	-1 518.5	-223.7	0.0	-3 093.4	-6.1	-4.9	-2.4
Derivados Financeiros	1.2	0.1	-8.5	8.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outro Investimento	4 869.0	7 902.8	801.9	0.0	164.1	-439.1	8 429.7	4.0	6.1	6.4

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas:

(a) Inclui estimativas trimestrais calculadas pelo Banco de Portugal com base na acumulação de fluxos mensais e nos últimos dados anuais obtidos através dos Inquéritos ao Investimento Directo.

(b) Inclui estimativas trimestrais calculadas pelo Banco de Portugal com base na acumulação de fluxos mensais e nos últimos dados anuais obtidos através do Inquérito ao stock de títulos estrangeiros na posse de residentes.

(c) Inclui, em algumas componentes, estimativas trimestrais calculadas pelo Banco de Portugal com base na acumulação de fluxos mensais.

Caixa II.6.1. OS FLUXOS DE INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO

De acordo com as recomendações metodológicas internacionais⁽¹⁾, a relação de investimento directo (ID) tem por objectivo a obtenção de laços económicos estáveis e duradouros dos quais resulte, directa ou indirectamente, a existência de efectivo poder de decisão por parte do investidor numa empresa, a constituir ou já constituída, em outro país. Consideram-se entidades realizadoras de ID, as pessoas singulares ou colectivas, públicas ou privadas, com ou sem personalidade jurídica, que detenham participações no capital social de empresas residentes noutro país, numa percentagem igual ou superior a 10 por cento. Englobam-se, também, neste conceito de ID as entidades que realizem actos e contratos que conduzam à criação, manutenção ou reforço de laços económicos estáveis e duradouros, mesmo que a respectiva participação seja inferior a 10 por cento. A relação de ID abrange, para além das participações no capital social das empresas, quaisquer outras formas de criação de activos e de passivos entre o investidor e a empresa receptora do investimento (nomeadamente, a concessão de empréstimos, suprimentos, créditos comerciais, operações sobre imóveis, lucros reinvestidos etc.), que resultem quer da transacção que deu início à relação de ID, quer de transacções subsequentes.

A partir de meados da década de 90, a progressiva integração financeira a nível mundial, decorrente do processo de globalização em curso, traduziu-se num aumento acentuado das diversas operações de investimento entre Portugal e o exterior. No caso do ID, o aumento significativo das relações financeiras entre empresas portuguesas e estrangeiras, com o estabelecimento de alguns grupos económicos que operam à escala internacional, conduziu a um acentuado crescimento dos fluxos brutos de ID. No caso do ID do exterior em Portugal, por fluxos brutos entendem-se os investimentos recebidos, registados a crédito na balança financeira, e os desinvestimentos contabilizados a débito. No caso do ID de Portugal no exterior, passa-se o oposto em termos de contabilização na balança financeira: o investimento bruto efectuado no estrangeiro é registado a débito, enquanto as operações de desinvestimento são incluídas a crédito. Com a crescente integração de Portugal nas correntes financeiras internacionais, os fluxos brutos (i.e., os créditos e débitos da balança financeira) perderam grande parte do seu significado enquanto medida de uma relação de longo prazo entre empresas portuguesas e estrangeiras, passando a estar, essencialmente, associados a relações puramente financeiras numa lógica de financiamento intra-grupo e de crescente gestão de recursos à escala internacional. Por exemplo, no caso do ID do exterior em Portugal, o investimento bruto (crédito) aumentou de 3.0 por cento do PIB, em média anual, no período 1986-1994 para 13.3 por cento do PIB na média do período mais recente, sem que esse crescimento tenha tido um impacto significativo sobre os respectivos fluxos líquidos (Quadro 1). Evidência no mesmo sentido é a progressiva redução da taxa de permanência do ID (definida como o rácio entre o investimento líquido e o investimento bruto) verificada a partir de meados dos anos 90. Assim, a análise do ID, numa óptica de avaliação de participações duradouras, deverá ser efectuada através dos fluxos líquidos (saldos) e não dos fluxos brutos (créditos e débitos). Mais recentemente, os próprios fluxos líquidos têm vindo a ser afectados por alguns movimentos triangulares de participações cruzadas, associados à crescente circulação de capitais, nomeadamente com motivações de natureza fiscal. Este processo tende a ampliar ambos os fluxos líquidos de ID, sem que isso signifique, necessariamente, um aumento efectivo das aplicações de carácter estável e duradouro (uma das principais componentes da própria definição de ID). Por esta razão, e dada a existência de fluxos financeiros intra-grupo, a análise tra-

(1) Em resposta aos compromissos assumidos por Portugal no quadro dos requisitos estatísticos do Sistema Europeu de Bancos Centrais, as estatísticas da balança de pagamentos elaboradas e divulgadas pelo Banco de Portugal têm por base as recomendações metodológicas internacionais, nomeadamente do Fundo Monetário Internacional (5ª edição do Manual da Balança de Pagamentos), do Banco Central Europeu e do Eurostat. Para uma descrição detalhada da metodologia das estatísticas de investimento directo, vejam-se os suplementos ao Boletim Estatístico 2/1998 – “Investimento directo do exterior em Portugal” e 1/2000 “Investimento directo de Portugal no exterior” disponíveis no site do Banco de Portugal.

Quadro 1
FLUXOS DE INVESTIMENTO DIRECTO
 Em percentagem do PIB

	Investimento do exterior em Portugal				Investimento de Portugal no exterior				(A) - (B)
	Crédito	Débito	Saldo (A)	Taxa de permanência ^(a)	Crédito	Débito	Saldo (B)	Taxa de permanência ^(a)	
	(1)	(2)	(1) - (2)	em %	(1)	(2)	(2) - (1)	em %	
1980.....	0.6	0.1	0.6	87.4	0.0	0.1	0.0	68.4	0.5
1981.....	0.7	0.1	0.6	90.7	0.0	0.1	0.0	57.5	0.6
1982.....	0.7	0.1	0.6	87.1	0.0	0.2	0.2	91.7	0.4
1983.....	0.7	0.1	0.6	89.7	0.0	0.1	0.1	84.3	0.5
1984.....	1.0	0.0	1.0	96.4	0.0	0.1	0.1	89.4	0.9
1985.....	1.3	0.1	1.2	95.1	0.0	0.1	0.1	96.1	1.1
1986.....	0.9	0.1	0.8	92.7	0.0	0.1	0.1	83.4	0.8
1987.....	1.4	0.2	1.2	87.6	0.1	0.1	0.0	-31.1	1.2
1988.....	2.2	0.2	2.0	92.6	0.0	0.1	0.1	86.2	1.9
1989.....	3.6	0.2	3.4	93.3	0.0	0.2	0.2	94.0	3.2
1990.....	4.9	0.8	4.1	84.3	0.0	0.3	0.3	97.1	3.8
1991.....	4.7	1.5	3.2	67.5	0.1	0.7	0.6	90.0	2.6
1992.....	3.7	1.4	2.3	62.1	0.0	0.8	0.7	95.2	1.6
1993.....	3.5	1.7	1.8	52.4	0.2	0.4	0.2	42.5	1.7
1994.....	2.3	0.9	1.4	60.4	0.1	0.4	0.3	85.6	1.1
1995.....	4.0	3.4	0.6	16.1	0.2	0.9	0.6	74.7	0.0
1996.....	5.6	4.3	1.3	23.6	0.4	1.1	0.7	61.3	0.6
1997.....	8.8	6.5	2.3	26.3	0.7	2.5	1.8	72.1	0.5
1998.....	11.9	9.1	2.8	23.5	6.0	9.4	3.4	36.2	-0.6
1999.....	12.8	11.8	1.1	8.3	6.7	9.4	2.8	29.2	-1.7
2000.....	23.3	16.9	6.4	27.4	6.4	13.5	7.1	52.3	-0.7
2001.....	19.7	14.4	5.4	27.2	5.3	12.2	6.9	56.4	-1.5
2002.....	17.2	15.7	1.5	8.8	3.9	6.6	2.7	41.2	-1.2
2003.....	16.3	15.6	0.7	4.0	2.8	2.9	0.1	2.2	0.6
<i>Por memória:</i>									
1986-1994....	3.0	0.8	2.3	77.0	0.1	0.3	0.3	71.4	2.0
1995-2003....	13.3	10.8	2.5	18.4	3.6	6.5	2.9	47.3	-0.4

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota:

(a) A taxa de permanência do investimento directo é definida como o rácio entre o investimento líquido (saldo) e o investimento bruto (crédito no caso do investimento directo do exterior em Portugal e débito no caso do investimento directo de Portugal no exterior).

dicional dos fluxos líquidos (saldos) de ID deve ser complementada com a análise do ID em termos de fluxos “duplamente líquidos”, calculados como a diferença entre os saldos de ID recebido do exterior e de ID efectuado no exterior.

Após a adesão de Portugal à Comunidade Económica Europeia, em 1986, e até ao início dos anos 90, verificaram-se fortes entradas de capitais na economia portuguesa sob a forma de ID (Gráficos 1 e 2). Uma parte significativa deste ID estrangeiro esteve associada a projectos geradores de produção orientada para exportação, nomeadamente, no sector automóvel. No período 1986-1994, o saldo do ID em Portugal situou-se, em termos médios anuais, em 2.3 por cento do PIB, enquanto o saldo do ID de Portugal no exterior atingiu apenas 0.3 por cento do PIB (Quadro 1). Assim, o ID estrangeiro em Portugal líquido do ID de Portugal no exterior foi, em média, equivalente a cerca de 2.0 por cento do PIB neste período.

A partir de meados da década de 90, registou-se uma significativa mudança do padrão de comportamento dos fluxos de ID, o que se traduziu numa redução da importância relativa deste tipo de investimento na cobertura das necessidades líquidas de financiamento da economia portuguesa. De acordo

Gráfico 1
FLUXOS DE INVESTIMENTO DIRECTO^(a)

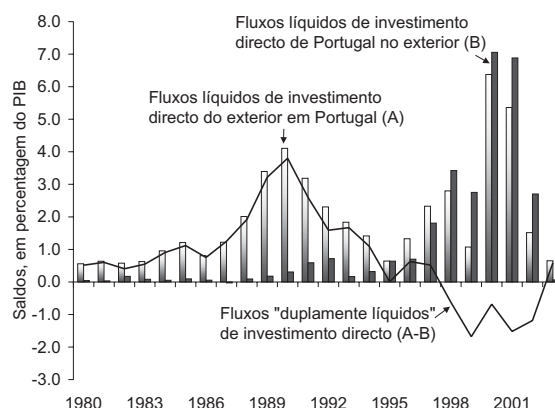


Gráfico 2
FLUXOS DE INVESTIMENTO DIRECTO
DO EXTERIOR EM PORTUGAL^(a)

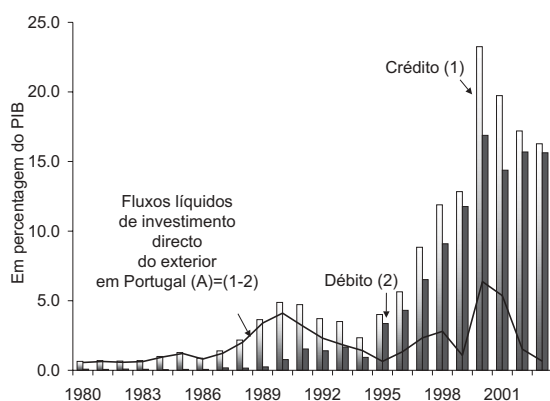
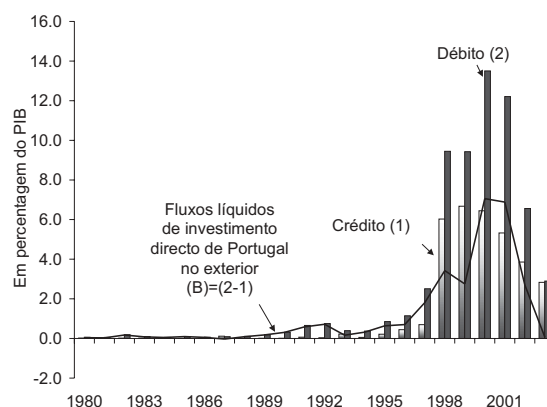


Gráfico 3
FLUXOS DE INVESTIMENTO DIRECTO
DE PORTUGAL NO EXTERIOR^(a)



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota:

- (a) A partir de 1996, os fluxos de investimento directo incluem a componente de lucros reinvestidos, não sendo, por conseguinte, exactamente comparáveis com a informação de anos anteriores. De qualquer forma, esta componente não apresenta valores muito significativos, pelo que a análise continua a ser válida.

com fluxos “duplamente líquidos”, as operações de ID entre Portugal e o exterior conduziram a saídas de capital equivalentes, em média, a 0.4 por cento do PIB no período de 1995 a 2003, o que contrasta com as entradas líquidas verificadas de 1986 a 1994 (Quadro 1). A tendência de diminuição do ID líquido recebido pela economia portuguesa foi semelhante à observada noutras economias da União Europeia, tradicionalmente receptoras deste tipo de investimento, o que sugere alguma reorientação destes fluxos de capitais, nomeadamente, para economias da Europa Central e de Leste. Por sua vez, a crescente internacionalização das empresas portuguesas resultou num elevado crescimento dos montantes associados a operações de ID português no exterior que, em 1998, superaram pela primeira vez o ID líquido recebido pela economia portuguesa. O dinamismo do ID no exterior é um fenómeno relativamente recente na

economia portuguesa, uma vez que só começou a surgir de forma evidente a partir de 1997 (Gráficos 1 e 3). Este fenómeno consolidou-se nos anos seguintes em resposta à crescente globalização dos mercados e às maiores possibilidades de expansão das empresas portuguesas, associadas ao forte crescimento da economia no período e a condições de financiamento mais favoráveis (dada a acentuada redução das taxas de juro). Esta evolução beneficiou, também, da privatização de algumas empresas públicas, o que permitiu a criação de empresas nacionais de maior escala e potencial de internacionalização. Nos últimos anos, em particular em 2000 e 2001, ambos os fluxos líquidos de ID entre Portugal e o exterior foram afectados por um significativo aumento das participações cruzadas entre algumas sociedades gestoras de participações sociais de grupos económicos nacionais e diversas empresas estrangeiras. Adicionalmente, Portugal tem sido utilizado, de forma crescente, como plataforma para operações de ID estrangeiro em países terceiros. Exemplo desta situação são os investimentos estrangeiros, realizados em países terceiros, canalizados através de empresas sediadas na zona franca da Madeira. De facto, o aumento destas operações financeiras intra-grupo conduziu a um elevado crescimento de ambos os fluxos líquidos de ID entre Portugal e o exterior, em particular em 2000 e 2001 (Gráfico 1). Finalmente, refira-se que, em 2003, as operações de ID entre Portugal e o exterior foram pouco significativas, diminuindo face aos valores verificados nos anos anteriores. De acordo com informação preliminar, em termos líquidos, o ID do estrangeiro em Portugal atingiu 0.7 por cento do PIB e o ID de Portugal no exterior foi equivalente a 0.1 por cento do PIB, o que conduziu a um saldo “duplamente líquido” de 0.6 por cento do PIB, em contraste com os valores negativos observados nos últimos anos.

II.7. Mercados financeiros

II.7.1. Caracterização geral

Em 2003, prosseguindo a tendência já verificada no último trimestre de 2002, assistiu-se ao desanuviamiento progressivo das condições de financiamento nos mercados internacionais. Este desanuviamiento manifestou-se, nos mercados de dívida privada, num aumento dos volumes emitidos e na redução dos diferenciais face às taxas de juro das obrigações de dívida pública, e, nos mercados de acções, numa recuperação continuada das cotações a partir do segundo trimestre (após a dissipação das incertezas sobre o início do conflito militar no Iraque). Em Portugal, em linha com o sucedido nos mercados internacionais, as cotações das acções conheceram aumentos sustentados a partir de meados de Março. Nos mercados de dívida pública portuguesa, assistiu-se a um estreitamento do *spread* relativamente à Alemanha.

Os grupos financeiros portugueses, cujas emissões de títulos de dívida ocorrem essencialmente nos mercados internacionais, retornaram aos mercados de dívida após um período de menor dinamismo ocorrido nestes mercados durante o segundo semestre de 2002.

Em paralelo, não obstante o nível historicamente baixo das taxas de juro de longo prazo, o aumento da inclinação da curva de rendimentos ao longo do ano (e a expectativa de que as taxas de intervenção não iriam aumentar no curto prazo) veiculou incentivos para a emissão de títulos no segmento curto da curva de rendimentos. Esta situação foi muito evidente na estratégia de emissão do Tesouro, designadamente através da reabilitação do mercado de bilhetes do Tesouro, cujas emissões tinham sido interrompidas em 1999. Por outro lado, a diversificação das fontes de financiamento das administrações públicas, em conjugação com a realização de operações especiais, conduziram a uma diminuição das emissões líquidas deste sector, em comparação com os elevados montantes verificados em 2002. A referida maior inclinação da curva de rendimentos manifestou-se igualmente na maior prevalência dos

prazos mais curtos nas emissões realizadas no exterior pelos grupos financeiros portugueses.

Em 2003, e num quadro de diminuição da actividade económica em geral, a redução do investimento empresarial, em conjugação com o aumento da poupança das empresas, esteve na base de menores necessidades de financiamento deste sector. O menor recurso líquido a financiamento externo pelas sociedades não financeiras foi notória nos mercados de dívida titulada (nos quais se observou uma redução dos saldos vivos, em particular de papel comercial) e nas emissões de acções de empresas cotadas em bolsa, estas últimas praticamente inexistentes em 2003. A mesma situação ocorreu no que diz respeito à admissão de novas empresas à cotação, dada a ausência de Ofertas Públicas Iniciais e de operações de privatização significativas, embora, na parte final do ano, tenham sido anunciadas publicamente quer a intenção de alguns grupos económicos em proceder à dispersão do capital em bolsa, quer a retoma do programa de privatizações por parte do Estado, em ambos os casos projectadas para 2004.

Por sua vez, as subscrições líquidas de unidades de participação em fundos de investimento foram muito expressivas em 2003, em especial nos fundos de obrigações, em contraponto com o ano anterior, em que os investidores privilegiaram as aplicações em fundos de baixo risco, designadamente fundos de tesouraria e do mercado monetário. Não obstante a subida continuada das cotações nos mercados de acções, as subscrições líquidas em fundos de acções (incluindo PPA e PPR), ainda que apresentando valores positivos, foram relativamente modestas em 2003.

Na sequência de recomendações da Comissão Europeia com vista ao incremento da transparência do mercado, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) tem vindo a pôr em prática iniciativas no domínio do “governo das sociedades”⁽¹⁾. De entre esse conjunto de medidas, destacam-se a criação de mecanismos que impeçam assimetrias de informação entre accionistas, a eliminação de regras in-

(1) Ou *corporate governance*, na terminologia anglo-saxónica.

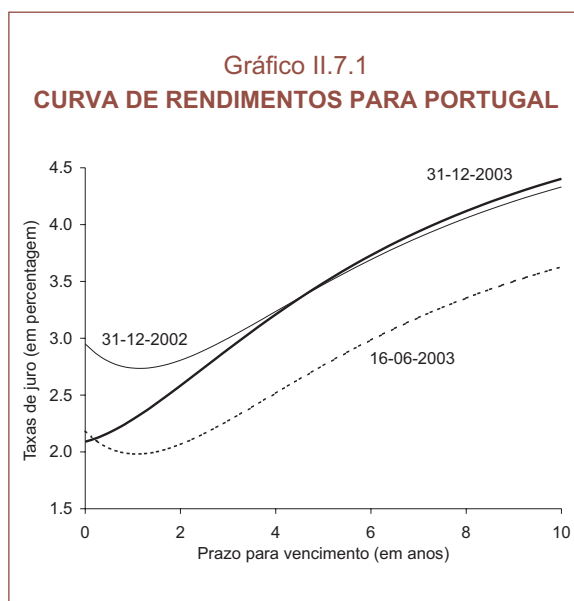
ternas que dificultem a participação dos accionistas nas assembleias gerais das sociedades, a criação de sistemas internos de análise que permitam identificar os riscos associados à actividade da empresa, e a salvaguarda dos interesses das sociedades e dos seus accionistas no caso de tentativa de inviabilização de ofertas públicas de aquisição provenientes de terceiros. O novo regulamento da CMVM sobre governo das sociedades inclui também uma recomendação no sentido de ser disponibilizada aos investidores informação sobre os salários dos gestores de empresas listadas em bolsa.

Em Setembro de 2003 registou-se a entrada em funcionamento do PEX, o primeiro mercado não regulamentado português. Trata-se de um mercado semelhante ao mercado de bolsa tradicional, mas com regras menos exigentes de admissão de títulos. Os objectivos deste mercado não regulamentado incluem o incremento do recurso das empresas portuguesas ao mercado de capitais e a criação de novos instrumentos de dívida privada. Os investidores neste mercado têm, para além dos benefícios tradicionais decorrentes de mercados com cotações em contínuo, a possibilidade de realizar operações a menor custo do que no mercado regulamentado, e de recorrer a serviços de busca de informação e de *research*. O PEX é administrado pela Sociedade Gestora de Mercado de Valores Mobiliários Não Regulamentado, S.A. (OPEX). Durante os primeiros meses de funcionamento, o PEX registou um volume de transacções baixo, estando à disposição dos investidores pouco mais de uma dezena de títulos, entre acções e obrigações.

II.7.2. Análise do mercado de capitais

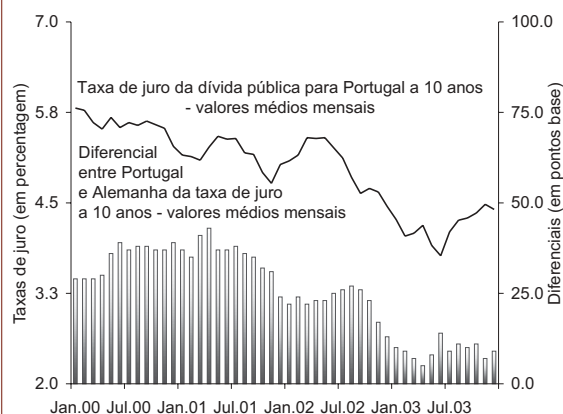
II.7.2.1. Mercado de dívida

Em 2003 e tal como sucedido desde o início da União Económica e Monetária, as taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa continuaram a reflectir os desenvolvimentos nos mercados de dívida pública dos restantes países da área do euro (veja-se secção I.2. *Evolução económica na área do euro*). Assim, em 2003, a curva de rendimentos portuguesa foi condi-



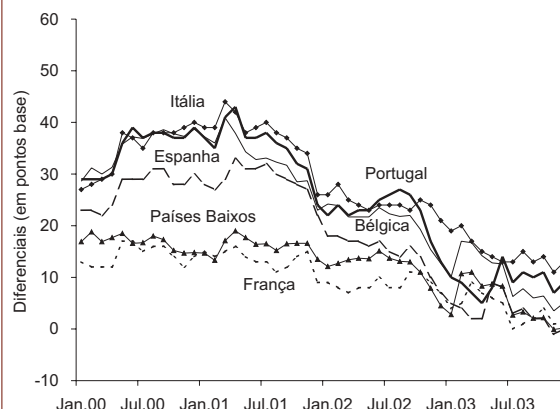
cionada, por um lado, pelas descidas das taxas de intervenção do BCE (de 25 e 50 pontos base (p.b.) em Março e Junho, respectivamente), que estiveram subjacentes à descida das taxas de rendibilidade no segmento mais curto (até 2 anos), e, por outro lado, por alterações de expectativas dos investidores quanto à evolução da actividade económica no conjunto da área do euro, que estiveram na base de oscilações pronunciadas das taxas de rendibilidade no segmento mais longo da curva (Gráfico II.7.1). Assim, a taxa de juro a 10 anos, que no início do ano já apresentava um nível historicamente muito baixo (4.33 por cento), reduziu-se significativamente durante o segundo trimestre para se situar em 3.63 por cento em meados de Junho. Posteriormente, à medida que se foram consolidando as perspectivas de aceleração da actividade económica na área do euro, a taxa de rendibilidade das obrigações a 10 anos reverteu integralmente a descida verificada no primeiro semestre para se situar em 4.4 por cento no final do ano (mais 7 p.b. do que no final de 2002). De facto, entre o início do ano e meados de Junho, assistiu-se a um deslocamento praticamente paralelo, para baixo, da curva de rendimentos em todos os prazos, observando-se posteriormente um aumento das taxas nos prazos acima de 3 meses. No final do ano, a curva de rendimentos era monotonicamente crescente, não evidenciando um ponto

Gráfico II.7.2
EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE JURO
DA DÍVIDA PÚBLICA PARA PORTUGAL
E DIFERENCIAL EM RELAÇÃO À ALEMANHA



Fontes: Reuters, BCE e Banco de Portugal.

Gráfico II.7.3
DIFERENCIAIS DA TAXA DE RENDIBILIDADE
DA DÍVIDA PÚBLICA A 10 ANOS
EM RELAÇÃO A ALEMANHA
 Valores médios mensais



Fontes: Bloomberg, Reuters, BCE.

mínimo em torno da maturidade de 1 ano, que se verificava no início do ano. Em Dezembro de 2003, e tal como em praticamente toda a segunda metade do ano, a inclinação da curva de rendimentos, medida pelo diferencial entre a taxa de rendibilidade a 10 anos e a Euribor a 1 ano, situava-se no nível mais elevado desde o início da área do euro: acima de 2 pontos percentuais (p.p.).

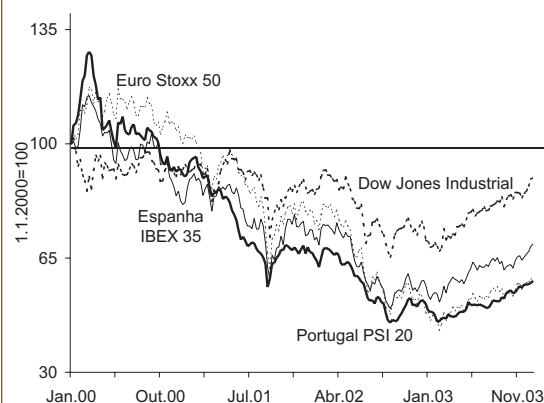
Como referido anteriormente, as taxas de rendibilidade da dívida pública dos países da área do euro apresentam um elevado co-movimento entre si, em prazos comparáveis. Ainda assim, em 2003 assistiu-se à compressão do diferencial entre as taxas de juro da dívida pública portuguesa com prazo de 10 anos face à dívida pública alemã com prazo comparável (diminuição, em média anual, de 21 para 10 p.b.) (Gráfico II.7.2). Na generalidade dos restantes países da área do euro, a evolução do diferencial entre as taxas de juro da dívida pública a 10 anos e a correspondente taxa de juro da Alemanha foi semelhante ao caso português, com diminuição evidente no conjunto do ano (Gráfico II.7.3). Em alguns países, designadamente a Espanha e os Países Baixos, este diferencial chegou a ser nulo ou negativo na parte final do ano.

II.7.2.2. Mercado de acções

O mercado de acções em Portugal apresentou em 2003 uma evolução positiva, que se traduziu numa valorização do índice PSI 20 de 18.3 por cento. Esta inversão da tendência de anos anteriores enquadra-se num movimento generalizado de recuperação nos mercados europeu e americano (Gráfico II.7.4). O índice Dow Jones Euro Stoxx 50, que mede a evolução das cotações de algumas das principais empresas europeias, subiu 15.6 por cento, enquanto o mercado americano, representado pelo índice Dow Jones Industrial, valorizou-se 25.3 por cento. O índice espanhol IBEX 35 teve um crescimento mais elevado do que a maioria dos restantes índices de mercados europeus, subindo 28.1 por cento. O ano de 2003 foi, portanto, um período de regresso ao crescimento generalizado dos preços das acções, interrompido desde o início de 2000.

No Quadro II.7.1 apresenta-se a volatilidade de um conjunto de mercados desenvolvidos, medida como o desvio-padrão anualizado da rendibilidade semanal⁽²⁾. A redução da volatilidade observada na generalidade dos mercados internacionais foi também patente no mercado português e coincidiu com uma maior

Gráfico II.7.4
ÍNDICES DE ACÇÕES



Fontes: Reuters, Bloomberg e Euronext Lisboa.

apetência dos investidores por activos de maior risco, que teve também como consequência a já referida valorização continuada das cotações a partir do segundo trimestre. De facto, os mercados internacionais de acções apresentaram um nível de volatilidade muito elevado em termos históricos durante a segunda metade de 2002, situação que persistiu ainda no primeiro trimestre de 2003 (Gráfico II.7.5)⁽³⁾.

A correlação do índice de referência da bolsa portuguesa com os mercados analisados diminuiu relativamente ao ano anterior⁽⁴⁾. Tal reflectiu, em grande parte, o facto de, na generalidade dos mercados internacionais, as cotações dos títulos do sector financeiro, em especial na

(2) A rendibilidade semanal é calculada como a diferença entre o logaritmo natural do índice no último dia de transacção da semana corrente e o logaritmo natural do índice no último dia de transacção da semana anterior. O valor obtido para o desvio padrão desta grandeza é então multiplicado pela raiz quadrada de 52, que é, por convenção, o número de semanas do ano.

(3) A volatilidade dos índices é calculada usando uma média móvel centrada com 15 termos das rendibilidades diárias. No caso de existirem derivados sobre os índices com liquidez suficiente, podem ser também calculadas usando o preço de opções *at-the-money*. É o caso dos valores apresentados na subsecção I.1.1. *A economia mundial em 2003*. Tal abordagem não foi aqui seguida por não existirem opções sobre o PSI 20 suficientemente líquidas.

Quadro II.7.1

**VOLATILIDADE E CORRELAÇÕES
DE ÍNDICES BOLSISTAS**

	2001	2002	2003
Volatilidade anual (em percentagem)			
PSI 20	21	20	14
Dow Jones	25	28	17
Euro Stoxx 50	29	36	28
DAX	33	40	32
IBEX 35.....	29	31	21
Correlações do PSI 20 com (em percentagem):			
Dow Jones	20	54	40
Euro Stoxx 50	66	62	54
DAX	66	62	51
IBEX 35.....	70	67	53

Fontes: Bloomberg, Reuters e Banco de Portugal.

Nota: Para cada índice, a volatilidade é calculada como o desvio-padrão da rendibilidade semanal anualizado, tomando sempre o último dia de transacção em cada semana. As correlações são calculadas usando a rendibilidade semanal de cada índice.

Europa, terem recuperado apreciavelmente dos níveis muito deprimidos atingidos em 2002, enquanto em Portugal essa recuperação foi menos evidente (Quadro II.7.1)⁽⁵⁾. Para além disso, a posição cíclica da economia portuguesa, manifestada em 2003 pela maior redução da actividade económica de entre as economias da área do euro, poderá também ter contribuído para um menor co-movimento entre os preços das acções das empresas portuguesas e os das empresas cotadas nos restantes mercados desenvolvidos.

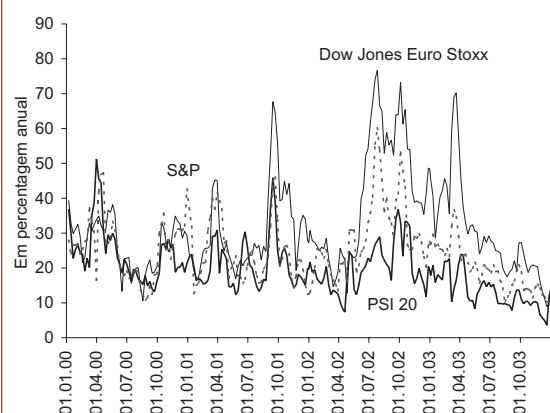
O rácio *price-to-earnings* (PER) representa a razão entre o valor de mercado dos capitais próprios da empresa e os seus resultados líquidos para um determinado período⁽⁶⁾. Um valor do PER elevado relativamente à sua média de longo prazo sugere que o título está sobrevalorizado, uma vez que, em percentagem dos re-

(4) A correlação é calculada usando a rendibilidade semanal dos índices considerados.

(5) Tal ficou a dever-se à evolução da cotação de um dos títulos deste sector com maior peso no índice PSI-20, em contra-ciclo com a evolução geral dos restantes títulos.

(6) O PER aqui determinado calcula os resultados da empresa com base na série histórica dos últimos doze meses.

Gráfico II.7.5
VOLATILIDADE HISTÓRICA
DE ÍNDICES DE ACÇÕES

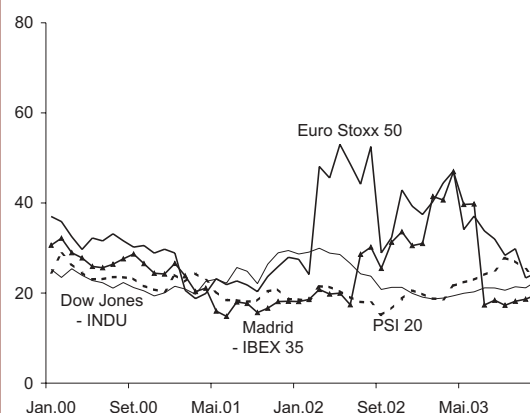


Fontes: Bloomberg e Banco de Portugal.

sultados líquidos, se está a pagar um preço alto, em termos históricos, pela empresa. Tal como em 2002, o PER correspondente ao conjunto dos títulos do índice PSI 20 teve um comportamento relativamente estável ao longo de 2003 (Gráfico II.7.6), situando-se em 22.6 no final do ano. Este é um valor muito próximo da média no período entre 1998 e 2003, que foi de 21.5. O comportamento do índice português foi, no que respeita ao PER, substancialmente diferente do de índices congéneres de outras bolsas europeias durante 2002 e 2003. O PER do índice Euro Stoxx 50 só a partir de Abril de 2003 iniciou uma descida consistente, partindo de 47.1 nesse mês para 24.5 em Dezembro. O PER do índice espanhol IBEX 35 teve comportamento idêntico nesse período, passando de 47 para 19.6. Esta evolução, associada à subida generalizada dos preços das acções ocorrida durante 2003, sugere uma melhoria substancial dos resultados das empresas e das condições de investimento ao longo do ano.

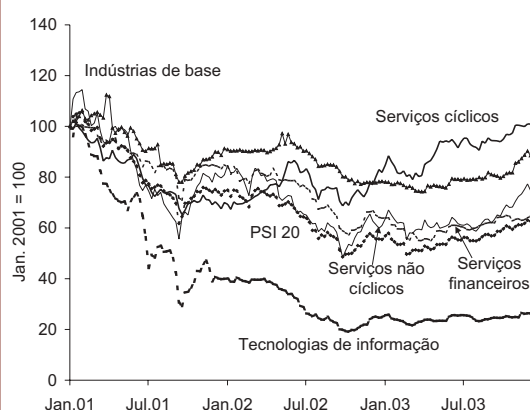
O Gráfico II.7.7 apresenta a evolução dos índices de acções da bolsa portuguesa para alguns sectores da actividade económica⁽⁷⁾. A tendência crescente observada para o índice PSI 20 a partir de Março de 2003 é seguida pelos índices sectoriais, embora esse movimento seja menos pronunciado no caso das tecno-

Gráfico II.7.6
RÁCIOS PER PARA OS MERCADOS
PORTUGUÊS, EUROPEU E AMERICANO



Fonte: Bloomberg.

Gráfico II.7.7
ÍNDICE DE ACÇÕES PARA O MERCADO
PORTUGUÊS
Por sector de actividade



Fonte: Euronext Lisboa.

(7) Observe-se que a definição dos sectores utilizada pela Euronext Lisboa sofreu modificações, pelo que o Gráfico II.7.7 não é imediatamente comparável ao apresentado em edições anteriores do *Relatório Anual* do Banco de Portugal. As indústrias de base incluem, por exemplo, a construção civil, os produtos não transformados e as celulosas. Os serviços cíclicos dizem respeito ao audiovisual, às concessões de auto-estradas e ao turismo, por exemplo. Os serviços não cíclicos correspondem aos operadores de telecomunicações e à distribuição. O sector das tecnologias de informação é formado por empresas de consultoria dessa área.

Quadro II.7.2

**EMISSIONES LÍQUIDAS DE TÍTULOS POR RESIDENTES NOS MERCADOS EXTERNO E INTERNO
(EXCEPTO UNIDADES DE PARTICIPAÇÃO EM FUNDOS DE INVESTIMENTO)**

Por sector institucional

Milhões de euros

	1999	2000	2001	2002	2003
Emissões líquidas de residentes	14 209	18 684	20 300	17 948	19 188
Títulos de dívida	6 360	6 225	10 692	9 442	6 259
Administrações públicas	2 898	1 920	5 471	6 583	4 300
Instituições financeiras monetárias	735	4 041	2 777	44	1 830
dos quais: Obrigações de caixa	3 080	2 993	619	-230	2 157
Instituições financeiras não monetárias	245	-153	76	-274	1 588
dos quais: Obrigações titularizadas	0	0	0	0	1 765
Sociedades não financeiras	2 482	416	2 368	3 089	-1 459
Acções e outras participações ^(a)	7 849	12 459	9 607	8 506	12 930
Instituições financeiras monetárias	513	3 286	800	459	1 158
Instituições financeiras não monetárias	395	1 661	2 023	3 861	8 754
das quais: Unidades de titularização	0	0	999	2 577	8 798
Sociedades não financeiras	6 941	7 513	6 785	4 186	3 018
<i>Por memória:</i>					
Emissões líquidas de títulos de dívida de residentes em mercado externo ^(b)	1 739	133	3 375	-2 372	-1 922
Emissões de acções por incorporação de reservas ^(c)	618	1 860	744	459	41
Emissões líquidas no estrangeiro por entidades não residentes					
que sejam sucursais e filiais de entidades residentes em Portugal	5 386	7 032	9 277	7 300	8 007
Instituições financeiras	3 877	6 926	6 578	6 350	7 562
Sociedades não financeiras	1 509	106	2 699	950	445

Fontes: Instituto de Gestão do Crédito Público, Euronext Lisboa, intermediários financeiros e jornais de grande circulação (nos termos do Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril).

Notas:

(a) Excluídas as unidades de participação em fundos de investimento.

(b) Incluídas em "Títulos de dívida".

(c) Incluídas em "Acções e outras participações".

logias de informação e da intermediação financeira. Os serviços não cíclicos, em grande parte determinados pelo comportamento do principal operador de telecomunicações, valorizaram-se 32 por cento entre Julho de 2003 e o final do ano. Influenciado pelo andamento de um dos títulos que o compõem, o índice do sector de intermediação financeira, que representa cerca de um terço do total da capitalização da bolsa portuguesa, teve um comportamento inferior ao do mercado, recuperando 3.9 por cento durante 2003 (no ano anterior havia caído 24.8 por cento).

II.7.2.3. Mercado primário

Não obstante a recuperação continuada das cotações a partir do segundo trimestre de 2003, a emissão líquida de acções voltou a reduzir-se quer no sector financeiro, quer no sector das sociedades não financeiras (respectivamente, diminuições de 36.1 e 27.9 por cento relativamente ao ano anterior) (Quadro II.7.2). Grande parte das emissões de acções ocorridas em 2003 diz respeito a empresas não cotadas em bolsa, dada a ausência de privatizações e a expressão muito reduzida de outras operações de colocação em bolsa.

A redução da emissão de acções pelas sociedades não financeiras não teve como contrapartida um aumento das emissões de títulos de dívida, para os quais, pelo contrário, observaram-se amortizações em termos líquidos (i.e., em 2003, as amortizações de títulos de dívida superaram as novas emissões em 1459 milhões de euros, valor que compara com emissões líquidas positivas de 3089 milhões de euros no ano anterior). Por seu turno, as emissões deste sector através de filiais no estrangeiro, embora positivas em termos líquidos, voltaram também a reduzir-se em 2003. A compressão do financiamento líquido obtido pelas sociedades não financeiras nos mercados de dívida titulada relaciona-se com a redução do investimento empresarial e a reestruturação patrimonial e da actividade dos maiores grupos não financeiros, que são aqueles que tipicamente recorrem mais intensamente à emissão de títulos de dívida. Adicionalmente, as operações de investimento directo de empresas portuguesas no exterior, que nos últimos anos envolveram montantes muito significativos e implicaram o recurso maciço ao financiamento no mercado de títulos por parte de algumas das maiores empresas portuguesas, não tiveram praticamente expressão em 2003.

Ao invés, a emissão de títulos de dívida pelo sector financeiro manteve-se em 2003 bastante significativa, aumentando mesmo face a 2002, período em que a emissão de obrigações nos mercados internacionais se apresentou dificultada pelas condições desfavoráveis que vigoraram nestes mercados durante boa parte do segundo semestre. Como pode verificar-se no Quadro II.7.2, a maior parte das emissões líquidas dos grupos financeiros portugueses ocorreu através de filiais ou sucursais no exterior (estimativa de mais de 7.5 mil milhões de euros em 2003, que compara com um valor estimado de cerca de 6.4 mil milhões de euros em 2002). De facto, as emissões de dívida por parte do sistema financeiro que tiveram lugar através dos bancos residentes em Portugal (em termos líquidos, cerca de 1.8 mil milhões de euros em 2003), embora aumentando significativamente, situaram-se em níveis muito inferiores aos que

tiveram lugar através de filiais e sucursais no exterior.

Deve salientar-se que a emissão de títulos através de entidades não residentes e que pertencem ao perímetro de consolidação dos grupos financeiros portugueses tem como alvo um conjunto de investidores muito mais amplo em termos geográficos, tipicamente investidores institucionais internacionais. Adicionalmente, estas emissões têm ocorrido essencialmente nos mercados pan-europeus de dívida de médio e longo prazo (por exemplo, o mercado de *Euro Medium Term Notes* – *EuroMTN*) e, mais recentemente, também nos mercados internacionais de papel comercial. A preferência crescente dos grupos financeiros portugueses pela colocação de títulos nos mercados internacionais em maturidades progressivamente mais curtas deve relacionar-se com a maior inclinação da curva de rendimentos entre os prazos de 1 a 2 anos e os segmentos de maturidades mais longas (5 a 10 anos) que, mesmo que temporariamente, permite menores encargos com os juros da dívida.

Por seu turno, e tal como já vem sucedendo de há uns anos a esta parte, em 2003 as emissões de títulos de dívida dos bancos residentes em Portugal dizem respeito essencialmente a obrigações de caixa colocadas junto dos clientes a retalho. De facto, a emissão líquida de obrigações de caixa das instituições financeiras monetárias (à excepção do Banco de Portugal) residentes ocorridas em 2003 (2157 milhões de euros) foi superior ao total das emissões líquidas de títulos de dívida deste sector (1830 milhões de euros), correspondendo a diferença essencialmente à amortização líquida de certificados de depósito negociáveis colocados em mercados internacionais (Quadros II.7.2 e II.7.3).

Será de salientar que o forte incremento das emissões líquidas das instituições financeiras não monetárias deve ser analisado conjuntamente com o financiamento dos bancos através da cedência de créditos aos fundos de titularização (que, por sua vez, emitem unidades de titularização, as quais figuram no Quadro II.7.2 como “outras participações”) e, também, com a emissão de obrigações titularizadas pela socie-

Quadro II.7.3

**EMISSIONES LÍQUIDAS DE TÍTULOS POR RESIDENTES NOS MERCADOS EXTERNO E INTERNO
(EXCEPTO UNIDADES DE PARTICIPAÇÃO EM FUNDOS DE INVESTIMENTO)**

Por tipo de instrumento

	1999	2000	2001	2002	2003
Títulos de dívida ^(a)	6 360	6 225	10 692	9 442	6 259
Títulos de dívida pública.....	2 898	1 920	5 471	6 583	4 300
Papel comercial, bilhetes do Tesouro e outros títulos de curto prazo (excluir CEDICs)	-1 049	-351	1 720	-1 937	3 810
CEDICs.....	0	382	181	860	130
Obrigações (do Tesouro) a taxa fixa.....	7 465	2 489	5 851	9 422	1 356
Obrigações (do Tesouro) a taxa variável.....	-3 518	-600	-2 280	-1 778	-1 103
Outros títulos de dívida pública.....	0	0	0	16	107
Papel comercial e outros títulos de curto prazo (excepto administrações públicas) ^(b)	1 760	1 372	1 788	2 933	-937
Obrigações clássicas (excluindo as obrigações emitidas pelas AP e obrigações titularizadas)	-1 151	294	2 057	658	152
Obrigações de caixa	3 080	2 993	619	-230	2 157
Obrigações convertíveis.....	509	0	975	700	-59
Obrigações com <i>warrants</i>	71	0	-37	0	-139
Obrigações titularizadas ^(c)	0	0	0	0	1 765
Títulos de participação.....	-7	-16	-2	-118	0
Outros títulos.....	-800	-339	-179	-1 084	-980
Acções e outras participações ^(d)	7 849	12 459	9 607	8 506	12 930
Acções.....	7 849	12 459	8 608	5 929	4 131
Empresas cotadas	1 516	3 975	2 485	1 017	963
Empresas não cotadas	6 333	8 485	6 124	4 912	3 169
Unidades de titularização	0	0	999	2 577	8 798

Fontes: Instituto de Gestão do Crédito Público, Euronext Lisboa, intermediários financeiros e jornais de grande circulação (nos termos do Decreto-Lei nº 142-A/91, de 10 de Abril).

Notas:

(a) Trata-se de aplicações de rendimento fixo. Incluem, por exemplo, obrigações e papel comercial.

(b) Inclui papel comercial emitido a mais de 1 ano.

(c) A única emissão corresponde à titularização dos créditos tributários ocorrida em 2003.

(d) Títulos de rendimento variável. Excluídas as unidades de participação em fundos de investimento.

dade de titularização que procedeu à aquisição de créditos tributários às administrações públicas em 2003⁽⁸⁾. De facto, a titularização de créditos pelos bancos portugueses constitui já uma das principais formas de financiamento destas instituições (e também da economia portuguesa no seu conjunto), ascendendo os volumes de unidades de titularização já emitidos até ao final de 2003 a cerca de 4.5 por cento da carteira de crédito dos grupos bancários portugueses, em base consolidada.

No que diz respeito à emissão de dívida pública, em 2003 observou-se uma forte diminui-

ção das emissões líquidas das administrações públicas face ao ocorrido no ano anterior (-34.7 por cento), situação que ficou a dever-se quer a um efeito base significativo, dadas as acentuadas emissões líquidas verificadas em 2002⁽⁹⁾, quer ao recurso a outras formas de financia-

(9) Em 2002, o volume de emissões líquidas das administrações públicas aumentou significativamente, em parte, para fazer face a pagamentos de despesas relativas a anos anteriores. Adicionalmente, estes valores foram ainda influenciados pelas dotações de capital aos hospitais constituídos em empresas públicas que implicaram a emissão de dívida pública. Vejam-se as secções II.2. *Política orçamental* e II.7. *Mercados financeiros* no Relatório Anual de 2002 do Banco de Portugal.

(8) Veja-se a secção II.2. *Política orçamental*.

Quadro II.7.4

EMISSIONES BRUTAS DE OBRIGACIONES DE MEDIO Y LARGO PLAZO POR RESIDENTES EN LOS MERCADOS INTERNO Y EXTERNO

Por tipo de taxa

	Administrações públicas					Instituições financeiras					Sociedades não financeiras				
	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
Taxa fixa	10 063	7 703	8 634	13 123	7 585	1 151	1 418	2 245	3 569	2 886	1 512		1 574	16	12
Taxa indexada	40		134	30		3 203	4 816	5 178	3 166	6 304	511	124	67	368	1 004
Taxas de juro	25		134	30		1 922	3 191	3 896	2 107	5 315	510	124	67	368	1 004
Euribor ou Lisbor	25		134	30		1 922	2 773	2 516	1 949	5 250	510	124	67	368	1 004
Outras							417	1 380	158	65					
Cotações e índices de acções . . .						59	646	1 277	1 018	687					
PSI 20						59	8	8							
Outros							639	1 269	1 018	687					
Outros indexantes	15					1 222	979	5	42	302	1				
Total	10 103	7 703	8 768	13 153	7 585	4 354	6 234	7 423	6 735	9 189	2 022	124	1 641	384	1 015

Fontes: Instituto de Gestão do Crédito Público, Euronext Lisboa, intermediários financeiros e jornais de grande circulação (nos termos do Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril).

Quadro II.7.5

POSIÇÃO E MOVIMENTO DE ACÇÕES

Euronext Lisboa

	1999	2000	2001	2002	2003
Emitentes					
Número de sociedades com acções cotadas	125	110	101	91	81
Mercado de cotações oficiais.	73	62	57	52	48
Segundo mercado.	12	9	8	8	7
Mercado sem cotações.	40	39	36	31	26
Capitalização bolsista (milhões de euros)					
Valor das acções cotadas	67991	64658	52940	42149	46393
Mercado de cotações oficiais.	67314	63317	52367	41755	46101
Segundo mercado.	245	105	111	153	107
Mercado sem cotações.	433	1236	462	242	184
Transacções (milhões de euros)					
Valor das acções transaccionadas	39162	67397	31393	21794	19477
Mercado de cotações oficiais.	38150	59235	30688	21655	18771
Segundo mercado.	5	44	2	32	18
Mercado sem cotações.	176	106	2	5	3
Sessões especiais.	831	8012	701	102	686

Fonte: Euronext Lisboa.

mento, em particular à cedência de créditos tributários já referida anteriormente.

Em 2003, cerca de 89 por cento da emissão líquida total de títulos pelas administrações públicas diz respeito a títulos de curto prazo, sobretudo bilhetes do Tesouro, cuja emissão, in-

terrompida em 1999, foi retomada em 2003. Este instrumento tem maturidades de 3 meses, 6 meses ou 1 ano, podendo ainda ocorrer leilões de títulos com maturidade residual de 3 ou 6 meses, fungíveis com as séries de títulos emitidos anteriormente com maturidade inicial

Quadro II.7.6

CAPITALIZAÇÃO ACCIONISTA EM PORCENTAGEM DO PIB

Comparação entre países

	1999	2000	2001	2002	2003
Área do Euro ^(a)	90	88	73	48	54
Alemanha	72	67	58	31	40
Espanha	76	88	81	64	77
França	111	110	91	62	69
Itália	66	70	49	37	37
Países Baixos.	185	170	131	86	86
Reino Unido	214	185	151	107	121
Portugal.	62	56	43	32	35
Euronext ^(b)	-	-	97	67	69

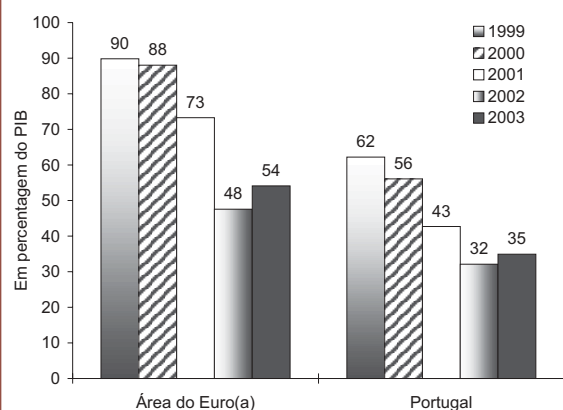
Fontes: Eurostat, Euronext.

Notas:

(a) Constituída por 11 países até 31-12-2000; inclui também a Grécia a partir de 1-1-2001.

(b) Bolsas de Amsterdão, Bruxelas e Paris até 2001; as anteriores mais Euronext Lisboa em 2002.

Gráfico II.7.8
CAPITALIZAÇÃO DO MERCADO ACCIONISTA



Fontes: Eurostat, Euronext e Banco de Portugal.

Nota:

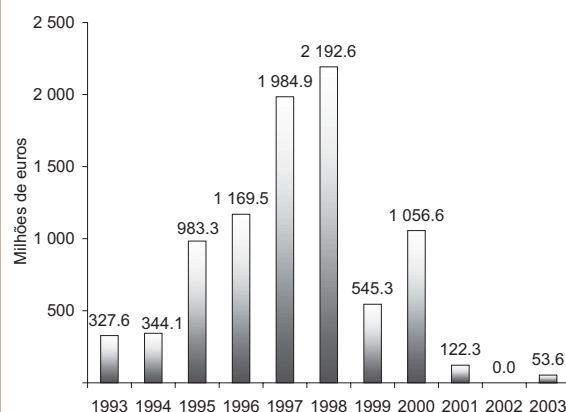
(a) Constituída por 11 países até 31-12-2000; inclui também a Grécia a partir de 1-1-2001.

mais longa mas com a mesma data de reembolso. Os bilhetes do Tesouro permitem, por um lado, completar a curva de rendimentos no segmento de curto prazo de dívida pública portuguesa, e, por outro lado, dada a inclinação elevada da curva de rendimentos em 2003, a obtenção de financiamento pelas administrações públicas com menor custo, embora com uma redução da maturidade média da dívida pública. Nos segmentos de médio e longo prazos, apenas foram emitidos títulos a taxa fixa, prosseguindo, desta forma a substituição do saldo das obrigações do Tesouro a taxa variável por obrigações do Tesouro a taxa fixa, à medida que as primeiras atingem a maturidade (Quadro II.7.4).

II.7.2.4. Mercado secundário e de derivados

O ano de 2003 marcou uma inversão na tendência de redução das cotações nos mercados internacionais de acções, conduzindo, no caso português, a um aumento da capitalização bolsista de cerca de 10 por cento face ao ano anterior (Quadro II.7.5), passando a situar-se em 35 por cento do PIB no final do ano (32 por cento em 2002) (Quadro II.7.6). Ainda assim, e tal como sucedido no mercado primário, não se

Gráfico II.7.9
PRIVATIZAÇÕES
Valores transacionado em sessões especiais de Bolsa



Fontes: Euronext Lisboa e Banco de Portugal.

assistiu à recuperação do volume de transacções no mercado secundário: esta medida de liquidez reduziu-se 14 por cento face ao ano anterior (em 2002, a redução tinha sido de cerca de 31 por cento)⁽¹⁰⁾.

A capitalização do mercado accionista da Euronext Lisboa em percentagem do PIB aumentou menos do que o correspondente indicador para o conjunto da área do euro: 2.8 contra 6.6 p.p., respectivamente (Gráfico II.7.8). Esta evolução decorreu de um forte aumento do peso da capitalização bolsista em percentagem do PIB na Alemanha, que passou de 31 para 40 por cento, e que ocorreu na sequência da reversão da forte redução de cotações no ano anterior (Quadro II.7.6).

Em 2003 foram realizadas privatizações através de Ofertas Públicas de Venda no valor de 53.6 milhões de euros, um valor muito reduzido e que reflecte um novo adiamento do programa de privatizações, suspenso em 2002 (Gráfico II.7.9).

A transacção de obrigações em bolsa continuou a apresentar-se muito pouco expressiva, quer em termos absolutos, quer tendo em conta

(10) Sobre medidas de liquidez e sua caracterização, veja-se "Caixa II.7.1. Medidas de liquidez no mercado de acções português".

Quadro II.7.7

POSIÇÃO E MOVIMENTO DE OBRIGAÇÕES

	2000	2001	2002	2003
Emitentes na Euronext Lisboa				
Número de empréstimos obrigacionistas cotados	385	364	385	255
Mercado de cotações oficiais	203	224	239	193
Dívida pública ^(a)	56	43	42	37
Diversos	147	181	197	156
Segundo mercado	182	140	94	62
Mercado sem cotações	0	0	0	0
Capitalização bolsista na Euronext Lisboa (milhões de euros)				
Valor das obrigações vivas cotadas	49663	55 034	65 102	62 380
Mercado de cotações oficiais	44480	51 569	62 793	61 275
Dívida pública ^(a)	39682	46 811	57 074	56 308
Diversos	4798	4 758	5 719	4 967
Segundo mercado	5182	3 465	2 309	1 105
Transacções na Euronext Lisboa (milhões de euros)				
Sessões normais de Bolsa	2 783	1 626	1 002	1 329
Mercado de cotações oficiais	1 907	1 190	574	831
Dívida pública ^(a)	1 496	742	310	322
Segundo mercado	876	435	428	436
Mercado sem cotações	0	0	0	0
Sessões especiais	0	0	0	0
Mercado Especial de Operações por Grosso (MEOG)	38 993	71	-	-
Dívida pública ^(a)	38 783	-	-	-
Transacções de dívida pública no MEDIP e no EuroMTS (milhões de euros)				
Mercado Especial de Dívida Pública (MEDIP) ^(b)	21 658	106 516	111 163	132 055
Obrigações do Tesouro	21 658	106 516	111 163	128 245
Bilhetes do Tesouro	-	-	-	3 810
Mercado europeu de dívida (EuroMTS) ^(c)	6 980	16 968	33 585	22 875
<i>Por memória:</i>				
Total de transacções em dívida pública	68 916	124 225	145 058	155 252

Fontes: Euronext Lisboa, Instituto de Gestão do Crédito Público (IGCP).

Notas: Todos os valores dizem respeito à Euronext Lisboa excepto aqueles explicitamente assinalados.

(a) Inclui Outros Fundos Públicos e Equiparados.

(b) O MEDIP é um mercado gerido pela MTS Portugal e destina-se à negociação da dívida pública portuguesa. O Estado Português participa no capital da MTS Portugal através do Instituto de Gestão do Crédito Público (IGCP).

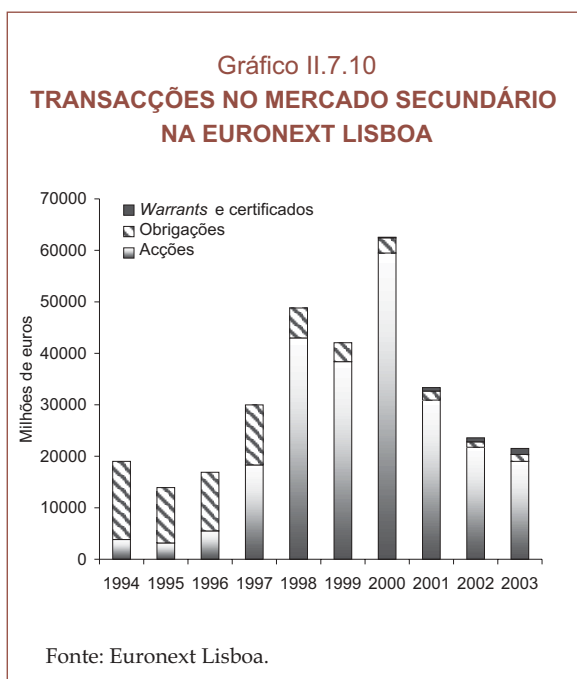
(c) O EuroMTS é uma plataforma pan-europeia de negociação de dívida pública.

a capitalização destes títulos (Quadro II.7.7). De facto, a maioria das transacções foi em títulos da dívida pública e ocorreu em plataformas alternativas, designadamente o MEDIP, o Euro MTS ou outros sistemas de suporte à negociação bilateral (de balcão ou *over-the-counter* – OTC) de títulos entre instituições⁽¹¹⁾.

A negociação por grosso da dívida pública portuguesa em mercados regulamentados (MEDIP e EuroMTS)⁽¹²⁾, manteve a tendência

de crescimento em termos dos montantes transaccionados. O aumento do volume de transacções no MEDIP foi de 18.8 por cento relativa-

(11) A informação sobre transacções no mercado de balcão (OTC) encontra-se dispersa e, não sendo completa, não consta do Quadro II.7.7. A informação parcial disponível aponta para que o mercado OTC seja mais relevante na vertente *repo* destes mercados do que em termos de transacção à vista, tendo vindo a assentar crescentemente em sistemas de negociação electrónicos.



mente a 2002; na plataforma europeia EuroMTS os montantes negociados caíram 32 por cento. No total, o montante transaccionado aumentou 7 por cento. Estes resultados reforçam a ideia de um nível elevado de actividade em mercados de dívida pública portuguesa.

O segmento accionista continuou a ser responsável pela maior parte das transacções de títulos negociados na Euronext Lisboa, embora o seu peso tenha caído de 92 por cento em 2002 para 88 por cento em 2003 (Gráfico II.7.10). O segmento obrigacionista foi responsável por 6.2 por cento do total de transacções, seguido pelo dos *warrants* autónomos, com 5.4 por cento. Estes títulos continuaram a mostrar grande

(12) Os títulos de dívida pública portuguesa negociados na Euronext Lisboa representaram apenas 0.2 por cento do total transaccionado em mercado secundário regulamentado de dívida pública, sendo o restante negociado no MEDIP e no EuroMTS. Note-se que a dívida pública pode ainda ser negociada no mercado *over-the-counter* (OTC). Adicionalmente, registe-se ainda o mercado de *repos* de dívida pública, que assenta em negociações de operadores financeiros apoiados por sistemas de negociação electrónicos. Estima-se que tenha volumes consideráveis por comparação com os do mercado a contado. Para além da finalidade clássica de acesso a títulos de dívida fora do mercado a contado, este tipo de instrumento financeiro tem sido utilizado como substituto de derivados de taxas de juro.

Quadro II.7.8
BOLSA DE DERIVADOS

	2000	2001	2002	2003
Contratos negociados (milhares)				
Futuros	5723	4497	3944	837
PSI 20	738	565	346	214
Outros	4986	3932	3598	623
Opções	177	400	28	12
PSI 20	27	20	1	0
Outros	150	380	27	12
Volume transacções (milhões de euros)				
Futuros	12662	7011	3270	1452
PSI 20	9007	5029	2371	1275
Outros	3655	1981	899	176
Opções	431	260	14	9
PSI 20	311	176	11	0
Outros	119	83	4	9

Fonte: Euronext Lisboa.

dinamismo. Em 2002 o peso dos *warrants* autónomos no total negociado havia sido 3.3 por cento. O volume de transacções de certificados caiu 78.6 por cento para 24 milhões de euros.

O Quadro II.7.8 apresenta as quantidades de contratos e o valor das transacções de opções e futuros ocorridas em Portugal em 2003. Na sequência do que acontecera em 2002, o mercado de derivados português de bolsa continuou uma trajectória descendente, quer no número de contratos transaccionados, quer nos montantes envolvidos, apresentando muito pouca expressão. Esta evolução estará a reflectir o incremento que o mercado de *warrants* autónomos tem conhecido nos últimos anos, sendo este instrumento um substituto muito próximo das opções sobre cotações de acções de empresas.

II.7.3. Fundos de investimento e de pensões

Em 2003, e pela primeira vez desde 1999, a carteira de activos dos fundos de investimento e do mercado monetário aumentou, apresentando uma taxa de crescimento de 13 por cento face entre o final de 2002 e de 2003 (Quadro

Quadro II.7.9

COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO E FUNDOS DE MERCADO MONETÁRIO

Tipo de instrumento

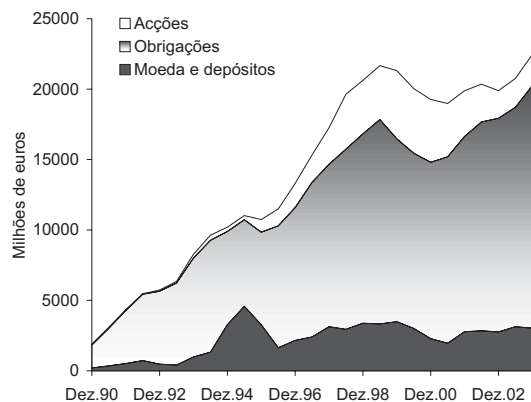
Milhões de euros

	2000	2001	2002	2003
Moeda e depósitos . . .	2284	2769	2756	3027
Obrigações	12521	13864	15173	17220
Acções	4463	3251	1964	2208
Total	19268	19884	19892	22454

Fontes: APFIPP e Banco de Portugal.

**Gráfico II.7.11
VOLUME DA CARTEIRA
DE FUNDOS MOBILIÁRIOS E FUNDOS
DO MERCADO MONETÁRIO**

Por tipo de instrumento financeiro

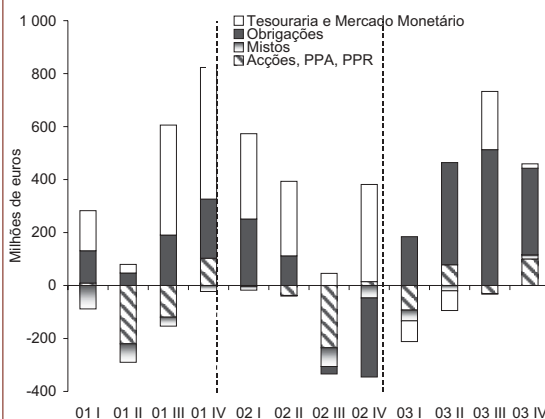


Fontes: APFIPP e Banco de Portugal.

II.7.9 e Gráfico II.7.11). Este incremento resultou essencialmente de subscrições líquidas positivas de unidades de participação em fundos de investimento e, em menor grau, da valorização dos títulos negociados em mercado secundário (Gráfico II.7.12). Desta forma, a importância dos fundos de investimento, medida em percentagem do PIB, aumentou em 2003, em linha com o sucedido nos restantes países da área do euro (Gráfico II.7.13). A um perfil de grande aversão ao risco observado em 2001 e

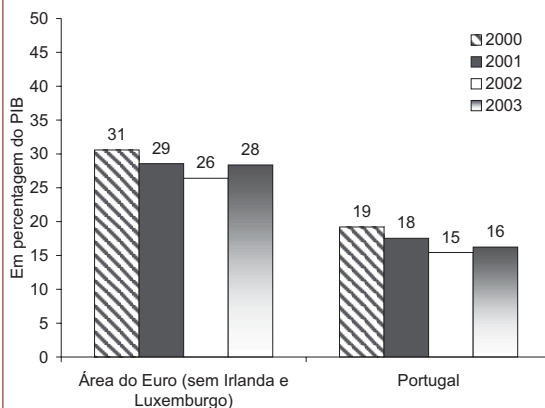
**Gráfico II.7.12
DECOMPOSIÇÃO DAS SUBSCRIÇÕES
LÍQUIDAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO
MOBILIÁRIO E FUNDOS
DO MERCADO MONETÁRIO**

Por classe de fundos



Fonte: APFIPP.

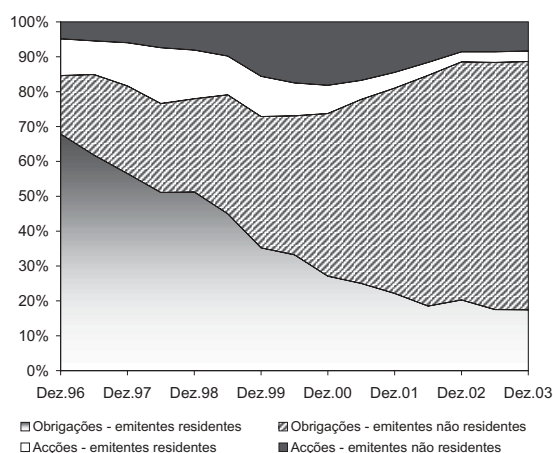
**Gráfico II.7.13
IMPORTÂNCIA RELATIVA DOS FUNDOS
DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO
PARA A ÁREA DO EURO E PORTUGAL**
Aplicações dos fundos de investimento
em percentagem do PIB



Fontes: FEFSI, Eurostat e Banco de Portugal.

2002, com uma grande preferência dos investidores por fundos de tesouraria e do mercado monetário, sucedeu-se, em 2003, uma maior apetência dos investidores por activos com maior risco e rendibilidade potencial mais elevada. Esta alteração manifestou-se na predo-

Gráfico II.7.14
COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA DOS FUNDOS
Por destino de aplicação
e tipo de instrumento

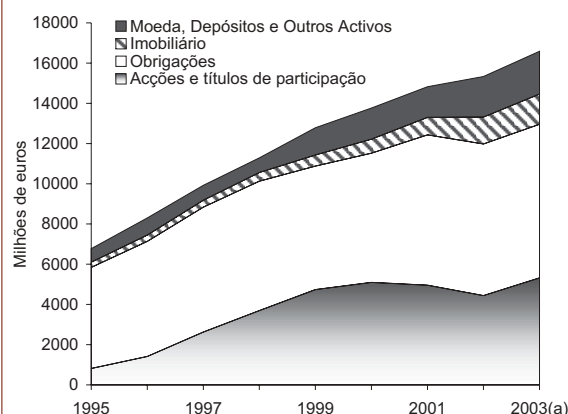


minância dos fundos de obrigações nas subscrições líquidas e, ainda que em muito menor grau, de fundos de acções, PPA e PPR.

No Gráfico II.7.14 apresenta-se a composição da carteira dos fundos de investimento por residência das aplicações em acções e obrigações. Em 2003, a proporção de títulos de emittentes não residentes voltou a aumentar, concentrando-se este aumento em obrigações de emittentes não residentes.

O valor da carteira de fundos de pensões nacionais apresentou, no decurso do primeiro se-

Gráfico II.7.15
VOLUME DA CARTEIRA DE FUNDOS DE PENSÕES
Por tipo de instrumento financeiro



mestre de 2003, um aumento significativo de 8.2 por cento (Gráfico II.7.15). Esta evolução foi acompanhada por uma reafecção da carteira dos fundos, tendo o peso relativo das acções e dos títulos de participação aumentado 3 p.p., passando de 29 por cento do total da carteira no final de 2002 para 32 por cento no final do 1º semestre de 2003. Este comportamento foi, em termos gerais, comparável ao observado para os fundos de investimento.

Caixa II.7.1. MEDIDAS DE LIQUIDEZ NO MERCADO DE ACÇÕES PORTUGUÊS

A liquidez de mercado de um activo diz respeito à facilidade com que este pode ser transaccionado num curto espaço de tempo sem que os intervenientes na operação incorram em custos significativos. Estes custos podem ser explícitos (taxas de bolsa, impostos e comissões) ou não explícitos. Estes últimos reflectem-se no tempo médio necessário para concretizar uma intenção de compra ou de venda e no preço de transacção, quer de forma permanente, quer em desvios de preço face à última cotação sempre que um investidor pretende comprar ou vender um lote significativo de um determinado título. A liquidez de mercado constitui um dos pilares da infra-estrutura que garante a estabilidade do sistema financeiro. De facto, a carteira de acções cotadas das instituições financeiras é entendida geralmente como muito líquida, estando disponível a todo o momento para suprir necessidades temporárias de tesouraria. Contudo, em situações de perturbação de mercado, a capacidade de transacção imediata destes títulos sem custos significativos pode revelar-se comprometida, podendo a iliquidez de mercado traduzir-se, mais geralmente, em iliquidez das próprias instituições.

As ordens pendentes de compra e de venda e não satisfeitas em cada momento para um determinado conjunto de títulos constituem o “livro de ordens” desses títulos. A sequência de ordens ao longo do tempo revela informação muito mais rica do que algumas medidas tradicionais de liquidez, tais como o número e montante de transacções por unidade de tempo (ou “turnover”). Com base na informação constante no livro de ordens dos títulos que constituem o PSI20 no período Fevereiro e Março de 2002, foi possível realizar um estudo preliminar de algumas medidas de liquidez complementares às medidas mais tradicionais. A capitalização bolsista de cada título enquanto determinante da respectiva liquidez é um facto estilizado em muitos mercados, contribuindo para explicar diferenças entre valores médios apurados em diferentes mercados. Como tal, a análise foi realizada para dois sub-grupos de títulos do PSI20, respectivamente de grande e de pequena capitalização.

No Quadro 1 apresenta-se um primeiro conjunto de medidas de liquidez calculadas para os títulos do PSI20 e para dois sub-grupos de emitentes: de grande capitalização⁽¹⁾ e de pequena capitalização⁽²⁾. Observa-se, em geral, que os títulos de menor capitalização são menos líquidos, tanto no que se refere à capacidade de existirem no mercado contrapartes disponíveis para executar ordens de mercado, como na rapidez com que se estabelece o negócio entre essas contrapartes.

Quadro 1**MEDIDAS DE LIQUIDEZ NO MERCADO ACCIONISTA PORTUGUÊS**

Período de análise: Fevereiro-Março de 2002

	PSI20	Grupo de pequena capitalização	Grupo de grande capitalização
Nível de execução de ordens (em percentagem) (para ordens totalmente executadas)	66.33	61.32	85.03
Bid-ask spread (em percentagem)	0.65	0.764	0.307
Tempo médio de execução de ordens (em horas)	0.36	0.49	0.33

(1) O grupo de grande capitalização é constituído pelos cinco títulos de maior capitalização do PSI20: BCP, BES, Brisa, EDP e PT.

(2) O grupo de pequena capitalização é formado por: BPI, Cimpor, Cofina, Ibersol, Impresa, Jerónimo Martins, Novabase, Pararede, Portucel, PTM, SAG, Semapa, Sonae.com, Sonae e Teixeira Duarte.

Gráfico 1
LIVRO DE ORDENS TÍPICO

5º preço de compra (B5)	4º preço de compra (B4)	3º preço de compra (B3)	2º preço de compra (B2)	1º preço de compra não satisfeito (B1)						
					Preço de transacção					Escala crescente de preço →
						1º preço de venda não satisfeito (A1)	2º preço de venda (A2)	3º preço de venda (A3)	4º preço de venda (A4)	5º preço de venda (A5)

No Gráfico 1 apresenta-se um esquema do livro de ordens típico, num dado momento do tempo. O preço de compra mais elevado (B1) constante do livro de ordens é inferior ao preço de venda mais baixo (A1), sendo que o preço de transacção cotado nesse momento se deve situar no intervalo entre os preços B1 e A1. Uma das medidas com mais interesse que se pode extrair do livro de ordens é a diferença entre estes dois preços, que se designa por “bid-ask spread”. Este indicador, em geral normalizado pelo preço médio, mede o desencontro entre as ofertas de compra e venda pelo cálculo da diferença entre os melhores preços das ordens que se encontram pendentes de cada lado do mercado.

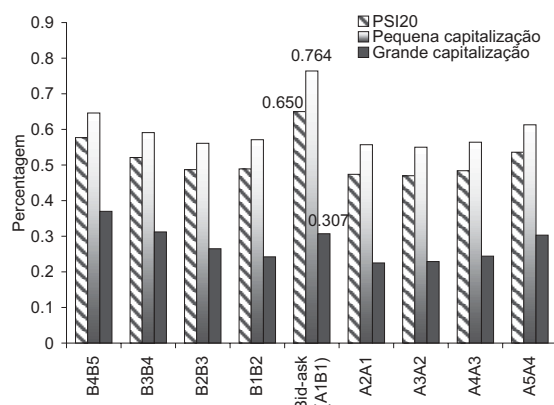
No Gráfico 2 pode verificar-se que o diferencial “bid-ask” no período em estudo se situava em cerca de 0.65 por cento para o conjunto das empresas do PSI20, sendo muito superior para as empresas de

menor capitalização (0.764 por cento) do que para as de maior capitalização. O “bid-ask spread” para o conjunto dos títulos do mercado português corresponde, em média, a uma variação nominal entre 1 e 5 cêntimos. A partir da informação do Gráfico 2 podem calcular-se as diferenças nominais entre os diferentes níveis do livro de ordens concluindo-se que, excepto para o “bid-ask spread”, os diferenciais de níveis correspondem a diferenças de um “tick size”⁽³⁾.

A comparação de medidas de liquidez (como por exemplo o “bid-ask spread”) do mercado português com o dos mercados internacionais, mostra que o mercado português apresenta, na sua generalidade, um índice de liquidez dentro dos valores observados para os mercados de volume de capitalização semelhante e inferior aos mercados de grande capitalização, como o norte-americano, francês, inglês ou alemão. O Quadro

Gráfico 2
DIFERENCIAIS EM NÍVEIS SUCESSIVOS
DO LIVRO DE ORDENS PARA OS TÍTULOS
DO PSI-20

Em percentagem do ponto médio entre níveis – Fev/Mar2002



(3) Diferença mínima entre dois possíveis valores de preço. Em Portugal o “tick size” é 1 cêntimo.

Quadro 2
CARACTERIZAÇÃO DE MEDIDAS DE LIQUIDEZ ENTRE PAÍSES^(a)

	Índice	Bid/Ask Spread (%)	Volume médio de ordens por minuto	Capitalização Bolsista do Índice (\$M) (30/4/2002)
EUA – Nasdaq	Nasdaq 100	0.11	46.43	1402977
Euronext-Paris	CAC 40	0.14	6.23	847707
Alemanha	DAX	0.17	3.18	607668
Japão	TOPIX	0.23	1.93	2436716
Coreia.	KOSPI	0.24	7.66	249983
Espanha.	IBEX35	0.24	2.49	302030
Suíça.	SMI	0.26	2.08	521396
EUA – NYSE.	DJIA	0.27	18.55	3144935
Itália	MIB 30	0.27	5.5	429427
EUA – NYSE.	S&P 100	0.4	10.47	5193089
Euronext-Bruxelas	BEL 20	0.41	0.71	123961
Suécia.	OMX	0.43	1.59	152531
Euronext-Amesterdão.	AEX	0.56	4.59	461259
Grécia.	ASE	0.62	1.16	50339
Reino Unido	FTSE 100	0.62	0.58	1808858
Finlândia	HEX	0.73	0.83	161803
Malásia	KFX	0.77	0.31	76844
Euronext-Portugal	PSI30	0.79	0.58	44833
Brasil	Bovespa	0.8	0.63	97969
Áustria.	ATX	0.94	0.06	19066
Irlanda	ISEQ	1.92	0.07	64289

Fonte: Deutsche Bank Securities Inc.

Nota:

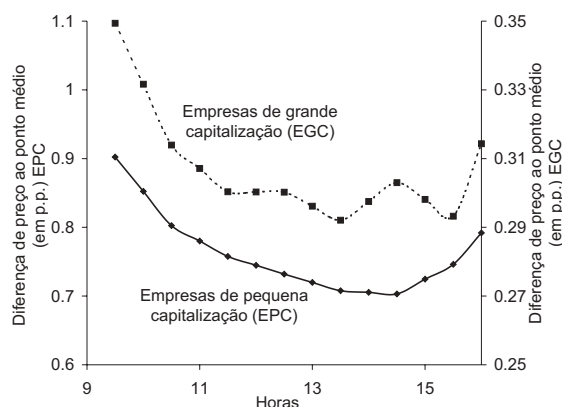
(a) Informação publicada em “Global Equity Markets”, Birinyi Associates, Inc., Deutsche Bank Securities Inc., Setembro de 2002. Os resultados reflectem a análise para Janeiro de 2002.

2 apresenta a comparação do “bid-ask spread” entre vários países, incluindo-se igualmente informação sobre o volume médio de transacções e ordens para os diferentes mercados. Os resultados apontam para diferenças significativas entre países, observando-se, em geral, que os mercados com maior capitalização estão associados a índices de “bid-ask spreads” menores.

A variação do volume de transacção ao longo do dia corresponderá também a alterações de padrão do livro de ordens e, nesse sentido, é de esperar que em momentos em que haja poucas transacções o diferencial de “bid-ask” aumente, esperando-se o oposto no caso de o volume de transacções no mercado aumentar. Esta é também uma forma de avaliar a variação da liquidez do mercado durante o dia. O Gráfico 3 representa a evolução do “bid-ask spread” ao longo do dia para o conjunto de empresas de maior e menor capitalização.

A análise do Gráfico 3 revela que o padrão do “bid-ask spread” relativo segue o comportamento usualmente encontrado para a evolução do preço e do volume transaccionado. As variações ao longo dia ocorrem de forma relativamente semelhante para os títulos de maior e menor capitalização, embora o perfil de evolução para o grupo de maior capitalização seja menos monótono do que para o grupo de menor capitalização. No caso das empresas de maior capitalização, o diferencial diminui ao longo da manhã para apresentar um mínimo entre as 13:00 e as 14:00. A partir daí, o diferencial relativo tem ten-

Gráfico 3
COMPORTAMENTO INTRADIÁRIO
DO BID-ASK SPREAD



dência para aumentar até ao fecho. Para as empresas de menor capitalização, o mínimo do diferencial de preço ocorre entre as 14:00 e as 15:00 e corresponde aproximadamente a 90 por cento do diferencial na abertura do mercado.

Em resumo, quer do ponto de vista estático, quer de uma perspectiva de tempo de execução das ordens de compra e venda, as empresas de menor capitalização suportam um custo adicional de liquidez. O custo de liquidez do mercado pode ser avaliado a partir de um conjunto de indicadores onde se incluem o diferencial relativo entre a melhor ordem de compra e venda, usualmente definido como “bid-ask spread”, ou a percentagem e tempo de execução das ordens de compra e venda. O valor médio no período amostral do “bid-ask spread” para o conjunto de títulos do PSI-20 foi de 0.65 por cento, um valor superior ao registado nos mercados internacionais de maior capitalização, mas próximo do observado nos mercados com capitalização semelhante ao mercado português.

A análise da liquidez do mercado português regista diferenças significativas entre os títulos de maior e menor capitalização. Os títulos de maior capitalização têm um valor de “bid-ask spread” que é menos de metade do valor para os títulos de menor capitalização. Por outro lado, os títulos de maior capitalização têm tempos de execução de ordens, medidos entre a submissão da ordem e a sua execução, de cerca de dois terços dos tempos de execução para empresas de menor capitalização. Finalmente, concluiu-se que a capacidade de o mercado absorver as ordens de compra e venda varia ao longo do dia, com a liquidez do mercado a aumentar desde a abertura até cerca das 14:00, para em seguida diminuir até ao fecho do mercado.

II.8. Sistema bancário

II.8.1. Caracterização geral

Apesar da conjuntura económica recessiva, verificou-se uma melhoria significativa da situação global do sistema bancário português⁽¹⁾ face ao ano anterior, em termos de actividade e de rendibilidade, em linha com o observado a nível internacional.

Em 2003, o saldo de crédito a clientes registado no balanço do sistema bancário desacelerou de forma pronunciada, em parte devido ao volume muito significativo de operações de titularização realizadas, em particular no último

trimestre do ano. Por sua vez, os recursos de clientes continuaram a crescer moderadamente. Como resultado da desaceleração do crédito e do fraco crescimento dos recursos de clientes, a intensidade de utilização destes últimos manteve-se em níveis próximos dos observados em 2002. Comparando valores de Dezembro de 2002 e 2003, o rácio entre crédito (líquido de provisões) e os recursos de clientes diminuiu ligeiramente para o total do sistema bancário, de 127.7 para 126.8 por cento, enquanto para o subconjunto das instituições domésticas ficou inalterado em 123.7 por cento. Em contrapartida do fraco crescimento dos recursos de clientes, observou-se um forte aumento das responsabilidades representadas por títulos. Em particular, as emissões de obrigações, através de filiais e sucursais no exterior de grupos bancários portugueses, foram retomadas, após a sua quase ausência nos mercados de dívida internacionais na segunda metade de 2002.

Observou-se, em 2003, um aumento ligeiro dos rácios de incumprimento que, ainda assim, persistem em níveis historicamente baixos. A deterioração dos rácios de crédito vencido tem sido relativamente moderada, em parte devido à realização de abatimentos ao activo de créditos vencidos em montantes significativos, o que tem mitigado o reflexo da conjuntura económica desfavorável na carteira de crédito dos bancos. Saliente-se, contudo, que mesmo descontando o efeito dos abatimentos ao activo, os rácios de incumprimento permanecem muito inferiores aos observados na anterior recessão. Tal aconteceu essencialmente porque, em 2003, as taxas de juro bancárias atingiram níveis mínimos históricos, o que permitiu que o grau de esforço se tivesse mantido relativamente estável, apesar do aumento da dívida. Para além disso, ter-se-á verificado uma melhoria nos sistemas de gestão de risco de crédito das instituições bancárias. Note-se ainda que se tem verificado, ao longo dos últimos anos, um incremento do provisionamento por parte dos bancos portugueses, que se manteve em 2003. Como consequência, os rácios de provisionamento registaram níveis muito superiores aos observados na anterior recessão.

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

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

Quadro II.8.1

QUADRO SÍNTESE

Base consolidada

	1999	2000	2001	2002	2003
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.
Em percentagem do activo total médio					
Margem financeira.....	2.45	2.21	2.24	2.12	1.98
Outros resultados correntes.....	1.33	1.30	1.17	1.14	1.32
Produto bancário.....	3.77	3.51	3.41	3.26	3.31
Custos administrativos ^(a)	2.07	1.79	1.73	1.69	1.67
Resultados extraordinários.....	0.40	0.27	0.01	0.06	0.06
Amortizações do exercício.....	0.31	0.25	0.24	0.24	0.23
Provisões líquidas.....	0.66	0.63	0.45	0.61	0.57
Impostos sobre lucros do exercício.....	0.20	0.19	0.16	0.13	0.13
Resultados antes de interesses minoritários.....	0.92	0.91	0.85	0.65	0.78
Resultado do exercício.....	0.70	0.70	0.69	0.53	0.64
Rendibilidade dos capitais próprios (ROE) ^(b)	14.7	15.1	14.9	11.7	13.7
Rendibilidade dos capitais próprios (ROE) ^(c)	16.1	16.6	17.2	13.7	15.8
Custos operacionais (em percentagem do produto bancário) ^(d)	63.1	58.2	57.6	59.1	57.4
Rácio crédito-depósitos.....	102.8	114.3	121.0	127.7	126.8
Cobertura dos passivos interbancários por activos de elevada liquidez (em percentagem).....	101.4	88.6	91.5	87.4	100.7
Crédito e juros vencidos (em percentagem do crédito bruto).....	n.d.	2.18	2.12	2.26	2.41
Provisionamento específico do crédito (em percentagem do crédito bruto).....	1.78	1.48	1.42	1.42	1.75
Crédito e juros vencidos, líquidos de provisões específicas (em percentagem do crédito líquido de provisões específicas).....	n.d.	0.72	0.71	0.85	0.66
Taxas de variação, em percentagem					
Resultados antes de interesses minoritários.....	17.4	14.9	3.4	-18.4	26.3
Resultado líquido do exercício.....	15.4	16.8	9.4	-18.7	29.0
Crédito (bruto) a clientes.....	25.9	21.7	13.2	7.0	3.0
Recursos de clientes.....	9.3	9.9	7.0	1.4	3.4
Rácio de adequação de fundos próprios (em percentagem) ^(e)	10.8	9.2	9.5	9.8	10.0
Empregados.....	61 924	58 485	56 134	54 768	53 731
Balcões.....	5 477	5 649	5 586	5 531	5 567
Activo total médio (milhões de euros).....	204 773	237 223	264 622	280 717	297 638
Capitais próprios médios (milhões de euros).....	12 819	14 311	15 001	15 644	16 838

Notas:

(a) Compreendem os custos com o pessoal e os fornecimentos e serviços de terceiros.

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

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

(d) Compreendem os custos com o pessoal, os fornecimentos e serviços de terceiros e as amortizações.

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

A rendibilidade do sistema bancário português melhorou consideravelmente em 2003 face ao ano anterior. Tal resultou, não obstante o contributo negativo da evolução da margem financeira, dos contributos positivos das comissões, dos resultados em empresas associadas e em filiais excluídas da consolidação (que reflectiram, em grande parte, uma recuperação

dos resultados das companhias de seguros participadas pelos bancos) e dos resultados em operações financeiras. No que se refere às comissões, a sua evolução positiva traduz um crescimento positivo de todos os tipos de comissões auferidas pelos bancos, destacando-se a recuperação da taxa de variação das comissões relacionadas com o mercado de títulos e o

contributo significativo das comissões em serviços prestados. Verificou-se igualmente uma melhoria ligeira dos indicadores de eficiência do sistema bancário.

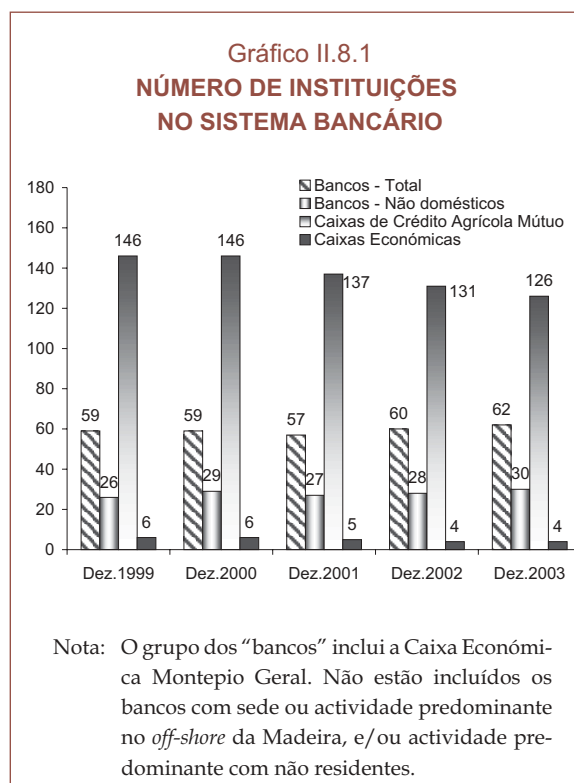
No final de 2003, o rácio de adequação global dos fundos próprios do sistema bancário, em base consolidada, situou-se em 10.0 por cento, mais 0.2 pontos percentuais (p.p.) do que no ano anterior.

II.8.2. Estrutura de mercado

No final de 2003, exerciam a sua actividade em Portugal 62 bancos⁽²⁾, dos quais 30 eram não domésticos⁽³⁾. O sistema bancário português incluía ainda 126 caixas de crédito agrícola mútuo e 4 caixas económicas (Gráfico II.8.1). No decurso de 2003, iniciaram actividade três novos bancos não domésticos e encerraram actividade um banco não doméstico e cinco caixas de crédito agrícola mútuo, estas últimas por fusão ou incorporação noutras caixas do sistema.

(2) Incluindo a Caixa Económica Montepio Geral.

(3) Neste subconjunto integram-se as filiais (na acepção de instituições com sede em Portugal cujo capital é maioritariamente detido por grupos bancários com sede noutros países), bem como as sucursais de bancos estrangeiros, incluindo as sucursais de bancos com sede em países da União Europeia.



A actividade do sistema bancário português continuou a ser dominada por cinco grupos bancários que representavam, no final de 2003, cerca de 80 por cento do activo líquido do conjunto do sistema, enquanto o total dos bancos representava cerca de 97 por cento desse agregado (Quadros II.8.2 e II.8.3). As caixas econó-

Quadro II.8.2

ESTRUTURA DO SISTEMA BANCÁRIO^(a)

31 de Dezembro de 2003

Número; Milhões de euros

	Bancos ^(b)	%	dos quais: não domésticos	%	Caixas económicas	%	Caixas de crédito agrícola mútuo	%
Número de instituições	62	32.3	30	15.6	4	2.1	126	65.6
Activo líquido	294 613	96.9	58 603	19.3	233	0.1	9 119	3.0
Crédito a clientes	192 862	96.7	38 309	19.2	131	0.1	6 384	3.2
Recursos de clientes	149 104	94.8	27 045	17.2	206	0.1	7 926	5.0
Balcões	4 841	87.1	810	14.6	13	0.2	705	12.7
Empregados	50 710	94.4	8 847	16.5	80	0.1	2 941	5.5

Notas:

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

(b) Inclui a Caixa Económica Montepio Geral.

Quadro II.8.3

QUOTA DE MERCADO DOS CINCO MAIORES GRUPOS BANCÁRIOS

Base consolidada

Em percentagem

	1999	2000	2001	2002	2003
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.
Crédito a clientes ... (bruto)	75.6	81.6	80.1	79.0	78.1
Recursos de clientes	77.9	80.9	79.0	77.8	77.5
Activo	75.0	81.8	79.6	78.8	79.2
Balcões	67.4	71.4	69.5	67.4	65.6

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

micas e as caixas de crédito agrícola mútuo de-
tinham, no mesmo período, 0.1 e 3.0 por cento
do activo líquido total, respectivamente, exer-
cendo a sua actividade essencialmente a nível
local ou regional (o que justifica o elevado nú-
mero de balcões e empregados, por compara-
ção com a sua quota de mercado avaliada em
termos de activo).

O sistema bancário português continuou a
caracterizar-se, em 2003, por um grau de con-
centração relativamente elevado. As quotas de
mercado dos cinco maiores grupos bancários
mantiveram-se acima de 75 por cento do total
do sistema, em termos de activo, de recursos de
clientes e de crédito concedido, apesar de nos
dois últimos indicadores terem diminuído lige-
iramente, prosseguindo a tendência evidenci-
ada desde o final de 2000 (Quadro II.8.3). Em
contrapartida da redução da quota dos cinco
maiores grupos bancários, registou-se um lige-
iro aumento da quota de alguns bancos de retal-
ho de média dimensão (domésticos e não do-
mésticos). Por sua vez, a quota de mercado do
conjunto dos bancos não domésticos (que in-
clui um dos cinco maiores grupos bancários
acima referidos) aumentou em 2003, para cerca
de 19 por cento do total, em termos de crédito a
clientes e de activo total, tratando-se essencial-
mente de bancos com actividades de retalho
(Quadro II.8.4).

Quadro II.8.4

QUOTA DE MERCADO DOS BANCOS NÃO DOMÉSTICOS

Base consolidada

Em percentagem

	1999	2000	2001	2002	2003
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.
Crédito a clientes (bruto)	8.1	15.9	16.8	17.3	19.2
Recursos de clientes .	5.2	14.9	15.7	14.8	17.2
Activo	10.6	16.0	17.8	17.4	19.3
Balcões	6.0	14.0	15.6	14.8	14.6

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

O número de empregados do sistema ban-
cário continuou a diminuir em 2003, reflectin-
do processos de reorganização interna, tendo
em vista ganhos de eficiência. Por seu turno, o
número de balcões aumentou face ao final do
ano anterior, contrariando a tendência de redu-
ção ligeira que se tinha vindo a observar desde
o final de 2000.

II.8.3. Actividade bancária

Em 2003, a actividade bancária em base con-
solidada, avaliada em termos de activo total,
aumentou 7.4 por cento (1.6 por cento em 2002)
(Quadros II.8.5 e II.8.6). Contudo, a evolução
de diversas rubricas do balanço do sistema
bancário em base consolidada foi afectada por
uma alteração do perímetro de consolidação de
um grupo bancário. Excluindo o efeito de tal al-
teração, estima-se que o crescimento do activo
total tenha sido ligeiramente inferior (taxa de
variação homóloga de 6.0 por cento)⁽⁴⁾.

É importante notar que o activo total do sis-
tema bancário registou uma taxa de variação
relativamente elevada, tendo em consideração
o volume significativo de operações de titulari-

(4) Sempre que qualitativamente se justifique, far-se-á refe-
rência aos valores corrigidos do efeito da referida altera-
ção de perímetro.

Quadro II.8.5

BALANÇO DO SISTEMA BANCÁRIO

Base consolidada

Milhões de euros

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.
Caixa e activos face a bancos centrais.	8 867	10 829	9 642	10 063	8 762	15 430
dos quais: Caixa e activos face ao Banco de Portugal	8 608	10 026	8 592	8 987	7 857	14 327
Aplicações em outras instituições de crédito	30 984	27 254	28 596	33 887	30 293	32 827
No país	n.d.	n.d.	10 952	12 768	9 570	8 041
No estrangeiro.	n.d.	n.d.	17 644	21 119	20 723	24 787
Crédito sobre clientes (líquido de provisões)	103 523	131 213	160 235	181 468	194 219	199 377
Crédito vencido.	n.d.	n.d.	3 553	3 903	4 462	4 881
Provisões	2 577	2 377	2 406	2 609	2 802	3 561
Títulos e imobilizações financeiras (líquidos de provisões)	33 594	31 843	36 984	35 950	32 148	37 493
dos quais: Títulos de emissores públicos (valor bruto).	n.d.	n.d.	10 793	10 742	9 697	9 853
Imobilizado não financeiro	4 468	4 631	4 600	4 735	4 578	4 551
Outros activos	9 092	13 249	10 661	12 362	12 996	14 287
Total do activo	190 527	219 019	250 719	278 464	282 996	303 965
Recursos de bancos centrais.	1 690	3 158	3 462	2 766	1 284	3 147
dos quais: do Banco de Portugal	1 383	2 658	3 300	2 258	1 031	2 851
Recursos de outras instituições de crédito.	41 748	44 920	51 834	57 017	54 503	54 546
No país	n.d.	n.d.	10 024	11 099	7 767	5 569
No estrangeiro.	n.d.	n.d.	41 810	45 918	46 736	48 977
Recursos de clientes.	116 729	127 606	140 205	150 033	152 136	157 236
dos quais:						
Depósitos de clientes residentes	n.d.	n.d.	109 976	113 870	116 806	117 647
Depósitos de clientes não residentes	n.d.	n.d.	30 202	36 652	38 508	39 440
Responsabilidades representadas por títulos	6 606	13 225	23 106	32 973	38 686	49 714
das quais: obrigações	5 347	10 181	18 214	27 309	30 947	37 269
Passivos subordinados	3 892	4 521	5 392	8 076	8 721	8 883
Provisões.	1 847	2 263	3 119	3 354	3 510	3 363
Outros passivos	6 217	9 487	9 015	8 810	8 326	9 489
Capitais próprios	11 798	13 840	14 587	15 436	15 830	17 587
Resultado líquido do exercício	1 241	1 431	1 672	1 829	1 488	1 919
Total do passivo e capitais próprios	190 527	219 019	250 719	278 464	282 996	303 965
<i>Por memória:</i>						
Depósitos à ordem.	37 659	44 363	47 188	53 034	54 885	55 700
Depósitos a prazo e de poupança	78 975	83 195	92 990	97 489	100 428	101 388
Aplicações em outras inst. de crédito líquidas de recursos.	-10 764	-17 666	-23 237	-23 130	-24 210	-21 719
No país	n.d.	n.d.	928	1 669	1 804	2 472
No estrangeiro.	n.d.	n.d.	-24 165	-24 799	-26 014	-24 191
Recursos de clientes (incluindo títulos emitidos)	n.d.	n.d.	149 047	160 565	164 076	168 656
dos quais:						
Recursos de clientes (depósitos e equiparados)	n.d.	n.d.	140 205	150 033	152 136	157 236
Títulos emitidos na posse de clientes residentes (estimativa)	n.d.	n.d.	8 842	10 532	11 940	11 420
<i>No sub-conjunto das instituições domésticas</i>						
Aplicações em outras inst. de crédito líquidas de recursos	-8 247	-14 023	-19 770	-18 510	-15 378	-11 317
No país	n.d.	n.d.	710	257	981	1 484
No estrangeiro	n.d.	n.d.	-20 480	-18 768	-16 359	-12 800
Recursos de clientes (incluindo títulos emitidos)	n.d.	n.d.	126 820	135 068	139 497	139 858
dos quais:						
Recursos de clientes (depósitos e equiparados)	n.d.	n.d.	119 381	126 449	129 669	130 191
Títulos emitidos na posse de clientes residentes (estimativa)	n.d.	n.d.	7 439	8 619	9 828	9 667

zação realizadas durante o ano, em particular no último trimestre. De facto, no decurso de 2003, o saldo de empréstimos cedidos em operações de titularização quase triplicou. Em ter-

mos absolutos, a variação líquida do saldo de empréstimos titularizados em 2003 representou cerca de 2.7 por cento do activo total do sistema bancário. Note-se, contudo, que uma par-

Quadro II.8.6

BALANÇO

Base consolidada

	Estrutura em percentagem do activo						Taxa de variação homóloga				
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.
Caixa e activos face a bancos centrais	4.7	4.9	3.8	3.6	3.1	5.1	22.1	-11.0	4.4	-12.9	76.1
dos quais: Caixa e activos face ao Banco de Portugal	4.5	4.6	3.4	3.2	2.8	4.7	16.5	-14.3	4.6	-12.6	82.3
Aplicações em outras instituições de crédito	16.3	12.4	11.4	12.2	10.7	10.8	-12.0	4.9	18.5	-10.6	8.4
No país	n.d.	n.d.	4.4	4.6	3.4	2.6	n.d.	n.d.	16.6	-25.0	-16.0
No estrangeiro	n.d.	n.d.	7.0	7.6	7.3	8.2	n.d.	n.d.	19.7	-1.9	19.6
Crédito sobre clientes (líquido de provisões)	54.3	59.9	63.9	65.2	68.6	65.6	26.7	22.1	13.3	7.0	2.7
Crédito vencido	n.d.	n.d.	1.4	1.4	1.6	1.6	n.d.	n.d.	9.8	14.3	9.4
Provisões	1.4	1.1	1.0	0.9	1.0	1.2	-7.8	1.2	8.4	7.4	27.1
Títulos e imobilizações financeiras (líquidos de provisões)	17.6	14.5	14.8	12.9	11.4	12.3	-5.2	16.1	-2.8	-10.6	16.6
dos quais: Títulos de emissores públicos (valor bruto)	n.d.	n.d.	4.3	3.9	3.4	3.2	n.d.	n.d.	-0.5	-9.7	0.5
Imobilizado não financeiro	2.3	2.1	1.8	1.7	1.6	1.5	3.7	-0.7	2.9	-3.3	-0.6
Outros activos	4.8	6.0	4.3	4.4	4.6	4.7	45.7	-19.5	15.9	5.1	9.9
Total do activo	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	15.0	14.5	11.1	1.6	7.4
Recursos de bancos centrais	0.9	1.4	1.4	1.0	0.5	1.0	86.8	9.6	-20.1	-53.6	145.0
dos quais: do Banco de Portugal	0.7	1.2	1.3	0.8	0.4	0.9	92.1	24.2	-31.6	-54.3	176.5
Recursos de outras instituições de crédito	21.9	20.5	20.7	20.5	19.3	17.9	7.6	15.4	10.0	-4.4	0.1
No país	n.d.	n.d.	4.0	4.0	2.7	1.8	n.d.	n.d.	10.7	-30.0	-28.3
No estrangeiro	n.d.	n.d.	16.7	16.5	16.5	16.1	n.d.	n.d.	9.8	1.8	4.8
Recursos de clientes	61.3	58.3	55.9	53.9	53.8	51.7	9.3	9.9	7.0	1.4	3.4
dos quais:											
Depósitos de clientes residentes	n.d.	n.d.	43.9	40.9	41.3	38.7	n.d.	n.d.	3.5	2.6	0.7
Depósitos de clientes não residentes	n.d.	n.d.	12.0	13.2	13.6	13.0	n.d.	n.d.	21.4	5.1	2.4
Responsabilidades representadas por títulos	3.5	6.0	9.2	11.8	13.7	16.4	100.2	74.7	42.7	17.3	28.5
das quais: obrigações	2.8	4.6	7.3	9.8	10.9	12.3	90.4	78.9	49.9	13.3	20.4
Passivos subordinados	2.0	2.1	2.2	2.9	3.1	2.9	16.2	19.3	49.8	8.0	1.9
Provisões	1.0	1.0	1.2	1.2	1.2	1.1	22.5	37.8	7.5	4.7	-4.2
Outros passivos	3.3	4.3	3.6	3.2	2.9	3.1	52.6	-5.0	-2.3	-5.5	14.0
Capitais próprios	6.2	6.3	5.8	5.5	5.6	5.8	17.3	5.4	5.8	2.5	11.1
Resultado líquido do exercício	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	0.6	15.4	16.8	9.4	-18.7	29.0
Total do passivo e capitais próprios	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	15.0	14.5	11.1	1.6	7.4
<i>Por memória:</i>											
Depósitos à ordem	19.8	20.3	18.8	19.0	19.4	18.3	17.8	6.4	12.4	3.5	1.5
Depósitos a prazo e de poupança	41.5	38.0	37.1	35.0	35.5	33.4	5.3	11.8	4.8	3.0	1.0

te do crescimento da rubrica de títulos e imobilizações financeiras, que contribuiu de forma significativa para o crescimento do activo dos bancos por contrapartida de um menor crescimento do crédito a clientes, poderá ser explicado, em grande medida, pelo volume de operações de titularização realizadas em 2003. De facto, alguns dos títulos emitidos como resultado de tais operações ficaram na posse dos bancos cedentes⁽⁵⁾, do que resultou um crescimento muito significativo de títulos de rendimento fixo de emitentes privados na sua posse. Porém, mesmo descontando tal efeito, estima-se que o crescimento da carteira de títulos tenha sido ainda assim bastante relevante. Tal deverá reflectir, por um lado, a evolução favorável nos mercados obrigacionistas e, por outro, uma recuperação face às condições particularmente desfavoráveis nos mercados de dívida internacionais na segunda metade de 2002, que fizeram com que os bancos portugueses tivessem de recorrer a formas alternativas de financiamento, entre as quais a venda de parte da sua carteira de títulos, que terá sido parcialmente revertida em 2003.

Para além disso, verificou-se um crescimento muito significativo dos activos face a bancos centrais. Tal evolução está relacionada com uma operação temporária com o exterior, realizada por um grupo bancário no âmbito do sistema TARGET nos últimos dias de 2003, que foi revertida logo nos primeiros dias de 2004⁽⁶⁾. Quando relevante, a análise será efectuada expurgando os efeitos desta operação.

Apesar do impacto favorável das operações de titularização sobre a situação de liquidez do sistema bancário, as suas necessidades de financiamento voltaram a não ser integralmente supridas por recursos de clientes, que continuaram a crescer moderadamente. Desta forma, observou-se um recurso acrescido ao financiamento por títulos, em especial por emissões de obrigações por filiais e sucursais no ex-

terior de grupos bancários portugueses, bem como um aumento dos capitais próprios.

II.8.3.1. Crédito

Em 2003, o crédito concedido a clientes manteve a tendência de desaceleração evidenciada ao longo dos últimos anos⁽⁷⁾. Contudo, conforme referido acima, o volume de operações de titularização realizadas em 2003 (em particular no último trimestre do ano) foi muito superior ao observado em anos anteriores, tendo os saldos de empréstimos cedidos em titularizações aumentado cerca de 170 por cento. Como consequência de tal evolução, no final de 2003, o saldo dos empréstimos titularizados (incluindo IFNM) representava 6.8 por cento do total de empréstimos concedidos ao sector privado não financeiro, o que compara com 3.3 por cento no final do ano anterior (Gráfico II.8.2)⁽⁸⁾. Tal como em anos anteriores, a maior parte das operações incidiram sobre crédito concedido a particulares para aquisição de habitação. No final de 2003, cerca de 14 por cento do saldo de empréstimos concedidos para aquisição de habitação tinha sido cedido em operações de titularização, o que representa uma desintermediação bastante apreciável do crédito originalmente concedido pelos bancos nesse segmento. Deste modo, ajustando o efeito das operações de titularização, o crédito a clientes concedido pelos bancos portugueses cresceu a uma taxa bastante superior à observada pelo crédito registado no balanço dos bancos, ainda que se mantenha a tendência glo-

(5) Para mais detalhes sobre a estrutura de operações de titularização, ver “Caixa II.8.1. Titularização de créditos em Portugal: situação e perspectivas”, no Relatório Anual 2001.

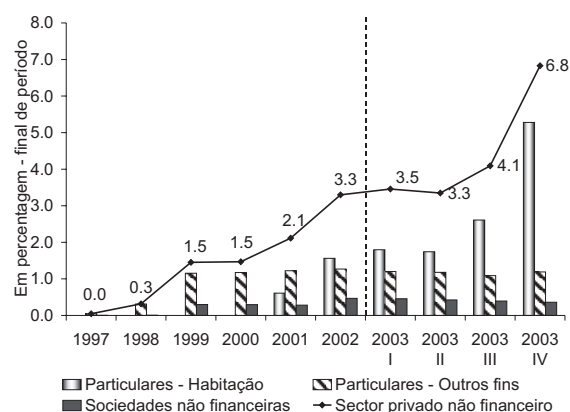
(6) Veja-se, a propósito desta operação, a secção II.6. *Balança de pagamentos*.

(7) Em 2003, o crédito bruto a clientes registou uma taxa de variação homóloga de 3.0 por cento. Todavia, este crescimento também foi afectado pela referida alteração do perímetro de consolidação de um grupo bancário português. Corrigindo de tal efeito, estima-se que o crédito bruto a clientes tenha registado uma taxa de crescimento de cerca de 1.9 por cento.

(8) Contudo, apesar de o crédito desacelerar como resultado de tais operações de titularização, alguns dos títulos que resultam dessas operações permanecem na posse dos bancos. Em particular, em 2003, uma instituição realizou uma operação de titularização de activos hipotecários de montante significativo, tendo posteriormente mantido os títulos gerados por essa operação no seu balanço, o que se repercutiu no forte crescimento da rubrica de títulos e outras imobilizações financeiras.

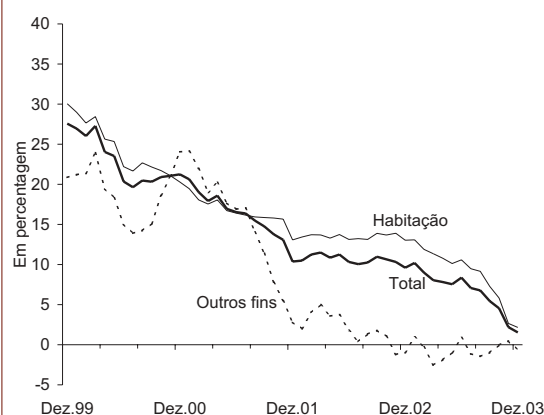
Gráfico II.8.2
TITULARIZAÇÃO

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



Fonte: Banco de Portugal – Estatísticas Monetárias e Financeiras.

Gráfico II.8.3
CRÉDITO BANCÁRIO A PARTICULARES
Taxa de variação homóloga



Fonte: Banco de Portugal – Estatísticas Monetárias e Financeiras.

Nota: Taxas de variação calculadas sobre os saldos vivos no balanço das instituições financeiras monetárias e como tal, não ajustadas de titularização, nem corrigidas de reclassificações e de abatimentos ao activo.

bal de desaceleração observada ao longo dos últimos anos. Tendo em consideração dados das Estatísticas Monetárias e Financeiras, o crédito concedido por instituições financeiras monetárias ao sector privado não financeiro apresentou uma taxa de variação homóloga de 6.4 por cento em Dezembro de 2003, o que representa uma diminuição de 3.8 p.p. face ao final de 2002⁽⁹⁾. No que respeita aos empréstimos concedidos a particulares para aquisição de habitação (sector onde se centrou a maior parte

das operações de titularização realizadas em 2003), a taxa de variação homóloga diminuiu de 16.0 por cento, em Dezembro de 2002, para 11.7 por cento, um ano mais tarde.

II.8.3.1.1. Empréstimos a particulares

Em 2003, os empréstimos a particulares retomaram a tendência de desaceleração que tem vindo a ser observada desde o final de 1999, após alguma estabilização da taxa de crescimento deste agregado em 2002. Tendo por base dados das Estatísticas Monetárias e Financeiras, a taxa de variação dos empréstimos a este sector diminuiu substancialmente em 2003, de 9.6 por cento, em Dezembro de 2002, para 1.5 por cento doze meses depois (Quadro II.8.7A e Gráfico II.8.3). Contudo, tal evolução foi em grande medida condicionada pelos abatimentos ao *stock* de crédito resultantes das operações de titularização realizadas no final de 2003. De facto, tendo em consideração taxas de variação anual com base em valores ajustados de titularização e corrigidos de abatimentos ao activo, reclassificações e reavaliações cambiais,

(9) Valores ajustados de titularização e corrigidos de reclassificações, abatimentos ao activo e reavaliações cambiais. Taxa de variação homóloga calculada com base num índice de saldos corrigidos. É importante notar que os valores das Estatísticas Monetárias e Financeiras (EMF) do Banco de Portugal não são directamente comparáveis com os dados em base consolidada apresentados nesta secção, uma vez que existem diferenças conceptuais subjacentes a estas duas fontes de informação, em particular no que respeita ao universo considerado (as EMF não excluem as instituições com sede ou actividade principal no *off-shore* da Madeira e consideram apenas a actividade em Portugal) e à análise em base consolidada (as EMF consideram informação em base individual). Para mais detalhes sobre tais diferenças, veja-se “Caixa II.8.1. Informação utilizada na análise do sistema bancário português” no Relatório Anual 2002.

Quadro II.8.7A

EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS A PARTICULARES
Taxa de variação homóloga em percentagem

	Taxa de variação do saldo ^(a)			Taxa de variação ajustada de titularização e corrigida de reclassificações, abatimentos ao activo e reavaliações cambiais		
	Total	Por finalidade		Total	Por finalidade	
		Habitação	Outras finalidades ^(b)		Habitação	Outras finalidades ^(b)
1998						
Dez.	31.4	34.6	23.5	-	-	-
1999						
Mar.	31.5	34.5	23.6	-	-	-
Jun.	34.9	37.6	27.9	-	-	-
Set.	31.2	32.6	27.4	-	-	-
Dez.	27.6	30.1	20.9	-	-	-
2000						
Mar.	27.3	28.4	23.9	-	-	-
Jun.	20.4	22.2	15.0	-	-	-
Set.	20.3	22.2	15.1	-	-	-
Dez.	21.2	20.3	24.1	-	-	-
2001						
Mar.	17.9	17.5	19.0	-	-	-
Jun.	16.5	16.4	16.9	-	-	-
Set.	14.7	15.9	11.4	-	-	-
Dez.	10.4	13.1	2.8	12.3	15.0	5.1
2002						
Mar.	11.5	13.7	5.0	12.5	15.4	4.8
Jun.	10.3	13.1	1.8	12.3	15.3	4.0
Set.	11.0	13.9	1.8	12.6	15.8	3.0
Dez.	9.6	13.0	-1.0	11.6	16.0	-0.9
2003						
Jan.	10.2	13.1	1.0	12.1	15.7	1.6
Fev.	9.0	11.9	-0.3	11.6	15.3	0.6
Mar.	8.0	11.3	-2.5	10.6	14.4	-0.8
Abr.	7.8	10.8	-1.9	10.2	13.8	-0.5
Mai.	7.5	10.1	-1.0	9.8	13.2	-0.5
Jun.	8.4	10.6	0.9	9.9	13.1	0.0
Jul.	7.1	9.5	-1.1	9.8	12.8	0.3
Ago.	6.8	9.2	-1.5	9.7	12.4	1.1
Set.	5.4	7.3	-1.0	9.1	11.6	0.8
Out.	4.5	5.8	0.0	9.3	11.5	2.1
Nov.	2.2	2.7	0.5	9.4	11.2	3.1
Dez.	1.5	2.2	-0.7	9.6	11.7	2.5

Fonte: Banco de Portugal – Estatísticas Monetárias e Financeiras.

Notas:

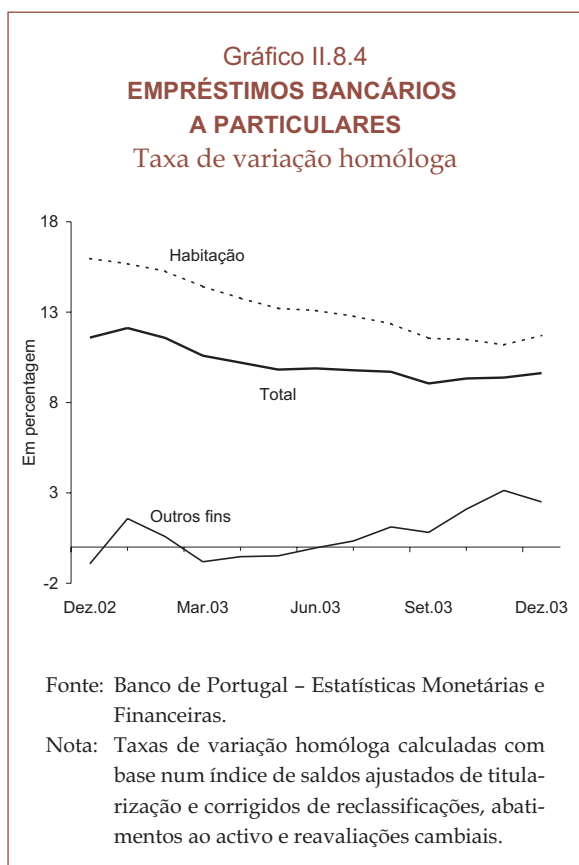
(a) Taxas de variação calculadas sobre os saldos vivos no balanço das OIFM, e como tal, não ajustadas de titularização, nem corrigidas de reclassificações e de abatimentos ao activo.

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

a taxa de variação anual dos empréstimos a particulares diminuiu apenas de 11.6 por cento, no final de 2002, para 9.6 por cento, em Dezembro de 2003 (Gráfico II.8.4).

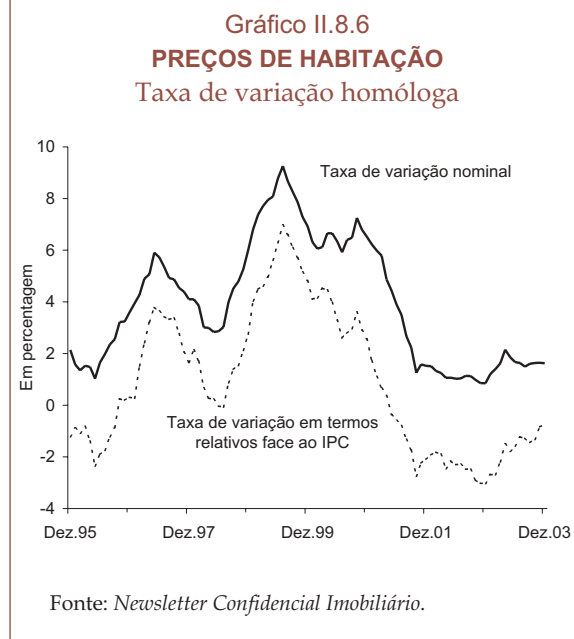
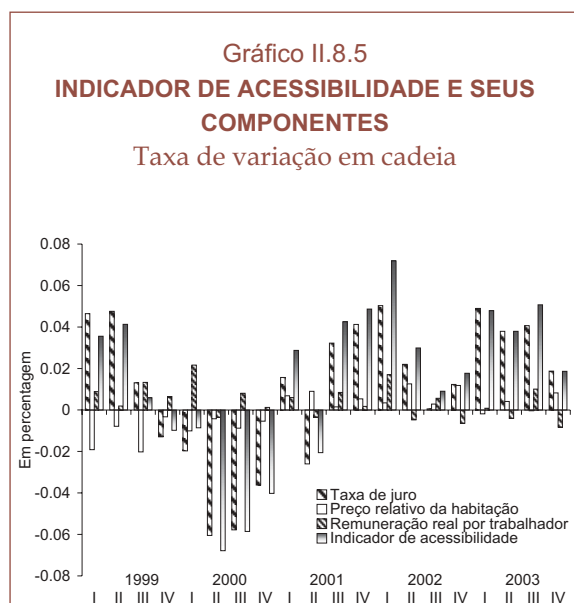
Apesar de se ter observado alguma moderação do ritmo de crescimento dos empréstimos concedidos a particulares para aquisição de habitação no decurso de 2003, a sua taxa de variação homóloga manteve-se em níveis relativamente elevados, tendo em consideração a retracção da actividade económica (a taxa de va-

riação, ajustada de titularização e corrigida de abatimentos ao activo, reclassificações e reavaliações cambiais, diminuiu de 16.0 por cento, em Dezembro de 2002, para 11.7 por cento no final de 2003). Tal evolução tem subjacente as condições monetárias globalmente acomodáticas observadas nos últimos anos, que têm favorecido o acesso ao mercado de habitação⁽¹⁰⁾. De facto, os níveis historicamente baixos das taxas de juro deverão ter permitido uma melhoria adicional das condições de acessibilida-



de ao mercado de habitação (Gráficos II.8.5 e II.8.6). Para além disso, a reforma do regime de tributação sobre as transacções imobiliárias também poderá ter contribuído para a manutenção da procura de habitação em níveis relativamente elevados, uma vez que, a partir do segundo semestre de 2003, a aplicação de um regime transitório sobre a tributação da aquisição de bens imobiliários resultou numa diminuição substancial dos respectivos custos de transacção⁽¹¹⁾.

A desaceleração dos empréstimos para aquisição de habitação reflectiu-se no número de novos contratos de crédito à habitação, que caíram cerca de 16 por cento em 2003, por comparação com 2002, ano em que o anúncio do fim do regime bonificado tinha originado um aumento substancial da procura de crédito até ao terceiro trimestre (no conjunto do ano de 2002 o aumento foi de cerca de 9 por cento). No entanto, apesar da diminuição do número de novos contratos de crédito à habitação, obser-

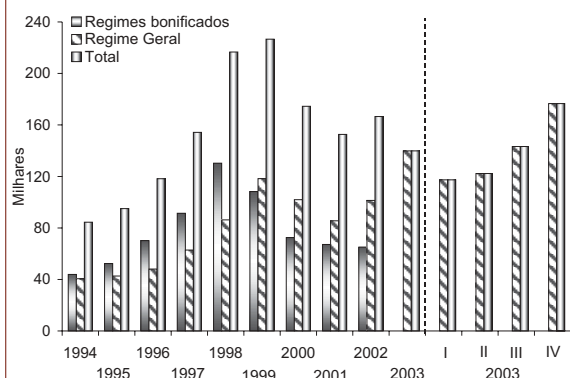


vou-se em 2003 um aumento do valor médio dos novos contratos (cerca de 8 por cento).

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

(10) Ver secção II.1. Condições monetárias da economia portuguesa.

Gráfico II.8.7
NÚMERO DE CONTRATOS
DE CRÉDITO À HABITAÇÃO
 Continente



Nota: Os valores trimestrais foram anualizados.

Tendo em consideração informação qualitativa do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito (*Bank Lending Survey – BLS*), a desaceleração dos empréstimos para aquisição de habitação deverá ter resultado de alguma estabilização da procura, em particular durante a primeira metade do ano⁽¹²⁾. No que diz respeito às condições da oferta, os bancos integrados na amostra deste inquérito declararam um aperto dos critérios de concessão de crédito apenas no último trimestre de 2003. Nos restantes trimestres, os bancos inquiridos reportaram algum aumento da pressão concorrencial, apesar da percepção de um agravamento do risco de crédito, em linha com a deterioração da actividade económica e com o elevado nível de endividamento atingido ao longo dos últimos anos, em particular num contexto de aumento do desemprego. A maior pressão concorrencial deverá ter-se reflectido, por um lado, num estreitamento das margens aplicadas sobre as taxas de juro activas em operações de crédito à habi-

tação, bem como na oferta de novos produtos, no sentido de amortecer o impacto do fim do regime bonificado ocorrido em Setembro de 2002 (nomeadamente, alongamento do prazo de amortização dos empréstimos, contratação de períodos de carência de capital, entre outros).

Por sua vez, o crédito concedido pelos bancos a particulares para consumo e outros fins registou um crescimento muito moderado no decurso de 2003, reflectindo a contracção do consumo privado. Deste modo, a taxa de variação do saldo de empréstimos para outros fins que não a aquisição de habitação variou entre -1.0 por cento, no final de 2002, e -0.7 por cento, em Dezembro de 2003 (Quadro II.8.7A). Uma vez que o saldo dos empréstimos para outros fins também foi afectado (ainda que não na mesma magnitude do que os empréstimos para aquisição de habitação) por operações de titularização, corrigindo de tal efeito e de abatimentos ao activo, reclassificações e reavaliações cambiais, a taxa de variação deste agregado passou de -0.9 por cento, em Dezembro de 2002, para 2.5 por cento, no final de 2003 (uma taxa, ainda assim, inferior à inflação).

De acordo com a informação de natureza qualitativa do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, o crescimento moderado dos empréstimos para consumo e outros fins deveu-se, por um lado, a uma retracção significativa da procura de financiamento para tais finalidades e, por outro lado, a um aperto dos critérios de concessão de crédito neste segmento por parte dos bancos inquiridos. Deste modo, num contexto de aumento generalizado do risco de crédito, associado ao desempenho global da economia portuguesa, os bancos têm vindo a privilegiar as operações de crédito com garantias associadas (nomeadamente o crédito à habitação), em detrimento de operações sem garantia.

II.8.3.1.2. Empréstimos a sociedades não financeiras

Os empréstimos concedidos pelos bancos portugueses a sociedades não financeiras têm vindo a desacelerar de forma progressiva desde meados de 2001, em linha com a evolução

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

Quadro II.8.7B (continua)

EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS

Taxa de variação homóloga, em percentagem

Taxa de variação do saldo									
Por sector de actividade									
	Total	Agricultura, produção animal, silvicultura, caça e pesca	Indústrias extractivas	Indústrias transformadoras	Produção e distribuição de electricidade, gás e água	Construção	Serviços Total	dos quais: Serviços prestados principalmente às empresas	dos quais: Actividades imobiliárias
1998									
Dez.	22.9	5.4	-9.5	11.1	22.5	35.1	26.1	38.2	29.1
1999									
Mar.	27.5	14.8	4.2	11.1	41.7	30.6	34.1	55.7	36.9
Jun.	26.7	16.5	27.9	11.0	67.4	29.5	31.2	58.0	33.8
Set.	28.0	28.1	48.2	13.9	58.2	34.2	30.4	70.1	28.7
Dez.	26.6	24.1	38.8	14.2	40.9	31.5	29.4	61.5	39.3
2000									
Mar.	27.2	11.2	9.1	17.4	32.8	41.9	27.4	52.1	40.7
Jun.	26.6	11.0	15.5	21.9	13.8	41.3	25.6	46.8	39.3
Set.	26.3	2.9	-3.2	21.3	19.1	38.8	26.1	45.7	46.1
Dez.	24.1	3.5	1.6	14.6	33.8	39.8	23.3	44.0	33.5
2001									
Mar.	23.0	-3.6	1.4	12.0	-7.4	31.6	26.7	65.8	35.6
Jun.	22.7	-4.1	-4.9	8.9	-6.2	29.8	27.8	66.5	41.3
Set.	20.3	-6.6	-0.8	8.2	-7.5	27.8	24.2	62.7	40.5
Dez.	16.4	2.0	12.0	9.2	-17.9	18.9	20.1	43.6	45.6
2002									
Mar.	11.5	-0.8	-4.5	3.1	4.2	19.9	12.1	11.0	40.8
Jun.	9.4	2.5	-1.1	3.9	-0.4	13.5	10.4	7.4	32.6
Set.	6.6	10.6	14.4	5.2	-2.2	5.8	7.4	2.2	20.3
Dez.	9.1	2.9	4.6	4.6	-0.2	6.0	11.9	9.6	19.5
2003									
Jan.	7.4	20.5	35.9	9.2	-9.8	7.5	7.1	1.5	16.1
Fev.	8.1	15.7	30.3	8.8	-6.0	6.8	8.5	1.5	17.0
Mar.	7.6	14.2	28.9	8.5	-0.9	6.0	7.8	2.3	13.3
Abr.	7.3	13.5	26.4	8.2	-0.1	5.7	7.6	2.0	14.0
Mai.	7.5	14.8	32.2	9.4	-4.8	5.6	7.6	1.0	12.0
Jun.	6.3	14.6	32.7	5.0	-4.3	7.0	6.4	1.4	14.6
Jul.	5.2	11.5	18.1	3.0	-4.2	7.3	5.3	-2.0	17.1
Ago.	5.6	11.1	17.6	1.2	-0.1	7.4	6.2	-1.0	17.0
Set.	5.6	9.8	17.3	1.1	-7.1	8.3	6.3	-0.4	20.3
Out.	5.0	8.2	16.9	0.4	-5.5	8.1	5.6	-5.3	20.4
Nov.	4.9	8.1	14.4	2.3	6.1	7.3	4.9	-5.2	16.9
Dez.	5.3	8.0	15.4	2.3	18.9	5.3	5.7	-2.0	17.0

Quadro II.8.7B (continuação)

EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS

Taxa de variação homóloga, em percentagem

	Taxa de variação ajustada de reclassificações									Taxa de variação ajustada de titularização e corrigida de reclassifica- ções, abatimentos ao activo e reavaliações cambiais
	Por sector de actividade									
	Total	Agricultura, produção animal, silvicultura, caça e pesca	Indústrias extractivas	Indústrias transfor- madoras	Produção e distribuição de electricidade, gás e água	Construção	Serviços Total	dos quais: Serviços prestados principalmente às empresas	dos quais: Actividades imobiliárias	
1998										
Dez. ...	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1999										
Mar. ...	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Jun. ...	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Set. ...	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dez. ...	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2000										
Mar. ...	27.2	11.2	9.1	17.4	32.8	41.9	27.4	52.1	40.7	-
Jun. ...	29.5	13.5	17.2	23.7	17.6	46.7	28.3	52.0	43.5	-
Set. ...	29.3	5.2	-1.8	23.1	23.2	44.2	28.8	50.8	50.5	-
Dez. ...	26.8	5.7	2.9	16.1	38.0	45.1	25.8	48.8	37.3	-
2001										
Mar. ...	23.6	-2.8	0.9	11.3	-5.9	35.0	26.8	67.3	37.6	-
Jun. ...	20.6	-5.2	-6.6	6.8	-7.7	28.3	25.5	62.7	39.3	-
Set. ...	18.2	-7.7	-2.5	6.1	-8.9	26.4	21.9	59.0	38.6	-
Dez. ...	14.7	1.0	10.2	7.3	-19.0	17.9	18.2	40.5	43.9	15.3
2002										
Mar. ...	11.7	-0.6	-4.3	3.3	4.3	20.2	12.4	11.3	41.1	12.3
Jun. ...	9.4	2.6	-1.1	3.9	-0.4	13.6	10.4	7.5	32.8	10.3
Set. ...	6.9	11.2	14.7	5.5	-2.0	6.2	7.7	2.4	20.7	7.8
Dez. ...	7.7	2.1	2.8	2.6	-1.9	5.3	10.4	7.7	18.6	8.6
2003										
Jan. ...	6.0	20.8	33.9	7.7	-11.6	6.5	5.6	-0.3	15.0	7.1
Fev. ...	6.7	16.0	28.3	7.3	-7.8	5.8	6.9	-0.2	15.9	7.6
Mar. ...	6.0	14.3	26.8	6.9	-3.0	5.0	6.1	0.4	12.1	7.1
Abr. ...	5.8	13.6	24.3	6.5	-2.1	4.7	5.9	0.1	12.8	6.8
Mai. ...	6.0	14.9	30.0	7.8	-6.8	4.6	6.0	-0.9	10.8	7.0
Jun. ...	4.7	14.7	30.5	3.4	-6.3	5.9	4.7	-0.5	13.3	5.5
Jul. ...	4.0	13.8	18.6	1.8	-6.1	6.5	3.9	-3.7	16.4	4.9
Ago. ...	4.1	12.8	17.8	-0.3	-2.4	6.3	4.7	-2.9	16.1	4.9
Set. ...	3.2	10.8	16.9	-1.1	-10.2	6.6	3.6	-3.8	18.5	4.0
Out. ...	2.6	9.2	16.5	-1.8	-8.7	6.3	2.9	-8.4	18.6	3.4
Nov. ...	2.4	9.2	14.1	0.0	2.4	5.6	1.9	-8.4	15.1	3.1
Dez. ...	1.8	8.7	14.2	-0.5	15.1	2.8	1.5	-6.8	13.9	2.7

Quadro II.8.8

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

Milhões de euros

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Total	1 335.9	2 260.4	3 596.3	2 676.6	5 724.7	4 369.9	3 174.2	1 848.6
dos quais:								
Para aquisição de empresas	0.0	0.0	2 731.4	25.0	3 083.7	1 765.0	0.0	0.0
Financiamento de infra-estruturas rodoviárias (nomeadamente projectos com “portagem virtual”) ..	24.6	208.7	419.0	1 262.5	1 881.2	1 409.9	702.0	0.0
Montante estimado do envolvimento dos bancos portugueses								
Total	310.6	444.7	1 612.3	1 127.9	1 340.7	680.1	300.9	285.7
dos quais:								
Para aquisição de empresas	0.0	0.0	1 332.2	5.0	598.6	75.1	0.0	0.0
Financiamento de infra-estruturas rodoviárias (nomeadamente projectos com “portagem virtual”) ..	8.2	0.0	147.9	812.5	655.1	570.4	243.2	0.0

Fonte: Dealogic.

Nota:

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

global da economia portuguesa, em particular com a retracção significativa do investimento empresarial. Em 2003, a análise das Estatísticas Monetárias e Financeiras indica que a taxa de variação homóloga dos empréstimos bancários a sociedades não financeiras prosseguiu a tendência evidenciada em anos anteriores, tendo diminuído de 9.1 por cento, em Dezembro de 2002, para 5.3 por cento, no final de 2003 (Quadro II.8.7B). No que respeita aos valores ajustados de titularização e corrigidos de abatimentos ao activo, reclassificações e reavaliações cambiais, a desaceleração dos empréstimos concedidos a sociedades não financeiras foi mais expressiva, de 8.6 por cento, no final de 2002, para 2.7 por cento, em Dezembro de 2003. A desaceleração dos empréstimos, tendo em consideração estes ajustamentos, é bastante mais pronunciada por corrigir o efeito de fusões de instituições financeiras não monetárias por incorporação em bancos do mesmo grupo que ocorreram no final de 2003.

O abrandamento do ritmo de crescimento do crédito a sociedades não financeiras centrou-se essencialmente no sector dos serviços, nomeadamente no sector dos “serviços prestados principalmente às empresas”⁽¹³⁾, que registava uma taxa de crescimento negativa no final

de 2003 (-6.8 por cento)⁽¹⁴⁾ e, em certa medida, no sector das actividades imobiliárias⁽¹⁵⁾ que, não obstante alguma desaceleração desde meados de 2002, continua a apresentar taxas de variação muito elevadas (13.9 por cento em Dezembro de 2003). As indústrias também evidenciaram uma redução do ritmo de crescimento do crédito concedido. A taxa de variação homóloga dos empréstimos ao sector da construção era de 2.8 por cento, em Dezembro de 2003, que compara com 5.3 por cento no final de 2002. Neste domínio é importante notar que a concentração do crédito relacionado com o sector imobiliário permaneceu bastante elevada. De facto, os empréstimos concedidos a

(13) Neste sector inclui-se uma parte significativa do financiamento de grupos não financeiros portugueses, obtido através das suas *holdings*.

(14) Os valores referentes ao crescimento dos empréstimos a sociedades não financeiras por sectores de actividade são corrigidos de reclassificações, mas não são ajustados de titularização nem corrigidos de abatimentos ao activo e reavaliações cambiais.

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

particulares para aquisição de habitação, em conjunto com os empréstimos concedidos a empresas do sector da construção e serviços imobiliários, representaram 56.0 por cento do total de empréstimos concedidos ao sector privado não financeiro⁽¹⁶⁾ (que compara com 55.5 por cento no final de 2002), repartido por 9.1 por cento que dizem respeito ao sector da construção, 7.2 por cento ao sector de serviços de actividades imobiliárias e 39.8 por cento para aquisição de habitação.

As sociedades não financeiras portuguesas têm vindo a registar uma diminuição significativa da contratação de empréstimos sindicados internacionais (Quadro II.8.8). Note-se, contudo, que os montantes relativamente elevados assumidos em anos anteriores por tais empréstimos se destinavam essencialmente a financiar infra-estruturas rodoviárias, nomeadamente, projectos de “portagem virtual” (sem custos para o utilizador – SCUT). Em 2003, foram contratados apenas 1848.6 milhões de euros em empréstimos sindicados (que compara com 3174.2 milhões em 2002 e com 4369.9 milhões em 2001⁽¹⁷⁾), com um envolvimento estimado dos bancos portugueses relativamente reduzido. As operações contratadas concentraram-se essencialmente no sector das telecomunicações e electricidade.

A desaceleração do financiamento bancário das sociedades não financeiras deverá estar associada a retracções quer da procura, quer da oferta de crédito. Do lado da procura, a evolução deve ser enquadrada no processo de ajustamento da situação financeira das empresas, tendo em conta o nível atingido pelo rácio de endividamento deste sector e a forte desaceleração da actividade económica, que foi acompanhada por uma queda muito significativa do investimento empresarial. No que se refere à oferta, tendo em consideração informação do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Cré-

Quadro II.8.9

EXPOSIÇÃO AGREGADA DO SISTEMA BANCÁRIO PORTUGUÊS FACE A MERCADOS EMERGENTES

Base consolidada

	Em percentagem do activo total		
	2001	2002	2003
	Dez.	Dez.	Dez.
Total	1.5	1.1	0.5
da qual: Brasil.	1.0	0.8	0.4

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

dito, dada a percepção de um maior risco de crédito neste segmento, os maiores bancos portugueses têm vindo a apertar de forma significativa os critérios de concessão de crédito a empresas.

II.8.3.2. Exposição face a mercados emergentes

O sistema bancário português caracteriza-se por assumir uma exposição muito reduzida face a mercados emergentes, pelo que serão mínimos os níveis de risco-país em resultado desta exposição. Em 2003, embora partindo de níveis reduzidos, as exposições agregadas do sistema bancário português face a mercados emergentes (Leste Europeu, América Latina e Ásia) diminuíram de forma significativa face ao ano anterior, passando a representar 0.5 por cento do activo total dos bancos com exposição a tais mercados, o que compara com 1.1 por cento em 2002 (Quadro II.8.9). Cerca de 77 por cento desta exposição é face ao Brasil, que também diminuiu de forma bastante substancial em 2003, de 0.8 para 0.4 por cento do activo total.

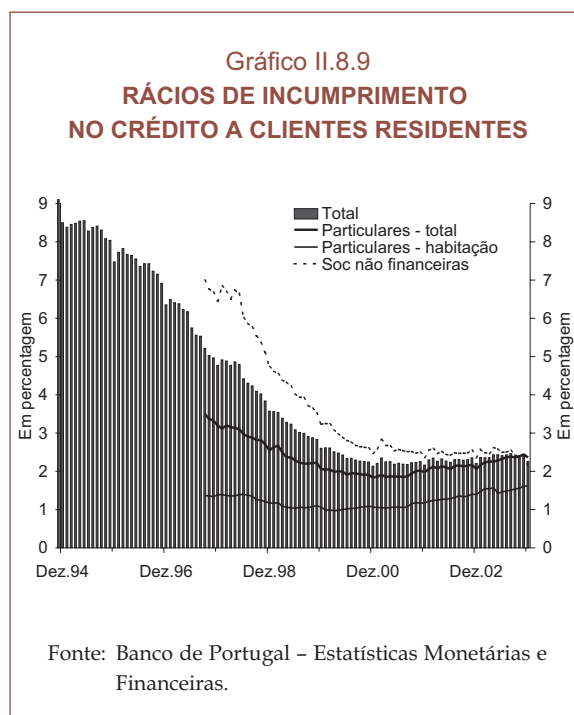
(16) Este valor diz respeito apenas a empréstimos no balanço dos bancos, não incluindo o crédito titularizado adquirido pelos bancos.

(17) Excluindo os referidos empréstimos para projectos de infra-estruturas rodoviárias de “portagem virtual”, estes empréstimos representaram 2960.0 e 2472.2 milhões de euros, em 2001 e 2002, respectivamente.



II.8.3.3. Incumprimento e provisionamento do crédito

O risco de crédito assume um carácter contra-cíclico, aumentando em períodos de desaceleração da actividade económica, ainda que com algum desfasamento. A debilidade da situação financeira das famílias e empresas decorrente da deterioração da situação económica global tende a resultar num aumento dos rácios de incumprimento. No entanto, não obstante a forte desaceleração da economia portuguesa com repercussões ao nível do desemprego, da falência de empresas, da contracção do investimento e do consumo, entre outros, os rácios de incumprimento continuam a manter-se em níveis historicamente baixos, contrastando com o observado na recessão anterior, o que não poderá ser dissociado do valor historicamente baixo atingido pelas taxas de juro (Gráfico II.8.8). De facto, o rácio de incumprimento total em base consolidada, definido como o rácio entre crédito e juros vencidos (líquido de provisões específicas) em percentagem do crédito líquido de provisões específicas, evidenciou uma diminuição face ao ano anterior, de 0.85 por cento, no final de 2002, para 0.66 por cento, em Dezembro de 2003 (Quadro II.8.1)⁽¹⁸⁾.



Tendo em consideração dados em base individual⁽¹⁹⁾, o crédito a clientes residentes vencido há menos de 1 ano representava cerca de 0.59 por cento do crédito total concedido a residentes, o que compara com 0.68 por cento em Dezembro de 2002 e com 3.29 por cento no final de 1993. Por sua vez, o rácio entre a totalidade do crédito vencido e o crédito bruto registou um ligeiro aumento em 2003, de 2.07 para 2.12 por cento, mas continua a posicionar-se em níveis historicamente baixos, tendo em consideração que este rácio se situava em 6.91 por cento no final de 1993 (dados em base individual).

A análise de informação das Estatísticas Monetárias e Financeiras permite concluir que a evolução dos rácios de incumprimento foi bastante diferenciada nos subsectores que constituem o sector privado não financeiro. De facto, enquanto para o conjunto do sector privado não financeiro se verificou um ligeiro agravamento dos rácios de incumprimento (de

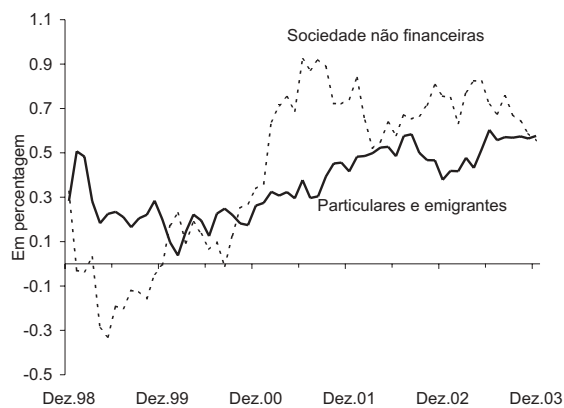
(18) Note-se, no entanto, que esta evolução foi em grande medida condicionada pelas alterações introduzidas em 2003 no regime de provisionamento do crédito (veja-se “Caixa II.8.1. Alteração do regime de provisionamento do crédito vencido e de cobrança duvidosa”).

(19) A utilização de dados em base individual justifica-se nesta subsecção por existirem séries mais longas e com maior detalhe.

2.21 por cento do crédito concedido, em Dezembro de 2002, para 2.26 por cento um ano depois), o rácio de incumprimento das sociedades não financeiras diminuiu de 2.36 para 2.15 por cento no período em análise (Gráfico II.8.9). Em contraste, os particulares, que historicamente tinham rácios de incumprimento persistentemente inferiores aos das sociedades não financeiras, apresentaram uma deterioração significativa do seu rácio de incumprimento, de 2.06 para 2.36 por cento. A deterioração da qualidade do crédito concedido a particulares ocorreu nos empréstimos para aquisição de habitação (1.62 por cento no final de 2003, o que representa um acréscimo de 22 pontos base (p.b.) face ao ano anterior) e nos empréstimos para outros fins que, tradicionalmente, evidenciam rácios de incumprimento mais elevados (5.04 por cento em Dezembro de 2003, 65 p.b. acima do valor registado um ano antes).

A deterioração dos indicadores de qualidade do crédito não tem sido tão pronunciada como se poderia esperar num cenário recessivo devido a dois factores. O primeiro factor prende-se com o nível historicamente baixo das taxas de juro em 2003. O segundo factor decorre da realização de abatimentos ao activo de créditos vencidos em montantes significativos, o que tem mitigado o reflexo do aumento do risco de crédito na carteira de crédito dos bancos. Os abatimentos ao activo são efectuados sempre que os créditos sejam considerados definitivamente incobráveis (o que exige que estejam totalmente provisionados). Deste modo, os bancos portugueses deverão estar a dirigir algum do provisionamento efectuado em anos anteriores para abater parte dos créditos vencidos, contrariando a deterioração da qualidade do crédito decorrente da posição cíclica da economia portuguesa. O fluxo líquido de crédito que entrou em incumprimento num determinado período deverá corresponder à variação do saldo de crédito vencido, acrescido do montante de crédito anteriormente registado como vencido que, nesse período, tenha sido abatido ao activo por se considerar definitivamente incobrável. Deste modo, a estimativa do fluxo anual de novos créditos vencidos (corrigidos de abatimentos ao activo) em percentagem dos

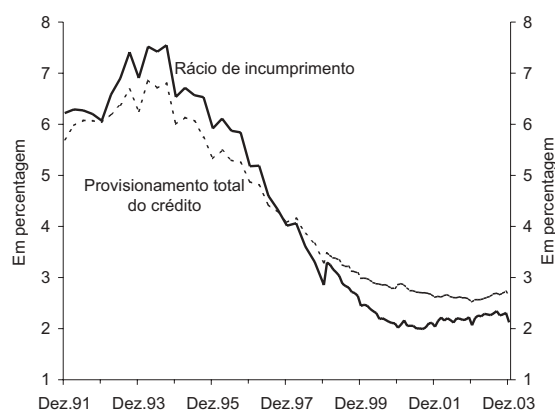
Gráfico II.8.10
ESTIMATIVA DO FLUXO ANUAL
DE NOVOS CRÉDITOS VENCIDOS
(CORRIGIDOS DE ABATIMENTOS AO ACTIVO)
 Em percentagem dos empréstimos bancários
 (Corrigidos de titularização)



empréstimos bancários (corrigidos de titularização) sugere que se verificou alguma deterioração da qualidade da carteira de crédito no decurso de 2003, em linha com uma tendência evidenciada desde meados de 2000, sobretudo para os particulares (Gráfico II.8.10). Neste sector, em Dezembro de 2003, o fluxo anual estimado de novos créditos vencidos (corrigidos de abatimentos ao activo) representava 0.58 por cento dos empréstimos bancários, o que compara com 0.38 por cento um ano antes. Em contrapartida, no que respeita às sociedades não financeiras, este indicador diminuiu de 0.76 para 0.55 por cento, no mesmo período. Contudo, não obstante a ligeira diminuição deste indicador em 2003, o fluxo anual estimado de novos créditos vencidos (corrigidos de abatimentos ao activo), em percentagem dos empréstimos ajustados de titularização, ainda se situava muito acima dos mínimos atingidos em meados de 1999 (-0.19 por cento em Junho de 1999).

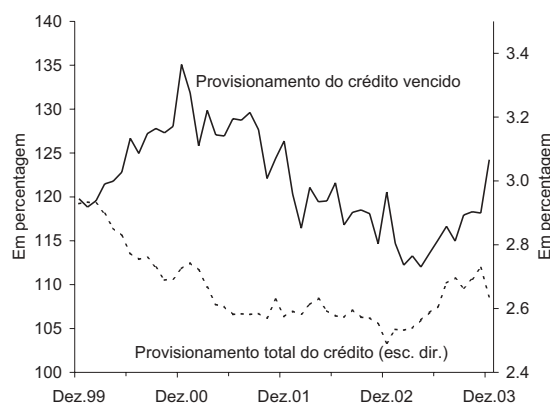
Apesar da contracção da actividade económica não se ter vindo a materializar numa deterioração muito significativa dos indicadores de incumprimento, os bancos portugueses têm vindo a aumentar o seu esforço de provisionamento total, dada a percepção de aumento de

Gráfico II.8.11
RÁCIO DE INCUMPRIMENTO NO CRÉDITO
A CLIENTES E PROVISIONAMENTO
TOTAL DO CRÉDITO
 Percentagem do crédito concedido bruto
 Base individual



Nota: Quebras de série em Janeiro de 1999.

Gráfico II.8.12
PROVISIONAMENTO TOTAL DO CRÉDITO
VENCIDO E DO CRÉDITO TOTAL
 Base individual



risco de crédito. De facto, o provisionamento total do crédito, em percentagem do crédito bruto, aumentou de 2.52 por cento, em Dezembro de 2002, para 2.64 por cento, no final de 2003 (Gráfico II.8.11). Avaliado em percentagem do crédito vencido, o provisionamento total (incluindo provisões específicas e provisões para riscos gerais de crédito) aumentou de 120.6 por cento no final de 2002 para 124.2 por cento em Dezembro de 2003, valor bastante su-

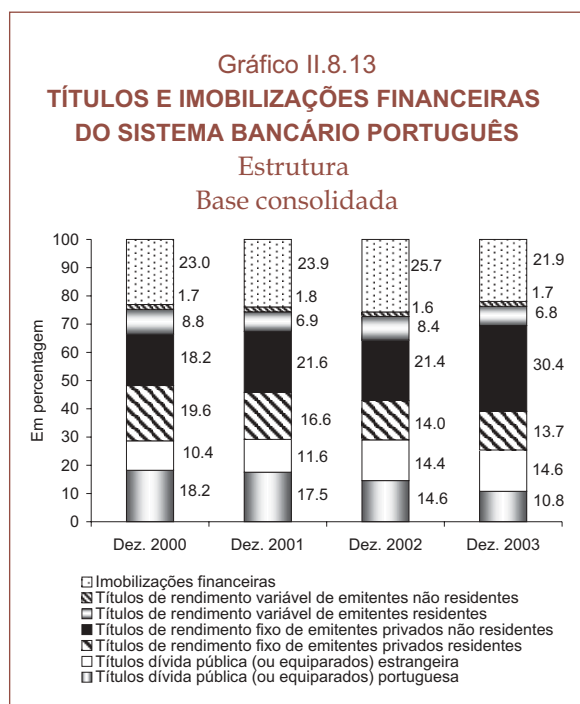
perior ao observado na recessão anterior (90.6 por cento, em Dezembro de 1993) (Gráfico II.8.12). Tendo em consideração dados em base consolidada, o provisionamento específico do crédito, em percentagem do crédito bruto, também aumentou no decurso de 2003, de 1.42 por cento em Dezembro de 2002 para 1.75 por cento doze meses mais tarde (Quadro II.8.1). Este aumento expressivo das provisões específicas esteve associado, em parte, à entrada em vigor do Aviso nº8/2003, que introduziu um conjunto de alterações aos regimes de provisionamento de crédito⁽²⁰⁾.

II.8.3.4. Carteira de títulos

Conforme referido no início da secção, os títulos e imobilizações financeiras, líquidos de provisões, ofereceram um dos principais contributos para o crescimento do activo consolidado do sistema bancário em 2003, tendo crescido 16.6 por cento em termos homólogos (do que resultou um aumento do seu peso relativo no balanço do sistema bancário, de 11.4 por cento, no final de 2002, para 12.3 por cento, em Dezembro de 2003) (Quadro II.8.6).

As imobilizações financeiras brutas dos bancos portugueses diminuíram 0.8 por cento em 2003 (Gráfico II.8.13). Em termos líquidos, esta diminuição foi relativamente mais significativa (-2.1 por cento), uma vez que se observou um crescimento muito expressivo do provisionamento associado a imobilizações financeiras, ainda que substancialmente inferior ao do ano anterior. O crescimento das provisões deverá reflectir, em certa medida, a aplicação do regime de provisionamento de menos-valias latentes em participações financeiras, introduzido pelo Aviso nº4/2002, que entrou em vigor em meados de 2002. Este Aviso prevê uma constituição gradual de provisões para menos-valias latentes, ainda que se estime que os bancos portugueses tenham efectuado um esforço de provisionamento de tais perdas

(20) As alterações introduzidas pelo Aviso nº 8/2003 são analisadas com maior detalhe na "Caixa II.8.1. Alteração do regime de provisionamento do crédito vencido e de cobrança duvidosa".



potenciais muito expressivo no decurso de 2002. A recuperação dos mercados de acções em 2003 deverá ter contribuído para mitigar o esforço de provisionamento exigido, uma vez que as menos-valias latentes diminuíram de forma substancial face ao ano anterior.

A carteira de títulos de rendimento variável manteve-se em valores próximos dos observados no final de 2002 (-0.4 por cento, em termos brutos, e +1.0 por cento, em termos líquidos), não obstante a evolução globalmente positiva dos preços das acções a nível nacional e internacional, o que sugere que os bancos deverão ter vendido títulos de rendimento variável da sua carteira⁽²¹⁾.

Por sua vez, a carteira de títulos de rendimento fixo foi responsável pelo crescimento da rubrica de títulos e immobilizações financeiras, tendo aumentado 26.3 por cento em 2003, em termos líquidos. Esta evolução esteve associada essencialmente ao crescimento dos títulos de rendimento fixo de emitentes privados não residentes que aumentaram 65.0 por cento em 2003. Tal reflectiu, em grande medida, o facto de um grupo bancário ter mantido no seu ba-

lanço os títulos que resultaram de uma operação de titularização de crédito hipotecário realizada no final de 2003. Ainda assim, estima-se que o crescimento da carteira de títulos de rendimento fixo de emitentes privados não residentes tenha sido bastante significativo, mesmo quando descontado o efeito desta operação (a taxa de variação homóloga desta rubrica ter-se-ia situado em cerca de 29 por cento, em Dezembro de 2003). Tal crescimento deverá reflectir, por um lado, a evolução favorável nos mercados obrigacionistas e, por outro lado, uma recuperação face às condições particularmente desfavoráveis vividas nos mercados de dívida internacionais na segunda metade de 2002, que fizeram com que os bancos portugueses tivessem de recorrer a formas alternativas de financiamento, entre as quais a venda de parte da sua carteira de títulos. Neste contexto, o crescimento da carteira de títulos dos bancos em 2003 deverá reflectir a melhoria das condições de financiamento de mercado, o que terá permitido aos bancos reconstituir parte da carteira de títulos que tinha sido vendida em 2002.

II.8.3.5. Recursos

Os recursos de clientes têm vindo a evidenciar alguma desaceleração desde 2000, desaceleração esta que se revelou particularmente forte no segundo semestre de 2002. De facto, a taxa de variação homóloga dos recursos de clientes diminuiu de 7.0 por cento, em Dezembro de 2001, para 1.4 por cento no final de 2002 (Quadro II.8.6). No final de 2002, a evolução dos recursos de clientes foi condicionada por factores de natureza específica, em particular, a emissão de títulos que foram colocados junto de clientes⁽²²⁾. No entanto, os recursos de clientes continuaram a crescer a taxas moderadas em 2003. De facto, excluindo o efeito estimado da já referida alteração do perímetro de conso-

(21) Esta venda de activos poderá ter contribuído para o crescimento expressivo dos resultados em operações financeiras em 2003 (veja-se Quadro II.8.10).

(22) Tendo em consideração uma medida alargada de recursos de clientes, que inclui uma estimativa de títulos emitidos pelos grupos bancários e colocados junto de clientes, os recursos de clientes registaram uma taxa de variação homóloga de 2.2 por cento em Dezembro de 2002 (7.7 por cento no final de 2001).

lidação de um grupo bancário, os recursos de clientes deverão ter verificado uma taxa de variação homóloga de 1.7 por cento em Dezembro de 2003⁽²³⁾.

A taxa de crescimento dos recursos de clientes foi influenciada, em grande medida, pela evolução da componente de “empréstimos e outros recursos de clientes”, uma vez que os depósitos (que representam a quase totalidade da rubrica “recursos de clientes”) desaceleraram face ao ano anterior (os depósitos à ordem apresentaram uma taxa de variação homóloga de 1.5 por cento, em 2003, enquanto os depósitos a prazo e de poupança cresceram 1.0 por cento, no mesmo período)⁽²⁴⁾. A desaceleração dos depósitos esteve em linha com a contracção da actividade económica e com taxas de juro em operações passivas em níveis historicamente baixos, o que deverá ter conduzido à canalização de parte das poupanças para aplicações alternativas, com níveis de rendibilidade superiores⁽²⁵⁾.

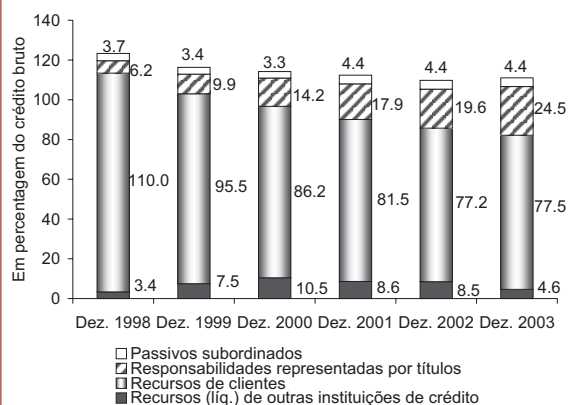
Os bancos portugueses continuaram a recorrer, em 2003, a fontes de financiamento alternativas aos recursos de clientes, destacando-se o aumento do peso das responsabilidades representadas por títulos na estrutura de financiamento do sistema bancário, que aumentou de 19.6 por cento do crédito bruto, em 2002, para 24.5 por cento, no final de 2003 (Gráficos II.8.14 e II.8.15). Neste contexto, é de assinalar o crescimento significativo do volume de emissões de obrigações através de filiais e sucursais no exterior de grupos bancários portugueses, cujo crescimento tinha sido relativamente modesto em 2002, devido às condições globalmente desfavoráveis dos mercados financeiros internacionais (Gráfico II.8.16). A maior parte das obrigações emitidas por bancos portugueses

(23) Quando não corrigida pela estimativa do impacto do alargamento do perímetro de consolidação de um grupo bancário, a taxa de variação foi de 3.4 por cento.

(24) A discrepância entre o crescimento global dos recursos de clientes e dos depósitos esteve essencialmente relacionada com a alteração de perímetro de consolidação de um grupo bancário, referida anteriormente, que se traduziu num crescimento bastante significativo da rubrica “empréstimos e outros recursos de clientes”.

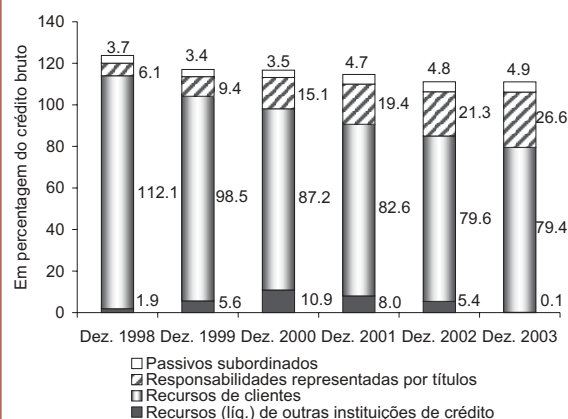
(25) Veja-se secções II.1. *Condições monetárias da economia portuguesa* e II.9. *Financiamento da economia*.

Gráfico II.8.14
FONTES DE FINANCIAMENTO DO SISTEMA BANCÁRIO
Base consolidada



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

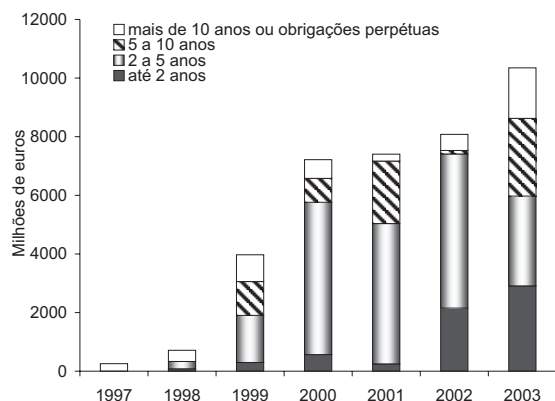
Gráfico II.8.15
FONTES DE FINANCIAMENTO DO SISTEMA BANCÁRIO – INSTITUIÇÕES DOMÉSTICAS
Base consolidada



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

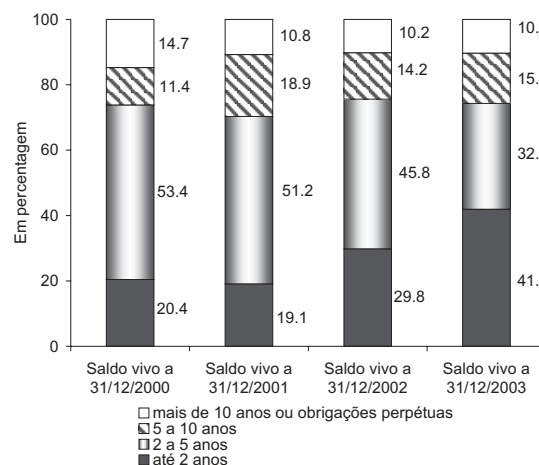
através de filiais e sucursais no exterior tem taxas variáveis (cerca de 80 por cento), pelo que o risco de taxa de juro associado a esta forma de financiamento não deverá ser particularmente relevante, uma vez que a maior parte do crédito concedido por bancos portugueses é igualmente contratado a taxas de juro variáveis.

Gráfico II.8.16
EMISSIONES INTERNACIONAIS
DE OBRIGAÇÕES ATRAVÉS DE FILIAIS
E SUCURSAIS NO EXTERIOR DE GRUPOS
BANCÁRIOS PORTUGUESES
 Estrutura por maturidade original



Fontes: Dealogic Bondware, Bloomberg e Datastream.

Gráfico II.8.17
ESTRUTURA DE MATURIDADE RESIDUAL
DE OBRIGAÇÕES EMITIDAS ATRAVÉS
DE FILIAIS E SUCURSAIS NO EXTERIOR
DE GRUPOS BANCÁRIOS PORTUGUESES



Fontes: Dealogic Bondware, Bloomberg e Datastream.

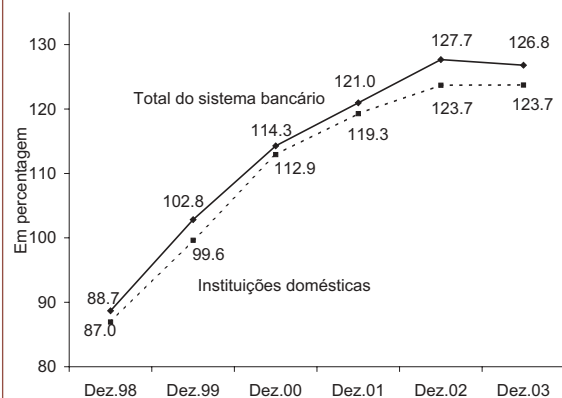
Para além disso, o risco cambial associado a tais obrigações também não deverá ser muito expressivo, dado que tais emissões são maioritariamente denominadas em euros. As emissões de curto prazo (até 2 anos) têm vindo a representar uma percentagem cada vez mais significativa do volume de emissões (perto de 28 por cento das obrigações emitidas em 2003 tinham maturidade inferior a 2 anos, que compara com cerca de 27 por cento em 2002 e com cerca de 3 por cento em 2001). Deste modo, tendo em consideração a estrutura de maturidade residual do saldo vivo total destas obrigações, tem vindo a observar-se um aumento do peso relativo das obrigações com maturidade residual inferior a 2 anos que, no final de 2003, representavam 41.9 por cento do saldo vivo de obrigações (Gráfico II.8.17)⁽²⁶⁾.

Como resultado da desaceleração do crédito concedido a clientes, apesar do crescimento relativamente moderado dos recursos de clientes, a intensidade de utilização dos recursos de clientes, avaliada pelo rácio entre estas duas

rubricas do balanço, manteve-se em níveis próximos dos observados em 2002, contrariando a tendência de crescimento que tinha sido observada ao longo dos últimos anos. Para o total do sistema bancário, o rácio entre crédito (líquido de provisões) e recursos de clientes diminuiu de 127.7 por cento, em Dezembro de 2002, para 126.8 por cento, no final de 2003, enquanto para o subconjunto das instituições domésticas este rácio manteve-se inalterado em 123.7 por cento (Gráfico II.8.18). Tendo em consideração a medida mais alargada de recursos de clientes, que inclui uma estimativa de títulos emitidos e colocados junto de clientes, este rácio também se manteve virtualmente inalterado em 2003, tendo diminuído de 118.4 para 118.2 por cento, para o total do sistema bancário, e aumentado de 115.0 para 115.2 por cento, para o subconjunto das instituições domésticas (Gráfico II.8.19). No entanto, é importante notar que a evolução destes rácios foi bastante condicionada pelo elevado volume de operações de titulação realizadas em 2003, em particular no final do ano, que permitiram que o saldo de crédito registado no balanço do sistema bancário tivesse desacelerado de forma marcada.

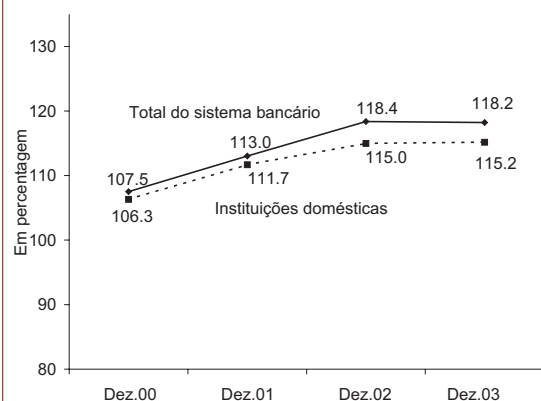
(26) Para uma análise mais detalhada sobre as emissões de obrigações em 2003, veja-se secção II.7. *Mercados financeiros*.

Gráfico II.8.18
RÁCIO ENTRE CRÉDITO (LÍQUIDO DE PROVISÕES) E RECURSOS DE CLIENTES
 Base consolidada



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

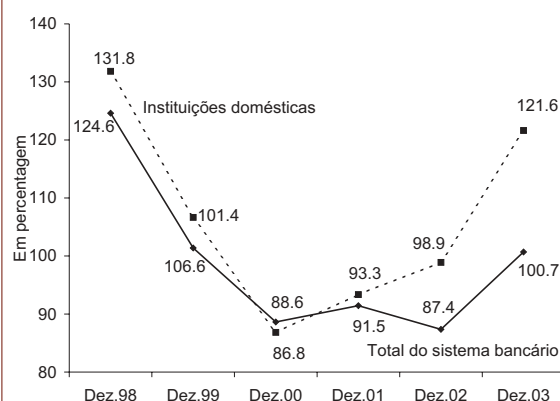
Gráfico II.8.19
RÁCIO ENTRE CRÉDITO (LÍQUIDO DE PROVISÕES) E RECURSOS DE CLIENTES (INCLUINDO TÍTULOS)
 Base consolidada



Nota: Os recursos de clientes compreendem os depósitos e equiparados de clientes residentes e não residentes, incluindo uma estimativa de títulos emitidos e colocados junto de clientes.

O rácio de cobertura dos passivos interbancários por activos de elevada liquidez⁽²⁷⁾ que é um dos indicadores possíveis para avaliar a situação de liquidez das instituições bancárias, registou uma melhoria substancial ao longo do

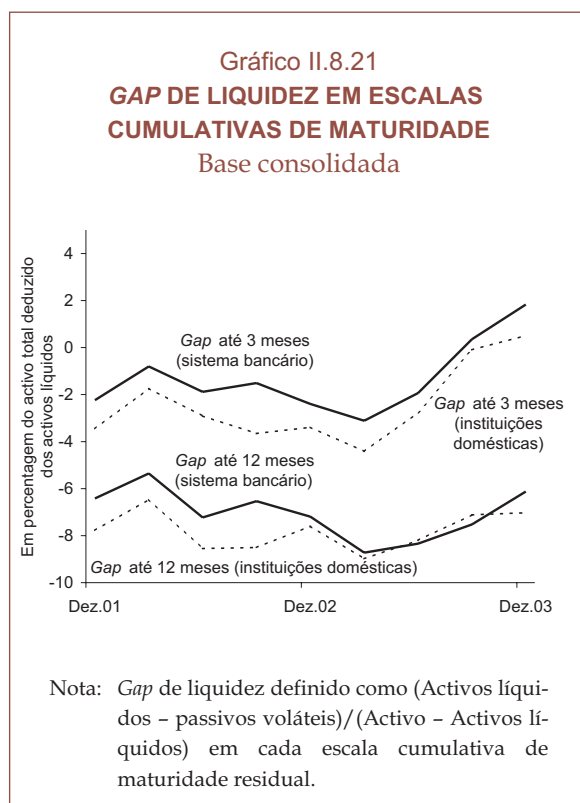
Gráfico II.8.20
RÁCIO DE COBERTURA DOS PASSIVOS INTERBANCÁRIOS POR ACTIVOS DE ELEVADA LIQUIDEZ
 Base consolidada



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

ano, aumentando de 87.4 por cento, em Dezembro de 2002, para 100.7 por cento, no final de 2003 (Gráfico II.8.20). Para o conjunto das instituições domésticas (ou seja, excluindo as instituições cujo controlo de gestão efectivo é assegurado por não residentes), a melhoria deste indicador é ainda mais substancial, passando de 98.9 por cento, no final de 2002, para 121.6 por cento, em Dezembro de 2003. A melhoria da situação de liquidez, avaliada por este indicador, deverá reflectir, por um lado, a recomposição da estrutura de passivos (associada ao recurso acrescido ao financiamento no mercado de títulos em detrimento do financiamento interbancário) e, por outro lado, a realização de diversas operações de titularização

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



durante o ano que atingiram, globalmente, montantes muito significativos.

Refira-se, no entanto, que este indicador tem vindo a perder alguma relevância, essencialmente devido à importância crescente dos títulos de dívida que vão atingindo a maturidade ou são emitidos em maturidades mais curtas (até 2 anos), tendo como contrapartida a diminuição do recurso ao financiamento nos mercados interbancários. Assim sendo, este indicador não reflecte integralmente a situação global de liquidez do sistema bancário. Neste sentido, tendo por base informação dos mapas de liquidez das instituições bancárias⁽²⁸⁾, foram construídos *gaps* de liquidez em escalas cumulativas de maturidade (até 3 e 12 meses) para o sistema bancário e para o subconjunto das instituições domésticas⁽²⁹⁾. Este indicador sugere

(28) A Instrução do Banco de Portugal n.º 1/2000 introduziu a obrigatoriedade de reporte de mapas de liquidez, com informação desagregada por diferentes maturidades até 1 ano, relativa a um conjunto de activos e passivos das instituições bancárias, o que permite efectuar uma análise global da situação de liquidez do sistema bancário tendo em consideração *gaps* de liquidez em escalas cumulativas de maturidade.

igualmente uma melhoria global da situação de liquidez do sistema bancário (e do subconjunto das instituições domésticas), observando-se uma melhoria dos *gaps* até 3 e 12 meses em 2003, em particular no primeiro horizonte temporal (Gráfico II.8.21).

II.8.4. Rendibilidade

Em 2003, a rendibilidade do sistema bancário português melhorou significativamente face ao ano anterior, apesar dos indicadores de rendibilidade se situarem em níveis inferiores aos observados em 2001. O resultado líquido do exercício aumentou 29.0 por cento, o que contrasta com a quebra de 18.7 por cento registada em 2002, não obstante a retracção da actividade económica (Quadros II.8.10 e II.8.11). Os resultados antes de interesses minoritários tiveram uma evolução semelhante, tendo crescido 26.3 por cento face ao ano anterior⁽³⁰⁾. Como resultado, a rendibilidade líquida dos capitais próprios (ROE⁽³¹⁾) aumentou 2 p.p., de 11.7 por cento, no final de 2002, para 13.7 por cento, em Dezembro de 2003 (Gráfico II.8.22). Por sua vez, a rendibilidade líquida do activo (ROA⁽³²⁾) aumentou de 0.65 para 0.78 por cento no mesmo período. Esta recuperação da rendibilidade esteve em linha com o observado na maioria dos países da União Europeia (Gráfico II.8.23)⁽³³⁾.

(29) Gap de liquidez definido como o rácio entre a diferença entre activos líquidos (AL) e passivos voláteis (PV) e a diferença entre activo total (A) e activos líquidos, para cada escala cumulativa de maturidade, ou seja, $IL = \frac{AL - PV}{A - AL}$.

A definição de activos líquidos distingue-se da apresentada na Instrução n.º 1/2000 por excluir crédito concedido, valores à cobrança, reservas mínimas de caixa e títulos de dívida e de rendimento variável não elegíveis para operações de política monetária. Por sua vez, a definição de passivos voláteis também se distingue da apresentada na referida Instrução por excluir depósitos de clientes.

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

(31) ROE é a abreviatura para *Return on Equity*.

(32) ROA é a abreviatura para *Return on Assets*.

Quadro II.8.10

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS

Base consolidada

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
	Milhões de euros						Taxa de variação homóloga				
1. Juros e proveitos equiparados	12 974	12 629	14 633	17 181	15 026	14 508	-2.7	15.9	17.4	-12.5	-3.4
2. Juros e custos equiparados	8 164	7 622	9 401	11 246	9 077	8 606	-6.6	23.4	19.6	-19.3	-5.2
3. Margem financeira (1-2)	4 809	5 007	5 231	5 935	5 949	5 902	4.1	4.5	13.4	0.2	-0.8
4. Rendimento de títulos	140	113	166	213	191	160	-19.0	46.8	28.5	-10.7	-16.2
5. Comissões líquidas	1 414	1 548	1 662	1 670	1 758	2 037	9.5	7.4	0.5	5.3	15.9
6. Resultado de operações financeiras	610	549	625	417	437	529	-10.0	13.9	-33.2	4.7	20.9
7. Resultados em empresas assoc. e filiais exc. da consolidação (líq.) ^(a) ..	102	62	228	147	112	370	-39.3	267.7	-35.6	-23.5	229.5
8. Outros proveitos de exploração (líq.)	425	442	408	641	707	842	4.0	-7.7	57.1	10.4	19.0
9. Outros resultados correntes (4+5+6+7+8)	2 691	2 714	3 090	3 089	3 206	3 938	0.8	13.9	0.0	3.8	22.8
10. Produto bancário (3+9)	7 500	7 721	8 321	9 024	9 154	9 840	2.9	7.8	8.4	1.4	7.5
11. Custos com o pessoal	2 525	2 608	2 626	2 722	2 812	2 949	3.3	0.7	3.6	3.3	4.9
12. Fornecimentos e serviços de terceiros	1 531	1 626	1 625	1 849	1 929	2 021	6.2	0.0	13.8	4.3	4.8
13. Custos administrativos (11+12)	4 056	4 234	4 251	4 571	4 740	4 970	4.4	0.4	7.5	3.7	4.8
14. Resultado bruto global (10-13)	3 444	3 487	4 070	4 453	4 414	4 870	1.2	16.7	9.4	-0.9	10.3
15. Resultados extraordinários	327	813	643	30	163	188	148.2	-20.9	-95.4	450.1	15.5
16. Amortizações do exercício	613	640	590	625	667	677	4.5	-7.9	6.0	6.8	1.5
17. Provisões líquidas	1 081	1 356	1 501	1 191	1 713	1 683	25.5	10.6	-20.6	43.8	-1.7
18. Resultados antes de impostos e de minoritários (14+15-16-17)	2 078	2 303	2 623	2 666	2 197	2 699	10.8	13.9	1.7	-17.6	22.8
19. Impostos sobre lucros do exercício	473	418	457	427	369	389	-11.7	9.2	-6.6	-13.5	5.4
20. Resultados antes de minoritários ^(b) (18-19)	1 605	1 885	2 166	2 240	1 828	2 309	17.4	14.9	3.4	-18.4	26.3
21. Interesses minoritários (líquidos)	364	454	494	410	340	390	24.6	8.8	-16.9	-17.1	14.8
22. Resultado do exercício (20-21)	1 241	1 431	1 672	1 829	1 488	1 919	15.4	16.8	9.4	-18.7	29.0
Por memória:											
Taxa de variação do activo médio							7.5	15.8	11.5	6.1	6.0

Notas:

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

Quadro II.8.11

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS

Base consolidada

Em percentagem do activo médio

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
1. Juros e proveitos equiparados	6.81	6.17	6.17	6.49	5.35	4.87
2. Juros e custos equiparados	4.29	3.72	3.96	4.25	3.23	2.89
3. Margem financeira (1-2)	2.52	2.45	2.21	2.24	2.12	1.98
4. Rendimento de títulos	0.07	0.06	0.07	0.08	0.07	0.05
5. Comissões líquidas	0.74	0.76	0.70	0.63	0.63	0.68
6. Resultado de operações financeiras	0.32	0.27	0.26	0.16	0.16	0.18
7. Resultados em empresas assoc. e filiais exc. da consolidação (líq.) ^(a)	0.05	0.03	0.10	0.06	0.04	0.12
8. Outros proveitos de exploração (líq.)	0.22	0.22	0.17	0.24	0.25	0.28
9. Outros resultados correntes (4+5+6+7+8)	1.41	1.33	1.30	1.17	1.14	1.32
10. Produto bancário (3+9)	3.94	3.77	3.51	3.41	3.26	3.31
11. Custos com o pessoal	1.33	1.27	1.11	1.03	1.00	0.99
12. Fornecimentos e serviços de terceiros	0.80	0.79	0.69	0.70	0.69	0.68
13. Custos administrativos (11+12)	2.13	2.07	1.79	1.73	1.69	1.67
14. Resultado bruto global (10-13)	1.81	1.70	1.72	1.68	1.57	1.64
15. Resultados extraordinários	0.17	0.40	0.27	0.01	0.06	0.06
16. Amortizações do exercício	0.32	0.31	0.25	0.24	0.24	0.23
17. Provisões líquidas	0.57	0.66	0.63	0.45	0.61	0.57
18. Resultados antes de impostos e de minoritários (14+15-16-17)	1.09	1.12	1.11	1.01	0.78	0.91
19. Impostos sobre lucros do exercício	0.25	0.20	0.19	0.16	0.13	0.13
20. Resultados antes de minoritários ^(b) (18-19)	0.84	0.92	0.91	0.85	0.65	0.78
21. Interesses minoritários (líquidos)	0.19	0.22	0.21	0.16	0.12	0.13
22. Resultado do exercício (20-21)	0.65	0.70	0.70	0.69	0.53	0.64
Activo médio (milhões de euros)	190 527	204 773	237 223	264 622	280 717	297 638

Notas:

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

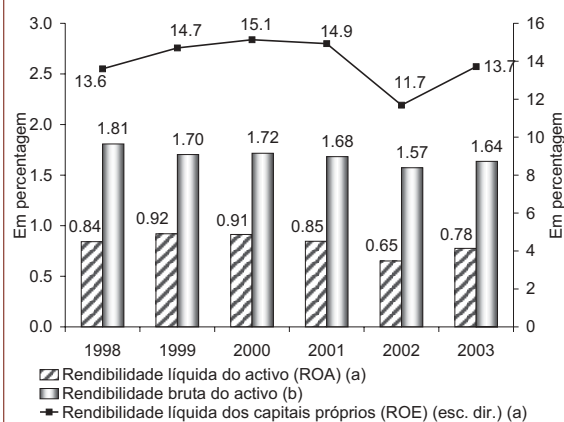
A recuperação do ROA deve-se sobretudo ao contributo positivo dos outros resultados correntes (em particular das comissões líquidas, dos resultados em empresas associadas e em filiais excluídas da consolidação e dos resultados em operações financeiras), não obstante o contributo fortemente negativo da mar-

gem financeira para a variação do ROA (Gráfico II.8.24). Deste modo, a evolução do ROE foi em grande medida condicionada pela evolução do ROA, muito embora tenha ocorrido uma ligeira diminuição da intensidade de utilização dos capitais próprios, que tinha aumentado em anos anteriores⁽³⁴⁾.

Ao longo dos últimos anos, tem-se assistido a alguma compressão da margem financeira, que representa uma parte cada vez menor dos resultados líquidos do sistema bancário. De facto, a margem financeira, avaliada em percentagem do activo médio do sistema bancário, tem vindo a diminuir ao longo dos últimos

(33) As comparações internacionais apresentadas nesta secção devem ser consideradas de forma indicativa, na medida em que se baseiam em amostras nacionais de bancos limitadas pela disponibilidade de informação para o ano de 2003. Adicionalmente, existem algumas diferenças nacionais na regulamentação de supervisão que deverão ser levadas em consideração.

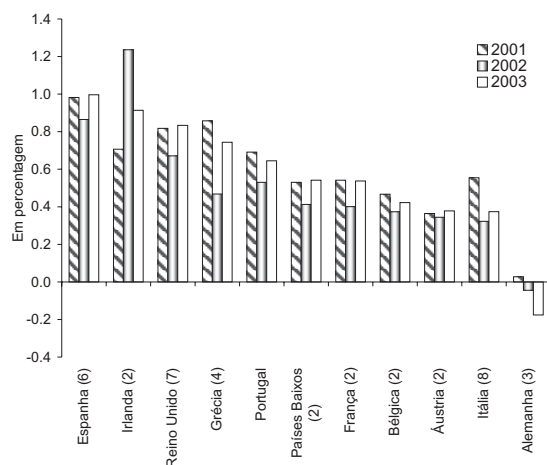
Gráfico II.8.22
RÁCIOS DE RENDIBILIDADE
Base consolidada



Notas:

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

Gráfico II.8.23
RENDIBILIDADE LÍQUIDA DO ACTIVO (ROA)

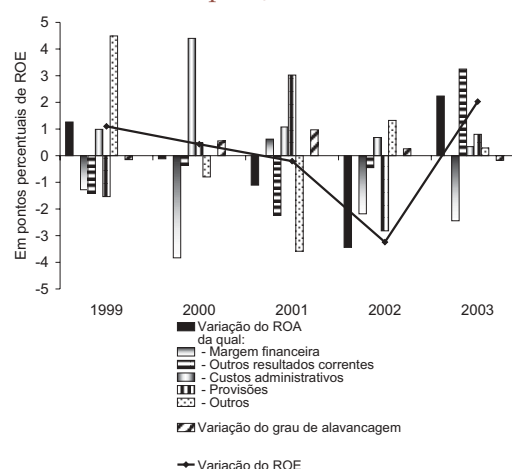


Fonte: *Bankscope* e Banco de Portugal.

Nota: Agregados por país calculados como a média ponderada, pelo activo, dos bancos incluídos na amostra (entre parênteses o número de bancos considerado para cada país).

anos (ainda que tenha interrompido pontualmente esta tendência em 2001). Em 2003, a margem financeira situou-se em 1.98 por cento do activo médio, o que traduz uma redução de 14

Gráfico II.8.24
VARIAÇÃO DA RENDIBILIDADE
DOS CAPITAIS PRÓPRIOS
Decomposição de efeitos



p.b. face ao ano anterior (Gráfico II.8.25). Esta diminuição, que se insere na referida tendência de longo prazo, encontra paralelo em 2003 nas evoluções verificadas em vários países da União Europeia (Gráfico II.8.26). Depois de ter registado uma variação positiva de 0.2 por cento no ano anterior, a margem financeira diminuiu 0.8 por cento em 2003⁽³⁵⁾. A evolução da margem financeira em 2003 esteve essencialmente associada à compressão do diferencial entre as taxas de juro médias aplicadas em operações activas e passivas⁽³⁶⁾.

A desaceleração do crédito a clientes (que é o tipo de activo que proporciona maior rentabilidade bruta ao sistema bancário, tendo em

(34) Note-se que a rentabilidade dos capitais próprios pode ser decomposta em duas componentes, a rentabilidade do activo e o rácio entre o activo e os capitais próprios: sendo E , π e A respectivamente os capitais próprios (médios), o resultado do exercício e o activo (médio), então tem-se $\pi/E = \pi/A \cdot A/E$ ou seja, $ROE = ROA \times \text{"efeito de alavancagem"}$ (intensidade da utilização dos capitais próprios).

(35) A evolução desta rubrica foi afectada pela já referida alteração do perímetro de consolidação de um grupo bancário português. Excluindo tal efeito, a margem financeira reduzir-se-ia 2.8 por cento.

(36) A evolução das taxas de juro activas e passivas aplicadas pelos bancos portugueses, bem como os seus diferenciais, são analisados com detalhe na secção II.1. *Condições monetárias e financeiras da economia portuguesa*.

Gráfico II.8.25
MARGEM FINANCEIRA
Base consolidada

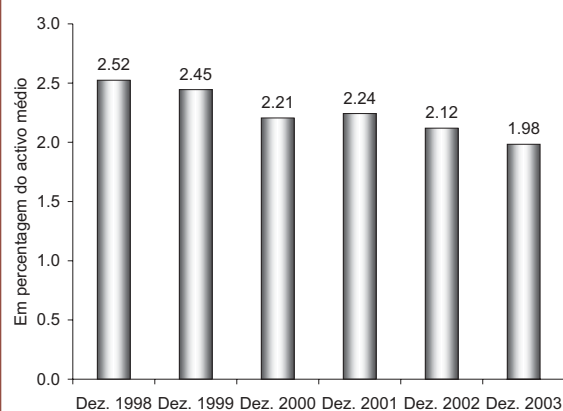
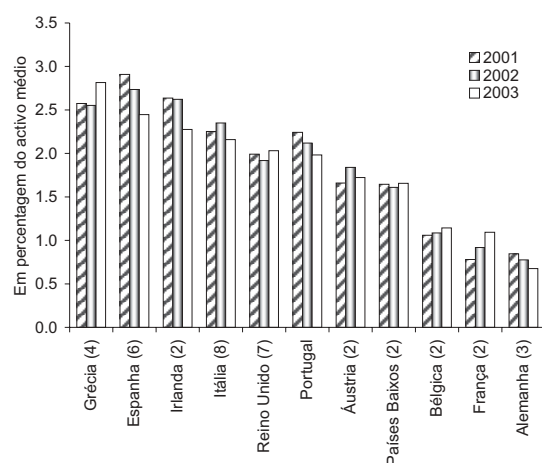


Gráfico II.8.26
MARGEM FINANCEIRA



Fontes: *Bankscope* e Banco de Portugal.

Nota: Agregados por país calculados como a média ponderada, pelo activo, dos bancos incluídos na amostra (entre parênteses o número de bancos considerado para cada país).

consideração taxas de remuneração médias implícitas), acompanhada por um ritmo de crescimento bastante moderado dos recursos de clientes e pelo aumento do recurso dos bancos portugueses ao financiamento nos mercados de dívida (que implica custos mais elevados que os restantes passivos, em particular no que respeita a depósitos de clientes), tem contribuído para a redução do contributo da margem fi-

nanceira para a rentabilidade do activo ao longo dos últimos anos (Quadro II.8.12). No entanto, note-se que, o recurso à emissão de títulos, apesar de ter implícitos custos relativamente mais elevados, permite uma diversificação das fontes de financiamento e, sobretudo, tem subjacente um aumento médio das maturidades dos passivos, com reflexos positivos ao nível da sua estabilidade, sobretudo quando comparado com a alternativa de recurso ao financiamento interbancário⁽³⁷⁾. De facto, apesar de o financiamento interbancário implicar custos menores, tem subjacente graus de volatilidade e incerteza substancialmente superiores.

Contrastando com a diminuição da margem financeira em 2003, os outros resultados correntes registaram um crescimento assinalável, oferecendo o contributo mais importante para a forte recuperação dos resultados líquidos. Esta rubrica registou uma taxa de variação homóloga de 22.8 por cento, tendo o seu peso no activo médio total aumentado de 1.14 por cento, em Dezembro de 2002, para 1.32 por cento, no final de 2003. Na origem da recuperação dos resultados correntes destacou-se o contributo das comissões líquidas (que registaram uma taxa de variação homóloga de 15.9 por cento), dos resultados em operações financeiras (que cresceram 20.9 por cento) e dos resultados em empresas associadas e filiais excluídas da consolidação (que triplicaram, implicando um aumento do seu peso no activo médio de 0.04 para 0.12 por cento)⁽³⁸⁾. Saliente-se que o crescimento muito significativo dos resultados em empresas associadas deve-se, em grande medida, à recuperação dos resultados das empresas de seguros, cuja rentabilidade tinha sido bastante afectada em 2001 e 2002, em virtude dos desenvolvimentos desfavoráveis das cotações nos mercados de acções. Em sentido contrário, os rendimentos de títulos diminuíram de 16.2 por cento no decurso de 2003.

(37) Contudo, conforme referido acima, é importante notar que as emissões de curto prazo (até 2 anos) têm vindo a representar uma percentagem cada vez mais significativa do volume de emissões, o que mitiga o efeito que esta forma de financiamento pode assumir sobre o aumento da maturidade média dos passivos.

Quadro II.8.12

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

Em percentagem

	1999	2000	2001	2002	2003
Activos interbancários ^(b)	3.48	4.00	4.09	2.79	2.23
Activos não interbancários	5.43	5.76	5.91	4.72	4.43
Crédito (bruto)	5.85	6.12	6.26	4.94	4.60
Títulos (bruto)	4.59	5.14	5.05	4.08	3.96
Outros activos	0.91	0.93	1.29	1.57	1.56
Activos remunerados	4.78	5.23	5.44	4.24	3.88
Passivos interbancários	3.70	4.34	4.42	3.00	2.50
Passivos não interbancários	2.40	2.86	3.14	2.41	2.25
Depósitos	2.21	2.54	2.81	2.10	1.80
Depósitos à ordem	0.85	1.08	1.19	0.83	0.63
Depósitos a prazo	2.96	3.40	3.75	2.85	2.47
Outros	1.96	1.41	1.54	1.44	2.03
Títulos	3.50	4.39	4.12	3.17	3.51
Títulos de participação e empréstimos subordinados	4.67	5.56	5.48	4.53	4.38
Outros recursos	1.55	1.83	2.12	1.94	2.27
Passivos remunerados	2.90	3.41	3.59	2.61	2.34
Diferenciais (p.p.):					
Activos remunerados – passivos remunerados	1.89	1.82	1.86	1.63	1.54
Activos não interbancários – passivos não interbancários	3.03	2.90	2.77	2.31	2.18
Crédito – depósitos	3.65	3.58	3.45	2.84	2.81
Activos interbancários – passivos interbancários	-0.23	-0.34	-0.33	-0.21	-0.27

Notas:

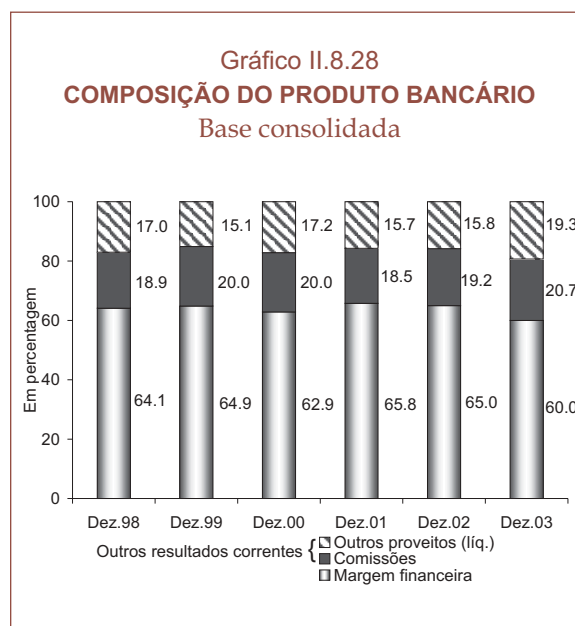
- (a) Taxas de remuneração média implícita calculadas como o rácio entre o fluxo de juros anual e o *stock* médio anual da correspondente rubrica do balanço.
- (b) Inclui: caixa, depósitos à ordem no Banco de Portugal, disponibilidades sobre instituições de crédito e aplicações em instituições de crédito.

A evolução negativa dos rendimentos de títulos deverá estar associada, à semelhança do verificado em 2002, à desaceleração dos resultados das empresas, dada a contracção da actividade económica, que se terá reflectido na redução da distribuição de dividendos. Porém,

note-se que os dividendos recebidos em 2003 se referem aos resultados do ano anterior, pelo que ainda não reflectem o efeito de recuperação dos lucros das empresas observado em 2003.

O crescimento forte das comissões líquidas em 2003 (15.9 por cento) traduziu-se em aumentos do seu peso de 5 p.b. no activo médio (para 0.68 por cento) e de 1.5 p.p. no produto bancário (para 20.7 por cento). Dada a redução progressiva do contributo da margem financeira para a rentabilidade do sistema bancário, que se deverá manter num cenário de baixa inflação (e, consequentemente, de níveis relativamente reduzidos de taxas de juro), os bancos portugueses têm vindo a apostar, de forma crescente, no reforço da geração de por via das comissões, associadas, por exemplo, à utilização de meios de pagamento ou a estratégias de desintermediação financeira, tais como a cana-

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



lização de recursos para fundos de investimento ou para seguros do ramo vida. A evolução positiva das comissões reflectiu uma melhoria em todos os tipos de comissões auferidas pelos bancos face a 2002, destacando-se a recuperação da taxa de variação das comissões relacionadas com o mercado de títulos (de -7.4 por cento, em 2002, para 9.3 por cento, em 2003) e o contributo significativo das comissões em serviços prestados⁽³⁹⁾.

A melhoria das condições nos mercados de capitais em 2003 contribuiu para a evolução positiva dos resultados em operações financeiras, que aumentaram 20.9 por cento face ao ano anterior. Na origem deste aumento esteve essencialmente o crescimento dos lucros e diferenças de reavaliação em aplicações (Gráfico II.8.27), que englobam os resultados apurados na venda de títulos das carteiras de investimento e de negociação, assim como as diferenças de reavaliação favoráveis na carteira de negociação. Deste modo, a melhoria substancial dos resultados em operações financeiras deve ser associada, em 2003, ao comportamento favorável dos preços de acções ao longo do ano, bem como aos ganhos na valorização de títulos de rendimento fixo de médio e longo prazo, tendo em consideração a evolução das taxas de juro de longo prazo em 2003 (descendente du-

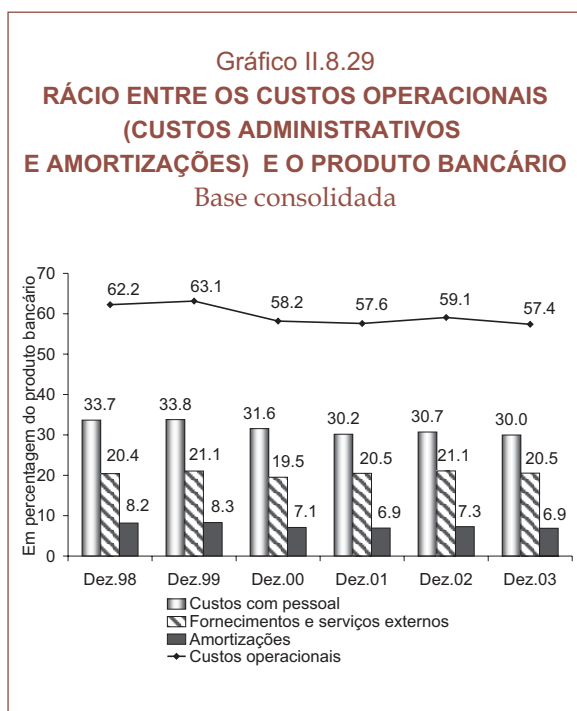
rante o primeiro semestre e com um nível médio anual consideravelmente inferior ao de 2002). O forte crescimento dos resultados em empresas associadas e filiais excluídas da consolidação também deverá traduzir os desenvolvimentos favoráveis nos mercados de capitais, bem como uma melhoria da situação global do sector segurador, por comparação com 2002, sector em que alguns grupos bancários portugueses detêm participações significativas.

O forte crescimento dos outros resultados correntes compensou a variação negativa da margem financeira, permitindo uma evolução positiva global do produto bancário, que cresceu 7.5 por cento em 2003⁽⁴⁰⁾, em comparação com 1.4 por cento no ano anterior (Gráfico II.8.28). O peso relativo desta rubrica no activo médio passou de 3.26 por cento, em 2002, para 3.31 por cento, em 2003.

No que se refere a custos, observou-se um crescimento assinalável das despesas com pessoal e das despesas com fornecimentos e serviços externos, ainda que os pesos de ambas as rubricas no activo médio se tenham mantido virtualmente inalterados em 2003. Os custos com pessoal registaram uma taxa de variação homóloga de 4.9 por cento, enquanto os forne-

(39) Esta informação baseia-se em dados em base individual.

(40) Excluindo o efeito do referido alargamento de perímetro de consolidação, a variação seria de 5.1 por cento.



cimentos e serviços externos cresceram 4.8 por cento. Como resultado, os custos administrativos aumentaram 4.8 por cento em 2003, taxa que compara com 3.7 por cento no ano anterior⁽⁴¹⁾. Porém, o seu peso no activo médio manteve-se relativamente inalterado (diminuindo de 1.69 para 1.67 por cento) e o crescimento significativo do produto bancário, bem como o crescimento muito moderado das amortizações⁽⁴²⁾, permitiram uma melhoria ligeira dos indicadores de eficiência do sistema bancário. Nomeadamente, o rácio entre custos operacionais (custos administrativos e amortizações) e o produto bancário diminuiu de 59.1 por cento, em 2002, para 57.4 por cento, em 2003 (Gráfico II.8.29). Excluindo o efeito do alargamento do perímetro de consolidação de

(41) No entanto, é importante notar que a evolução destas rubricas foi bastante afectada pela já referida alteração do perímetro de consolidação de um grupo bancário português. Excluindo tal efeito, os custos de pessoal registaram uma taxa de crescimento próxima de 2.4 por cento, enquanto os fornecimentos e serviços externos teriam diminuído cerca de 0.2 por cento. De facto, tal evolução da rubrica custos com pessoal está em linha com a evolução global da actividade económica, bem como com a redução observada no número de empregados do sistema bancário.

(42) Excluindo a referida alteração de perímetro, verificar-se-ia uma redução de 2.2 por cento nesta rubrica.

um grupo bancário, a redução do rácio seria ainda mais expressiva, para 56.7 por cento. A melhoria dos indicadores de eficiência foi observada na generalidade dos países da União Europeia, mantendo-se o sistema bancário português em posição relativa bastante favorável (Gráfico II.8.30).

Apesar da melhoria denotada pelos rácios de provisionamento para crédito vencido, o fluxo líquido de provisões diminuiu 1.7 por cento face ao ano anterior⁽⁴³⁾, contrastando com um crescimento de 43.8 por cento em 2002. Embora o fluxo de provisões líquidas para crédito de cobrança duvidosa e crédito vencido tenha aumentado em 2003 (24.8 por cento, em termos homólogos), as provisões para depreciação de títulos e para outros riscos diminuíram de forma bastante expressiva, em parte devido ao comportamento mais favorável dos mercados financeiros. Deste modo, a redução do fluxo líquido de provisões, a par da evolução positiva dos resultados extraordinários (que cresceram 15.5 por cento em 2003) e do crescimento moderado das amortizações, contribuiu para uma melhoria global da rentabilidade do sistema bancário português em 2003, que se observou não obstante o contexto conjuntural recessivo.

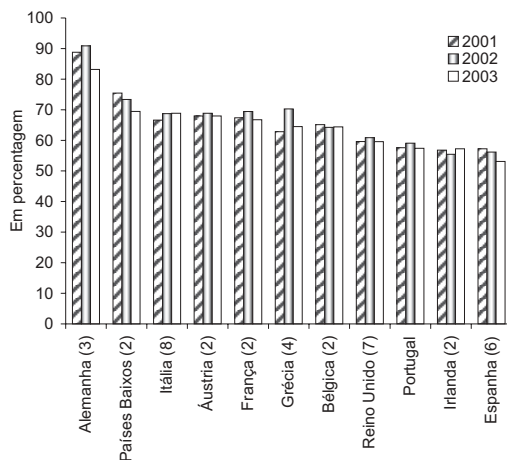
II.8.5. Solvabilidade

Em Dezembro de 2003, o rácio de adequação global dos fundos próprios do sistema bancário, em base consolidada, situou-se em 10.0 por cento, mais 0.2 p.p. do que no final de 2002 (Quadro II.8.13). A melhoria do rácio de adequação dos fundos próprios reflectiu um crescimento dos fundos próprios relativamente superior ao registado pelos respectivos requisitos de fundos próprios (7.3 e 5.1 por cento, respectivamente). Tendo em consideração apenas os fundos próprios de base, o rácio de adequação manteve-se inalterado face ao ano anterior, em 7.1 por cento.

Apesar do aumento sustentado do rácio médio de solvabilidade do sistema bancário por-

(43) Ou 3.5 por cento, excluindo o efeito do referido alargamento do perímetro de consolidação.

Gráfico II.8.30
RÁCIO ENTRE CUSTOS ADMINISTRATIVOS
E PRODUTO BANCÁRIO



Fonte: *Bankscope* e Banco de Portugal.

Nota: Agregados por país calculados como a média ponderada, pelo activo, dos bancos incluídos na amostra (entre parênteses o número de bancos considerado para cada país).

tuguês (subida de cerca de 1 p.p. desde 2000), em 2003 este deverá ter continuado em nível inferior ao do indicador correspondente na maioria dos países europeus, conforme tem sido referido em publicações anteriores do Banco de Portugal⁽⁴⁴⁾.

O crescimento dos fundos próprios do sistema bancário português resultou de uma evolução positiva tanto dos fundos próprios de base (que aumentaram 4.6 por cento em 2003), como dos fundos próprios complementares (que cresceram 6.5 por cento) e da redução das deduções aos fundos próprios (que diminuíram 7.5 por cento). O crescimento dos fundos próprios de base traduziu, essencialmente, o aumento de capital realizado por um dos cinco maiores grupos bancários no primeiro semestre de 2003. Porém, para o total do sistema, o efeito desse aumento de capital foi contrariado pela variação positiva das contribuições para fundos de pensões ainda não relevadas como custo, que tiveram um impacto negativo sobre o crescimento dos fundos próprios de base.

(44) Veja-se, por exemplo, o artigo “O sistema bancário português: evolução e comparação internacional”, *Boletim Económico*, Março de 2003.

Note-se, todavia, que o crescimento desta última rubrica foi, ainda assim, bastante inferior ao observado no ano anterior, em que se verificou uma redução significativa da rendibilidade dos activos dos fundos de pensões dos empregados bancários (em consequência da evolução desfavorável dos mercados financeiros em 2002), o que originou a necessidade de os bancos realizarem contribuições adicionais para os fundos de pensões. Por sua vez, o crescimento dos fundos próprios complementares deveu-se essencialmente ao aumento do volume de empréstimos subordinados contratados. Para além disso, o crescimento das deduções aos fundos próprios reflectiu ainda a aplicação do Aviso nº 4/2002, referente ao provisionamento de menos valias latentes, ainda que o impacto sobre os fundos próprios (líquidos de deduções) tenha sido, por via da recuperação dos mercados de acções, inferior ao do ano anterior.

A evolução dos requisitos de fundos próprios que, como referido acima, aumentaram 5.1 por cento em 2003, esteve associada ao crescimento dos requisitos associados ao rácio de solvabilidade, bem como a riscos de posição. No que concerne ao aumento dos requisitos associados ao rácio de solvabilidade, que aumentaram 4.2 por cento, a sua evolução deveu-se sobretudo ao já referido alargamento do perímetro de consolidação do sistema bancário.

Os requisitos de fundos próprios não terão sido globalmente afectados pela titularização de avultados montantes de crédito. De facto, na medida em que usualmente as instituições cedentes dos créditos retêm no seu activo a parcela dos títulos com maior grau de subordinação (i.e., de mais elevado risco) e a essa parcela se aplica um coeficiente de ponderação (para cálculo dos requisitos de fundos próprios) de 1250 por cento (implicando uma cobertura integral dessa parcela por fundos próprios), as titularizações não têm implicado uma redução significativa dos requisitos de fundos próprios⁽⁴⁵⁾.

(45) Para uma mais completa apreensão dos conceitos expostos, consulte-se a “Caixa II.8.1. Titularização de créditos em Portugal: situação e perspectivas”, no *Relatório Anual 2001*, e o Aviso nº 1/93 (e respectivo anexo, disponíveis no Sistema de Instruções do Banco de Portugal – SIBAP, em www.bportugal.pt/serv/sibap/sibap_p.htm).

Quadro II.8.13

ADEQUAÇÃO DE FUNDOS PRÓPRIOS

Base consolidada

	Milhões de euros						Taxa de variação homóloga, em percentagem				
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.
1. Fundos próprios											
1.1. Fundos próprios de base.....	9 714.8	11 025.9	12 991.0	13 237.7	13 351.2	13 965.8	13.5	17.8	1.9	0.9	4.6
1.2. Fundos próprios complementares.....	3 834.1	4 268.9	5 026.3	7 030.1	7 808.6	8 313.3	11.3	17.7	39.9	11.1	6.5
1.3. Deduções.....	821.1	512.7	2 272.6	2 998.8	2 829.1	2 616.6	-37.6	343.3	32.0	-5.7	-7.5
1.4. Fundos próprios suplementares.....	12.7	27.3	0.4	1.2	0.0	1.6	115.8	-98.6	225.0	-	-
Total dos fundos próprios.....	12 740.4	14 809.5	15 745.1	17 270.1	18 330.7	19 664.2	16.2	6.3	9.7	6.1	7.3
2. Requisitos de fundos próprios											
2.1. Rácio de solvabilidade.....	8 747.5	10 651.8	13 184.5	14 094.3	14 687.0	15 303.7	21.8	23.8	6.9	4.2	4.2
2.2. Riscos de posição.....	234.3	180.6	284.2	289.1	219.6	365.6	-22.9	57.3	1.7	-24.0	66.5
2.3. Riscos de liquidação e contraparte.....	37.5	47.8	30.7	40.8	41.3	45.3	27.3	-35.7	32.9	1.0	9.7
2.4. Riscos cambiais.....	134.5	79.2	134.9	87.3	87.2	86.7	-41.1	70.4	-35.3	-0.1	-0.5
2.5. Outros requisitos.....	0.1	0.0	20.7	1.5	0.1	0.1	-	-	-92.8	-92.7	-28.8
Total dos requisitos de fundos próprios.....	9 153.9	10 959.4	13 655.1	14 513.1	15 035.1	15 801.5	19.7	24.6	6.3	3.6	5.1
3. Rácios							Diferença face ao período homólogo (em pontos percentuais)				
3.1. Fundos próprios/Requisitos totais.....	139.2	135.1	115.3	119.0	121.9	124.4	-4.0	-19.8	3.7	2.9	2.5
3.2. Fundos próprios/(Requisitos totais x 12.5).....	11.1	10.8	9.2	9.5	9.8	10.0	-0.3	-1.6	0.3	0.2	0.2
3.3. Fundos próprios de base/(Requisitos totais x 12.5)	8.5	8.0	7.6	7.3	7.1	7.1	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2	0.0

Caixa II.8.1. ALTERAÇÃO DO REGIME DE PROVISIONAMENTO DO CRÉDITO VENCIDO E DE COBRANÇA DUVIDOSA

O risco de crédito é um dos principais riscos decorrentes da actividade bancária. Nesse contexto, compete às autoridades de supervisão a definição de um enquadramento normativo que assegure uma adequada gestão desse risco, designadamente através do reconhecimento atempado das perdas esperadas na carteira de crédito. Em Portugal, o reconhecimento contabilístico das perdas na carteira de crédito é realizado através da constituição de provisões, existindo mínimos regulamentares a cumprir pelas instituições. O regime em vigor em Portugal assenta em dois pilares principais: as provisões específicas para crédito (onde avultam as provisões para crédito vencido e para créditos de cobrança duvidosa) que dizem respeito às situações com incumprimento já verificado; e as provisões para riscos gerais de crédito que visam cobrir as perdas esperadas resultantes de regularidades estatísticas, que possam ser antecipáveis, em média, para o conjunto da carteira de crédito.

Assim, as provisões para riscos gerais de crédito têm como base de incidência o crédito total concedido em cada momento e, não sendo constituídas para fazer face a nenhuma situação específica, resultam da aplicação de um coeficiente ao montante de crédito concedido. Por sua vez, as provisões específicas, para crédito vencido e para crédito de cobrança duvidosa, são constituídas sobre a verificação de situações concretas e bem identificadas de incumprimento ou de elevada probabilidade de incumprimento. O regime de provisionamento do crédito vencido e de cobrança duvidosa está consagrado no Aviso nº 3/95, actualizado com as alterações introduzidas pelo Banco de Portugal através do Aviso nº 8/2003, sendo este último objecto de análise nesta caixa⁽¹⁾.

No tocante às provisões para crédito vencido, o novo regime define novos critérios de avaliação das garantias e reforça o princípio da progressividade nos níveis mínimos de provisionamento. Mais concretamente, foi aumentado o número de classes de risco (que basicamente agrupam os créditos e juros em incumprimento de acordo com a antiguidade da situação de incumprimento) de 5 para 12. Simultaneamente, foi concebido um novo conjunto de coeficientes de provisionamento para as operações com garantia, dando-se tratamento preferencial às operações de crédito com garantia real, hipotecária e em que o imóvel que assegura a hipoteca se destine à habitação do mutuário. Adicionalmente, o regime não obrigará a um esforço de provisionamento tão concentrado no tempo quando as garantias hipotecárias excederem 75 por cento do valor do crédito (à habitação)^{(2),(3)}. Em contrapartida, no caso dos créditos não garantidos ou com garantia não hipotecária assistiu-se a uma aceleração na constituição de provisões.

(1) Esta caixa visa dar uma descrição sucinta das principais alterações ao regime de provisionamento de crédito. Para uma completa apreensão das alterações deverão ser consultadas as instruções do Banco de Portugal, disponíveis na página www.bportugal.pt.

(2) O anterior regime de provisionamento também já previa uma discriminação positiva das operações de crédito garantidas por hipoteca sobre imóvel, na medida em que a carga de provisionamento só atingiria os 100 por cento nos casos em que a) os créditos estivessem vencidos há pelo menos cinco anos e o imóvel se destinasse à habitação do mutuário ou b) os créditos estivessem vencidos há pelo menos quatro anos, nos restantes casos.

(3) Assumindo papel acrescido na determinação da carga de provisionamento, as garantias passaram a ser objecto de um controlo mais rigoroso, nomeadamente pela imposição da obrigatoriedade da reavaliação (independente) das garantias reais, por forma a avaliar em que medida permitem assegurar, em cada momento, a sua suficiência em caso de incumprimento integral por parte do mutuário. Essa reavaliação poderá ser menos frequente no caso das garantias hipotecárias, mas deverá ocorrer no período de três meses após o primeiro incumprimento, se tiver decorrido mais de um ano desde a anterior avaliação (mais de seis meses no caso das garantias reais não hipotecárias).

(4) Deve no entanto ter-se presente que desde a sua formulação original, o regime de provisionamento estabelecido no Aviso nº 3/95 havia já sido objecto de algumas alterações, embora de menor abrangência. Uma delas havia sido introduzida através do Aviso nº 7/2000, quando se encurtou (de 36 para 18 meses) o prazo em que se tornava aplicável um coeficiente de provisionamento de 100 por cento aos créditos vencidos garantidos por garantias pessoais (não reais).

Regime anterior				Regime aplicável a partir do Aviso nº 8/2003						
Sem garantia	Com garantia	Classes de risco	Antiguidade do incumprimento (meses)	Classes de risco	Sem garantia	Com garantia				
						Pessoal	Real			
							Não hipotecária	Outros fins	Hipotecária	
									Crédito à habitação	
									Crédito >= 75% garantia	Crédito < 75% garantia
1	1	I	< 3	I	1	1	1	1	0.5	0.5
25	10	II	3 - 6	II	25	10	10	10	10	10
50	25	III	6 - 9	III	50	25	25	25	25	25
			9 - 12	IV	75					
100	50	IV	12 - 15	V	100	50	50	50	50	50
			15 - 18	VI		75				
			18 - 24	VII		100	75	75	75	50
			24 - 30	VIII						
			30 - 36	IX			100	100	100	75
100	100	V	36 - 48	X						
			48 - 60	XI					100	
			>60	XII						100

Esquemáticamente, pode-se comparar o novo regime com o anterior⁽⁴⁾, nomeadamente no tocante ao número de classes e aos coeficientes de provisionamento.

Outra alteração importante introduzida com o novo regime está associada à revisão do conceito de créditos de cobrança duvidosa. O critério anteriormente vigente classificava como outros créditos de cobrança duvidosa as prestações vincendas de uma operação de crédito (ou a exposição a um cliente) relativamente ao qual as prestações em mora (juros mais capital) excedessem um limiar de 25 por cento do total do capital em dívida acrescido dos juros vencidos. O novo regime veio alargar o conceito de outros créditos de cobrança duvidosa, ao classificar como tal também as prestações vincendas respeitantes a operações em que o incumprimento tenha ocorrido: (i) há pelo menos 6 meses, nas operações com prazo inferior a 5 anos; (ii) há pelo menos 12 meses, nas operações com prazo compreendido entre 5 e 10 anos; (iii) e há pelo menos 24 meses, nas operações com prazo não inferior a 10 anos. Esta alteração implicou, na transição entre os dois regimes, um considerável aumento do provisionamento específico do crédito, na medida em que foram equiparados a créditos vencidos, para efeitos de provisionamento, todo um conjunto de situações passadas acumuladas⁽⁵⁾. Após o impacto inicial da transição de regime, as novas regras implicam a aceleração da constituição de provisões face à materialização do risco de crédito, com registo mais contemporâneo das perdas esperadas face à identificação de situações de incumprimento.

Em simultâneo com a alteração do provisionamento específico (de crédito vencido e dos outros créditos de cobrança duvidosa), verificou-se uma alteração no regime de provisões para riscos gerais de crédito

(5) Adicionalmente, e para o caso dos créditos vincendos sobre um mesmo cliente que excedam 25 por cento da exposição total desse cliente (acrescida dos juros vencidos), as taxas de provisionamento a aplicar correspondem a metade das taxas determinadas para as situações de crédito vencido.

to. Nas operações de crédito garantidas por hipoteca sobre imóvel, em que o imóvel se destine a habitação do mutuário, o coeficiente foi reduzido para 0.5 por cento, quando antes era de 1 por cento. Atendendo ao peso destes créditos no total da carteira das instituições, esta alteração implicou, no imediato, uma redução do provisionamento para riscos gerais de crédito. No entanto, as provisões libertadas por esta alteração encontram-se cativas para fazer face à constituição ou reforço de provisões para risco específico de crédito, apenas podendo ser utilizadas decorridos seis meses após a data de entrada em vigor das referidas alterações (que ocorreu no final de Fevereiro de 2003). Na prática, estas alterações implicaram principalmente uma recomposição do total de provisões para risco de crédito, com um reforço das provisões específicas, sem que se verificasse qualquer redução no rácio de cobertura de crédito vencido por provisões.

Na sequência da publicação das alterações ao regime de provisionamento de crédito, e levando em consideração o alargamento do conceito de outros créditos de cobrança duvidosa, o Banco de Portugal publicou a Carta-Circular nº 99/2003/DSB, de 5 de Novembro de 2003, em que estabeleceu como indicador referencial para avaliação da qualidade do crédito das instituições o rácio entre o crédito com incumprimento e o crédito total. Nessa carta, o Banco de Portugal define o crédito em incumprimento como o somatório do crédito vencido há mais de 90 dias com o crédito de cobrança duvidosa definido com base no articulado na alínea a) do nº 1 do nº 4º do Aviso nº 3/95 (revisto pelo Aviso nº 8/2003). Com esta carta, e dada a inexistência prévia de regulamentação específica acerca da matéria, aumentou-se a transparência na divulgação de informação pelas instituições abrangidas, quer para os investidores, quer para os clientes das instituições de crédito. Note-se que este rácio não assenta directamente nos dados contabilísticos (uma vez que estes consideram os créditos vencidos há mais de 30 dias), mas, por outro lado, acresce ao conceito de incumprimento um conjunto de créditos que, apesar de ainda não vencidos, apresentam uma elevada probabilidade de entrar nesse estado. Esta alteração é convergente com as práticas internacionais de prestação de informação ao público. Em Dezembro de 2003 este rácio situava-se em 2.34 por cento⁽⁶⁾.

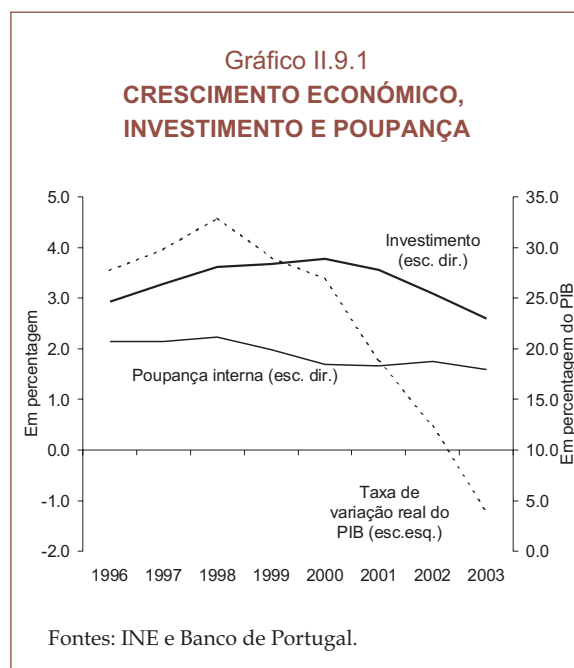
(6) O universo de instituições considerado no cálculo deste indicador difere do utilizado na secção II.8. Sistema bancário por excluir as sucursais de instituições de crédito com sede na União Europeia, que não se encontram sujeitas à aplicação do referido Aviso nº 8/2003.

II.9. Financiamento da economia

II.9.1. Caracterização geral

A análise do financiamento da economia em 2003 é especialmente sensível a algumas das medidas de natureza temporária postas em prática com o objectivo de manter o défice público abaixo do valor de referência de 3 por cento do PIB. É o caso da transferência de reservas contabilísticas dos CTT para o âmbito das administrações públicas (no valor de 1300 milhões de euros) e da venda, por parte do Estado, a uma instituição financeira não monetária, de créditos tributários (pelo valor de 1760 milhões de euros)⁽¹⁾. O registo contabilístico destas operações implicou reduções da poupança e da capacidade de financiamento do sector privado e, em consequência, afectou os fluxos financeiros, nomeadamente o fluxo de crédito obtido pelo sector privado não financeiro. O efeito foi particularmente relevante no caso das empresas não financeiras. No entanto, as referidas medidas não influenciaram, de facto, as decisões económicas das famílias e empresas, em 2003, pelo que se considerou necessário ajustar os agregados analisados nesta secção, por forma a expurgá-los do efeito artificial provocado pelo tipo de registo daquelas operações em contas nacionais. Por exemplo, dado que os impostos e contribuições sociais objecto de titularização em 2003 foram gerados em períodos anteriores e não foram efectivamente pagos pelos particulares e pelas empresas naquele ano, considerou-se também que a análise do financiamento destes sectores deveria ser ajustada da referida operação. Assim, a menos que seja indicado o contrário, o texto desta secção fará sempre referência a valores ajustados destas duas operações⁽²⁾. Refira-se ainda que os agregados analisados nesta secção não foram corrigidos do efeito de outras medidas temporárias que implicaram, no entanto, a correcção do défice público, quer em 2003, quer em anos anteriores, conforme apresentado na secção II.2. *Política orçamental*⁽³⁾. Embora a correcção do efeito destas medidas seja necessária do ponto de vis-

(1) Veja-se secção II.2. *Política orçamental*.



ta da política orçamental, optou-se por não corrigir os agregados na análise do financiamento da economia, dado que as medidas em causa afectaram, de facto, o comportamento económico dos agentes privados.

(2) Para facilitar a leitura, optou-se por incluir nos Quadros II.9.2 a II.9.5, conforme assinalado em notas respectivas, uma coluna adicional que reflecte os ajustamentos relativos às referidas operações. No Quadro II.9.7, em que se apresentam os valores das operações financeiras do sector externo, cujas necessidades de financiamento não são afectadas por aquelas operações, optou-se por incluir apenas os valores não corrigidos, embora algumas das operações financeiras deste sector tenham sido também afectadas pelas referidas medidas.

Refira-se que nos Quadros II.9.2 a II.9.5 são, em geral, apresentados apenas valores ajustados para os agregados “variação líquida de activos financeiros”, “variação líquida de passivos financeiros” e “poupança financeira”, dado que não é possível, na maioria dos casos, atribuir a correcção a uma rubrica específica dos activos ou dos passivos. Exceptua-se o caso dos créditos concedidos a particulares e a empresas não financeiras (nos Quadros II.9.2 e II.9.3) cujos valores aparecem corrigidos do efeito da titularização dos créditos tributários.

Os Gráficos II.9.2 a II.9.6, II.9.8 a II.9.11 e II.9.16 a II.9.18 reflectem também valores ajustados.

(3) Na secção II.2. *Política orçamental* o défice público foi adicionalmente corrigido das seguintes medidas temporárias: em 2000, a venda de licenças de UMTS; em 2002, o programa de regularização de dívidas fiscais, a venda da rede fixa de telecomunicações e a reintrodução de portagens na CREL; em 2003, o programa de regularização de dívidas fiscais na parte atribuível a este ano.

Quadro II.9.1A

FLUXOS DE FUNDOS NA ECONOMIA PORTUGUESA – 2002

Operações consolidadas

Em milhões de euros

	Administrações Públicas ^(a)		Sector Financeiro		Empresas não financeiras		Particulares		Exterior ^(b)		Total	
	A	R	A	R	A	R	A	R	A	R	A	R
Operações não financeiras												
Poupança corrente	-	-125.0	-	2100.3	-	11583.8	-	10673.5	-	8691.1	-	32923.6
Transferências de capital.	1836.3	2534.6	3152.8	1576.4	-3152.8	-2517.1	0.0	2250.8	2008.4	0.0	3844.7	3844.7
Formação bruta de capital.	4397.7	-	1528.9	-	17154.2	-	9842.8	-	-	-	32923.6	-
Aquisição líquida de cessão de activos não financeiros não produzidos.	-304.9	-	-1.3	-	1713.6	-	-1407.5	-	0.0	-	0.0	0.0
Capacidade(+)/Necessidade(-) de financiamento.	-3519.5	-	-1003.8	-	-6648.4	-	4489.0	-	6682.7	-	0.0	-
em percentagem do PIB.	-2.7	-	-0.8	-	-5.1	-	3.5	-	5.2	-	0.0	-
Total	5929.1	2409.6	4680.4	3676.6	15715.0	9066.7	8435.3	12924.3	2008.4	8691.1	36768.3	36768.3
Discrepância conta de capital/conta financeira	0.0	-	-4.7	-	-348.3	-	9.4	-	343.4	-	0.0	-
Operações financeiras												
Poupança financeira.	-3519.5	-	-999.1	-	-6300.1	-	4479.6	-	6339.3	-	0.0	-
em percentagem do PIB.	-2.7	-	-0.8	-	-4.9	-	3.5	-	4.9	-	-	-
Variação líquida de activos financeiros ..	3419.7	-	22967.6	-	4984.2	-	14439.0	-	23183.8	-	68994.2	-
Variação líquida de passivos financeiros.	-	6939.2	-	23966.7	-	11284.2	-	9959.4	-	16844.5	-	68994.2
Ouro monetário e DSE	0.0	0.0	-144.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	144.6	0.0	0.0	0.0
Ouro monetário	0.0	0.0	-156.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	156.4	0.0	0.0	0.0
DSE	0.0	0.0	11.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-11.8	0.0	0.0	0.0
Moeda e depósitos	1548.0	1048.8	-1245.2	6556.9	412.6	0.0	2828.9	0.0	5313.4	1251.9	8857.7	8857.7
Moeda	0.0	247.0	-195.1	601.1	228.8	0.0	803.9	0.0	0.0	-10.5	837.6	837.6
Depósitos transferíveis	1629.0	49.1	-148.9	-612.5	-86.3	0.0	1245.7	0.0	-1045.5	2157.4	1594.0	1594.0
Outros depósitos	-81.0	752.8	-901.2	6568.3	270.1	0.0	779.3	0.0	6359.0	-894.9	6426.2	6426.1
Títulos excluindo acções	143.0	5350.6	3165.1	715.0	802.6	2248.3	4331.0	0.3	7228.2	7355.7	15670.0	15670.0
Títulos excluindo acções e derivados financeiros	338.4	5350.6	3054.8	715.0	740.1	2247.3	4331.0	0.3	7228.2	7379.3	15692.5	15692.5
De curto prazo	90.0	-1787.0	-10.2	-664.7	-467.3	2422.2	-52.5	0.0	1233.2	822.6	793.1	793.2
De médio e longo prazos	248.4	7137.6	3065.0	1379.7	1207.4	-174.9	4383.5	0.3	5995.1	6556.7	14899.4	14899.4
Derivados financeiros.	-195.4	0.0	110.3	0.0	62.5	1.0	0.0	0.0	0.0	-23.6	-22.6	-22.6
Créditos	268.4	621.3	19038.1	6263.4	1978.6	6380.3	-1.3	9421.8	6268.3	4865.6	27552.1	27552.1
De curto prazo	0.0	-323.7	5222.6	3.0	6.5	2524.6	-0.1	-572.6	-183.5	3414.2	5045.4	5045.4
De médio e longo prazos.	268.4	945.0	13815.5	6260.4	1972.2	3855.7	-1.2	9994.4	6451.8	1451.4	22506.7	22506.7
Acções e outras participações	744.6	0.0	3333.1	5141.7	1516.6	4075.8	1820.6	294.6	4833.4	2735.8	12248.4	12248.4
Acções e outras part. excl. fundos investimento.	745.4	0.0	3086.8	4016.6	1462.7	4075.8	679.7	294.6	4764.4	2352.0	10739.0	10739.0
Unidades de participação em fundos de investimento	-0.8	0.0	246.3	1125.1	53.9	0.0	1141.0	0.0	69.0	383.8	1509.4	1509.4
Reservas técnicas de seguros.	0.4	0.0	-7.2	5213.2	43.4	-588.6	4574.8	0.0	6.1	-7.2	4617.5	4617.5
Seguros de vida e fundos de pensões. ...	0.0	0.0	0.0	5029.0	0.0	-588.6	4440.4	0.0	0.0	0.0	4440.4	4440.4
Outras	0.4	0.0	-7.2	184.3	43.4	0.0	134.4	0.0	6.1	-7.2	177.1	177.1
Outras operações	715.3	-81.5	-1171.8	76.4	230.4	-831.6	885.0	242.6	-610.4	642.7	48.6	48.6
Créditos comerciais e adiantamentos. ...	-0.5	0.0	-52.6	382.3	660.6	-602.4	4.8	132.7	-560.9	138.9	51.4	51.4
Outras	715.8	-81.5	-1119.1	-305.9	-430.2	-229.2	880.2	109.9	-49.5	503.8	-2.8	-2.8
<i>Por memória:</i>												
Investimento directo do/no exterior	0.0	0.0	174.9	990.6	3300.5	674.2	19.1	294.9	1959.8	3494.5	5454.3	5454.3
em percentagem do PIB.	0.0	0.0	0.1	0.8	2.6	0.5	0.0	0.2	1.5	2.7	4.2	4.2

Fontes: Associação das Empresas Gestoras de Fundos de Pensões, Associação Portuguesa de Seguradores, CMVM, Euronext Lisboa, INE, Instituto de Seguros de Portugal, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

(a) O valor da necessidade líquida de financiamento das administrações públicas, obtido numa base de Contas Nacionais em SEC95, difere em 0.04 pontos percentuais do valor para o défice apurado de acordo com as regras do Procedimento dos Défices Excessivos. A diferença resulta de considerar, no Procedimento de Défices Excessivos, as operações de *swap* e FRA como operações não financeiras, afectando consequentemente, as despesas em juros e o défice.

(b) A diferença entre o valor da poupança financeira e a capacidade de financiamento do exterior resulta, em larga medida, do facto de na balança de pagamentos as transferências de capital da UE serem registadas numa óptica de caixa enquanto nas contas das administrações públicas são contabilizadas numa base *accrual*.

A=Aplicações; R=Recursos

Quadro II.9.1B

FLUXOS DE FUNDOS NA ECONOMIA PORTUGUESA – 2003^E

Operações consolidadas

Em milhões de euros

	Administrações Públicas ^(a)		Sector Financeiro		Empresas não financeiras		Particulares		Exterior ^(b)		Total	
	A	R	A	R	A	R	A	R	A	R	A	R
Operações não financeiras												
Poupança corrente	-	-1137.7	-	2635.7	-	11163.2	-	10785.3	-	6662.1	-	30108.6
Transferências de capital	1962.8	4365.8	2286.5	627.7	-2286.5	-1700.9	0.0	1388.0	2717.8	0.0	4680.6	4680.6
Formação bruta de capital	5102.6	-	1420.5	-	14646.0	-	8939.5	-	-	-	30108.6	-
Aquisição líquida de cessão de activos não financeiros não produzidos	-72.6	-	-46.3	-	1564.9	-	-1446.1	-	0.0	-	0.0	0.0
Capacidade(+)/Necessidade(-) de financiamento	-3764.7	-	-397.2	-	-4462.2	-	4679.9	-	3944.3	-	0.0	-
em percentagem do PIB	-2.9	-	-0.3	-	-3.4	-	3.6	-	3.0	-	0.0	-
Total	6992.8	3228.1	3660.7	3263.5	13924.4	9462.3	7493.4	12173.3	2717.8	6662.1	34789.3	34789.3
Discrepância conta de capital/conta financeira	0.0	-	-4.5	-	169.4	-	-26.6	-	-138.6	-	0.0	-
Operações financeiras												
Poupança financeira	-3764.7	-	-392.7	-	-4631.6	-	4706.5	-	4082.9	-	0.0	-
em percentagem do PIB	-2.9	-	-0.3	-	-3.5	-	3.6	-	3.1	-	-	-
Variação líquida de activos financeiros...	-590.9	-	31416.9	-	3478.5	-	12299.1	-	27715.1	-	74318.7	-
Variação líquida de passivos financeiros...	-	3173.8	-	31809.7	-	8110.1	-	7592.6	-	23632.2	-	74318.7
Ouro monetário e DSE	0.0	0.0	-768.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	768.8	0.0	0.0	0.0
Ouro monetário	0.0	0.0	-775.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	775.4	0.0	0.0	0.0
DSE	0.0	0.0	6.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-6.6	0.0	0.0	0.0
Moeda e depósitos	-1220.5	695.7	7655.9	6574.1	4116.9	0.0	958.7	0.0	5521.5	9762.2	17032.5	17032.5
Moedas	0.0	53.0	5.8	-207.8	388.1	0.0	462.7	0.0	0.0	1011.5	856.6	856.6
Depósitos transferíveis	-1898.2	46.8	-315.1	-3105.0	2042.0	0.0	1155.0	0.0	-3254.2	787.7	-2270.5	-2270.5
Outros depósitos	677.7	596.0	7965.2	9886.9	1686.8	0.0	-659.0	0.0	8775.7	7963.6	18446.4	18446.4
Títulos excluindo acções	-41.8	2819.8	9417.4	1902.5	-1405.4	-2621.0	2293.6	1.5	4870.3	13031.3	15134.0	15134.0
Títulos excluindo acções e derivados financeiros	-127.0	2819.8	9520.3	1902.5	-1397.0	-2686.8	2293.6	2.6	4870.3	13122.1	15160.2	15160.2
De curto prazo	19.4	3548.6	2262.4	570.3	-133.5	-2473.2	760.8	0.0	542.0	1805.3	3451.1	3451.0
De médio e longo prazos	-146.4	-728.9	7257.9	1332.2	-1263.5	-213.6	1532.8	2.6	4328.3	11316.7	11709.1	11709.1
Derivados financeiros	85.2	0.0	-102.9	0.0	-8.4	65.8	0.0	-1.2	0.0	-90.8	-26.2	-26.2
Créditos	347.3	81.0	13540.9	6532.0	-201.1	6413.2	-2.4	8450.3	6738.7	-1053.2	20423.3	20423.3
De curto prazo	0.0	262.6	-426.0	50.2	50.4	-2466.0	0.6	1003.7	-720.9	53.6	-1095.8	-1095.8
De médio e longo prazos	347.3	-181.7	13966.9	6481.8	-251.6	8879.2	-3.1	7446.6	7459.6	-1106.8	21519.1	21519.1
Acções e outras participações	524.9	0.0	-304.3	11325.6	2479.7	2835.1	3752.9	349.0	9786.6	1730.2	16239.8	16239.8
Acções e outras part. excl. fundos investimento	508.7	0.0	-208.0	8544.9	2319.9	2600.6	953.5	349.0	9724.7	1804.2	13298.7	13298.7
Unidades de participação em fundos de investimento	16.1	0.0	-96.3	2780.7	159.9	234.4	2799.4	0.0	61.9	-74.0	2941.1	2941.1
Reservas técnicas de seguros	0.4	0.0	68.1	4129.0	64.4	234.4	4295.6	0.0	3.0	68.1	4431.6	4431.6
Seguros de vida e fundos de pensões...	0.0	0.0	0.0	3921.6	0.0	234.4	4156.0	0.0	0.0	0.0	4156.0	4156.0
Outras	0.4	0.0	68.1	207.4	64.4	0.0	139.6	0.0	3.0	68.1	275.5	275.5
Outras operações	-201.1	-422.7	1807.6	1346.5	-1576.0	1248.4	1000.8	-1208.2	26.3	93.5	1057.5	1057.5
Créditos comerciais e adiantamentos...	-1.0	0.0	-3.3	-53.0	219.9	-160.9	-78.2	137.9	-76.6	136.9	60.9	60.8
Outras	-200.2	-422.7	1810.9	1399.5	-1796.0	1409.3	1079.0	-1346.1	102.9	-43.3	996.7	996.7
<i>Por memória:</i>												
Investimento directo do/no exterior	0.0	0.0	-504.0	-88.8	571.9	589.6	16.7	351.4	852.2	84.6	936.8	936.8
em percentagem do PIB	0.0	0.0	-0.4	-0.1	0.4	0.5	0.0	0.3	0.7	0.1	0.7	0.7

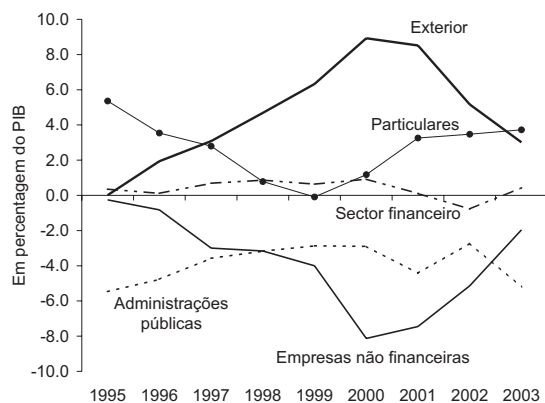
Fontes: Associação das Empresas Gestoras de Fundos de Pensões, CMVM, Euronext Lisboa, INE, Instituto de Seguros de Portugal, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

(a) O valor da necessidade líquida de financiamento das administrações públicas, obtido numa base de Contas Nacionais em SEC95, difere em 0.05 pontos percentuais do valor para o défice apurado de acordo com as regras do Procedimento dos Défices Excessivos. A diferença resulta de considerar, no Procedimento de Défices Excessivos, as operações de *swap* e FRA como operações não financeiras, afectando consequentemente, as despesas em juros e o défice.(b) A diferença entre o valor da poupança financeira e a capacidade de financiamento do exterior resulta, em larga medida, do facto de na balança de pagamentos as transferências de capital da UE serem registadas numa óptica de caixa enquanto nas contas das administrações públicas são contabilizadas numa base *accrual*.

A=Aplicações; R=Recursos

E= Estimativa

Gráfico II.9.2
SITUAÇÃO FINANCEIRA DOS SECTORES INSTITUCIONAIS
 Capacidade ou necessidade de financiamento



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Os valores para 2003 estão corrigidos dos efeitos da titularização de créditos tributários e da transferência de reservas dos CTT para as administrações públicas. A primeira medida afecta a capacidade/necessidade de financiamento dos particulares, das empresas não financeiras e das administrações públicas; a segunda afecta a capacidade/necessidade de financiamento das empresas não financeiras, das administrações públicas e do sector financeiro.

Feitas estas considerações iniciais, refira-se que a posição cíclica da economia portuguesa se deteriorou em 2003, especialmente durante a primeira metade do ano. A contracção da actividade económica, que se seguiu a um crescimento muito modesto em 2002, foi determinada pela evolução negativa da procura interna, principalmente do investimento, como é habitual em períodos de recessão (Gráfico II.9.1). Estes desenvolvimentos conduziram à redução da necessidade líquida de financiamento da economia face ao exterior que foi estimada em 3.0 por cento do PIB, valor que compara com 5.2 por cento em 2002 (Quadro II.9.1A e II.9.1B e Gráfico II.9.2). Comparando com a fase equivalente no ciclo anterior, observa-se que a necessidade líquida de financiamento da economia em 2003 foi superior à registada em 1993, o que se deve sobretudo ao facto da taxa de pou-

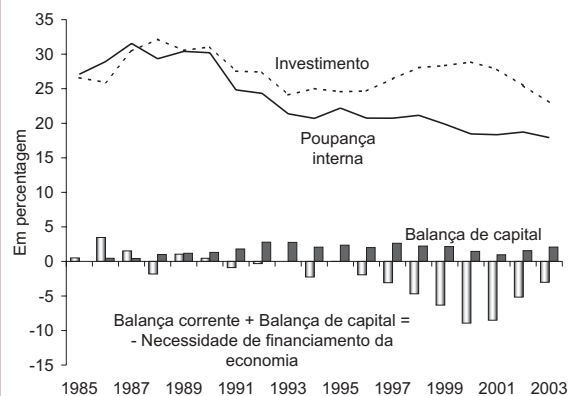
pança dos particulares ser actualmente bastante mais baixa do que então (Gráficos II.9.3A, II.9.3B e II.3C).

O processo de ajustamento dos sectores privados não financeiros da economia contribuiu favoravelmente para a redução da necessidade líquida de financiamento da economia em 2003. Destacou-se o sector das empresas não financeiras, cuja necessidade líquida de financiamento se reduziu de 5.1 por cento do PIB, em 2002, para 2.0 por cento, em 2003. A capacidade líquida de financiamento dos particulares aumentou ligeiramente, de 3.5 por cento do PIB, em 2002, para 3.7 por cento, em 2003. No seu conjunto, estes sectores apresentaram um valor positivo da capacidade líquida de financiamento, correspondente a 1.6 por cento do PIB, que compara com -1.7 por cento em 2002. Incluindo também o sector financeiro, a capacidade líquida de financiamento do sector privado foi de 2.2 por cento do PIB em 2003, contrastando com um valor de -2.4 por cento registado no ano anterior.

As administrações públicas, por sua vez, não apresentaram uma redução das suas necessidades de financiamento. Em 2003, segundo a metodologia de contas nacionais SEC95, o valor da necessidade líquida de financiamento das administrações públicas, não ajustada do efeito das medidas temporárias referidas, foi de 2.9 por cento do PIB, que compara com um valor de 2.7 por cento no ano anterior. Estes valores correspondem aos do défice das administrações públicas apurado segundo a notificação do procedimento dos défices excessivos e apresentados na secção II.2. *Política orçamental*, apenas diferindo destes pela forma como são tratadas, nas duas situações, as operações de *swap* e de acordos de taxa de câmbio⁽⁴⁾. Num contexto de recessão económica, o cumprimento dos objectivos para o défice exigiu a execução de algumas medidas de carácter extraordinário. A necessidade líquida de financiamento

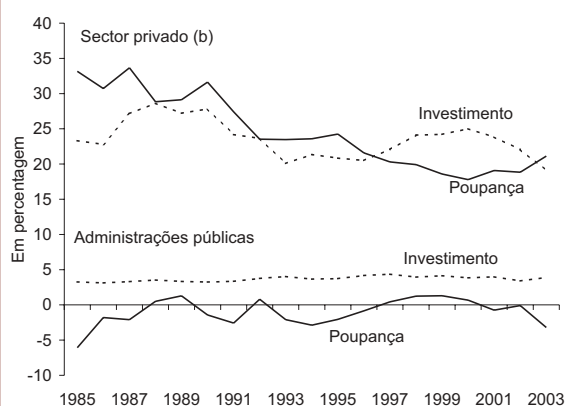
(4) Segundo a notificação do procedimento dos défices excessivos, estas operações são consideradas como operações não financeiras e, como tal, afectam as despesas e o défice. Em 2003, o efeito líquido destas operações traduziu-se numa redução das despesas com juros num montante que correspondeu a 0.05 por cento do PIB.

Gráfico II.9.3A
INVESTIMENTO E POUPANÇA
(INTERNA E EXTERNA)
Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico II.9.3B
POUPANÇA E INVESTIMENTO
(ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS
VERSUS SECTOR PRIVADO)^(a)
Em percentagem do PIB



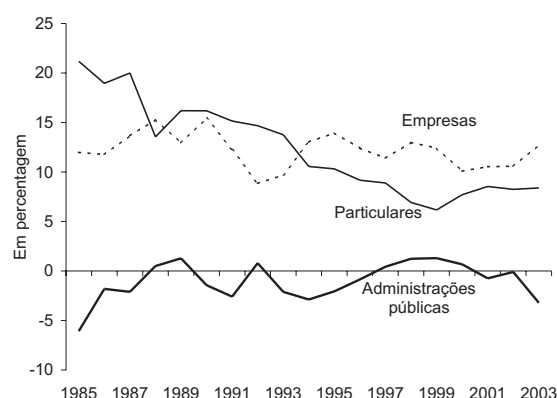
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas:

- (a) Os valores para 2003 estão ajustados dos efeitos da titularização dos créditos tributários e da transferência de reservas dos CTT para as administrações públicas.
- (b) Por sector privado entende-se o conjunto dos sectores residentes com excepção das administrações públicas.

das administrações públicas, obtida após o ajustamento do efeito da titularização dos créditos tributários e da transferência de reservas

Gráfico II.9.3C
POUPANÇA DOS SECTORES
INSTITUCIONAIS INTERNOS
Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Os valores para 2003 estão ajustados dos efeitos da titularização dos créditos tributários e da transferência de reservas dos CTT para as administrações públicas.

contabilísticas dos CTT, foi de 5.2 por cento do PIB, em 2003.

Em consonância com a evolução da actividade económica, em 2003, as operações financeiras caracterizaram-se pela redução dos fluxos de crédito obtido pelos sectores privados da economia, quer os particulares, quer as empresas não financeiras. No entanto, a prevalência de taxas de juro em níveis historicamente baixos, bem como as políticas comerciais agressivas seguidas pelos bancos, sobretudo no segmento do crédito à habitação, permitiram sustentar os fluxos de crédito em níveis superiores aos esperados. Deste modo, o endividamento dos particulares voltou a aumentar, em 2003, cerca de 7 pontos percentuais (p.p.), atingindo o valor de 110 por cento do rendimento disponível. No caso das empresas não financeiras, o aumento foi muito mais ligeiro (de 93 por cento do PIB, em 2002, para 94 por cento, em 2003).

A estratégia de desintermediação seguida pelos bancos, através da cessão de créditos a veículos de titularização, intensificou-se significativamente em 2003. Em consequência, neste ano, e em contraste com o que se verificava em

anos anteriores, cerca de 90 por cento do fluxo de crédito obtido pelos particulares foi concedido por instituições financeiras não monetárias, nas quais se encontram classificados os referidos veículos de titularização.

Quanto às aplicações financeiras dos particulares, cuja poupança está fortemente condicionada pela necessidade de amortizar dívidas contraídas em períodos anteriores, observou-se uma procura acrescida por instrumentos de maior risco e, potencialmente, de maior rentabilidade, tais como os fundos de investimento, os seguros e os fundos de pensões, em detrimento das aplicações em depósitos. As empresas não financeiras, por sua vez, aumentaram significativamente o fluxo de aplicações em depósitos, o que é consistente com o aumento da poupança registado neste sector.

No financiamento das administrações públicas, observou-se, em 2003, uma redução significativa da emissão líquida de dívida titulada face aos valores elevados registados nos dois anos anteriores. Em 2001, o elevado valor da emissão líquida de títulos de dívida tinha resultado essencialmente do aumento das necessidades de financiamento do sector, enquanto em 2002 se ficara a dever, também, à assunção de responsabilidades orçamentais de anos passados e à necessidade de financiar a dotação de capital associada à transformação de hospitais públicos em empresas. Deve ser ainda salientada, em 2003, a opção do Tesouro, em favor do financiamento de curto prazo, patente na retoma da emissão de bilhetes do Tesouro (interrompida em 1999), que foram o principal instrumento utilizado pelas administrações públicas para se financiarem.

Quanto às aplicações financeiras das administrações públicas, salientou-se o valor negativo registado pelo fluxo de depósitos, para o qual contribuiu a regularização das operações relacionadas com a empresarialização dos hospitais⁽⁵⁾. Refira-se, no entanto, que o fluxo de depósitos seria ainda mais negativo, se não estivesse positivamente influenciado pela aplica-

ção das receitas obtidas através da cessão dos créditos tributários.

No sector financeiro, em 2003, destacou-se a referida intensificação da estratégia de cedência de créditos a veículos de titularização. Dado que estas operações envolveram, na sua maioria, entidades não residentes, contribuíram, em grande parte, para explicar os montantes elevados das transacções de títulos com o sector externo, quer do lado das aplicações, quer do lado das responsabilidades. No que respeita ao financiamento dos bancos, acentuaram-se os fluxos relacionados com as emissões de obrigações por filiais e sucursais no exterior dos grupos bancários nacionais. Dado que estas filiais e sucursais são classificadas como não residentes, estas operações contribuíram para ampliar os fluxos de crédito/depósito com o sector externo.

II.9.2. Sectores internos

II.9.2.1. Particulares

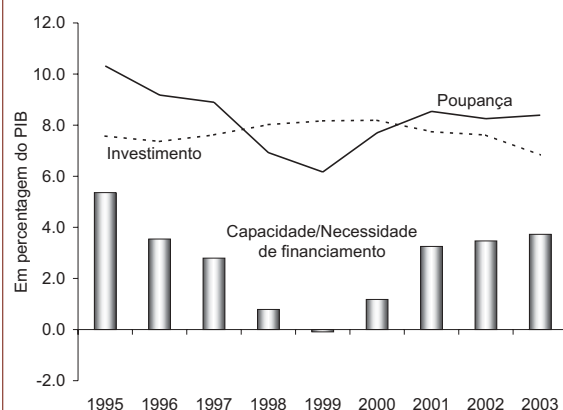
O sector dos particulares iniciou em 2000 um processo de ajustamento dos elevados níveis de despesa atingidos nos anos anteriores, níveis esses que foram, em larga medida, o reflexo da queda acentuada das taxas de juro e implicaram uma rápida redução da sua capacidade de financiamento, em paralelo com um forte aumento do seu endividamento. A correcção desta situação acentuou-se em 2001, mas foi bastante mais moderada em 2002 e 2003. De facto, a capacidade líquida de financiamento dos particulares, medida em percentagem do PIB, aumentou apenas 0.2 p.p. em 2003, para 3.7 por cento. A moderação do processo de ajustamento do sector deveu-se sobretudo a uma virtual estabilização da sua taxa de poupança, em 8.4 por cento do PIB (8.3 por cento em 2002), observada depois de uma subida de 2.3 p.p. no período 2000-2001. As despesas de investimento efectuadas pelos particulares, medidas em percentagem do PIB, retomaram, em 2003, a trajectória descendente iniciada em 2001, que se atenuara em 2002 (Gráfico II.9.4).

Num contexto de fraco crescimento do rendimento disponível dos particulares, associado

(5) O pagamento da dotação de capital aos hospitais empresa, criados no final de 2002, só foi realizado em 2003 (veja-se secção II.2. Política orçamental).

Gráfico II.9.4
POUPANÇA, INVESTIMENTO
E CAPACIDADE/NECESSIDADE
DE FINANCIAMENTO^{(a)(b)}

Particulares



Fontes: INE e Banco de Portugal.

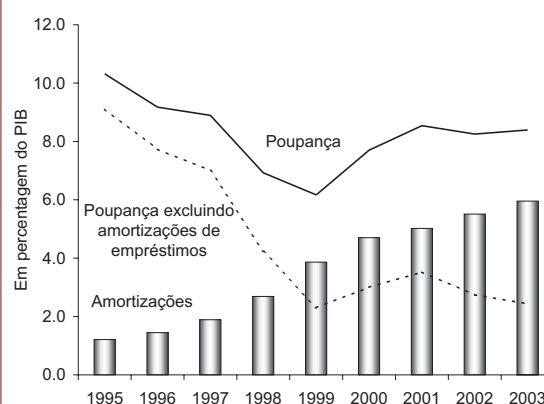
Notas:

- (a) A capacidade/necessidade de financiamento do sector é igual à diferença entre poupança e investimento a que se somam as transferências de capital em termos líquidos e o valor da venda líquida de activos não financeiros não produzidos.
- (b) Os valores para 2003 estão corrigidos do efeito da titularização de créditos tributários que afecta a poupança e a capacidade de financiamento dos particulares.

ao decréscimo do emprego e a alguma contenção salarial, em 2003, a evolução da poupança reflectiu também, em larga medida, a manutenção das taxas de juro em níveis historicamente baixos. Estas terão, de facto, sido muito pouco propícias às aplicações mais tradicionais, nomeadamente em depósitos a prazo que, em termos de *stocks*, continuam a ser a aplicação mais importante da riqueza financeira dos particulares. Refira-se também que as decisões de poupança das famílias estão cada vez mais condicionadas pela necessidade de estas afectarem uma parcela crescente do seu rendimento disponível ao reembolso das dívidas contraídas em períodos anteriores⁽⁶⁾. Com o acentuado aumento do endividamento das famílias, esta parcela tem crescido de forma sustentada

(6) Segundo a metodologia das contas nacionais esta parcela é classificada como poupança corrente.

Gráfico II.9.5
POUPANÇA DOS PARTICULARES
Efeito das amortizações de empréstimos



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Os valores para 2003 estão corrigidos do efeito da titularização de créditos tributários que afecta a poupança dos particulares.

nos últimos anos, estimando-se que represente actualmente cerca de 70 por cento da poupança total do sector (que compara com os valores de pouco mais de 10 por cento em 1995 e cerca de 40 por cento em 1998). Quanto à parcela restante, medida em percentagem do PIB, observou-se uma redução tanto em 2002 como em 2003 (Gráfico II.9.5).

O investimento dos particulares, constituído por aquisição de habitação, manteve a trajectória descendente, reduzindo-se de 7.6 por cento do PIB, em 2002, para 6.8 por cento, em 2003. O anúncio do fim dos regimes de taxas de juro subsidiadas no crédito à habitação, em 2002, terá levado a alguma antecipação do recurso a esse tipo de crédito, durante a primeira metade desse ano, reflectindo-se no esbatimento da tendência descendente do investimento dos particulares. A tendência foi retomada em 2003, mas foi menos acentuada do que era de esperar no início do ano, o que se deveu, em larga medida, ao nível historicamente baixo das taxas de juro, associado às políticas de crédito agressivas no segmento da habitação, que têm vindo a ser seguidas pela generalidade dos bancos.

Quadro II.9.2

OPERAÇÕES FINANCEIRAS DOS PARTICULARES

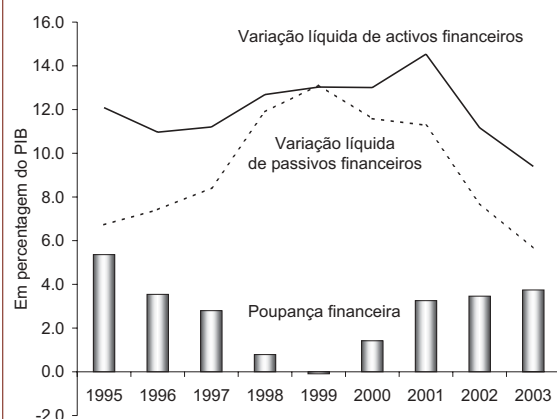
Em milhões de euros

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	valor ajusta- do
Varição líquida de activos financeiros	9 770.5	9 454.0	10 419.9	12 806.1	14 074.8	15 027.2	17 849.2	14 439.0	12 299.1	12 299.1
em percentagem do PIB	12.1	11.0	11.2	12.7	13.0	13.0	14.5	11.2	9.4	9.4
Moeda e depósitos	5 859.8	5 533.8	3 525.3	3 729.6	7 394.5	8 389.9	7 032.5	2 828.9	958.7	-
Títulos excluindo acções	1 319.6	34.6	190.6	2 835.4	2 252.0	3 435.5	4 016.1	4 331.0	2 293.6	-
Créditos	450.8	-352.7	-934.7	-90.4	21.2	-323.3	72.8	-1.3	-2.4	-
Acções e outras participações	-86.4	1 048.7	3 424.0	4 181.4	1 335.1	1 784.2	3 390.4	1 820.6	3 752.9	-
das quais:										
Unidades de participação em fundos de investimento . . .	229.1	1 522.0	3 210.1	2 672.7	680.9	-50.9	1 421.6	1 141.0	2 799.4	-
Reservas técnicas de seguros	3 260.1	3 083.9	4 401.3	3 175.0	3 710.3	3 862.3	4 753.2	4 574.8	4 295.6	-
Outras operações	-1 033.3	105.7	-186.6	-1 024.8	-638.3	-2 121.4	-1 415.9	885.0	1 000.8	-
Varição líquida de passivos financeiros	5 438.3	6 398.1	7 818.8	12 012.7	14 171.1	13 384.5	13 851.4	9 959.4	7 592.6	7 396.4
em percentagem do PIB	6.7	7.4	8.4	11.9	13.1	11.6	11.3	7.7	5.8	5.7
Moeda e depósitos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
Títulos excluindo acções	0.0	0.0	14.9	-3.3	-10.4	0.0	0.0	0.3	1.5	-
Créditos	4 625.8	5 806.4	7 276.4	10 861.4	12 910.3	12 096.3	9 342.4	9 421.8	8 450.3	8 254.1
Acções e outras participações	0.0	16.2	17.6	30.6	62.2	131.8	169.4	294.6	349.0	-
Outras operações	812.5	575.5	509.8	1 124.0	1 209.1	1 156.4	4 339.6	242.6	-1 208.2	-
Poupança financeira	4 332.2	3 055.9	2 601.2	793.4	-96.4	1 642.7	3 997.8	4 479.6	4 706.5	4 902.7
em percentagem do PIB	5.4	3.5	2.8	0.8	-0.1	1.4	3.3	3.5	3.6	3.7

Fontes: Associação das Empresas Gestoras de Fundos de Pensões, Associação Portuguesa de Seguradores, CMVM, Euronext Lisboa, INE, Instituto de Seguros de Portugal, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

Nota: Neste quadro, os valores de 2003 ajustados resultam da correcção do efeito da titularização de créditos tributários; o ajustamento consistiu numa redução dos créditos recebidos pelo sector e, em consequência, numa redução da variação líquida de passivos financeiros e num aumento da poupança financeira.

Gráfico II.9.6
POUPANÇA FINANCEIRA DOS PARTICULARES



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Os valores para 2003 estão corrigidos do efeito da titularização de créditos tributários que afecta a variação líquida de passivos financeiros e a poupança financeira dos particulares.

Em 2003, à semelhança do observado no ano anterior, a variação líquida, quer dos activos financeiros, quer dos passivos financeiros dos particulares (Quadro II.9.2 e Gráfico II.9.6) apresentou uma redução. A manutenção da tendência descendente da variação líquida de passivos financeiros, iniciada em 2000, era de esperar dada a actual fase do ciclo económico. Refira-se, no entanto, que estes fluxos se mantiveram relativamente elevados, reflectindo fundamentalmente o nível historicamente baixo das taxas de juro. Adicionalmente, as políticas agressivas de oferta de crédito, sobretudo no segmento da habitação, terão contribuído para sustentar os valores ainda relativamente elevados dos fluxos de crédito neste segmento. Dadas as garantias que lhe estão associadas e dado que não existem motivos para suspeitar da presença de uma bolha especulativa no mercado imobiliário, o crédito à habitação é apercibido pelos bancos como menos arriscado do que os restantes segmentos do mercado de crédito. É também menos oneroso para as instituições de crédito, em termos de requisitos de fundos próprios e de provisões para riscos gerais de crédito. Refira-se ainda que, em 2003, apesar da diminuição do número de novos contratos

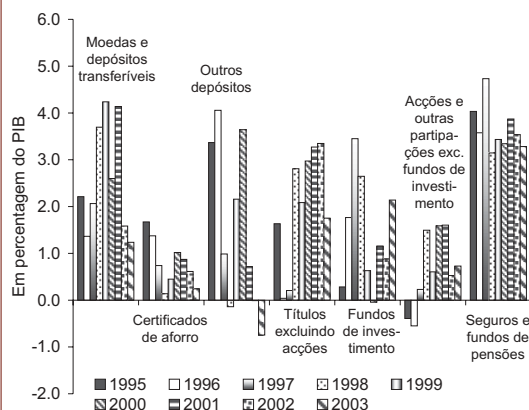
face ao ano anterior, observou-se um aumento do valor médio dos empréstimos destinados à aquisição de habitação (de cerca de 70 mil euros, em 2002, para 76 mil euros, em 2003).

O reforço do processo de desintermediação do crédito bancário, observado em 2003, levou a que, neste ano, em contraste com o passado, grande parte deste fluxo líquido de crédito (cerca de 90 por cento) tenha sido concedido aos particulares pelo sector financeiro não monetário. De facto, o crédito foi originalmente concedido pelas outras instituições financeiras monetárias (OIFM) mas posteriormente titularizado, pelo que passou a constar no balanço das instituições financeiras não monetárias, designadamente dos fundos de titularização.

Do lado das aplicações financeiras dos particulares, a evolução dos fluxos nos vários instrumentos foi condicionada, em certa medida, pelo facto de uma parte crescente da poupança gerada no período ter de ser necessariamente afectada ao reembolso de dívidas contraídas em períodos anteriores. O nível historicamente baixo das taxas de juro terá contribuído também para explicar a redução da procura de aplicações em instrumentos que vencem juros, tais como os depósitos de poupança e a prazo (incluídos na rubrica “outros depósitos”), cujo fluxo líquido foi mesmo negativo (Gráfico II.9.7). Da parte dos bancos, o facto de os depósitos apresentarem margens brutas virtualmente nulas, mercê de um nível muito baixo das taxas de juro de referência, contribuiu para explicar a opção por estratégias comerciais que privilegiam a colocação de instrumentos fora do balanço, geradores de comissões. Por sua vez, o fluxo de aplicações em certificados de aforro manteve a tendência decrescente dos últimos dois anos⁽⁷⁾. A principal aplicação dos particulares voltou a ser em seguros de vida e fundos de pensões. Reflectindo o bom momento no mercado de capitais e o nível baixo das taxas de juro, os particulares aumentaram a procura por aplicações com maior rentabilidade potencial (e maior risco), que se traduziu num aumento das aplicações em fundos de investi-

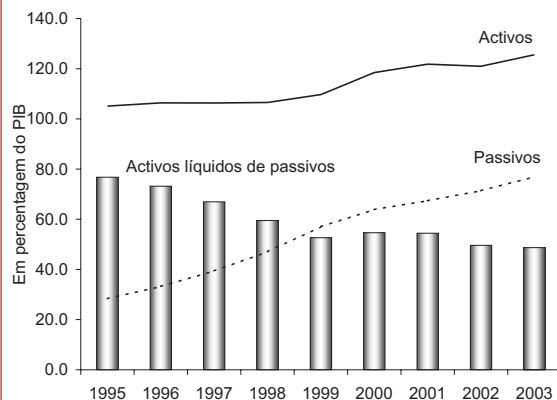
(7) Refira-se que os certificados de aforro estão classificados nos “depósitos”.

Gráfico II.9.7
APLICAÇÕES DOS PARTICULARES – FLUXOS



Fontes: Associação das Empresas Gestoras de Fundos de Pensões, Associação Portuguesa de Seguradores, CMVM, Euronext Lisboa, INE, Instituto de Seguros de Portugal, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

Gráfico II.9.8
ACTIVOS E PASSIVOS FINANCEIROS
DOS PARTICULARES – STOCKS

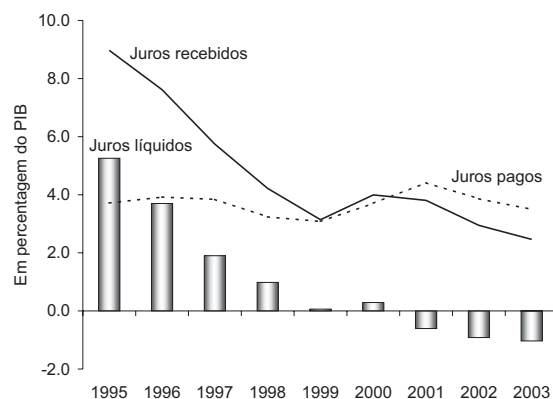


Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Incluem apenas os instrumentos que vencem juros. Não incluem, portanto, as acções e outras participações, com excepção das unidades de participação em fundos de investimento.

mento, cujo fluxo líquido mais do que duplicou face ao ano anterior. As subscrições líquidas foram sobretudo dirigidas para fundos de obrigações, em contraponto com o ano anterior, em

Gráfico II.9.9
JUROS RECEBIDOS E PAGOS
PELOS PARTICULARES



Fontes: INE e Banco de Portugal.

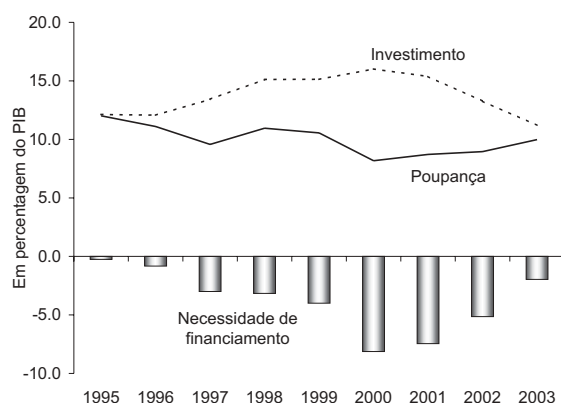
que prevaleceram as aplicações em fundos de tesouraria.

Em 2003, o *stock* de activos financeiros detidos pelos particulares⁽⁸⁾, medido em percentagem do PIB, apresentou um claro aumento, alterando a tendência de crescimento moderado, ou mesmo de redução, observada nos dois anos anteriores (Gráfico II.9.8). Para este aumento terá contribuído, em grande parte, a valorização das unidades de participação em fundos de investimento, já que se estima, como referido acima, que a parte da poupança não utilizada no reembolso de dívida voltou a diminuir em 2003. Observou-se alguma alteração na composição do *stock* de activos considerados, caracterizada pela redução do peso das aplicações em depósitos em favor de um aumento das aplicações em títulos.

O endividamento dos particulares cresceu ainda a um ritmo relativamente acentuado, tendo em conta sobretudo o nível elevado já atingido (103 por cento do rendimento disponível em 2002), subindo para 110 por cento em 2003 (de 71 para 77 por cento do PIB entre 2002 e 2003). A redução da taxa de juro implícita na dívida dos particulares permitiu compensar o efeito do acréscimo do endividamento sobre o

(8) Que inclui instrumentos que vencem juros e unidades de participação em fundos de investimento.

Gráfico II.9.10
POUPANÇA, INVESTIMENTO E NECESSIDADE
DE FINANCIAMENTO^{(a)(b)}
 Empresas não financeiras



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas:

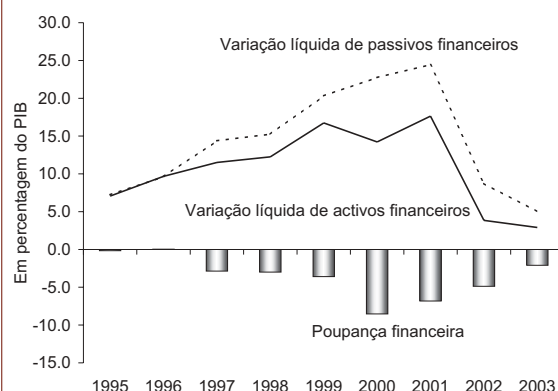
- (a) A capacidade/necessidade de financiamento do sector é igual à diferença entre poupança e investimento a que se somam as transferências de capital em termos líquidos e o valor da venda líquida de activos não financeiros não produzidos.
- (b) Os valores para 2003 estão corrigidos dos efeitos da titularização de créditos tributários e da transferência de reservas dos CTT para as administrações públicas que afectam a poupança e a necessidade de financiamento das empresas não financeiras.

montante de juros a pagar que, quando medido em percentagem do PIB ou do rendimento disponível, voltou a apresentar uma redução em 2003 (Gráfico II.9.9). Esta redução terá sido compensada por um aumento da parcela de amortização do capital em dívida, pelo que se estima uma estabilização do grau de esforço dos particulares em 2003.

II.9.2.2. Empresas não financeiras

O processo de ajustamento das empresas não financeiras iniciou-se mais tarde do que no caso dos particulares, mas intensificou-se claramente em 2003. Como seria de esperar na actual fase do ciclo económico, registou-se uma redução do investimento deste sector institucional, de 13.3 por cento do PIB em 2002 para 11.2 por cento em 2003 (Gráfico II.9.10). A modera-

Gráfico II.9.11
POUPANÇA FINANCEIRA DAS EMPRESAS
NÃO FINANCEIRAS



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Os valores para 2003 estão corrigidos do efeito da titularização de créditos tributários e da transferência de reservas dos CTT para as administrações públicas que afectam a variação líquida de activos e de passivos financeiros e a poupança financeira das empresas não financeiras.

ção dos custos salariais e a diminuição dos encargos financeiros, associada ao nível historicamente baixo das taxas de juro, terão contribuído para o aumento da taxa de poupança das empresas não financeiras, de 9.0 por cento para 9.7 por cento quando medida em percentagem do PIB. Estes desenvolvimentos foram responsáveis, em larga medida, pela diminuição da necessidade de financiamento das empresas não financeiras, de 5.1 para 2.0 por cento do PIB, contribuindo fortemente para a redução das necessidades de financiamento da economia.

Os fluxos financeiros realizados pelas empresas não financeiras contraíram-se novamente em 2003, quer em valor absoluto, quer medidos em percentagem do PIB, ainda que a redução tenha sido menos acentuada do que em 2002 (Quadro II.9.3 e Gráfico II.9.11). Do lado das responsabilidades, a redução do fluxo líquido do crédito concedido às empresas não financeiras, em 2003, foi consistente com a evolução negativa da actividade económica e, em particular, com a queda do investimento em ca-

Quadro II.9.3

OPERAÇÕES FINANCEIRAS DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS

Em milhões de euros

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	valor ajustado
Variação líquida de activos financeiros.	5 706.4	8 342.2	10 709.2	12 375.7	18081.4	16432.7	21 652.3	4 984.2	3 478.5	3 808.5
em percentagem do PIB	7.1	9.7	11.5	12.3	16.7	14.2	17.6	3.9	2.7	2.9
Moeda e depósitos	146.9	1 957.6	1 767.1	3 607.2	1818.7	2889.1	1 877.2	412.6	4 116.9	-
Títulos excluindo acções.	556.7	777.6	159.2	1 285.2	2785.3	2243.7	3 825.7	802.6	-1 405.4	-
Créditos.	94.1	52.2	138.1	491.3	77.2	985.8	259.9	1 978.6	-201.1	-
Acções e outras participações	1 470.9	1 851.1	3 167.5	6 287.6	9583.5	8677.5	13 551.7	1 516.6	2 479.7	-
Reservas técnicas de seguros.	96.0	99.0	194.7	87.5	68.4	135.3	89.7	43.4	64.4	-
Outras operações.	3 341.9	3 604.8	5 282.6	616.9	3748.3	1501.2	2 048.2	230.4	-1 576.0	-
Variação líquida de passivos financeiros	5 843.7	8 307.2	13 377.7	15 401.1	21963.2	26289.3	30 035.2	11 284.2	8 110.1	6 546.3
em percentagem do PIB	7.2	9.6	14.4	15.3	20.3	22.8	24.5	8.7	6.2	5.0
Títulos excluindo acções.	1 180.6	1 166.5	732.2	1 389.8	2002.8	411.1	2 354.8	2 248.3	-2 621.0	-
Créditos.	2 144.5	2 446.3	7 212.2	8 847.2	10951.7	15796.1	15 108.2	6 380.3	6 413.2	4 849.4
Acções e outras participações	2 395.5	2 595.6	3 757.7	4 914.1	7897.1	8730.8	12 237.4	4 075.8	2 835.1	-
Outras operações.	123.0	2 098.7	1 675.6	250.0	1111.6	1351.4	334.8	-1 420.2	1 482.8	-
Poupança financeira	-137.2	35.0	-2 668.5	-3 025.3	-3881.8	-9856.6	-8 382.9	-6 300.1	-4 631.6	-2 737.8
em percentagem do PIB	-0.2	0.0	-2.9	-3.0	-3.6	-8.5	-6.8	-4.9	-3.5	-2.1

Fontes: Associação Portuguesa de Seguradores, CMVM, Euronext Lisboa, INE, Instituto de Seguros de Portugal, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

Nota: Neste quadro, os valores de 2003 ajustados resultam da correcção dos efeitos da titularização de créditos tributários e da transferência de reservas dos CTT para as administrações públicas; o ajustamento relativo à primeira das medidas consistiu numa redução dos créditos recebidos pelo sector que, tem como consequência, uma redução da variação líquida de passivos financeiros; o ajustamento relativo à outra medida reflectiu-se num aumento da variação líquida de activos financeiros; os dois ajustamentos contribuíram para o aumento da poupança financeira do sector.

Gráfico II.9.12
RECURSOS DAS EMPRESAS
NÃO FINANCEIRAS – FLUXOS
Por instrumentos

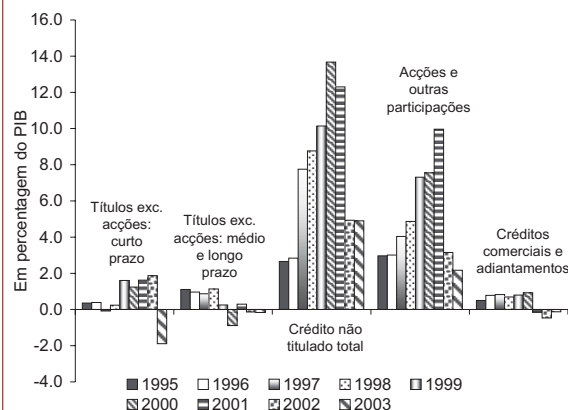


Gráfico II.9.13
CRÉDITO NÃO TITULADO A EMPRESAS
NÃO FINANCEIRAS – FLUXOS
Por prazos

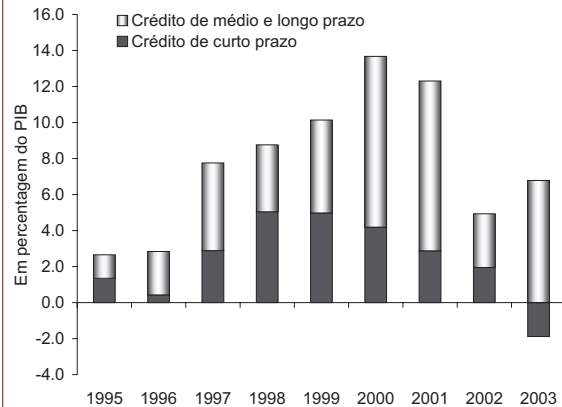


Gráfico II.9.14
CRÉDITO NÃO TITULADO A EMPRESAS
NÃO FINANCEIRAS – FLUXOS
Por origem do crédito

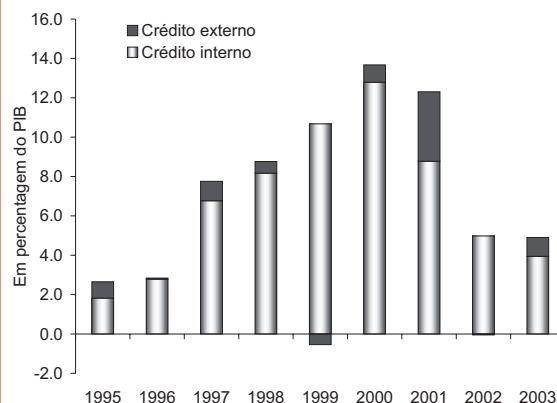
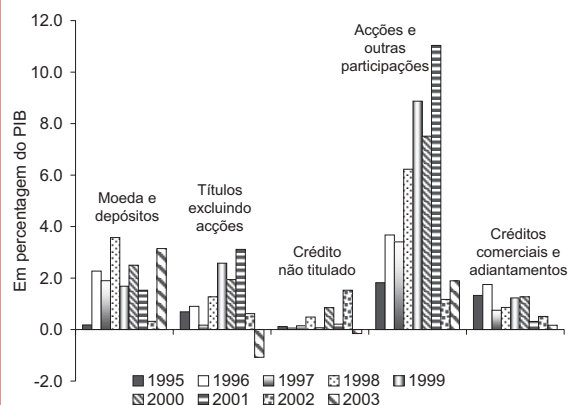


Gráfico II.9.15
APLICAÇÕES DAS EMPRESAS
NÃO FINANCEIRAS – FLUXOS



pital fixo realizado pelas empresas, num contexto em que o nível de endividamento atingido pelo sector era já bastante elevado. Por sua vez, o aumento da poupança das empresas terá permitido autofinanciar, pelo menos em parte, as suas despesas correntes, possibilitando a amortização, em termos líquidos, de crédito de curto prazo. A tendência de redução da parcela de curto prazo observou-se tanto no crédito

não titulado como no crédito titulado, destacando-se quanto a este último o valor negativo da emissão líquida de papel comercial (Gráficos II.9.12, II.9.13 e II.9.14).

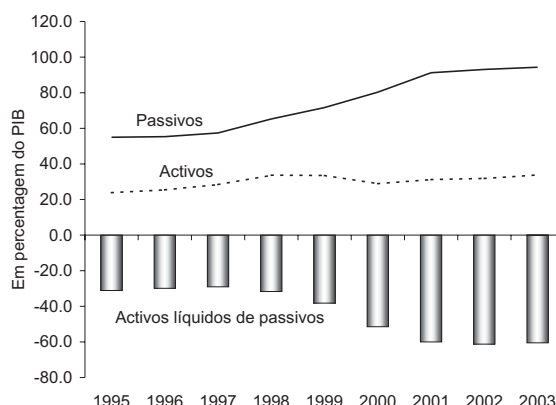
A retracção no recurso ao crédito por parte das empresas não financeiras reflectiu também a diminuição significativa da obtenção de empréstimos sindicados internacionais que registaram valores muito significativos, sobretudo

em 2000 e em 2001⁽⁹⁾. Estes empréstimos destinavam-se principalmente ao financiamento da construção de infra-estruturas, em particular rodoviárias de “portagem virtual”, e ao financiamento da aquisição de empresas relacionada com o esforço de internacionalização de alguns grupos económicos portugueses.

Em 2003, do lado das aplicações financeiras realizadas pelas empresas não financeiras, destacou-se o aumento muito significativo do fluxo de depósitos (Gráfico II.9.15). O aumento da poupança do sector num contexto de contenção das suas despesas de investimento poderá explicar, em parte, um aumento da liquidez aplicada em depósitos. A evolução observada nos depósitos das empresas reflectiu também as operações relacionadas com o processo de transformação de um conjunto de hospitais públicos em sociedades anónimas, realizado em Dezembro de 2002. Com efeito, a dotação de capital (de montante igual a 897.8 milhões de euros) registada nas contas das empresas não financeiras, em 2002, teve como contrapartida um aumento das “contas a receber” (registadas em “outras operações”), dado que a transferência de fundos das administrações públicas para as novas empresas só se realizou efectivamente no início do ano seguinte. Em 2003, quando foi efectuado o pagamento, foi registado um aumento de depósitos das empresas não financeiras, que teve como contrapartida uma redução de igual montante nas “contas a receber” (registadas em “outras operações”)⁽¹⁰⁾.

Fruto da desaceleração do ritmo de crescimento do crédito, o endividamento das empresas não financeiras aumentou apenas marginalmente, em 2003, passando para 94 por cento do PIB (93 por cento no ano anterior). Por sua vez, o *stock* de activos financeiros, em percentagem do PIB, evoluiu paralelamente (Gráfico

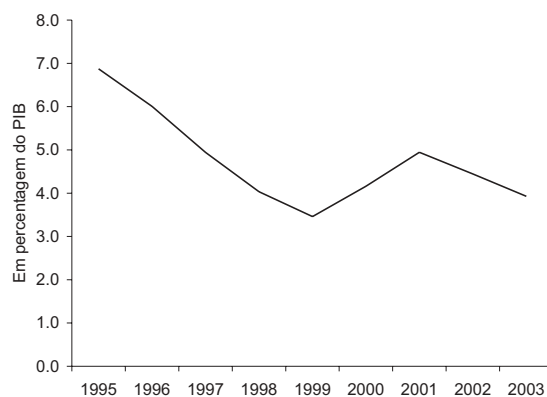
Gráfico II.9.16
ACTIVOS E PASSIVOS FINANCEIROS DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS – STOCKS



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Incluem apenas os instrumentos que vencem juros. Não incluem, portanto, as acções e outras participações com excepção das unidades de participação em fundos de investimento

Gráfico II.9.17
JUROS PAGOS PELAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS



Fontes: INE e Banco de Portugal.

II.9.16). Os juros pagos mantiveram a tendência decrescente (Gráfico II.9.17).

II.9.2.3. Administrações públicas

O valor da necessidade líquida de financiamento das administrações públicas, obtido segundo a metodologia de contas nacionais

(9) Veja-se secção II.8. *Sistema bancário*.

(10) O pagamento aos hospitais-empresa das respectivas dotações de capital, realizado em 2003 pelas administrações públicas, foi efectuado através da utilização de depósitos, visto que a emissão de dívida que financiou aquelas dotações teve lugar ainda em 2002. Estas operações implicaram também o registo de um aumento das “contas a pagar”, em 2002, que foi compensado com um movimento, de igual montante mas sinal contrário, em 2003.

Quadro II.9.4

OPERAÇÕES FINANCEIRAS DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS

Em milhões de euros

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	valor ajustado
Varição líquida de activos financeiros	1 281.6	-860.1	-2 640.1	-1612.1	-309.4	-1 070.0	2 146.4	3 419.7	-590.9	-3 650.9
em percentagem do PIB	1.6	-1.0	-2.8	-1.6	-0.3	-0.9	1.7	2.6	-0.5	-2.8
Moeda e depósitos	1 793.5	-217.8	367.6	718.4	688.4	-679.5	-1 772.6	1 548.0	-1 220.5	-
Títulos excluindo acções	-15.5	144.2	-107.9	142.4	47.4	80.5	554.4	143.0	-41.8	-
Créditos	95.6	90.1	97.4	192.9	129.3	162.4	150.1	268.4	347.3	-
Acções e outras participações	-419.8	-1 682.8	-3 679.6	-2 429.3	-1 041.6	-1 030.5	331.6	744.6	524.9	-
Reservas técnicas de seguros	0.6	0.8	1.6	0.6	0.5	1.0	0.8	0.4	0.4	-
Outras operações	-172.8	805.3	680.9	-237.2	-133.4	396.1	2 882.1	715.3	-201.1	-
Varição líquida de passivos financeiros	5 704.0	3 255.0	684.7	1 588.5	2 789.8	2 278.9	7 583.4	6 938.7	3 172.8	3 172.8
em percentagem do PIB	7.1	3.8	0.7	1.6	2.6	2.0	6.2	5.4	2.4	2.4
Moeda e depósitos	1 316.7	1 179.0	630.0	251.8	538.0	1 136.4	1 131.1	1 048.8	695.7	-
Títulos excluindo acções	4 037.7	2 700.0	527.5	625.7	1 957.2	1 604.1	5 420.8	5 350.6	2 819.8	-
Créditos	545.4	-580.8	-714.6	153.7	282.6	-72.0	844.1	621.3	81.0	-
Outras operações	-195.8	-43.2	241.7	557.3	11.9	-390.8	187.3	-81.5	-422.7	-
Poupança financeira	-4 422.4	-4 115.1	-3 324.7	-3 200.6	-3 099.2	-3 348.9	-5 437.1	-3 519.0	-3 763.7	-6 823.7
em percentagem do PIB	-5.5	-4.8	-3.6	-3.2	-2.9	-2.9	-4.4	-2.7	-2.9	-5.2

Fontes: Associação Portuguesa de Seguradores, CMVM, Euronext Lisboa, INE, Instituto de Seguros de Portugal, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

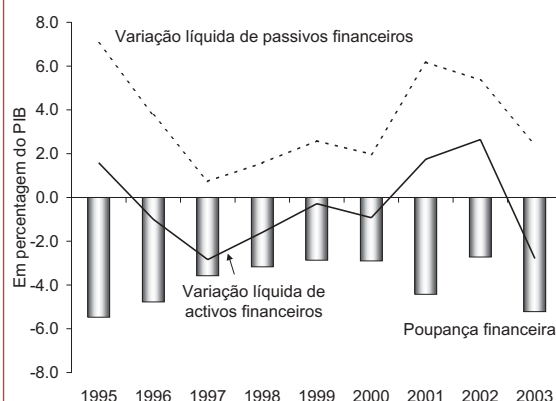
Nota: Neste quadro, os valores de 2003 ajustados resultam da correcção dos efeitos da titularização de créditos tributários e da transferência de reservas dos CTT para as administrações públicas; o ajustamento relativo a estas medidas foi registado como uma redução da variação líquida de activos financeiros do sector e, consequentemente, como uma redução da sua poupança financeira.

SEC95, foi de 2.9 por cento do PIB, em 2003, que compara com um valor de 2.7 por cento no ano anterior. Estes valores correspondem ao défice das administrações públicas apurado segundo a notificação do procedimento dos défices excessivos e apresentado na secção II.2. *Política Orçamental*, apenas diferindo deste pela forma como são tratadas as operações de *swap* e de acordos de taxa de câmbio em ambos os casos⁽¹¹⁾. Refira-se, no entanto, que, tal como no ano anterior, só foi possível manter a necessidade líquida de financiamento das administrações públicas abaixo dos 3 por cento do PIB através da implementação de um conjunto de medidas de carácter extraordinário com um impacto muito significativo. A necessidade líquida de financiamento das administrações públicas, obtida após o ajustamento dos efeitos da titularização dos créditos tributários e da transferência de reservas contabilísticas associadas ao fundo de pensões dos CTT, foi de 5.2 por cento do PIB, em 2003.

As operações financeiras, efectuadas pelas administrações públicas em 2003, resultaram numa redução acentuada dos fluxos líquidos, tanto do lado dos passivos, como do lado dos activos (Quadro II.9.4 e Gráfico II.9.18). O valor negativo da variação líquida de activos reflectiu fundamentalmente a evolução dos depósitos, para a qual contribuiu o pagamento das dotações de capital aos hospitais-empresa, realizado só em 2003, com um valor de 897.8 milhões de euros. A redução dos depósitos das administrações públicas foi, contudo, atenuada, pela aplicação das receitas da venda de créditos tributários concretizada no final do ano. Refira-se ainda que, em 2003, o fluxo da aquisição líquida de acções e outras participações traduziu o facto de não se terem registado operações de privatização e de os aumentos de capital em empresas públicas terem sido inferiores aos de anos anteriores.

(11) Segundo a notificação do procedimento dos défices excessivos, estas operações são consideradas como operações não financeiras e, como tal, afectam as despesas e o défice. Em 2003, o efeito líquido destas operações traduziu-se numa redução das despesas com juros num montante que correspondeu a 0.05 por cento do PIB.

Gráfico II.9.18
**POUPANÇA FINANCEIRA
DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS**

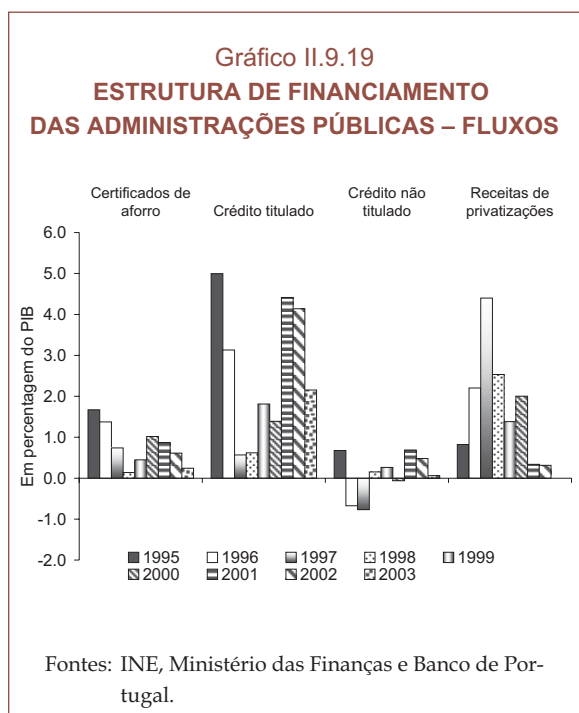


Fontes: INE, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

Nota: Os valores para 2003 estão corrigidos dos efeitos da titularização de créditos tributários e da transferência de reservas dos CTT para as administrações públicas que afectam a variação líquida de activos e de passivos financeiros e a poupança financeira das administrações públicas.

A redução dos depósitos das administrações públicas associada à regularização das operações com a empresarialização dos hospitais teve como contrapartida, do lado das operações passivas, uma diminuição de outras dívidas a pagar registadas em “outras operações”.

O recurso a fontes de financiamento alternativas, em particular através da implementação das referidas medidas temporárias, contribuiu para a redução da emissão líquida de dívida titulada por parte das administrações públicas, tendo-se registado fluxos negativos no papel comercial (curto prazo) e nas obrigações (médio e longo prazo) (Gráfico II.9.19). Refira-se, no entanto, que as emissões líquidas de títulos em 2003 comparam com valores muito elevados registados nos dois anos anteriores. Em 2001, o elevado valor da emissão líquida de títulos de dívida tinha resultado essencialmente do aumento das necessidades de financiamento do sector, enquanto em 2002 se ficara a dever também à assunção de responsabilidades orça-



mentais de anos passados e à necessidade de financiar a dotação de capital associada à transformação de hospitais públicos em empresas.

O aumento da inclinação da curva de rendimentos ao longo do ano, propício ao financiamento de curto prazo, terá influenciado as decisões sobre o tipo de instrumento de dívida a emitir pelo Tesouro. Esta preferência esteve patente na retoma da emissão de bilhetes do Tesouro (interrompida em 1999), que foram o principal instrumento de financiamento das administrações públicas em 2003. O peso dos certificados de aforro manteve a tendência descendente dos últimos anos. Conforme referido, em 2003, foi praticamente nula a contribuição das privatizações para a evolução dos fluxos financeiros das administrações públicas⁽¹²⁾.

(12) Refira-se que as operações de privatização não contribuíam para diminuir a necessidade de financiamento das administrações públicas. São apenas registadas como operações financeiras, ou seja a redução de activos ("acções e outras participações") tem como contrapartida, habitualmente, uma redução de dívida, ou um aumento de activos ("acções e outras participações", se utilizada em dotações de capital em empresas públicas).

II.9.2.4. Sector financeiro

Em 2003, o valor da capacidade líquida de financiamento do sector financeiro no seu conjunto foi equivalente a 0.4 por cento do PIB, o que representou uma clara melhoria face a um valor de necessidade de financiamento registado no ano anterior (Quadro II.9.5). Em 2001 e em 2002, a deterioração da situação financeira do sector tinha ficado a dever-se, em grande parte, às contribuições extraordinárias dos bancos para os fundos de pensões dos seus empregados, destinadas essencialmente a cobrir a diferença entre a rendibilidade dos activos dos fundos de pensões verificada nesses anos e uma taxa de rendibilidade pressuposta em termos actuariais⁽¹³⁾. Naquele período, esta diferença deveu-se à forte quebra das cotações das acções que faziam parte da carteira dos fundos, não compensada pelos ganhos nas carteiras de títulos de rendimento fixo.

No caso das OIFM, o acentuado aumento dos fluxos financeiros em 2003, quer do lado dos activos, quer do lado dos passivos, reflectiu em grande parte o crescimento acentuado das emissões de obrigações por filiais e sucursais dos grupos bancários nacionais com sede no exterior que, de acordo com a metodologia da contabilidade nacional, são classificadas como não residentes⁽¹⁴⁾.

Do lado dos activos, o fluxo líquido do crédito concedido por OIFM foi bastante inferior ao de 2002 (Quadros II.9.6A e II.9.6B). Esta evolução deveu-se, em parte, ao abrandamento da procura de crédito por parte das empresas não

(13) A taxa de rendibilidade pressuposta em termos actuariais define-se como aquela que garante que o valor esperado dos *cash-flows* futuros gerados pelos activos incluídos na carteira dos fundos de pensões é suficiente para cobrir o valor esperado dos encargos futuros com as pensões dos seus beneficiários.

(14) A operação de montante muito elevado realizada, nos últimos dias de 2003, pelos bancos no âmbito do sistema TARGET, não afectou os agregados apresentados nesta secção, em particular nos quadros relativos ao sector financeiro e sector externo (Quadros II.9.5, II.9.6A, II.9.6B e II.9.7). Os montantes do aumento dos depósitos daquela instituição no Banco de Portugal, da redução dos seus depósitos face a não residentes e da aplicação do Banco de Portugal no TARGET (também registada nos depósitos) são iguais.

Quadro II.9.5

OPERAÇÕES FINANCEIRAS DO SECTOR FINANCEIRO

Em milhões de euros

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	valor ajustado
Variação líquida de activos financeiros	18 231.0	17 796.4	23 170.4	28 866.7	25 585.6	42 185.8	29 771.4	22 967.6	31 416.9	30 626.9
em percentagem do PIB	22.6	20.6	24.9	28.6	23.7	36.5	24.2	17.8	24.0	23.4
Ouro monetário e DSE.	12.5	15.6	16.6	1 016.5	-220.8	9.4	12.6	-144.6	-768.8	-
Moeda e depósitos	2 883.1	-1 858.7	5 525.1	-2 022.6	-1 564.5	2 174.9	-2 900.4	-1 245.2	7 655.9	-
Títulos excluindo acções	2 838.5	6 860.7	1 098.2	2 974.0	-2 686.3	1 534.0	3 537.4	3 165.1	9 417.4	-
Créditos	7 192.5	10 902.2	15 208.0	21 939.2	26 324.9	30 750.4	26 975.1	19 038.1	13 540.9	-
Acções e outras participações.	3 162.3	2 301.7	2 505.7	1 893.3	3 267.7	4 544.9	2 105.8	3 333.1	-304.3	-
Reservas técnicas de seguros	37.3	48.5	128.6	54.9	13.3	26.1	78.7	-7.2	68.1	-
Outras operações	2 104.7	-473.5	-1 311.8	3 011.4	451.3	3 146.1	-37.9	-1 171.8	1 807.6	-
Variação líquida de passivos financeiros.	18 043.7	17 875.0	22 530.3	27 942.3	25 078.3	40 760.1	29 608.3	23 967.2	31 810.2	30 050.2
em percentagem do PIB	22.3	20.7	24.2	27.7	23.2	35.3	24.1	18.5	24.3	23.0
Moeda e depósitos	12 961.1	10 899.1	14 024.6	17 017.1	15 201.6	26 727.4	15 257.0	6 556.9	6 574.1	-
Títulos excluindo acções	126.7	1 268.4	-142.9	810.8	2 385.7	3 923.6	5 524.3	715.0	1 902.5	-
Créditos	134.1	304.9	18.4	1 307.3	2 333.3	2 731.5	2 355.7	6 263.4	6 532.0	-
Acções e outras participações.	1 287.8	2 220.3	3 047.3	4 832.0	1 563.2	3 238.7	3 614.1	5 142.2	11 326.1	-
Reservas técnicas de seguros	3 212.8	3 027.4	3 924.3	3 692.8	4 171.6	3 571.3	4 482.2	5 213.2	4 129.0	-
Outras operações	321.3	154.9	1 658.7	282.4	-577.1	567.7	-1 625.1	76.4	1 346.5	-
Poupança financeira	187.3	-78.6	640.2	924.4	507.4	1 425.6	163.1	-999.6	-393.2	576.8
em percentagem do PIB	0.2	-0.1	0.7	0.9	0.5	1.2	0.1	-0.8	-0.3	0.4

Fontes: Associação das Empresas Gestoras de Fundos de Pensões, Associação Portuguesa de Seguradores, CMVM, Euronext Lisboa, INE, Instituto de Seguros de Portugal, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

Nota: Neste quadro, os valores de 2003 ajustados resultam da correcção dos efeitos da titularização de créditos tributários e da transferência de reservas dos CTT para as administrações públicas; o ajustamento relativo à primeira das medidas consistiu numa redução dos créditos concedidos e uma redução dos títulos emitidos pelo sector sem consequência, portanto, sobre a poupança financeira; o ajustamento relativo à outra medida reflectiu-se num aumento da variação líquida de activos financeiros e da poupança financeira do sector.

Quadro II.9.6A

OPERAÇÕES FINANCEIRAS DO SECTOR FINANCEIRO – 2002

Em milhões de euros

	Banco Central		OIFM		OIFAF		C.Seguros e F.Pensões		Total	
	A	R	A	R	A	R	A	R	A	R
Operações financeiras										
Poupança financeira	-302.0	-	237.2	-	-475.0	-	-459.8	-	-999.6	-
em percentagem do PIB	-0.2	-	0.2	-	-0.4	-	-0.4	-	-0.8	-
Variação líquida de activos financeiros	-431.1	-	10587.1	-	5578.8	-	5293.2	-	22967.6	-
em percentagem do PIB	-0.3	-	8.2	-	4.3	-	4.1	-	17.8	-
Variação líquida de passivos financeiros	-	-129.1	-	10349.8	-	6053.8	-	5753.0	-	23967.2
em percentagem do PIB	-	-0.1	-	8.0	-	4.7	-	4.4	-	18.5
Ouro monetário e DSE	-144.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-144.6	0.0
Ouro monetário	-156.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-156.4	0.0
Direitos de saque especiais	11.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	11.8	0.0
Moeda e depósitos	-334.7	1379.8	-2338.0	3029.0	-215.9	0.0	-504.7	0.0	-1245.2	6356.9
Moeda	15.4	566.1	-245.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-195.1	601.1
Depósitos transferíveis	419.1	909.2	-370.1	-841.9	-357.6	0.0	839.5	0.0	-148.9	-612.5
Outros depósitos	-769.2	-95.6	-1722.4	3870.9	141.7	0.0	-1344.2	0.0	-901.2	6568.3
Títulos excluindo acções	168.9	-910.0	-2582.6	1018.8	1716.7	-402.1	2957.7	104.0	3165.1	715.0
Títulos excluindo acções e derivados financeiros ..	208.2	-910.0	-2730.6	1038.2	1738.9	-397.8	2957.7	104.0	3054.8	715.0
De curto prazo	44.1	0.0	-575.0	-18.9	923.8	-142.3	100.4	0.0	-10.2	-664.7
De médio e longo prazos	164.1	-910.0	-2155.6	1057.0	815.1	-255.5	2857.4	104.0	3065.0	1379.7
Derivados financeiros	-39.2	0.0	148.0	-19.4	-22.2	-4.4	0.0	0.0	110.3	0.0
Créditos	5.5	-0.3	16919.2	5167.1	2969.5	2057.6	36.8	-68.0	19038.1	6263.4
De curto prazo	0.0	0.0	3918.7	0.0	642.9	-584.4	0.1	-73.5	5222.6	3.0
De médio e longo prazos	5.5	-0.3	13000.5	5167.1	2326.6	2642.0	36.7	5.5	13815.5	6260.4
Acções e outras participações	0.1	0.0	-180.9	1323.5	1218.5	4044.4	2636.0	114.7	3333.1	5142.2
Acções e outras part. excluindo fundos investimento	0.1	0.0	-367.6	824.5	1182.1	2609.9	1804.7	114.7	3086.8	4016.6
Unidades de participação em fundos de investimento	0.0	0.0	186.6	499.1	36.4	1434.5	831.3	0.0	246.3	1125.6
Reservas técnicas de seguros	0.0	0.0	1.4	38.9	0.4	0.7	-7.2	5175.5	-7.2	5213.2
Seguros de vida e fundos de pensões	0.0	0.0	0.0	38.9	0.0	0.7	0.0	4989.4	0.0	5029.0
Outras	0.0	0.0	1.4	0.0	0.4	0.0	-7.2	186.1	-7.2	184.3
Outras operações	-126.4	-598.5	-1232.0	-227.4	-110.4	353.1	174.6	426.8	-1171.8	76.4
<i>Por memória:</i>										
Investimento directo do/no exterior	0.0	0.0	-63.3	190.0	287.1	708.0	-48.9	92.6	174.9	990.6
No capital de empresas e reinvestimentos	0.0	0.0	-45.6	200.3	287.8	265.4	-54.2	88.8	188.1	554.5
Empréstimos, suprimentos e outros	0.0	0.0	-17.8	-11.1	-0.7	441.8	5.2	3.8	-13.3	434.5
Operações sobre imóveis	0.0	0.0	0.1	0.8	0.0	0.8	0.0	0.0	0.1	1.6

Fontes: Associação das Empresas Gestoras de Fundos de Pensões, Associação Portuguesa de Seguradores, CMVM, Euronext Lisboa, INE, Instituto de Seguros de Portugal, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

A=Aplicações; R=Recursos

financeiras e dos particulares dada a actual fase de recessão cíclica da economia, num contexto em que os sectores privados não financeiros já se encontram muito endividados. No entanto, a redução do fluxo de crédito das OIFM reflectiu sobretudo o facto de os bancos terem prosseguido, de forma acentuada, a estratégia de titularização de empréstimos concedidos ao sector privado não financeiro. De facto, os empréstimos cedidos através daquelas operações deixam de ser contabilizados nos balanços das instituições que originalmente os concedem e passam a ser registados nos balanços das instituições que os adquirem, que são, em geral,

instituições financeiras não monetárias, residentes ou não residentes. Estas operações conduziram, por sua vez, à emissão de unidades de participação por parte das instituições que adquiriram os créditos⁽¹⁵⁾. Em 2003, no contexto de uma operação de titularização de mon-

(15) Em Portugal, as instituições vocacionadas para a titularização de créditos dividem-se em sociedades gestoras de fundos de titularização e sociedades de titularização. As primeiras gerem fundos de titularização, de tipo análogo ao dos fundos de investimento mobiliário e às segundas é permitida a emissão de obrigações, ditas obrigações titularizadas (veja-se Caixa II.8.1. “*Titularização de créditos em Portugal*”, Relatório Anual de 2001).

Quadro II.9.6B

OPERAÇÕES FINANCEIRAS DO SECTOR FINANCEIRO – 2003

Em milhões de euros

	Banco Central		OIFM		OIFAF		C.Seguros e F.Pensões		Total	
	A	R	A	R	A	R	A	R	A	R
Operações financeiras										
Poupança financeira	-135.8	-	1307.0	-	-716.3	-	-848.1	-	-393.2	-
em percentagem do PIB	-0.1	-	1.0	-	-0.5	-	-0.6	-	-0.3	-
Variação líquida de activos financeiros	308.5	-	24650.5	-	12442.8	-	3453.0	-	31416.9	-
em percentagem do PIB	0.2	-	18.8	-	9.5	-	2.6	-	24.0	-
Variação líquida de passivos financeiros	-	444.4	-	23343.5	-	13159.1	-	4301.2	-	31810.2
em percentagem do PIB	-	0.3	-	17.8	-	10.1	-	3.3	-	24.3
Ouro monetário e DSE	-768.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-768.8	0.0
Ouro monetário	-775.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-775.4	0.0
Direitos de saque especiais	6.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.6	0.0
Moeda e depósitos	816.1	-23.6	15356.5	16343.8	726.6	0.0	502.9	0.0	7655.9	6574.1
Moeda	-5.6	30.8	250.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	5.8	-207.8
Depósitos transferíveis	-406.1	2419.5	6865.6	3115.7	1158.2	0.0	707.4	0.0	-315.1	-3105.0
Outros depósitos	1227.7	-2473.9	8240.9	13228.1	-431.7	0.0	-204.5	0.0	7965.2	9886.9
Títulos excluindo acções	428.0	-975.8	4078.5	-99.0	1915.0	1745.7	1840.1	75.8	9417.4	1902.5
Títulos excluindo acções e derivados financeiros ..	459.2	-975.8	4046.9	-86.8	1969.3	1654.1	1734.0	0.0	9520.3	1902.5
De curto prazo	969.4	0.0	672.8	471.8	587.6	124.4	58.5	0.0	2262.4	570.3
De médio e longo prazos	-510.1	-975.8	3374.1	-558.6	1381.6	1529.8	1675.5	0.0	7257.9	1332.2
Derivados financeiros	-31.3	0.0	31.6	-12.3	-54.3	91.6	106.2	75.8	-102.9	0.0
Créditos	7.5	1519.4	3433.5	5345.2	10481.5	113.1	10.1	-54.0	13540.9	6532.0
De curto prazo	0.0	0.0	-90.8	0.0	903.5	1243.3	15.0	60.6	-426.0	50.2
De médio e longo prazos	7.5	1519.4	3524.2	5345.2	9578.0	-1130.2	-4.9	-114.6	13966.9	6481.8
Acções e outras participações	0.1	0.0	1010.4	1335.2	-581.7	10650.2	-10.2	63.7	-304.3	11326.1
Acções e outras part. excluindo fundos investimento	0.1	0.0	1345.2	926.2	-539.2	8584.1	15.0	63.7	-208.0	8544.9
Unidades de participação em fundos de investimento	0.0	0.0	-334.7	409.0	-42.5	2066.0	-25.2	0.0	-96.3	2781.2
Reservas técnicas de seguros	0.0	0.0	1.5	11.3	0.5	0.5	68.1	4119.3	68.1	4129.0
Seguros de vida e fundos de pensões	0.0	0.0	0.0	11.3	0.0	0.5	0.0	3909.8	0.0	3921.6
Outras	0.0	0.0	1.5	0.0	0.5	0.0	68.1	209.5	68.1	207.4
Outras operações	-174.4	-75.6	770.1	407.0	-99.1	649.6	1042.0	96.5	1807.6	1346.5
<i>Por memória:</i>										
Investimento directo do/no exterior	0.0	0.0	182.9	171.6	-684.8	-166.6	-2.1	-93.9	-504.0	-88.8
No capital de empresas e reinvestimentos	0.0	0.0	103.4	169.5	9.3	90.7	-1.0	-7.4	111.8	252.8
Empréstimos, suprimentos e outros	0.0	0.0	78.9	2.6	-694.1	-261.8	-1.1	-86.5	-616.3	-345.7
Operações sobre imóveis	0.0	0.0	0.5	-0.5	0.0	4.5	0.0	0.0	0.5	4.1

Fontes: Associação das Empresas Gestoras de Fundos de Pensões, CMVM, Euronext Lisboa, INE, Instituto de Seguros de Portugal, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

A=Aplicações; R=Recursos

tante elevado, um grupo bancário tomou a totalidade dos títulos derivados dessa operação, designadamente obrigações emitidas por uma entidade não residente. Esta operação foi neutra em termos dos fluxos líquidos com o exterior, tendo a cedência, a uma entidade não residente, das unidades de titularização emitidas em Portugal sido compensada pela aquisição, por parte do grupo bancário que cedeu os cré-

ditos, de obrigações emitidas pela referida entidade não residente.

Quanto ao fluxo de depósitos dos sectores privados não financeiros, observaram-se, em 2003, evoluções muito diferenciadas entre particulares e empresas não financeiras. Os primeiros reduziram substancialmente o fluxo de depósitos, o que é consistente com a evolução do seu rendimento disponível, com o nível das

taxas de juro e com o aumento da rendibilidade associada a aplicações alternativas. No caso das empresas não financeiras registou-se um aumento considerável do fluxo de depósitos que resultou em parte da concretização do pagamento, só efectuada em 2003, da dotação de capital aos hospitais transformados em sociedades anónimas em Dezembro de 2002.

O fluxo de crédito concedido por outros intermediários financeiros e auxiliares financeiros⁽¹⁶⁾ (OIFAF), em 2003, traduziu em parte a cessão por parte das administrações públicas de dívidas fiscais e à segurança social cujo montante ascendeu a 1760 milhões de euros. Para financiar esta operação, a sociedade de titularização, que foi o veículo desta operação, emitiu obrigações que foram, na sua totalidade, adquiridas por não residentes. No entanto, excluindo o efeito desta operação, observou-se ainda um acentuado aumento do fluxo de crédito concedido por OIFAF, para um valor que triplicou, aproximadamente, o fluxo registado em 2002. Esta evolução reflectiu, conforme referido anteriormente, a intensificação das operações de titularização de empréstimos concedidos originalmente por OIFM. Estas operações foram financiadas, por sua vez, através da emissão de títulos, o que explica, na quase totalidade, o aumento do fluxo de “acções e outras participações” e, no caso da titularização da dívida tributária, o fluxo de “títulos excluindo acções” do lado das responsabilidades dos OIFAF⁽¹⁷⁾.

(16) Os outros intermediários financeiros incluem os fundos de investimento (excepto fundos do mercado monetário), os fundos de titularização e as sociedades de titularização, as sociedades de *factoring*, as sociedades de investimento, sociedades de locação financeira e sociedades financeiras para aquisição a crédito, as sociedades financeiras de corretagem e sociedades gestoras de participações sociais dos grupos financeiros. Os auxiliares financeiros incluem as sociedades gestoras de fundos de investimento e as sociedades gestoras de fundos de pensões. Os OIFAF não englobam as companhias de seguros e os fundos de pensões.

(17) Os fundos de titularização emitem unidades de titularização, classificadas como “outras participações”, e as sociedades de titularização emitem obrigações titularizadas, classificadas como obrigações (veja-se nota de pé-de página (15)).

No sector dos seguros, a actividade do ano de 2003 caracterizou-se por uma melhoria da rendibilidade. Nos fundos de pensões, observaram-se alterações na composição das suas carteiras em favor das aplicações em obrigações e em detrimento do investimento em acções.

II.9.3. Sector externo

Em 2003, o valor da necessidade líquida de financiamento da economia portuguesa face ao exterior foi estimado em 3 por cento do PIB, que compara com um valor de 5.2 por cento no ano anterior (Quadros II.9.1A e II.9.1B). Estes valores correspondem também ao simétrico do saldo conjunto da balança corrente e da balança de capital que se reduziu em resultado da diminuição do défice da balança corrente, de 6.7 para 5.1 por cento do PIB, e do aumento do excedente da balança de capital, de 1.6 para 2.1 por cento do PIB.

A redução do défice da balança corrente foi explicada, em grande parte, pela contracção da procura interna, principalmente do investimento privado⁽¹⁸⁾. A poupança interna, ou seja a poupança que é gerada pelo conjunto dos sectores residentes da economia, reduziu-se, dado que o aumento de poupança dos sectores privados não foi suficiente para compensar o decréscimo da poupança das administrações públicas. O aumento do excedente da balança de capital reflectiu essencialmente o aumento das transferências recebidas da União Europeia, em resultado dos recebimentos no âmbito da execução do III Quadro Comunitário de Apoio⁽¹⁹⁾.

(18) De acordo com as identidades da contabilidade nacional, o saldo da balança corrente é igual à diferença entre investimento e poupança interna.

(19) Refira-se que tende a haver algum desfasamento temporal entre a execução da despesa por parte das entidades nacionais e o respectivo reembolso por parte da UE. Esta situação implica a existência de uma discrepância entre os valores dos fluxos financeiros com a UE registados na balança de pagamentos, que segue uma óptica de caixa, e nas contas das administrações públicas, em que estão registadas numa óptica de especialização do exercício. Esta discrepância explica, em larga medida, a diferença entre a poupança financeira e a capacidade de financiamento do exterior.

Quadro II.9.7

OPERAÇÕES FINANCEIRAS COM O SECTOR EXTERNO

Em milhões de euros

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Varição líquida de activos financeiros	9 257.1	10 124.9	19 810.7	19 535.4	17 406.5	36 057.4	33 334.4	23 183.8	27 715.1
em percentagem do PIB	11.5	11.7	21.3	19.3	16.1	31.2	27.1	17.9	21.2
Ouro monetário e DSE	-12.5	-15.6	-16.6	-1 016.5	220.8	-9.4	-12.6	144.6	768.8
Moeda e depósitos	6 604.2	5 196.0	9 556.2	11 375.6	4 835.4	21 496.6	13 590.2	5 313.4	5 521.5
Títulos excluindo acções	1 679.5	1 715.4	4 897.2	2 830.6	8 765.8	2 447.6	8 192.3	7 228.2	4 870.3
Créditos	912.2	83.1	1 023.8	1 833.7	1 706.5	3 823.0	6 740.5	6 268.3	6 738.7
Acções e outras participações	48.3	2 558.7	3 695.2	3 893.9	1 146.3	7 243.1	5 160.9	4 833.4	9 786.6
Reservas técnicas de seguros	5.7	8.4	15.0	10.7	8.4	16.5	12.7	6.1	3.0
Outras operações	19.8	579.0	639.9	607.5	723.4	1 039.8	-349.6	-610.4	26.3
Varição líquida de passivos financeiros	9 217.0	9 022.1	17 058.9	15 027.3	10 836.5	25 921.5	23 676.3	16 844.5	23 632.2
em percentagem do PIB	11.4	10.5	18.3	14.9	10.0	22.4	19.3	13.0	18.1
Moeda e depósitos	3 009.7	-1 467.2	6 086.7	139.3	-2 567.1	6 407.1	1 438.8	1 251.9	9 762.2
Títulos excluindo acções	1033.7	4 397.6	5 105.6	7 244.7	4 829.0	3 802.6	6 826.1	7 355.7	13 031.3
Créditos	1 295.4	2 798.1	1 740.4	3 197.1	1 781.1	4 846.6	6 547.9	4 865.6	-1 053.2
Acções e outras participações	492.0	1 245.2	2 290.0	4 050.3	4 768.6	9 118.0	8 519.5	2 735.8	1 730.2
Reservas técnicas de seguros	37.3	48.5	128.6	54.9	13.3	26.1	78.7	-7.2	68.1
Outras operações	3 348.9	2 000.0	1 707.5	341.1	2 011.6	1 721.1	265.2	642.7	93.5
Poupança financeira	40.1	1 102.8	2 751.9	4 508.1	6 570.0	10 135.9	9 658.1	6 339.3	4 082.9
em percentagem do PIB	0.0	1.3	3.0	4.5	6.1	8.8	7.9	4.9	3.1

Fontes: Associação Portuguesa de Seguradores, CMVM, Euronext Lisboa, INE, Instituto de Seguros de Portugal, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

As operações financeiras com o sector externo resultaram, em 2003, numa entrada líquida de fundos equivalente a 3.1 por cento do PIB, que compara com um valor de 4.9 por cento no ano anterior (Quadro II.9.7)⁽²⁰⁾. Registou-se, no entanto, um maior volume de operações, quer do lado dos activos, quer do lado dos passivos, para as quais contribuíram vários factores. Nomeadamente, são de referir uma operação de elevado montante realizada por uma OIFM no final do ano e que foi revertida nos primeiros dias de 2004, bem como a operação de titularização de créditos tributários atrás mencionada. Dado que, conforme referido anteriormente, as obrigações emitidas pela sociedade de titularização que adquiriu os créditos tributários foram integralmente adquiridas por não residentes, a referida operação contribuiu com um valor de 1760 milhões de euros para o fluxo registado em “títulos excluindo acções” do lado das aplicações do sector externo.

A intensificação das operações de titularização de créditos concedidos pelos bancos residentes, que ocorreu em 2003, contribuiu em grande medida para amplificar os fluxos financeiros com o sector não residente. De facto, a quase totalidade dos títulos emitidos pelas entidades vocacionadas para realizar estas operações foram posteriormente adquiridos, nos mercados internacionais, por entidades não residentes, explicando em larga medida a duplicação, face ao ano anterior, do fluxo de acções e outras participações no lado dos activos do sector externo.

Em 2003, o Banco de Portugal procedeu a uma recomposição da sua carteira de activos externos, desfazendo-se de activos de reserva (ouro e activos não denominados em euros) e adquirindo activos em euros. Esta recomposição está reflectida no fluxo relativamente elevado registado na rubrica “ouro monetário e DSE” do lado das aplicações do exterior.

Do lado da variação de passivos do sector externo destacam-se os aumentos muito significativos dos fluxos registados em “moeda e depósitos” e em “títulos excluindo acções”. No primeiro caso, o aumento reflectiu, em grande parte, a retoma das emissões de obrigações por parte das filiais e sucursais com sede no exterior dos grupos bancários portugueses. Recorde-se que os fundos obtidos desta forma nos mercados internacionais pelas filiais e sucursais são em geral canalizados para os respectivos bancos residentes através de operações classificadas como “créditos” e/ou “depósitos”. No caso da rubrica “títulos excluindo acções”, o significativo aumento em 2003 reflectiu, por um lado, a realização de uma operação de titularização de montante elevado, por parte de um grupo bancário que tomou a totalidade dos títulos derivados dessa operação, designadamente obrigações emitidas por uma entidade não residente. Esta operação que, conforme referido, foi neutra em termos dos fluxos líquidos com o exterior, reflectiu-se em aumentos quer da aquisição, por parte de não residentes, de títulos de participação emitidos em Portugal, quer da aquisição, por parte do sector financeiro, de obrigações emitidas por não residentes. Por outro lado, em linha com o observado no ano anterior, o aumento registado em “títulos excluindo acções” terá resultado da estratégia de recomposição de carteiras, prosseguida pelos investidores institucionais residentes, designadamente fundos de investimento, companhias de seguro e fundos de pensões, que adquiriram, em montantes significativos, obrigações e outros títulos de dívida de longo prazo emitidos por não residentes.

Em 2003, os fluxos líquidos de investimento directo estrangeiro reduziram-se fortemente face ao ano anterior, especialmente no caso do investimento português no exterior que representou apenas 0.1 por cento PIB, valor que compara com 2.7 por cento em 2002.

(20) A diferença entre o saldo das operações financeiras e a capacidade de financiamento do exterior resulta, em larga medida, do facto de na balança de pagamentos as transferências de capital da UE serem registadas numa óptica de caixa, enquanto nas contas das administrações públicas são contabilizadas numa base *accrual*.

Parte II Relatório e Contas

Capítulo III

Actividade do Banco

*A Supervisão das Instituições de Crédito
e das Sociedades Financeiras e
a Garantia de Depósitos*

Emissão Monetária

Sistemas de Pagamentos

*Actividade do Banco no Âmbito
do Sistema Europeu de Bancos Centrais*

Estudos e Análise

Informação Estatística

Relações Internacionais

Actividades de Natureza Financeira

Autoridade Cambial

Organização e Gestão Interna

III. ACTIVIDADE DO BANCO

III.1. A Supervisão das Instituições de Crédito e das Sociedades Financeiras e a Garantia de Depósitos

III.1.1. Aspectos Genéricos

Em 2003, as funções de regulamentação e supervisão prudenciais exercidas pelo Banco de Portugal centraram-se nos seguintes domínios:

- Preparação e colaboração em projectos regulamentares e legislativos, visando, essencialmente, a reformulação do regime jurídico que enquadra a actividade das instituições de crédito e sociedades financeiras, o aperfeiçoamento dos instrumentos e métodos de supervisão e a revisão do quadro legal de algumas técnicas e produtos financeiros;
- Controlo contínuo e sistemático das actividades, situação financeira, riscos e adequação dos fundos próprios das instituições de crédito e sociedades financeiras, tanto em base individual como em base consolidada;
- Avaliação e controlo, numa perspectiva prudencial, das operações de reestruturação de grupos bancários e financeiros, e respectivas instituições, e análise dos programas de reorganização e racionalização subsequentes àquelas operações;
- Acompanhamento de processos de saneamento e liquidação de instituições sob supervisão do Banco de Portugal;
- Coordenação e cooperação com outras autoridades de supervisão – quer a nível nacional, de que se destaca a participação no Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, quer a nível externo – e participação em comités e grupos de trabalho da União Europeia, do Banco Central Europeu e de outras instâncias internacionais.

III.1.2. Enquadramento Regulamentar das Actividades das Instituições e das Funções de Supervisão

No decurso de 2003, o Banco de Portugal emitiu um conjunto significativo de normas regulamentares e de cartas-circulares, com

o objectivo de aperfeiçoar e reforçar os instrumentos de supervisão, adaptando-os à complexidade crescente dos riscos e da actividade financeira das instituições e grupos financeiros, bem como à evolução das melhores práticas a nível internacional. Algumas destas normas decorrem da alteração do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RGICSF), aprovada pelo Decreto-Lei nº 201/2002, de 26 de Setembro. De entre as normas/recomendações emitidas, merecem particular relevo as seguintes:

- Definição do regime a que deve obedecer a constituição de filiais das instituições de crédito e sociedades financeiras em países que não sejam membros da Comunidade Europeia (cfr. Aviso nº 1/2003, de 15 de Janeiro);
- Definição do regime a que deve obedecer a aquisição, por instituições de crédito, de determinadas participações em outras instituições de crédito com sede no estrangeiro ou em instituições financeiras (cfr. Aviso nº 2/2003, de 15 de Janeiro);
- Redefinição dos elementos de informação que devem acompanhar as comunicações relativas à aquisição de participações qualificadas (cfr. Aviso nº 3/2003, de 15 de Janeiro, que altera o Aviso nº 3/94);
- Redefinição dos tipos de instituições de crédito e de sociedades financeiras sujeitas à disciplina do Aviso nº 10/94 que estabelece limites aos “grandes riscos” (cfr. Aviso nº 4/2003, de 15 de Janeiro);
- Definição dos limites ao valor do activo imobilizado das instituições de crédito, bem como ao valor total das acções ou outras partes de capital que as instituições de crédito podem deter (cfr. Aviso nº 5/2003, de 15 de Janeiro, e Instruções nº 1/2003, de 17 de Fevereiro, e nº 31/2003, de 15 de Dezembro);
- Definição dos termos e da periodicidade da publicação das contas das instituições sujeitas à supervisão do Banco de Portugal (cfr. Aviso nº 6/2003, de 15 de Janeiro);
- Revisão do regime de provisionamento de crédito, em particular do provisionamento do crédito vencido, reformulação do conceito de créditos de cobrança duvidosa, diferenciação,

entre as provisões para riscos gerais de crédito, do crédito garantido por hipoteca sobre imóvel destinado à habitação do mutuário e inclusão do Fundo de Contragarantia Mútuo no conjunto de entidades cujos activos não estão sujeitos à obrigação de constituição de provisões para riscos específicos e gerais de crédito (cfr. Avisos nº 8/2003, de 8 de Fevereiro, e nº 9/2003, de 21 de Março, que alteram o Aviso nº 3/95, e Instruções nº 9/2003, de 16 de Abril, e nº 22/2003, de 15 de Setembro);

- Definição dos limites ao financiamento com recursos alheios das sociedades corretoras e das sociedades financeiras de corretagem (cfr. Aviso nº 12/2003, de 7 de Novembro);

- Definição do novo regime de contribuições para o Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo por parte da Caixa Central e das caixas de crédito agrícola mútuo (cfr. Aviso nº 14/2003, de 12 de Janeiro);

- Introdução da obrigatoriedade de reporte, por parte das instituições de crédito e das sociedades financeiras, de informação financeira segmentada por “linhas de negócio” e por mercados geográficos (cfr. Instruções nº 11/2003 e nº 12/2003, de 16 de Junho, que alteram as Instruções nº 4/96 e nº 71/96, respectivamente);

- Reforço dos requisitos mínimos exigidos em matéria de controlo interno das instituições de crédito e das sociedades financeiras. Neste contexto, as instituições deverão passar a indicar a sua aderência às novas Recomendações do Comité de Supervisão Bancária de Basileia sobre o controlo do risco operacional (cfr. Instrução nº 14/2003, de 15 de Julho, que altera a Instrução nº 72/96);

- Adaptação do regime de provisionamento relativamente aos casos em que as instituições cedentes de créditos em operações de titularização sejam detentoras de *clean-up calls* (cfr. Instrução nº 18/2003, de 18 de Agosto, que altera a Instrução nº 27/2000);

- Clarificação da noção de mercado organizado, para efeitos da constituição de provisões para risco-país e definição dos métodos de valorização dos activos transaccionados nesses mercados (cfr. Instrução nº 19/2003, de 18 de Agosto, que altera a Instrução nº 94/96);

- Definição do sistema de prestação de informação sobre as menos-valias em parti-

cipações financeiras, e correspondentes provisões, e das respectivas datas de reporte (cfr. Instrução nº 20/2003, de 18 de Agosto);

- Comunicação do término do regime transitório previsto no nº 9º do Aviso nº 10/2001 que estabelece o enquadramento regulamentar, para fins prudenciais, das operações de titularização (cfr. Instrução nº 24/2003, de 24 de Setembro);

- Introdução de diversas alterações ao Plano de Contas para o Sistema Bancário, designadamente no domínio das operações de locação operacional e dos *swaps* (cfr. Instrução nº 28/2003, de 17 de Novembro, que altera a Instrução nº 4/96);

- Definição de orientações relativamente ao tratamento contabilístico dos Agrupamentos Complementares de Empresas (ACE) com ligações a instituições de crédito (cfr. Carta-Circular nº 31/03/DSBDR, de 17 de Abril);

- Esclarecimento quanto à extensão das matérias sobre as quais o órgão de fiscalização se deve pronunciar, por forma a garantir uma maior harmonização de conteúdo do Parecer a remeter ao Banco de Portugal sobre o sistema de controlo interno (cfr. Carta-Circular nº 33/2003/DSB, de 12 de Maio);

- Recomendação às instituições que registem, numa perspectiva de grupo, um envolvimento significativo em operações de titularização, a manutenção de um nível de fundos próprios adequado à globalidade dos riscos que tais operações comportam e, designadamente em relação a novas operações de titularização, abster-se de reconhecer qualquer libertação de fundos próprios e proceder à periodificação, ao longo prazo das mesmas operações, das mais valias apuradas nas cedências dos activos (cfr. Carta-Circular nº 34/2003, de 19 de Maio);

- Actualização, no âmbito das medidas preventivas do branqueamento de capitais, da lista de países e territórios considerados “não cooperantes” pelo Grupo de Acção Financeira Internacional (GAFI), bem como os sujeitos a contra-medidas adicionais, recomendando o reforço dos deveres de vigilância por parte das instituições de crédito e sociedades financeiras em relação a operações contratadas com residentes nesses países e territórios (cfr. em particular, Cartas-Circular nº 70/2003/DSB, de 28 de Julho, e nº 103/2003/DSBDR, de 12 de Novembro);

- Definição do método de cálculo do indicador sobre a qualidade do crédito das instituições a utilizar pelo Banco de Portugal e indicação de que as instituições de crédito deverão usar uma metodologia semelhante na divulgação junto do público de informação sobre esse indicador (cfr. Carta-Circular nº99/03 (DSBDR, de 5 de Novembro).

Foram, igualmente, adoptadas medidas que visam, mais particularmente, o reforço da transparência e a protecção dos consumidores, de que se enumeram as seguintes:

- Alteração do Aviso 1/95, no que se refere à atribuição de datas valor aos débitos e créditos em conta de depósitos à ordem, nomeadamente para efeitos de contagem de juros e disponibilização de quantias creditadas (cfr. Aviso nº7/2003, de 15 de Janeiro);
- Definição dos elementos de informação a prestar no exercício de actividade de concessão de empréstimos à habitação, com base na Recomendação da Comissão nº 2001/193/CE, nomeadamente os elementos que devem constar da Ficha de Informação Normalizada, a assinar pelas partes contratantes, e as despesas inerentes à abertura de uma conta de depósitos e sua manutenção durante a vida do empréstimo (cfr. Instrução nº 27/2003, de 17 de Novembro);
- Comunicação do entendimento do Banco de Portugal sobre as comissões e outras prestações pagas pelos mutuários às instituições de crédito, nos termos da alínea d) do nº1 do artº 4º do DL nº 220/94, de 23/8, no que se refere à gestão e manutenção de contas de depósitos à ordem associadas a contratos de crédito à habitação (cfr. Carta Circular nº 54/2003, de 11 de Julho).

O Banco de Portugal participou, ainda, na elaboração do Decreto-Lei nº 252/2003, de 17 de Outubro, que aprova o regime jurídico dos organismos de investimento colectivo e suas sociedades gestoras e transpõe as Directivas 2001/107/CE e 2001/108/CE, de 21 de Janeiro de 2002 (que alteram a Directiva 85/611/CE do Conselho, relativa aos organismos colectivo em valores mobiliários – OICVM – com vista a regulamentar as sociedades gestoras, os

prospectos simplificados e os investimentos dos OICVM), bem como nos trabalhos conducentes à transposição para o ordenamento jurídico interno das seguintes Directivas comunitárias: Directiva 2001/65/CE, do PE e do Conselho, de 27 de Setembro de 2001 regras de valorimetria aplicáveis às contas anuais e consolidadas de certas formas de sociedades, bem como dos bancos e outras instituições financeiras; Directiva 2002/65/CE, do PE e do Conselho, de 23 de Setembro de 2002 – comercialização à distância de serviços financeiros prestados a consumidores; Directiva 2002/87/CE, do PE e do Conselho, de 16 de Dezembro de 2002 supervisão complementar de instituições de crédito, empresas de seguros e empresas de investimento de um conglomerado financeiro (cfr. CNSF).

No decurso de 2003, o Banco preparou e enviou para apreciação do Governo um projecto de revisão do regime jurídico do crédito agrícola mútuo e um projecto de diploma visando, por um lado, reformular e actualizar o regime de liquidação das instituições de crédito e, por outro lado, transpor para a ordem jurídica interna a Directiva 2001/24/CE, do PE e do Conselho, de 4 de Abril de 2001, relativa ao saneamento e liquidação de instituições de crédito.

III.1.3. Actividades de Supervisão

III.1.3.1. Evolução do Universo das Instituições

Em 2003, acentuou-se a tendência já observada em anos anteriores de diminuição do número de instituições de crédito e sociedades financeiras registadas (390 em 31 de Dezembro de 2003 contra 417 em 31 de Dezembro de 2002), consequência de se terem registado quarenta e três cancelamentos de registos que, apenas parcialmente, foram compensados pelo registo de dezasseis novas instituições.

Com efeito, para além da continuação do processo de reestruturação do Sistema Integrado de Crédito Agrícola Mútuo, que conduziu à diminuição do número de caixas de crédito agrícola mútuo em função das fusões ocorridas, a publicação do Decreto-Lei n.º 186/2002, de 21 de Agosto, ao criar um novo tipo de instituição

de crédito – as “Instituições Financeiras de Crédito” (IFIC) – que tem por objecto a prática de operações permitidas aos bancos, com excepção da recepção de depósitos, veio possibilitar aos principais grupos bancários o prosseguimento da racionalização dos seus meios materiais e humanos, concentrando naquele novo tipo de instituição as actividades antes desenvolvidas por várias instituições de crédito especializadas.

Numa análise mais pormenorizada, verificou-se, no que diz respeito às instituições de crédito, uma diminuição líquida de doze instituições, em parte explicada pela fusão de caixas de crédito agrícola mútuo (diminuição de sete instituições) e pelo registo das primeiras três IFICs, as quais, para além de terem resultado da transformação do objecto social de três sociedades de locação financeira, integraram, através de fusão, quatro outras instituições de crédito (três sociedades financeiras para aquisições a crédito e uma sociedade de *factoring*).

Relativamente às sociedades financeiras, verificou-se um decréscimo líquido de quinze instituições, na sua grande parte motivado pelo facto de, com a publicação do Decreto - Lei n.º 319/2002, de 28 de Dezembro, a supervisão das sociedades de capital de risco ter deixado de ser exercida pelo Banco de Portugal, o que conduziu ao cancelamento do registo de oito sociedades. Para a diminuição do número de sociedades financeiras, contribuiu também o facto de se continuarem a observar re-estruturações dos grupos bancários, com a integração da actividade desenvolvida por empresas de investimento (uma sociedade financeira de corretagem, cinco sociedades corretoras e três sociedades gestoras de patrimónios) em outro tipo de instituições, principalmente em bancos.

Em 2003, registou-se, ainda, uma diminuição dos escritórios de representação de instituições de crédito e de sociedades financeiras com sede no estrangeiro, com o cancelamento de quatro e o registo de dois. De igual modo, as sociedades gestoras de participações sociais apresentaram uma redução do seu número em seis unidades, tendo contribuído para este saldo o cancelamento do registo de onze instituições (quatro por fusão, uma por transformação em banco e

seis por deixarem de estar sujeitas à supervisão do Banco de Portugal ao abrigo do disposto no artigo 117º do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras).

Finalmente, foram efectuados vinte sete novos registos de instituições de crédito sediadas em países do Espaço Económico Europeu a actuar em Portugal em regime de livre prestação de serviços, valor que compara com os vinte quatro registos realizados em 2002.

III.1.3.2. Acompanhamento das Instituições e Grupos Financeiros

O acompanhamento e avaliação sistemática da situação e evolução das instituições de crédito e sociedades financeiras, bem como dos grupos financeiros em que se inserem, foram efectuados por unidades de supervisão responsáveis por um ou mais grupos ou instituições, com base, quer em elementos de informação de periodicidade mensal, trimestral ou semestral (reportes contabilísticos e prudenciais, quer em base individual, quer em base consolidada), quer em elementos recolhidos no decurso de inspecções ou obtidos numa base casuística, quer, ainda, na informação produzida por agências de *rating* e analistas.

No que respeita à informação transmitida ao Banco de Portugal, assume particular relevo a análise do nível e estrutura de fundos próprios, e respectiva adequação aos requisitos de capital para riscos de contraparte, de carteira de negociação, cambiais e outros, da exposição a grandes riscos, da qualidade do crédito e outros activos e respectivos níveis de provisionamento, do cumprimento de outros rácios e limites prudenciais, das demonstrações financeiras – balanço e conta de resultados, bem como dos indicadores de rendibilidade, produtividade e liquidez. Em 2003, destaca-se, ainda, a análise de operações de titularização e do respectivo impacto prudencial, bem como das provisões económicas das instituições. Merece, igualmente, realce, o acompanhamento da adequação dos fundos próprios de conglomerados financeiros heterogéneos e da respectiva estrutura accionista, em articulação com o Instituto de Seguros de Portugal e no contexto do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros.

A análise dos relatórios anuais de controlo interno permitiu, ainda, proceder a uma avaliação de natureza mais qualitativa, nomeadamente no que se refere às políticas de gestão de risco e aos procedimentos de controlo instituídos.

No domínio da execução da programação prevista para 2003, foram realizadas quarenta e cinco inspecções abrangendo as instituições mais relevantes do ponto de vista da dimensão, posicionamento no sistema financeiro, complexidade das operações ou problemas particulares.

Das inspecções efectuadas no decurso deste ano, dezassete foram realizadas a bancos, oito a outros tipos de instituições de crédito (caixas de crédito agrícola mútuo, caixas económicas, sociedades de locação financeira e sociedades financeiras de aquisição a crédito) e dezassete a sociedades financeiras (nomeadamente a sociedades corretoras e financeiras de corretagem, sociedades gestoras de fundos de investimento e sociedades gestoras de património). Realizaram-se, ainda, três acções inspectivas em sociedades gestoras de participações sociais.

Para além das inspecções de carácter global (26), foram igualmente realizadas acções que incidiram sobre aspectos específicos, como sejam a análise das carteiras de crédito, e em particular créditos negociados e reestruturados, e carteiras de títulos, a adequação da política de provisionamento e de gestão de risco, nomeadamente risco de liquidez e risco - país, a adequação dos procedimentos de controlo interno, cumprimento de limites prudenciais, operações com instrumentos financeiros e contas extra-patrimoniais, os procedimentos contabilísticos e a fiabilidade dos reportes.

O processo inspectivo às instituições envolveu, como habitualmente, contactos com as respectivas administrações, nomeadamente através de reuniões realizadas no início do processo, para comunicação dos objectivos das acções a empreender, e no final, para análise das conclusões preliminares. O relatório final, sintetizando as principais conclusões da inspecção, é enviado às instituições para comentário e eventual adopção de medidas

correctivas, cuja implementação é objecto de acompanhamento subsequente.

Realizaram-se, ainda, reuniões com os principais grupos bancários para avaliação da sua situação global e análise das perspectivas de evolução.

III.1.4. Actividades de Consultoria, Estudos e Gestão da Informação

De entre as actividades de consultoria, estudos e gestão de informação desenvolvidas no decurso de 2003, podem distinguir-se duas componentes:

i) as actividades de carácter regular, que incidiram, designadamente, sobre os seguintes domínios:

- Constituição de instituições de crédito e sociedades financeiras, processos de aquisição, fusão, cisão, dissolução ou liquidação de instituições ou de reestruturação de grupos financeiros, e de aquisição ou alienação de participações qualificadas;
- Exercício de actividade em Portugal, por instituições com sede no estrangeiro, e exercício de actividade no estrangeiro, por instituições de crédito nacionais (abertura de sucursais e de escritórios de representação e prestação internacional de serviços);
- Fundos próprios regulamentares e rácios ou limites prudenciais;
- Alteração de contratos de sociedade (v.g. denominação social, estrutura dos órgãos de administração e de fiscalização, diminuição do capital social);
- Avaliação da idoneidade dos membros dos órgãos sociais das instituições sujeitas a supervisão e de eventuais acumulações de cargos e prevenção de conflitos de interesses;
- Definição do âmbito da actividade permitida às instituições sujeitas a supervisão, em especial relativamente ao lançamento de novos produtos ou serviços financeiros;
- Acompanhamento da evolução dos conglomerados financeiros nacionais e exercício de observação dos respectivos níveis de capitalização.

- Exercício periódico de observação do risco de liquidez (em base individual e em base consolidada);

- Avaliação trimestral da situação global do sistema bancário português e dos principais grupos financeiros, com particular ênfase no crescimento do crédito e respectivo financiamento e análise trimestral da rentabilidade do sistema bancário;

- Análise periódica da exposição do sistema bancário face a determinadas áreas geográficas (risco de contraparte);

- Análise dos resultados de exercício de simulação de um regime de provisionamento estatístico, introduzido pela Instrução nº 3/2002;

- Revisão da composição das classes de risco, para efeitos da constituição de provisões para risco-país;

- Emissão de pareceres para o Ministério das Finanças e Ministério da Justiça, designadamente sobre projectos de diplomas e sobre a actividade de organismos internacionais, e participação em grupos de trabalho conjuntos sobre assuntos específicos, como seja o “projecto de revitalização do mercado de capitais”;

- Intercâmbio de informação e respostas a consultas de outras autoridades de supervisão, nacionais e internacionais e colaboração com autoridades públicas;

ii) as actividades tendentes à introdução de normas de natureza prudencial ou contabilística, de que se destacam:

- Repercussões contabilísticas e prudenciais de operações que envolvem instrumentos de transferência de risco de crédito;

- Estudo de impacto sobre a alteração do regime de contribuições das caixas de crédito agrícola mútuo para o Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo;

- Revisão da metodologia de cálculo do rácio de liquidez;

- Estudo de impacto da alteração dos limites aos grandes riscos das caixas de crédito agrícola mútuo/SICAM;

- Regime de provisionamento de crédito – Análise do impacto do novo regime nos bancos

especializados no crédito à habitação e/ou construção;

- Processo de convergência para as regras contabilísticas e critérios valorimétricos previstos nas normas internacionais de contabilidade;

- Novo Acordo de Basileia - Exercício de simulação, coordenado pela Comissão Europeia, relativamente aos requisitos de fundos próprios para riscos operacionais no âmbito das empresas de investimento; Inventariação das abordagens seguidas por uma amostra de instituições relativamente à aplicação do designado “Pilar 2” do novo Acordo, em particular do processo interno de avaliação da adequação de capital; Colaboração com as instituições na preparação para as futuras alterações do regime de adequação de fundos próprios;

- Novo exercício de observação dos níveis de capitalização dos conglomerados financeiros nacionais (em conjunto com o Instituto de Seguros de Portugal e com a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, cfr. CNSF).

Relativamente aos sistemas de informação, salienta-se:

- Sistema BPnet - Disponibilização do serviço de recepção de informação contabilística através do Portal Bpnet;

- Actualização e criação de aplicações de recolha de informação relativamente às normas regulamentares emitidas;

- Exploração e análise de informação prestada pelas principais agências de *rating*.

III.1.5. Reclamações e Processos de Contra-ordenação

Em 2003, deram entrada 1294 reclamações, apresentadas por clientes das instituições supervisionadas ou por estas últimas, tendo sido concluídos 1271 processos. Estas reclamações decorreram, nomeadamente, de alegadas irregularidades em matéria de movimentação de contas bancárias, crédito à habitação e ao consumo, despesas bancárias, actividade não autorizada, taxas de juro, valores mobiliários, garantias bancárias, regras de conduta, dever de informação e publicidade.

Por outro lado, foram instaurados 14 processos de contra-ordenação, relativamente a situações em que o recurso aos meios e instrumentos preventivos ao dispor do Banco de Portugal se revelou insuficiente ou inadequado. Estes processos tiveram por objecto a violação do dever de informação para com o Banco de Portugal, irregularidades na concessão de crédito, incumprimento de limites e rácios prudenciais, exercício de actividade não autorizada, incumprimento dos deveres estabelecidos na Lei nº 5/2002 que estabelece medidas de combate à criminalidade organizativa e económico-financeira.

Em 2003, foram objecto de decisão do Banco de Portugal 7 processos de contra-ordenação, tendo sido condenadas 5 instituições de crédito e 22 pessoas singulares pela prática das seguintes infracções: falsificação de contabilidade, prestação de falsas informações ao Banco de Portugal, desobediência a determinação específica do Banco de Portugal, abertura não autorizada de delegação, crédito a membros dos órgãos sociais, concessão de crédito fora das condições legalmente estabelecidas, ultrapassagem do limite dos grandes riscos, reembolso indevido de títulos de capital e de investimento, omissão de informações devidas ao Banco de Portugal no prazo estabelecido.

III.1.6. Cooperação com outras Autoridades de Supervisão e Actividade Internacional

No domínio da cooperação entre autoridades de supervisão nacionais, assume particular relevância a actividade desenvolvida em 2003 pelo Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF), que congrega o Banco de Portugal, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e o Instituto de Seguros de Portugal. De acordo com as competências que lhe estão atribuídas, foram tratados diversos temas de interesse comum para as autoridades de supervisão, designadamente: i) a supervisão de conglomerados financeiros – exercícios de avaliação dos níveis de capitalização e coordenação dos trabalhos de transposição da Directiva comunitária; ii) a normalização da informação contabilística – análise dos desenvolvimentos comunitários e internacionais

nesta matéria e, em particular, o impacto da adopção das normas internacionais de contabilidade; iii) análise do tratamento na legislação portuguesa da figura jurídica dos auditores externos e preparação de uma proposta de diploma legislativo relativo à prestação de serviços de auditoria a entidades do sector financeiro; iv) a prevenção do branqueamento de capitais – comentários no âmbito do processo de transposição para a ordem jurídica interna da Directiva 2001/97/CE (2ª Directiva relativa à prevenção da utilização do sistema financeiro para efeitos de branqueamento de capitais); v) acompanhamento de propostas de Directivas comunitárias de carácter horizontal e/ou da respectiva transposição – em particular, a transposição das Directivas 2001/107/CE e 2001/108/CE relativas aos organismos de investimento colectivo em valores mobiliários e respectivas sociedades gestoras, com coordenação do processo de consulta e apresentação de anteprojecto de diploma legislativo. Relativamente a alguns destes temas, foram criados grupos de trabalho para aprofundar diversos aspectos e apresentar propostas a submeter à apreciação do CNSF.

No plano internacional, prosseguiu o relacionamento regular de colaboração e intercâmbio de informações com as autoridades de supervisão bancária de outros Estados membros da UE e de países terceiros (v.g. reuniões periódicas previstas nos acordos de cooperação bilateral e contactos conducentes ao estabelecimento de novos acordos), a par do acompanhamento dos desenvolvimentos legislativos e regulamentares, designadamente a nível europeu, com a participação em diversos comités e grupos de trabalho (bem como nos trabalhos preparatórios referentes à adaptação da estrutura de Comitês a nível da Comissão Europeia, decorrentes da aplicação da designada “abordagem Lamfalussy” ao sector bancário). Dos diversos temas em agenda, distinguem-se, por um lado, os conducentes a uma harmonização da regulamentação de carácter prudencial ou de protecção dos consumidores de que se destaca a revisão do regime de adequação de fundos próprios, a aplicação de normas internacionais de contabilidade, a supervisão complementar dos conglomerados financeiros, a

revisão do regime de crédito ao consumo e a revisão da Directiva relativa aos serviços de investimento – e, por outro lado, os temas versando matérias de interesse particular para as autoridades de supervisão, como sejam a análise macroprudencial, os desenvolvimentos estruturais dos sistemas bancários europeus e a estabilidade financeira, a convergência das práticas de supervisão, o reforço da cooperação entre autoridades de supervisão e bancos centrais em matéria de gestão de crises e a cooperação com países terceiros, em particular com os países em vias de adesão. Destaca-se, ainda, a conclusão do processo de revisão das recomendações do Grupo de Acção Financeira no domínio do combate ao branqueamento de capitais, bem como o acompanhamento da implementação das oito recomendações especiais sobre financiamento do terrorismo.

III.1.7. Fundo de Garantia de Depósitos

No final de 2003, participavam no Fundo de Garantia de Depósitos 56 instituições de crédito autorizadas a receber depósitos (46 bancos, 5 caixas económicas e 5 caixas de crédito agrícola mútuo), tendo-se registado a adesão de duas novas instituições.

As contribuições, iniciais e anuais, devidas pelas instituições participantes ascenderam, no exercício de 2003, a 103 milhões de euros, dos quais, 75 milhões foram liquidados mediante a assunção de compromissos irrevogáveis de pagamento, caucionados por títulos para o efeito elegíveis, e a parte restante mediante a entrega de Títulos de Depósito do Banco de Portugal (21 milhões de euros) e em dinheiro (7 milhões de euros).

Em 31 de Dezembro de 2003, os recursos financeiros do Fundo atingiam 1 047 milhões de euros, o que representa um acréscimo de 119 milhões de euros em relação à data homóloga do ano precedente. Estima-se que o volume de depósitos abrangidos pelo regime

de garantia, que serve de base ao apuramento das contribuições anuais, ascendia naquela data a cerca de 114 mil milhões de euros.

O resultado líquido do exercício de 2003 elevou-se a 16 milhões de euros, para o qual contribuíram fundamentalmente os juros obtidos com os investimentos realizados pelo Fundo em títulos de dívida pública (7 milhões de euros), em Títulos de Depósito emitidos pelo Banco de Portugal (3,7 milhões de euros) e ganhos na alienação de títulos negociáveis de dívida pública (7 milhões de euros).

A taxa contributiva de base manteve-se em 0,1%, tendo a taxa contributiva nominal de cada instituição de crédito, determinada em função do respectivo *ratio* de adequação de capital, variado entre 0,08% e 0,12% do saldo médio anual dos depósitos abrangidos pela garantia. Tal como nos anos anteriores, o limite dos compromissos irrevogáveis de pagamento que puderam ser utilizados como forma de substituição parcial da contribuição anual foi fixado em 75% das contribuições apuradas.

A taxa da contribuição efectiva, correspondente a pagamentos de contribuições feitos em numerário e Títulos de Depósito do Banco de Portugal, que reflecte o esforço financeiro de cada instituição participante, variou entre 0,02% (0,08%*25%) e 0,03% (0,12%*25%) do saldo médio anual dos depósitos abrangidos pela garantia.

Tendo presente a aproximação a padrões internacionais do indicador que define o nível de adequação de recursos financeiros ao volume de depósitos garantidos e a estabilização da proporção entre os compromissos irrevogáveis de pagamento assumidos pelas instituições participantes e os activos do Fundo, foi publicado o Aviso do Banco de Portugal nº 11/2003, de 25 de Setembro (corrigido pela Declaração de Rectificação nº 12/2003), que introduziu alterações ao Aviso do Banco de Portugal nº 11/94, fixando para o ano de 2004 a taxa contributiva de base em 0,05%. Para o mesmo ano, a Instrução nº 23/2003, de 15 de Outubro, fixou em 50% o limite dos compromissos irrevogáveis de pagamento.

Quadro I

INSTITUIÇÕES REGISTRADAS EM 31/12/2003

Nº de instituições

	2003	2002
Instituições de crédito		
Bancos e sucursais de bancos estrangeiros	68	64
Caixas económicas (1)	8	8
Caixa central e caixas de crédito agrícola mútuo (2)	128	135
Instituições financeiras de crédito	3	
Sociedades de investimento (3)	3	4
Sociedades de locação financeira (<i>leasing</i>)	12	16
Sociedades de <i>factoring</i>	6	9
Sociedades financeiras para aquisições a crédito	10	14
Sociedades de garantia mútua	3	2
Sucursais de outras instituições de crédito estrangeiras	13	14
Sub-total	254	266
Sociedades financeiras		
Sociedades financeiras de corretagem	7	8
Sociedades corretoras (4)	11	16
Sociedades mediadoras de mercados monetários ou de câmbios	1	1
Sociedades gestoras de fundos de investimentos (5)	47	47
Sociedades gestoras ou emitentes de cartões de crédito	3	3
Sociedades gestoras de patrimónios	24	26
Sociedades de capital de risco (6)		8
Sociedades administradoras de compras em grupo (7)	17	18
Agências de câmbios	21	20
Sociedades gestoras de fundo de titularização de créditos	3	2
Outras sociedades	2	2
Sub-total	136	151
Escritórios de representação de instituições de crédito e sociedades financeiras sediadas no estrangeiro	27	29
Sociedades gestoras de participações sociais	60	66
Total	477	512
Instituições de crédito sediadas em Estados do EEE(*), em regime de prestação de serviços	318	300

(1) Das quais, em 31 de Dezembro de 2003, três se encontravam em processo de liquidação.

(2) Das quais, em 31 de Dezembro de 2003, duas se encontravam em processo de liquidação.

(3) Das quais, em 31 de Dezembro de 2003, uma se encontrava em processo de liquidação.

(4) Das quais, em 31 de Dezembro de 2003, duas se encontravam em processo de liquidação.

(5) Das quais, em 31 de Dezembro de 2003, uma se encontrava em processo de liquidação.

(6) As sociedades de capital de risco deixaram de ficar sujeitas à supervisão do Banco de Portugal, após a entrada em vigor do Decreto-Lei nº. 319/2002, de 28 de Dezembro.

(7) Das quais, em 31 de Dezembro de 2003, onze se encontravam em processo de liquidação.

(*) Espaço Económico Europeu

Quadro II

REGISTOS EFECTUADOS EM 2003 (NOVAS INSTITUIÇÕES)

	Nº de instituições	
	2003	2002
Instituições de crédito		
Bancos e sucursais de bancos estrangeiros (1)	7	3
Caixas económicas		
Caixa central e caixas de crédito agrícola mútuo		
Instituições financeiras de crédito (2)	3	
Sociedades de investimento		
Sociedades de locação financeira (<i>leasing</i>)		
Sociedades de <i>factoring</i>		
Sociedades financeiras para aquisições a crédito		
Sociedades de Garantia Mútua	1	2
Sucursais de outras instituições de crédito estrangeiras		2
Sub-total	11	7
Sociedades financeiras		
Sociedades financeiras de corretagem		
Sociedades corretoras	1	1
Sociedades mediadoras de mercados monetários ou de câmbios		
Sociedades gestoras de fundos de investimentos		1
Sociedades gestoras ou emitentes de cartões de crédito		
Sociedades gestoras de patrimónios	2	4
Sociedades administradoras de compras em grupo (3)		
Agências de câmbios	1	
Sociedades gestoras de fundo de titularização de créditos	1	1
Outras sociedades		
Sub-total	5	7
Escritórios de representação de instituições de crédito e sociedades financeiras sediadas no estrangeiro	2	3
Sociedades gestoras de participações sociais	5	9
Total	23	26
Instituições de crédito sediadas em Estados do EEE(*), em regime de prestação de serviços	27	24

(1) Nas novas instituições, duas são bancos portugueses e cinco são sucursais de bancos com sede na UE. Os bancos portugueses resultam da transformação, respectivamente de uma sociedade gestora de participações sociais e de uma sociedade financeira para aquisições a crédito. Nas sucursais, uma já se encontrava registada, mas passou a estar habilitada a captar depósitos em Portugal em 2003.

(2) Resultantes da transformação de sociedades de locação financeira.

(*) Espaço Económico Europeu

Quadro III

CANCELAMENTOS EFECTUADOS EM 2003

	Nº de instituições	
	2003	2002
Instituições de crédito		
Bancos e sucursais de bancos estrangeiros (1)	3	2
Caixas económicas		
Caixa central e caixas de crédito agrícola mútuo (2)	7	7
Instituições financeiras de crédito		
Sociedades de investimento (3)	1	2
Sociedades de locação financeira (<i>leasing</i>) (4)	4	2
Sociedades de <i>factoring</i> (5)	3	
Sociedades financeiras para aquisições a crédito (6)	4	2
Sociedades de Garantia Mútua		
Sucursais de outras instituições de crédito estrangeiras (7)	1	2
Sub-total	23	17
Sociedades financeiras		
Sociedades financeiras de corretagem (8)	1	4
Sociedades corretoras (9)	6	
Sociedades mediadoras de mercados monetários ou de câmbios		1
Sociedades gestoras de fundos de investimentos		1
Sociedades gestoras ou emitentes de cartões de crédito		
Sociedades gestoras de patrimónios (10)	4	1
Sociedades de capital de risco (11)	8	
Sociedades administradoras de compras em grupo (12)	1	
Agências de câmbios		2
Sociedades gestoras de fundo de titularização de créditos		
Outras sociedades		
Sub-total	20	9
Escritórios de representação de instituições de crédito e sociedades financeiras sediadas no estrangeiro	4	4
Sociedades gestoras de participações sociais (13)	11	7
Total	58	37
Instituições de crédito sediadas em Estados do EEE(*), em regime de prestação de serviços	9	4

(1) Um dos cancelamentos, foi de um banco português por fusão por incorporação numa sociedade gestora de participações sociais e os restantes foram de sucursais de bancos com sede na UE.

(2) Por fusão por incorporação noutras caixas de crédito agrícola mútuo.

(3) Por transformação em sociedade de capital de risco.

(4) Uma por fusão por incorporação num banco, as restantes por transformação em instituições financeiras de crédito.

(5) Por fusões por incorporação.

(6) Uma por transformação em banco, duas por fusão por incorporação e outra por cessação da actividade.

(7) Por ter passado a estar habilitada a captar depósitos em Portugal em 2003.

(8) Por fusões por incorporação num banco.

(9) Cinco por fusão por incorporação e uma por caducidade da autorização.

(10) Três por fusão por incorporação e uma por caducidade da autorização.

(11) Por após a entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 319/2002, de 28 de Dezembro, as sociedades de capital de risco terem deixado de ficar sujeitas à supervisão do Banco de Portugal.

(12) Por dissolução.

(13) Quatro por fusão por incorporação, uma por transformação em banco e seis por terem deixado de estar abrangidas pelo art.º 117.º do RGICSF.

(*) Espaço Económico Europeu

III.2. Emissão Monetária

III.2.1. Emissão e Circulação de Notas

Emissão de Notas

O valor da emissão de notas, da responsabilidade do Banco de Portugal, registava, no final de 2003, um acréscimo de 2,1% face ao valor observado no final do primeiro ano da existência do euro, crescimento que em valor absoluto se traduzia em 181 milhões de euros.

Em termos anuais e em valores absolutos, o aumento da emissão verificado para a nota de 50 euros superava largamente o crescimento global da emissão. Em sentido contrário, merece realce o movimento assinalado ao nível da nota de 5 euros, cujo valor de emissão decresceu cerca de 15%.

EVOLUÇÃO DA EMISSÃO - 2002/2003

U: milhões euros

Denominações	Valor da Emissão		Δ Emissão	
	31.12.2003	31.12.2002	Valor	%
500€	125	115	10	8,6%
200€	77	82	-5	-6,0%
100€	848	909	-61	-6,8%
50€	3.052	2.748	303	11,0%
20€	3.362	3.273	89	2,7%
10€	1.030	1.092	-62	-5,7%
5€	509	601	-92	-15,3%
TOTAL	9.002	8.821	181	2,1%

O valor da emissão em 31.12.2003, repartia-se entre 5.372 milhões de euros afecto à circulação e 3.630 milhões de euros relativos a notas emitidas (circuladas e não circuladas) na posse do Banco de Portugal.

Circulação de Notas

Tendo as denominações em euros entrado na circulação fiduciária no início de 2002, ano que ficou marcado pelo início da recolha dos espécimes denominados em escudos e pelo aumento progressivo da circulação em euros, o ano de 2003 caracterizou-se pela relativa esta-

bilização, ao longo dos meses, do valor da circulação de notas emitidas pelo Banco de Portugal face ao nível registado no final do ano anterior, o que denota que o processo de introdução física do euro na economia nacional se encontrava consolidado à entrada para 2003.

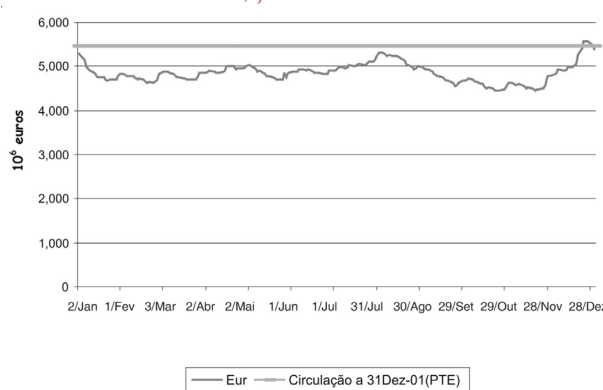
No final do ano, o valor das notas de euro em circulação atingiu 5,372 milhões de euros, traduzindo um crescimento de apenas 0.58% relativamente ao valor de encerramento do ano de 2002, que se havia fixado nos 5,342 milhões de euros.

A evolução mensal da circulação seguiu o ciclo anual que lhe é característico, registando os valores mais elevados nos meses de Julho, Agosto e Dezembro e as quebras mais acentuadas nos meses de Janeiro, Outubro e Novembro.

É de destacar o facto de, no decurso do mês de Dezembro de 2003 (mais precisamente no dia 23), o valor da circulação em euros ter ultrapassado, pela primeira vez e em cerca de 102 milhões de euros, o valor da circulação do escudo na sua fase final.

EVOLUÇÃO DO VALOR EM CIRCULAÇÃO

Notas €, Janeiro a Dezembro 2003



Convém, porém, referir que em termos contabilísticos a rubrica do balanço do Banco de Portugal, Notas em Circulação, regista em final de ano o valor de 9,530 milhões de euros, o que traduz a dotação teórica de notas de euro em circulação que cabe ao Banco, no total de notas de euro em circulação no Eurosistema. Com efeito, as responsabilidades pela emissão do valor total das notas de euro em circulação no Eurosistema são repartidas de acordo com a “tabela de repartição de notas banco”, a qual leva em conta a dotação de 8% do BCE no total da emissão de notas euro e a distribuição dos

EVOLUÇÃO DA CIRCULAÇÃO - 2002/2003

Qtd.: 10⁶ notas Valor: 10⁶ Eur

Denominação	2002			2003			Δ 2002-2003	
	Qtd.	Valor	Peso (valor)	Qtd.	Valor	Peso (valor)	Qtd.	Valor
500	0,06	30	0,6%	0,01	6	0,1%	-0,05	-24
200	0,16	32	0,6%	-0,13	-26	-0,5%	-0,29	-58
100	6,80	680	12,7%	5,28	528	9,8%	-1,52	-152
50	31,17	1.559	29,2%	25,73	1.286	23,9%	-5,44	-272
20	107,64	2.153	40,3%	128,96	2.579	48,0%	21,32	426
10	55,63	556	10,4%	63,78	638	11,9%	8,15	82
5	66,37	332	6,2%	72,17	361	6,7%	5,80	29
TOTAL	267,83	5.342	100,0%	295,80	5.372	100,0%	27,97	31

restantes 92% pelos diversos BCNs, em função da “tabela de repartição da subscrição do capital do BCE”.

A rubrica de balanço Notas em Circulação apresenta, em 2003, um crescimento na ordem dos 19,2% face ao valor de 7,992 milhões de euros apurado no final de 2002.

Com a introdução do euro, a análise à evolução da circulação deixou, efectivamente, de poder ser feita em termos estritamente nacionais, passando a ser entendida numa óptica de agregado ao nível do Eurosistema. Sabe-se que os fenómenos de *cross border* (migração de notas entre países da área do euro) influenciam em grande medida os valores da circulação registados em cada Estado Nacional, podendo, inclusive, conduzir a valores de circulação negativos em determinadas denominações, o que acontece quando o valor das notas na posse do Banco Central (circuladas e não circuladas) supera o valor de emissão registado para essas denominações. Este facto é consequência de se considerar para a base de cálculo da circulação interna apenas as notas emitidas pelo respectivo Banco Central, quando se reconhece que uma parte de todas as notas em circulação no país foi emitida a partir de outros Bancos Centrais da área do euro.

O quadro discrimina, por denominação e em quantidade e valor, a circulação de notas emitidas pelo Banco de Portugal, com referência ao final de cada um dos dois primeiros anos de existência do euro fiduciário, evidenciando o peso relativo de cada denominação nos números globais da circulação, bem como as variações anuais ocorridas.

Como se pode constatar, no final de 2003 a nota de 200 euros apresentava um valor de circulação negativo (-26 milhões de euros), fenómeno também já verificado no decurso do terceiro trimestre para a nota de 500 euros, situação que acabou, no entanto, por ser corrigida nos últimos meses do ano, não obstante o valor da circulação desta denominação se deter, no final, com uma expressão muito reduzida.

As denominações com maior peso no valor da circulação são, por ordem decrescente, as de 20, 50 e 10 euros, correspondendo, no total, a cerca de 84% do total da circulação. A nota de 5 euros, apesar de ocupar a segunda posição em quantidade, detém um peso pouco expressivo no valor da circulação.

O valor médio das notas em circulação diminuiu 1.24 euros face ao ano anterior, sendo o valor mais baixo registado nos últimos 6 anos. Relativamente a 2002, a quantidade de notas em circulação aumentou em cerca de 28 milhões, efeito provocado pelo significativo crescimento verificado nas denominações mais baixas (20, 10 e 5 euros), o que se pode explicar pelo facto de serem estas as denominações habitualmente dispensadas pelas ATMs.

VALOR MÉDIO DAS NOTAS EM CIRCULAÇÃO

Ano	Pte	EUR
1998	3,739	18.65
1999	3,805	18.98
2000	3,744	18.67
2001	3,668	18.30
2002	3,889	19.40
2003	3,641	18.16

A introdução do euro em 2002 e a necessidade de substituição das notas de escudos, determinou, nesse ano, a emissão de um quantitativo de notas excepcional, facto que naturalmente não se poderia voltar a verificar em 2003, por se tratar já de um ano de normalização dos movimentos de tesouraria.

A quantidade de notas novas lançadas em circulação nos dois últimos anos é apresentada no quadro que segue:

NOTAS LANÇADAS EM CIRCULAÇÃO - 2002/2003

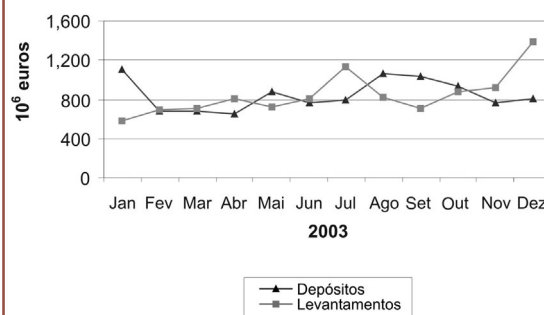
U: 10⁶ notas

Denominação	2002	2003
500	0.2	0.04
200	0.4	0.02
100	9.3	0.35
50	56.3	9.91
20	176.1	41.28
10	121.6	29.16
5	138.5	35.41
Total	502.4	116.17

Depósitos e Levantamentos de Notas no Banco de Portugal

As operações de depósitos e levantamentos realizadas nas tesourarias do Banco de Portugal pelas Instituições de Crédito sucederam-se ao longo de 2003 seguindo os padrões de sazonalidade que lhe são característicos e que transitam da vigência do escudo. Os montantes de notas levantadas e depositadas ascenderam, respectivamente, a 10,176 milhões de euros e 10,161 milhões de euros. O rácio “depósitos/levantamentos” em valor fixou-se no final de 2003 em 99,9%, traduzindo, no segundo ano da existência do euro fiduciário, um equilíbrio quase perfeito entre depósitos e levantamentos, o que justifica em parte o reduzido crescimento da circulação face ao ano anterior.

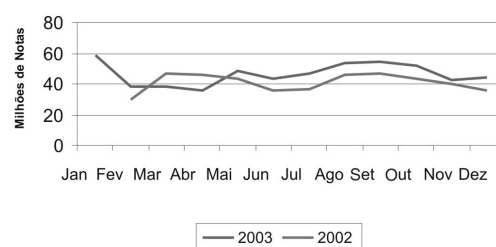
EVOLUÇÃO DOS LEVANTAMENTOS E DEPÓSITOS DE NOTAS EURO



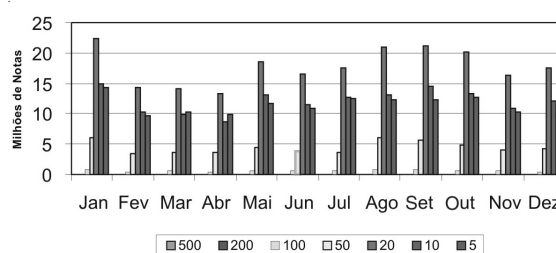
Este resultado é consequência de uma relativa estagnação dos levantamentos relativamente a 2002, em contraste com um significativo crescimento dos depósitos. No ano da introdução física do euro, o rácio “depósitos/levantamentos” em valor ficou-se pelos 68,3%, percentagem que obviamente não serve de comparação para os anos seguintes, porquanto traduz em grande medida o efeito do lançamento inicial do euro na circulação monetária.

Em termos de evolução de depósitos em quantidade de notas, verificou-se para a generalidade dos meses, com excepção de Março e Abril, um acréscimo face aos períodos homólogos do ano anterior, tendo o pico de crescimento sido alcançado em Outubro.

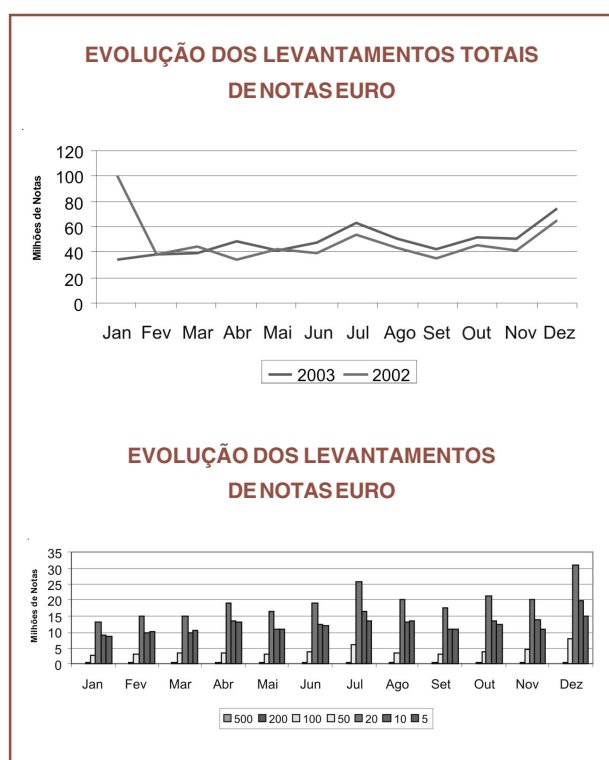
EVOLUÇÃO DOS DEPÓSITOS TOTAIS DE NOTAS EURO



EVOLUÇÃO DOS DEPÓSITOS DE NOTAS EURO



Quanto a levantamentos de notas em quantidade, observou-se uma quebra, já esperada, para os dois primeiros meses do ano, registando-se nos meses seguintes uma curva de evolução muito similar à verificada no ano anterior. A nota de 20 euros manteve ao longo do ano de 2003 a preferência nos levantamentos, alcançando o valor máximo de procura no último mês do ano, seguida de perto pelas notas de 10 e 5 euros. Ao invés, as notas de maior denominação (500, 200 e 100 euros) continuam a registar um volume de levantamentos pouco expressivo.



Produção e Plano de Entregas de Notas

Por decisão do Conselho de Governadores do BCE, a produção de notas euro decorre em conformidade com um cenário de produção descentralizada com acordos de produção. Isso significa que cada BCN da área do euro é responsável pela produção de apenas algumas denominações, sendo-lhe nesse contexto atribuída uma parte do fornecimento total das notas euro necessárias ao Eurosistema. Esta política visa assegurar o fornecimento de notas com qualidade consistente e uniforme, reduzir o número de locais de produção para cada denominação e, fundamentalmente, obter economias de escala no processo produtivo.

Decorre do modelo de produção descentralizada que os BCNs troquem entre si as notas recém-impressas de que necessitam para integrar os seus stocks logísticos anuais. Neste quadro, cada BCN fornecedor suporta as despesas de produção e transporte até ao destino acordado com o BCN receptor, sem haver lugar a reembolsos. A produção total do Eurosistema destina-se a cobrir possíveis incrementos na circulação, a substituir as notas incapazes para retorno à circulação, e ainda para assegurar que os BCNs dispõem de stocks logísticos suficientes para responder aos pedidos de notas mesmo nos picos sazonais de procura. Os BCNs podem ainda recorrer ao Stock Estratégico do Eurosistema, nomeadamente em caso de impossibilidade de cumprimento dos planos de entrega inicialmente definidos.

O volume total de produção para 2003 foi fixado em 3.1 biliões de notas. A distribuição pelos diversos BCNs estabeleceu que a Portugal fosse atribuída a produção de 109 milhões de notas de 20 euros, que foi entregue, como no ano anterior, ao impressor Valora S.A., empresa cujo capital é maioritariamente detido pelo Banco de Portugal.

A Valora S.A. entregou ao Banco de Portugal 114 milhões de notas de 20 euros, quantitativo que comporta um adicional de 5 milhões de notas para além da quota de produção atribuída ao Banco de Portugal, acréscimo que foi aceite pelo BCE e integrado no plano global de produção. Daquele quantitativo de notas de 20 euros, 68 milhões foram entregues pelo Banco de Portugal a outros BCNs, ao abrigo do plano de entregas definido ao nível do Eurosistema, ficando as restantes para satisfação das suas próprias necessidades. Foram igualmente entregues, ao abrigo do referido plano de entregas, 19 milhões de notas de 5 euros relativas à produção de 2002. Em contrapartida, o Banco de Portugal recebeu 176 milhões de notas de várias denominações, provenientes de outros BCNs e também do Stock Estratégico do Eurosistema.

Escolha e Qualidade das Notas em Circulação

As notas recebidas no Banco de Portugal, por depósito das Instituições de Crédito ou por troca directa ao público, foram na sua tota-

lidade sujeitas a processamento em sistemas de escolha automáticos altamente sofisticados, tendo em vista aferir, segundo padrões de elevada exigência, da sua autenticidade e qualidade, de modo a apurar as que poderiam voltar a circular e a identificar as que deveriam ser sujeitas a destruição.

Durante o ano de 2003, foram processadas 557 milhões de notas nos sistemas de escolha, o que representa um decréscimo de 36% face ao movimento do ano anterior, explicado pela diminuição das notas de escudo recolhidas. Em consequência do acréscimo dos depósitos, o número de notas de euro processadas nos sistemas de escolha aumentou face a 2002 na ordem dos 27%. Do total de notas trabalhadas em 2003, 420 milhões preenchiam os requisitos de qualidade para retornarem à circulação – naturalmente apenas as notas de euros – sendo as restantes 137 milhões encaminhados para a destruição, montante que incluiu notas de escudos.

NOTAS PROCESSADAS NOS SISTEMAS DE ESCOLHA 2002/2003

U: 10⁶ notas

Tipo	2003	2002	Δ anual
	Jan a Dez	Jan a Dez	2002 vs 2003
Pte			
10000\$	0.14	44.29	-100%
5000\$	0.37	168.85	-100%
2000\$	0.12	60.06	-100%
1000\$	0.16	114.20	-100%
500\$	0.06	39.82	-100%
Total	0.85	427.22	-100%
Euro			
500	0.52	0.12	339%
200	0.52	0.36	44%
100	7.62	4.23	80%
50	54.68	33.06	65%
20	211.92	151.08	40%
10	143.89	121.76	18%
5	137.21	126.18	9%
Total	556.37	436.78	27%
TOTAL GERAL	557.22	864.00	-36%

A qualidade das notas em circulação manteve-se, no geral, constante durante o ano de 2003, não obstante e fruto de uma maior rotação, as notas de 5, 10 e 20 euros terem apresentado algum decréscimo na sua qualidade origi-

nal, o que será também uma consequência natural do aumento do seu período efectivo de vida, porquanto o euro fiduciário conta já dois anos de existência. Esta situação foi, porém, acompanhada por um progressivo aumento das percentagens de destruição de notas praticadas pelos sistemas de escolha.

A taxa de inutilização de notas, que é o resultado do total de notas consideradas incapazes para voltar à circulação relativamente ao total de notas sujeitas à verificação de qualidade nos sistemas de escolha, situou-se em 2003 nos 24%, percentual que não tem ainda referencial de comparação na vigência do euro. Por denominação, as percentagens médias anuais praticadas foram as seguintes:

TAXA MÉDIA DE INUTILIZAÇÃO POR DENOMINAÇÃO 2003

Denominação	% Destruição
500	6%
200	10%
100	13%
50	10%
20	18%
10	25%
5	40%

Detecção de Notas Contrafeitas

Tem sido dominante a preocupação com a protecção das notas de euro contra a contrafacção. As notas foram concebidas de forma a assegurar essa protecção, tendo sido, em complemento, lançada uma ampla campanha de informação, ao nível do Eurosistema, sobre o desenho e as características de segurança das notas de euro, dirigida quer ao público quer aos caixas profissionais.

Em Portugal, o número de notas contrafeitas detectadas durante o ano ficou bastante aquém do verificado no último ano de circulação do escudo. Com efeito, foram apreendidas 8,302 notas de euro contrafeitas em 2003, contra o número de 17,533 notas de escudo registado no ano de 2001.

No que respeita à qualidade das notas contrafeitas apreendidas em Portugal, constata-se uma variação significativa dos níveis detectados, que vai desde as contrafacções de reduzida quali-

dade, até às que se podem classificar de qualidade razoável. Ainda que os elementos de segurança integrados na nota de euro sejam de difícil reprodução, têm sido detectadas algumas contra-facções de determinados elementos que se podem considerar de relativa qualidade, em especial o elemento holográfico, as tintas fluorescentes e o filete de segurança.

A nota de 50 euros é a que regista maior número de contrafacções, representando cerca de 56.7% do total das notas contrafeitas detectadas.

NOTAS CONTRAFEITAS DETECTADAS EM 2003 POR DENOMINAÇÃO

Denominação	Quantidade
500	16
200	154
100	866
50	4,710
20	1,443
10	193
5	920
Total	8,302

Máquinas de Depósito, Escolha e Levantamento de Notas

As Instituições de Crédito e outras entidades cuja actividade profissional envolve a escolha e distribuição de notas ao público, iniciaram investimentos em equipamentos automáticos destinados a permitir a realização directa pelo público de depósitos de notas de euro (Máquina de Depósitos) e de depósitos e levantamentos de notas de euro (Máquina de Depósitos, Escolha e Levantamentos), encurtando desse modo o ciclo de processamento e tratamento de notas, com a consequente redução de custos.

A introdução e utilização destes equipamentos no sistema bancário, exigiram a adopção de um conjunto de medidas comuns ao Eurosistema, reflectidas na instrução n.º 4/2003 do Banco de Portugal, no sentido de fornecerem as melhores garantias possíveis

quanto ao reconhecimento de autenticidade das notas movimentadas, impropriedade para circulação, detecção de contrafacção, identificação dos detentores de contas associadas aos movimentos e preservação do histórico de movimentos.

Nesse sentido e por solicitação dos distribuidores e fabricantes dos equipamentos, o Banco de Portugal realizou testes de aptidão a cinco tipos de Máquinas de Depósito de notas euro, avaliando os requisitos de escolha de acordo com a qualidade das notas e emitindo, quando devido, os respectivos documentos de conformidade. Paralelamente, estabeleceu contratos de utilização dos equipamentos aptos com as Instituições de Crédito interessadas na sua instalação na rede bancária, os quais conferem ao Banco de Portugal o estatuto de inspector e depositário de toda a informação relativa à identificação e localização geográfica desses equipamentos.

A intervenção supervisora do Banco de Portugal neste âmbito tem em vista criar condições para assegurar a elevada qualidade das notas em circulação provenientes das “cashing recycle machines”, em acréscimo à responsabilidade de garantia de qualidade inerente ao processo de escolha realizado nos centros do Banco de Portugal.

Recolha de Notas PTE (escudos)

A recolha das denominações da nota escudo decorreu de forma gradual, embora a um ritmo substancialmente menor que o verificado no ano anterior. Durante o ano de 2003, entraram nas tesourarias do Banco de Portugal, quer por troca directa ao público, quer através das Instituições de Crédito, 1.07 milhões de notas. Está por resgatar, face à circulação final de 31.12.2001, um residual de 14 milhões de notas, correspondente a 141 milhões de euros.

As notas expressas em escudos retiradas de circulação à data de 1 de Março de 2002, poderão ser pagas em euros pelo Banco de Portugal no prazo de 20 anos contados, a partir de 28 de Fevereiro de 2003.

NOTAS DE ESCUDO RECOLHIDAS E POR RECOLHER EM 2003

U: 10⁶ notas/euros

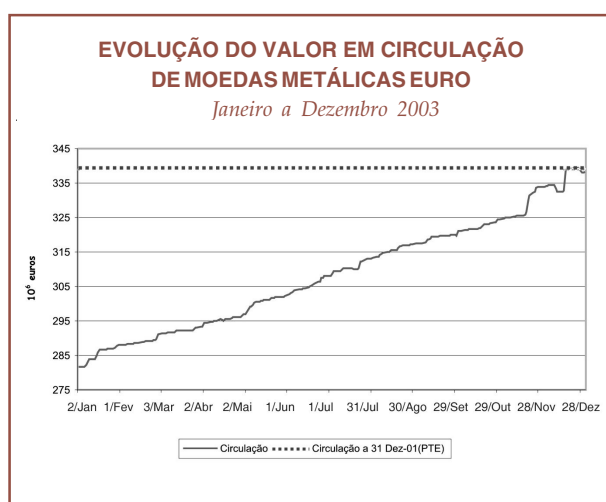
Denominações	Recolhidas em 2003		Por recolher em 31.12.03	
	Qtd.	Valor	Qtd.	Valor
10 000\$	0.13	6.32	0.60	30.1
5 000\$	0.41	10.34	2.25	56.11
2 000\$	0.14	1.39	2.08	20.74
1 000\$	0.25	1.25	4.40	21.95
500\$	0.14	0.36	4.77	11.89
TOTAL	1.07	19.66	14.10	140.79

III.2.2 Moeda Metálica

Circulação

A circulação da moeda metálica sofreu um aumento progressivo em 2003, atingindo no final do ano o valor de 338 milhões de euros, correspondentes a 1,223 milhões de moedas em circulação. Face a 2002, o aumento da circulação situou-se nos 57 milhões de euros, o que se traduziu num acréscimo de 199 milhões de moedas.

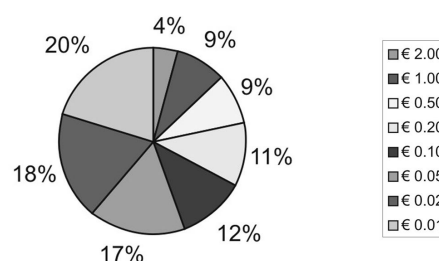
No final de 2003, foi pela primeira vez atingido o valor da circulação registado na fase final da vigência do escudo.



A estrutura da circulação no final de 2003 era a seguinte:

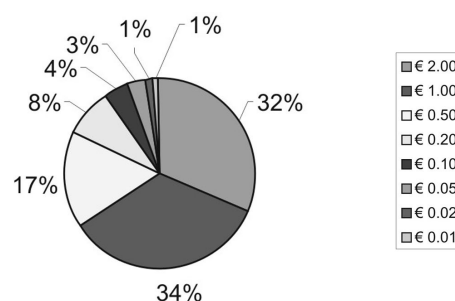
ESTRUTURA DA CIRCULAÇÃO

Quantidade



ESTRUTURA DA CIRCULAÇÃO

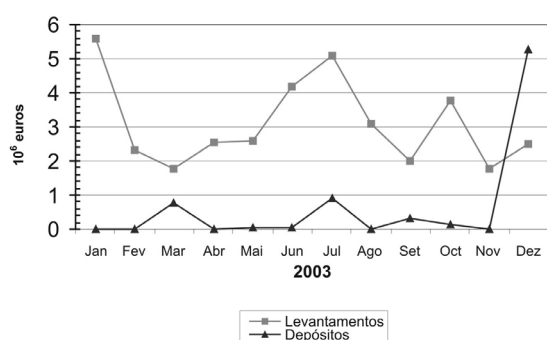
Valor



Depósitos e Levantamentos

Os depósitos de moeda de troco iniciaram-se em Março, repartindo-se irregularmente ao longo do ano. O valor mais elevado foi atingido em Dezembro, altura em que se atingiram 6.4 milhões de moedas, correspondentes a 5.3 milhões de euros. O montante anual de depósitos ascendeu a 7.5 milhões de euros.

EVOLUÇÃO DOS LEVANTAMENTOS E DEPÓSITOS DE MOEDA DE TROCO



Os levantamentos apresentaram-se variáveis, com uma evolução semelhante à ocorrida em 2002, com excepção do mês de Janeiro

(em 2002 foram levantados 34.7 milhões de euros no âmbito do Cash Changeover). O montante anual de levantamentos ascendeu a 37.2 milhões de euros.

Moeda Comemorativa

Foram em 2003 pela primeira vez emitidas moedas comemorativas denominadas em euros, as quais, por determinação do BCE, possuem valores faciais diferentes da moeda corrente e apenas têm curso legal no país de emissão. Foram colocadas em circulação pelo Banco de Portugal moedas alusivas a:

Série	Tema	Valor	Liga
-	150 anos do 1º selo português	€ 5	prata ouro
Os Valores do Futebol	Futebol é Paixão		prata ouro
	Futebol é Festa	€ 8	
	Futebol é Desportivismo		
V Série Ibero-Americana	Náutica	€ 10	prata

POSIÇÃO EM 31.12.03 DA MOEDA METÁLICA DE EURO EMITIDA

Em euros

Moeda de EURO	Emitida pelo Estado		
	Em Circulação	Nas Caixas do Banco de Portugal	Total
Divisionária e de Troco			
<i>Aço cobreado</i>			
1 cêntimo	2,518,695.85	116,333.23	2,635,029.08
2 cêntimos	4,446,419.14	146,848.02	4,593,267.16
5 cêntimos	10,166,745.55	496,594.85	10,663,340.40
<i>Ouro nórdico</i>			
10 cêntimos	14,387,269.50	696,319.30	15,083,588.80
20 cêntimos	26,378,482.00	1,475,007.20	27,853,489.20
50 cêntimos	54,202,892.50	4,061,110.50	58,264,003.00
<i>Latão níquel/Cuproníquel</i>			
1 euro	108,476,296.00	5,743,987.00	114,220,283.00
2 euros	101,656,936.00	13,898,530.00	115,555,466.00
Total	322,233,736.54	26,634,730.10	348,868,466.64
Comemorativa			
<i>Ouro</i>			
8 euros	24,000.00	0.00	24,000.00
<i>Prata</i>			
5 euros	0.00	720,000.00	720,000.00
8 euros	12,827,560.00	1,236,440.00	14,064,000.00
10 euros	3,128,450.00	31,550.00	3,160,000.00
Total	15,980,010.00	1,987,990.00	17,968,000.00
TOTAL GERAL	338,213,746.54	28,622,720.10	366,836,466.64

III.3. Sistemas de Pagamentos

Merece destaque na actividade desenvolvida no âmbito dos sistemas de pagamentos, em 2003, a entrada em funcionamento, em finais de Outubro, do sistema de troca de imagens electrónicas de cheques.

A troca de documentos de uma forma totalmente automatizada, dispensando a circulação física documental, bem como a utilização de novas tecnologias associadas ao tratamento da imagem – reconhecimento inteligente de caracteres (ICR) e conferência electrónica de assinaturas –, possibilitou uma maior eficiência e racionalização do circuito de depósito e cobrança de cheques e uma acrescida fiabilidade e segurança no processamento interbancário destes documentos.

Os centros de troca física, geridos pelo Banco de Portugal, em Lisboa, Funchal, Ponta Delgada e Angra do Heroísmo foram, como resultado da entrada em funcionamento do referido sistema, encerrados. Completou-se, assim, o processo de extinção da Compensação Tradicional que, na parte da troca física de documentos não truncados, não fora possível eliminar aquando da integração daquela na Compensação Electrónica (Telecompensação) de Cheques, ocorrida em 30 de Junho de 1998.

Este sistema inovador, resultante da cooperação das instituições participantes na compensação interbancária de cheques, da SIBS e do Banco de Portugal, reforça a posição de vanguarda do nosso país na adopção de processos tecnológicos avançados aplicados na operação dos sistemas de pagamentos.

No ano de 2003 são ainda de referir, a nível nacional e europeu, os seguintes acontecimentos.

No âmbito nacional, salienta-se a edição do quarto número dos “Cadernos do Banco de Portugal”, sobre a temática dos sistemas de pagamentos, abordando a restrição ao uso dos cheques. Esta iniciativa do Banco de Portugal, que tinha arrancado em 2002, com a publicação dos três primeiros números (“Débitos Directos”, “Transferências a Crédito” e “Cheques – regras gerais”), visa melhorar a compreensão das características e funcionalidades dos instrumentos e sistemas de pagamentos, tornando mais fácil e racional a sua utilização por parte do público que deles se serve.

No início de Novembro ocorreu a anunciada migração do sistema de negociação, compensação e liquidação do mercado a contado da Bolsa de Valores (Euronext Lisbon) para a plataforma pan-europeia da Euronext/Clearnet. A integração operada ocasionou algumas alterações ao modelo até então vigente na praça portuguesa, destacando-se, como mais significativa, a introdução da chamada contraparte central como modelo de compensação e liquidação. Como consequência da referida integração, verificou-se um acréscimo significativo no volume de operações liquidadas numa base individual junto do Banco de Portugal.

No âmbito europeu, salienta-se a entrada em vigor, no dia 1 de Julho, do princípio da igualização (com as homólogas domésticas) de encargos aplicáveis às transferências bancárias transfronteiras expressas em euros, até ao limite de 12 500 euros. Esta norma imperativa, decorre da aplicação do Regulamento nº 2560/2001 de 19 de Dezembro, do Parlamento Europeu e do Conselho, que tem como objectivo aproximar, gradualmente, os preços domésticos dos preços transnacionais, nos pagamentos em euros, no espaço da União Europeia. Recordar-se que, no âmbito do citado Regulamento, entrara já em vigor, em 1 de Julho de 2002, a referida igualização de encargos para os pagamentos em euros, até ao limite mencionado, aplicável às operações efectuadas através de instrumentos de pagamento electrónico, nomeadamente, cartões de débito e/ou crédito e de levantamentos de numerário em caixas automáticos.

Em Janeiro, o Conselho de Governadores do BCE aprovou a estrutura de superintendência do TARGET, definindo as responsabilidades dos Bancos Centrais Nacionais e do BCE relativamente aos vários componentes do sistema e as competências orgânicas no que respeita à operação e à superintendência do sistema. A estrutura em apreço do TARGET visa a contínua vigilância da compatibilidade do sistema com os *standards* e os princípios fundamentais adoptados no funcionamento dos sistemas de pagamentos sistemicamente importantes. Está a decorrer um processo de avaliação dos componentes do TARGET, tendo em consideração a compatibilização com os

Core Principles, adoptados pelo Conselho de Governadores em Janeiro de 2001, para os sistemas de pagamentos sistemicamente importantes.

Prosseguiram os trabalhos de preparação do projecto TARGET2, tendo sido divulgados, em Julho, os resultados da consulta pública sobre os princípios e estrutura daquele sistema, que se prevê estar operacional a partir de Janeiro de 2007. O TARGET2 funcionará, muito provavelmente, na base de uma plataforma operativa/tecnológica única, cuja construção será desenvolvida pelos bancos centrais da Alemanha, da França e da Itália.

No quadro da *Single Euro Payment Area (SEPA)*, iniciativa dos bancos europeus e das suas associações representativas, sob a égide do *European Payments Council (EPC)*, continuaram os trabalhos planeados em 2002, destacando-se a decisão de adoptar o *STEP2* da *European Banking Association (EBA)*, como o sistema sobre o qual será erigida a futura câmara de compensação pan-europeia. Esta estrutura de pagamentos estará vocacionada para o processamento de um grande volume de pagamentos de retalho, visando criar condições para a redução dos custos de processamento dos pagamentos transfronteiros, que poderá assim proporcionar a diminuição das comissões cobradas aos clientes bancários, naqueles pagamentos, conforme preconizado pelas autoridades públicas europeias.

No quadro operacional, o funcionamento do SPGT/TARGET e do SICOI em 2003 (detalhado nos pontos III.3.1 e III.3.2) registou a seguinte evolução: incremento do SPGT nas quantidades e, principalmente, nos valores processados, respectivamente em 13% e 55%; aumento dos volumes e diminuição dos valores processados no SICOI de 5,8% e -2,6%, respectivamente. Esta evolução, na linha do que já se tinha observado em 2002, conduz a que a liquidação por bruto (SPGT) concentre, com apenas 0,1% das quantidades totais liquidadas interbancariamente no conjunto daqueles dois sistemas, cerca de 95% dos valores totais liquidados.

III.3.1. Sistemas de Liquidação por Bruto: SPGT/TARGET¹

No Sistema de Pagamentos de Grandes Transacções (SPGT), sistema português de liquidação por bruto em tempo real, em 2003, continua a verificar-se a tendência, já observada nos anos anteriores, do aumento das operações liquidadas, com uma variação global positiva, relativamente ao ano anterior, de 12,7% e 55,4%, respectivamente na quantidade e no valor, conforme pode ler-se no quadro seguinte:

(1) O Sistema de Liquidação de Outros Depositantes (SLOD), com 36 125 operações para um valor de aproximadamente 66 mil milhões de euros, regista cerca de 2,8% do volume e 1,3% do valor transaccionado pelo conjunto dos sistemas de liquidação por bruto (SPGT e SLOD).

OPERAÇÕES PROCESSADAS NO SPGT

Valor: milhões de euros

	2002		2003		Variação			
	Quantidade	Valor	Quantidade	Valor	Quantidade	%	Valor	%
Total de Operações Liquidadas	1 141 646	3 326 558	1 286 397	5 168 330	144 751	12,7	1 841 772	55,4
Operações Domésticas	621 737	1 225 343	650 364	1 213 695	28 627	4,6	-11 648	-1,0
Operações Transnacionais	519 909	2 101 215	636 033	3 954 635	116 124	22,3	1 853 420	88,2
Enviadas	270 632	1 050 958	334 557	1 974 986	63 925	23,6	924 028	87,9
Recebidas	249 277	1 050 257	301 476	1 979 649	52 199	20,9	929 392	88,5
Médias Diárias								
Operações Domésticas	2 438	4 805	2 550	4 760	112	4,6	-45	-1,0
Operações Transnacionais	2 039	8 240	2 494	15 508	455	22,3	7 268	88,2
Enviadas	1 061	4 121	1 312	7 745	251	23,6	3 624	87,9
Recebidas	978	4 119	1 182	7 763	204	20,9	3 644	88,5

É de referir que o crescimento mais acentuado se verifica nos fluxos transnacionais, com um aumento global de 22,3% dos volumes processados que correspondem a uma variação positiva de 88,2% nos montantes globais transaccionados.

A grande variação ocorrida nos montantes processados, no segmento transnacional, é consequência do aumento de valor registado nos pagamentos interbancários transaccionados. Este crescimento é explicado, principalmente, pelo aumento de actividade de um participante SPGT, com especial incidência durante o segundo semestre de 2003 e que, só por si, representou aproximadamente 41% do valor global anual deste segmento. O impacto deste aumento é claramente observado na variação da média global diária dos montantes transaccionados nos fluxos transnacionais que cresce de 8 240 para 15 508 milhões de euros.

Relativamente aos volumes processados, os factores que contribuíram para o crescimento, embora moderado, verificado nos fluxos domésticos, foram a introdução, em Setembro, da liquidação por bruto dos Débitos Directos de Grande Montante (montante igual ou superior a 100 000 mil euros), a implementação, em Novembro, de um *interface* com a *Cleartnet/Centrale des Règlements Interbancaires (CRI)* que implicou o aumento da quantidade de operações liquidadas numa base individual, a partir da mesma data, com origem no Sistema de Liquidação *Real Time* da Euronext Lisbon.

Como facto relevante na actividade do SPGT, é de considerar a obtenção, em Dezembro, de máximos de processamento, tanto nos valores transaccionados, no dia 23, a atingir os 43 435 milhões de euros, como nas quantidades, no dia 29, com o processamento de 9 538 operações. Associado a este facto, é também de salientar a evolução positiva que se verificou durante o ano, nos tempos médios de liquidação, obtidos no período do dia com maior concentração de operações (entre as 09:30 e as 10:00 horas), com especial incidência em Dezembro, em que foram atingidos, em média, tempos de liquidação/processamento por operação, na ordem dos 22 centésimos de segundo.

O funcionamento do SPGT, especialmente no que se refere ao segmento TARGET/Interlinking, decorreu de forma muito satisfatória, sendo o

único sistema a atingir, na vertente transnacional, os 100% de disponibilidade de serviço no ano de 2003, dando assim, um importante contributo para a evolução positiva, embora pouco acentuada, do indicador de disponibilidade global do TARGET, que passou de 99,77% para 99,79%. Na rede doméstica (circuito BP/SIBS), no entanto, são de assinalar alguns incidentes facilmente ultrapassados através da utilização dos circuitos de emergência, via SWIFT e fax.

Sem grandes mudanças programadas para o ano 2003, no que se refere aos serviços básicos disponibilizados pelo SPGT, são no entanto de referir as alterações introduzidas na sua infraestrutura, designadamente, a migração das comunicações BP/SIBS para TCP/IP, a evolução para versões de *software* mais actualizadas no SWIFT *Alliance*, no SIC e no DAC (*software* de comunicações entre a rede SWIFT e o *host* SPGT) e ainda o acompanhamento da implementação da infra-estrutura SWIFTNet.

No que se refere à *release* 2003 do TARGET, esta arrancou em produção nos diversos SLBTR que constituem o sistema no dia 17 de Novembro, contemplando apenas uma alteração: a descontinuação da Norma IL100 (acompanhando, desta forma, a extinção deste *standard* ocorrida, na mesma data, na rede SWIFT), cuja utilização foi abandonada e substituída com vantagem pela Norma IL103, com maior capacidade de transmissão de informação e já em utilização para os pagamentos comerciais de clientes. A par desta alteração, efectuada na componente TARGET/Interlinking, foi também introduzida na rede doméstica uma versão actualizada da Aplicação de Tesouraria (AT).

Relativamente aos procedimentos de contingência definidos, foram realizados testes regulares, tanto no espaço doméstico como no espaço transnacional. Em relação à vertente transnacional, foram efectuadas sessões de testes de contingência, em produção, com os outros Bancos Centrais Nacionais, nos meses de Março, Setembro e Dezembro, com recurso à utilização dos canais alternativos de comunicação. Paralelamente, no espaço doméstico e à semelhança dos anos anteriores, foram igualmente realizados testes do circuito de emergência (via SWIFT e fax) com os participantes SPGT.

Internamente, a monitoragem e gestão do sistema foi efectuada, uma vez em cada trimestre, a partir da 2ª sala de controlo do SPGT, prosseguindo assim o objectivo de manutenção de um espaço de contingência que possibilite a gestão do sistema, em caso de avaria da sala principal de controlo do SPGT.

Ainda no contexto dos procedimentos de contingência e prosseguindo o objectivo da manutenção da continuidade de negócio, em caso de disrupção grave no centro de processamento de dados principal, foi feito o acompanhamento do desenvolvimento do Plano de Continuidade de Negócio – na parte relativa à definição dos procedimentos operacionais de recuperação do SPGT –, no âmbito da instalação do centro alternativo de processamento de dados, cuja conclusão está prevista para o início do segundo trimestre de 2004.

Também durante o ano de 2003, foi conduzida uma análise de riscos do TARGET, completa e exaustiva, a todos os componentes do sistema, de acordo com a nova metodologia aprovada pelo SEBC, e que visa a avaliação e o controlo dos desvios, em cada SLBTR, relativamente aos padrões de segurança previamente definidos.

Relativamente às publicações divulgadas pelo BCE, refira-se a edição, em Abril, do “Relatório Anual do TARGET de 2002”, com informação sobre o desempenho técnico e operacional e os desenvolvimentos efectuados e previstos, as relações com os utilizadores do sistema, um novo esquema de compensação para prejuízos causados por falhas de funcionamento, a estrutura de superintendência do sistema, as implicações do alargamento da UE e o desenvolvimento do TARGET2. Ainda no capítulo das publicações,

em Julho, foi divulgada a nova versão do “Information guide for credit institutions using TARGET”, com actualizações relativas ao novo esquema de compensação para situações de falha de funcionamento do sistema – em vigor desde 1 de Julho de 2003 –, recomendações relativas ao processamento dos pagamentos em euros no sistema CLS e ainda procedimentos de gestão em caso de incidentes.

Por último, refira-se que na sequência da tomada de decisão pelo Conselho de Governadores, no final de 2002, sobre a estratégia de longo prazo para o TARGET, o ano de 2003 foi marcado pelo estudo e configuração da próxima geração do sistema, designado por TARGET2. Neste contexto, são de mencionar como factos mais relevantes: (i) divulgação dos resultados da consulta pública anunciada em 16 de Dezembro de 2002 e cujos contributos foram recebidos no SEBC até 25 de Abril de 2003; (ii) as várias reuniões com os grupos bancários europeus, na égide do EPC e do TARGET Working Group (TWG), visando a definição dos requisitos de base para o futuro sistema; (iii) as reuniões e consultas a nível nacional, com os principais bancos, prosseguindo o mesmo objectivo; (iv) a apresentação da proposta conjunta dos bancos centrais da Alemanha, da França e da Itália para fornecimento de uma plataforma única (*Single Shared Platform - SSP*) a partilhar pelos Bancos Centrais Nacionais que queiram abdicar dos seus SLBTR; (v) a discussão sobre as questões de financiamento e governação do futuro sistema e a definição das primeiras versões dos serviços de base a disponibilizar pelo TARGET2; (vi) a planificação do pré-projecto para o desenvolvimento e implementação, tendo como meta desejada o arranque em 1 de Janeiro de 2007.

OPERAÇÕES PROCESSADAS NO SICOI

Quantidade: milhões

Valor: milhões de euros

	2002		2003		Variação			
	Quantidade	Valor	Quantidade	Valor	Quantidade	%	Valor	%
Total Compensado	1 188,4	308 466	1 257,0	300 577	68,6	5,8	-7 889	-2,6
Cheques	210,8	215 301	200,1	196 811	-10,7	-5,1	-18 490	-18,1
Efeitos	5,6	4 150	4,6	3 642	-1,0	-18,0	-508	-12,2
TEI	30,6	48 337	42,8	55 555	12,2	40,0	7 218	14,9
Débitos Directos	1,4	434	4,3	1 077	2,9	209,2	643	148,2
Multibanco	940,0	40 244	1 005,2	43 492	65,2	6,9	3 248	8,1

III.3.2. Sistema de Liquidação por Compensação: SICOI

O Sistema de Compensação Interbancária (SICOI) registou, no ano de 2003, um acréscimo de 5,8% na quantidade de operações nele realizadas, conforme ressalta da leitura do quadro seguinte. No entanto, no que respeita ao valor global das operações processadas, verificou-se um ligeiro decréscimo de aproximadamente 2,6%.

O aumento de 5,8% registado na quantidade das operações compensadas deveu-se, em grande medida, ao crescimento registado pelo sistema Multibanco. Também o subsistema de Transferências Electrónicas Interbancárias (TEI) e o subsistema de Débitos Directos (SDD) registaram aumentos significativos, no respeitante ao volume de operações processadas através do SICOI. Contudo o SDD, apesar de ter registado um crescimento em volume de 209,2%, representa ainda uma reduzida percentagem face ao total de operações compensadas (aproximadamente 0,3%). Face ao acréscimo registado nos últimos meses do ano de 2003, que em Dezembro representava já 0,6% das operações processadas através do SICOI, perspectiva-se que este sistema possa registar um impulso significativo em 2004.

O ano de 2003 registou, uma vez mais, uma redução do número de cheques e efeitos processados, respectivamente 5,1% e 18,0%, acentuando a tendência para o uso de instrumentos desmaterializados, em prejuízo dos instrumentos de suporte em papel. Com efeito, o Multibanco registou taxas de crescimento de 6,9% e de 8,1% em quantidade e valor, respectivamente, e detém a maior quota no volume de operações processadas no SICOI (80%), embora em valor represente apenas 14,5% dos valores compensados. Também o subsistema TEI continua registando taxas de crescimento significativas, quer em volume (40%), quer em valor (14,9%), sendo, porém, o seu peso no número de operações compensadas de apenas 3,4% mas, representando 18,5% em valor.

Verificou-se, igualmente, nos instrumentos de suporte em papel, sobretudo no cheque, uma redução dos valores totais processados através do SICOI, que representou, naquele subsistema, uma evolução negativa de aproximadamente 18,1%. No entanto, é de referir que a forte

redução registada no cheque é, ainda que em valor absoluto, inferior à registada em 2002 (menos 18 490 milhões de euros, contra 47 497 milhões no ano anterior). Relembra-se que a redução muito forte do valor dos cheques compensados, em 2002, teve a ver com o novo limite para as operações de grande montante – que passou de 500 000 para 100 000 euros – a processar no SPGT, ocorrida em 1 de Fevereiro de 2002, que ocasionou a transferência da liquidação dos cheques de valor igual ou superior a 100 000 euros do SICOI para o SPGT.

Ainda assim, o cheque continua tendo um peso significativo entre os instrumentos de pagamento, sobretudo no que respeita aos valores movimentados, sendo muito utilizado em pagamentos comerciais e de maior montante.

No que respeita às devoluções de cheques, as quais representam cerca de 0,7% dos cheques compensados, verificou-se em 2003 um acréscimo de cerca de 5,3% em quantidade, mas um decréscimo de 5,6% em valor. O motivo de devolução mais invocado continua sendo o de “falta ou insuficiência de provisão” (em cerca de 82% dos casos), tendo-se verificado um ligeiro decréscimo nos montantes devolvidos (cerca de 4,7%) por esse motivo.

No âmbito da promoção do bom funcionamento dos sistemas de pagamentos de retalho, o ano de 2003 foi marcado pela entrada em produção, no final de Outubro, da Circulação Interbancária de Imagem de Cheques (CIIC), em substituição da troca física dos cheques. Este novo sistema que assenta na troca electrónica de imagens, permite aos bancos a conferência automatizada de assinaturas, bem como o arquivo electrónico dos documentos. Portugal, com a introdução deste sistema, foi pioneiro a nível europeu, permitindo aos bancos uma maior eficiência e redução de custos com a introdução de novas tecnologias.

Relativamente aos outros subsistemas do SICOI, foram também introduzidas algumas alterações no sentido de melhorar a eficiência e segurança dos mesmos, principalmente no domínio do controlo do risco sistémico, sendo de destacar a aplicação ao Sistema de Débitos Directos do limite de 100 000 euros para liquidação por compensação, sendo as operações de valor igual ou superior liquidadas por bruto no SPGT.

III.3.3. Regulamentação e Controlo dos Meios de Pagamento

No ano de 2003 foi elaborado e publicado o Aviso do Banco de Portugal nº10/2003, correspondendo à necessidade de definir um quadro regulamentar que abrangesse quaisquer cobranças por débito em conta de depósitos, efectuadas no âmbito intrabancário, uniformizando todo o processo de cobranças electrónicas e tornando mais claros os direitos e deveres das partes envolvidas (credores, devedores e instituições de crédito).

O Regulamento do SPGT, Instrução nº115/96, bem como o Apêndice 2 do Manual de Procedimentos do TARGET, sofreram igualmente alteração, nos termos da Orientação do Banco Central Europeu, de 4 de Abril de 2003 (ECB/2003/6), designadamente quanto à substituição do esquema de reembolso previsto na alínea h) do artigo 3º da Orientação BCE/2001/3, de 26 de Abril de 2001, relativa a um sistema de transferências automáticas trans-europeias de liquidação pelos valores brutos em tempo real (TARGET), pelo Esquema de Compensação do TARGET que, entrando em vigor a 1 de Julho de 2003, implicou, até essa data, a reformulação e publicação, após submissão ao BCE para consulta prévia, dos instrumentos jurídicos nacionais adequados à sua implementação.

A aplicabilidade do Regulamento (CE) nº2560/2001 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Dezembro de 2001, estabelecendo as normas relativas aos pagamentos transfronteiros em euros para assegurar que os encargos cobrados por esses pagamentos, até ao montante de 50 000 euros, sejam iguais aos cobrados pelos pagamentos em euros efectuados no interior de um Estado-Membro, com data limite de entrada em vigor para as transferências bancárias expressas em euros, até ao montante de 12 500 euros, em 1 de Julho de 2003, levantou algumas questões ao sistema bancário nacional e aos utilizadores de serviços financeiros, sobre as quais o Banco de Portugal foi chamado a pronunciar-se, tendo daí resultado a publicação do Decreto-Lei nº132/2003, de 28 de Junho. A referida regulamentação, exigindo uma pormenorizada avaliação da operacionalidade do sistema de pagamentos português, está em ultimateção.

Igualmente com a colaboração do Banco foi introduzido no acervo normativo nacional o Decreto-Lei nº83/2003, de 24 de Abril, que determinou que as entidades que violarem o dever de se abster de emitir cheques serão novamente incluídas na listagem de utilizadores de cheque que oferecem risco (LUR), além de autorizar o acesso de todas as instituições de crédito indicadas como tal no artigo 3º do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei nº298/92, de 31 de Dezembro, tendo em vista a avaliação do risco de crédito, a todas as informações relativas aos utilizadores de cheque que oferecem risco. Esta iniciativa legislativa implicou alteração ao Decreto-Lei nº454/91, de 28 de Dezembro, com a redacção introduzida pelo Decreto-Lei nº316/97, de 19 de Novembro (Regime Jurídico do Cheque Sem Provisão), estando a respectiva regulamentação, já obtido o parecer prévio da Comissão Nacional de Protecção de Dados, praticamente concluída.

No âmbito da competência para regulamentação do Sistema de Compensação Interbancária (SICOI), revogou-se a Instrução nº125/96, substituindo-a pela Instrução nº25/2003, publicada no Boletim Oficial nº10, de 15.10.2003, em que para além de reflectidas as alterações indispensáveis face ao impacto da entrada em funcionamento da Circulação Interbancária de Imagens, com eliminação da troca física de cheques (em 27 de Outubro de 2003), incluídas na revisão geral do clausulado relativo ao subsistema de Cheques, foram introduzidos ajustamentos referentes a todos os restantes subsistemas (Efeitos Comerciais, Transferências Electrónicas Interbancárias, Débitos Directos e Multibanco).

Sendo essencial a normalização do documento - cheque, designadamente no que respeita às características compatíveis com os requisitos exigidos na recolha e difusão de imagem, a revisão do SICOI, sobretudo na parte que respeitou à circulação interbancária da imagem do cheque, implicou a alteração de um outro instrumento regulamentar. Assim, a Instrução nº9/98 (Norma Técnica do Cheque) foi igualmente objecto de revisão, culminando em revogação, com entrada em vigor, em substituição, da Instrução nº26/2003 (igualmente publicada no Boletim Oficial nº10, de 15.10.2003).

No âmbito do controlo da adequação dos impressos de cheque aos requisitos definidos na Norma Técnica do Cheque, foram analisados, em 2003, pedidos de aprovação apresentados por 14 instituições de crédito (Bancos, Caixas Económicas, Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo e Caixas de Crédito Agrícola Mútuo), representando um acréscimo, relativamente ao ano anterior, de 75%, em resultado da supracitada alteração regulamentar.

A base de dados relativa a utilizadores de cheque que oferecem risco, centralizada e difundida pelo Banco de Portugal nos termos do Regime Jurídico do Cheque Sem Provisão, integrava no final de 2003, o nome de 137 707 entidades. Este número regista um acréscimo de 3,6%, maior que a variação homóloga de 2002, onde se verificou um incremento de 3,2%.

O número de entidades que entraram na listagem em 2003 foi de 91 545, o que representa um acréscimo de 8,5% relativamente ao movimento de entradas verificadas em 2002.

No exercício dos poderes conferidos ao Banco de Portugal pelo Regime Jurídico citado, através de instrução de processo próprio, foram removidos da mencionada listagem os nomes e denominações sociais de 17 728 entidades, depois de verificada a existência de circunstâncias consideradas justificativas da necessidade de utilização deste instrumento de pagamento, e anulada a inclusão de 9 089 utilizadores.

O total de saídas da listagem no ano de 2003 foi de 89 843.

Dando sequência ao esforço, iniciado no ano anterior, de contribuir para o esclarecimento dos utilizadores dos serviços financeiros, quer sobre a diversidade de tais serviços, quer sobre a sua regulamentação, foi publicado o quarto volume da colecção “Cadernos do Banco de Portugal”, subordinado ao tema “Cheques - restrição ao seu uso”.

De todos os volumes publicados sobre sistemas de pagamentos, além do acima referido publicado em 2003, abordando os temas “Débitos Directos”, “Transferências a Crédito” e “Cheques - Regras Gerais”, no final de 2003 estavam distribuídos 1 719 374 exemplares, tendo sido, 1 410 990 com a colaboração das instituições de crédito, 169 010 das Câmaras Municipais (incluindo Centros de Informação

Autárquica ao Consumidor), 36 860 das Lojas do Cidadão e os restantes correspondendo a solicitação directa de diversas entidades, quer por envio postal, quer através da distribuição nos postos de atendimento do Banco, designadamente, na Sede e na Rede Regional.

III.4. Actividade do Banco no Âmbito do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC)

III.4.1. Execução da Política Monetária

O quadro operacional da política monetária continuou a funcionar de forma globalmente eficiente. As alterações das taxas de juro oficiais foram efectuadas de acordo com o objectivo da estabilidade de preços a médio prazo, no quadro da estratégia de política monetária clarificada no início do ano.

Ao longo do ano, o BCE procedeu por duas vezes ao corte das suas taxas de juro oficiais, de que resultou uma diminuição acumulada de 75 pontos base: 25 pontos base em 6 de Março e 50 pontos base em 5 de Junho. Assim, no final do ano, o nível da taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento era de 2.0 por cento, a taxa da facilidade de depósito era de 1.0 por cento e a taxa da facilidade marginal de cedência era de 3.0 por cento. A fragilidade da retoma da economia europeia na primeira metade do ano, aliada à apreciação gradual do euro nos mercados cambiais, contribuiu para que a redução do nível das taxas de juro oficiais fosse esperada pelo mercado, o que se reflectiu na descida antecipada dos níveis de taxas de juro nos prazos mais longos do mercado monetário. De igual modo, o facto de as taxas de juro oficiais se terem mantido inalteradas durante o segundo semestre correspondeu às expectativas do mercado, uma vez que a partir de meados do ano tinham surgido expectativas de inversão do ciclo de taxas de juro, mas com aumentos esperados apenas a partir de 2004. Esta alteração reflectiu-se na evolução da curva de rendimentos do mercado monetário e, em particular, no diferencial de taxa de juro entre os prazos de 1 ano e 1 mês, negativo até finais de Julho e positivo desde então.

III.4.1.1. Gestão da Liquidez

As actividades relacionadas com a gestão de liquidez a nível do Eurosistema continuaram a assumir um papel importante na execução da política monetária única, na medida em que a realização das operações de política monetária e, em particular, das operações regulares de mercado aberto se baseia na correcta avaliação das necessidades de liquidez do sistema bancário. Um dos aspectos fundamentais deste processo é o acompanhamento e previsão dos factores autónomos, que englobam os factores de variação da oferta de reservas que não se encontram sob o controlo directo dos bancos centrais. Os factores autónomos são, por natureza, mais voláteis e difíceis de prever do que as restantes componentes das necessidades de liquidez (reservas mínimas e reservas excedentárias), e a sua importância ao nível da gestão de liquidez não se alterou durante o ano. Além disso, à semelhança de anos anteriores, a volatilidade dos factores autónomos foi essencialmente ditada pela evolução de rubricas como os “depósitos do sector público” e as “notas em circulação”, que assumem um peso muito significativo no total. A este respeito, é de salientar que, em 2003, as “notas em circulação” verificaram um crescimento mais significativo do que o inicialmente previsto, nomeadamente no primeiro semestre do ano, aproximando-se no final do ano dos níveis da respectiva tendência de longo prazo (em relação à qual se registara uma quebra estrutural, associada à introdução do euro fiduciário).

Refira-se, no entanto, que o impacto da volatilidade dos factores autónomos na execução da política monetária é minimizado pela publicação, por parte do BCE, no dia do anúncio de cada operação principal de refinanciamento², das necessidades de liquidez estimadas para o período compreendido entre esse dia e a véspera da liquidação da MRO seguinte. Ao longo do ano de 2003, os desvios entre aquela previsão e os valores posteriormente observados continuaram a ser relativamente baixos, verificando-se um erro absoluto médio de aproximadamente 1.2 mil milhões de euros (inferior ao

valor do ano anterior, que tinha sido de 1.8 mil milhões de euros).

No que se refere a Portugal, a gestão de liquidez foi influenciada, essencialmente, pela previsão da evolução das “notas em circulação”, na medida em que os “depósitos do sector público” junto do Banco de Portugal permaneceram em níveis muito próximos de zero. Em relação à rubrica “notas em circulação”, o saldo de notas efectivas diminuiu cerca de 5 por cento em termos médios, não obstante o saldo médio global (que corresponde à soma do saldo das notas efectivas com a posição líquida dos activos intra-Eurosistema relacionados com a emissão de notas) ter aumentado 21 por cento, para 8.1 mil milhões de euros. Salienta-se, ainda, a variação da posição líquida face aos restantes países da União Europeia resultante das operações liquidadas por intermédio do TARGET, que permaneceu como uma fonte importante de alteração, dia a dia, das condições globais de liquidez do sistema bancário nacional (em termos médios, as instituições portuguesas detiveram no ano de 2003 uma posição líquida credora no valor de 7.7 mil milhões de euros).

III.4.1.2. Operações de Refinanciamento

As operações regulares de cedência de liquidez revelaram-se, de um modo geral, suficientes para suprir as necessidades de refinanciamento do sistema bancário da zona euro. O recurso a operações ocasionais de regularização de liquidez foi bastante limitado, tendo sido realizada somente uma operação de absorção de liquidez. A quota média diária das operações principais de refinanciamento atingiu cerca de 81 por cento do montante cedido nas operações de mercado aberto, reforçando em 11 p.p. o peso deste tipo de operações comparativamente ao ano anterior. A proporção estabelecida pelo BCE, a título indicativo, para o refinanciamento por via das operações principais de refinanciamento manteve-se em 75 por cento. No entanto, o crescimento superior ao esperado do défice de liquidez registado ao longo do ano (associado à evolução das notas em circulação referida anteriormente) terá contribuído para o desvio em relação àquele objectivo, na medida em que o

(2) Main Refinancing Operation/MRO.

montante das operações de refinanciamento de prazo alargado³ permaneceu inalterado em 15 mil milhões de euros durante todo o ano. Para as operações de refinanciamento de prazo alargado a realizar durante o ano de 2004 foi, entretanto, fixado o montante indicativo de 25 mil milhões de euros.

O modo de realização das operações principais de refinanciamento não se alterou, mantendo-se a colocação por meio de leilão de taxa variável múltipla, mas com o anúncio de uma taxa mínima de proposta, que pretende sinalizar a orientação da política monetária. No total, o BCE realizou 55 operações, das quais três tiveram a duração de 1 semana e foram conduzidas sob a forma de leilão adicional com data valor coincidente com a da operação por 2 semanas. Tal como em anos anteriores, estas operações pelo prazo de 1 semana foram pontuais e visaram aproximar os montantes vivos das operações a 2 semanas (normalmente, após se ter verificado sublicitação num determinado leilão). O montante médio colocado por leilão atingiu cerca de 96 mil milhões de euros, o que representa um crescimento de 44 por cento em relação ao ano anterior. O saldo médio diário das operações vivas, por seu lado, aumentou 49,6 por cento, para 197,5 mil milhões de euros. Em termos médios, o diferencial entre as taxas média ponderada e marginal da colocação manteve-se em 1 ponto base, o que mostra que as instituições continuam a prever bastante bem o resultado dos leilões. Paralelamente, o diferencial médio entre a taxa marginal e a taxa mínima de proposta não sofreu alterações significativas (rondando os 5 pontos base). A relativa precisão com que o mercado antecipou as alterações nas taxas de juro oficiais do BCE contribuiu para que se verificassem apenas dois episódios relevantes de sublicitação nas operações principais de refinanciamento, que ocorreram precisamente nos leilões que antecederam as decisões de descida de taxas por parte do BCE. Em ambos os casos, não foi feita qualquer intervenção ocasional no sentido de limitar a subida das taxas de juro de muito curto prazo, tendo as condições de liquidez sido equilibradas no leilão seguinte. No dia 23 de

Novembro verificou-se uma outra situação, referida como sublicitação “técnica”, na qual o montante da procura ficou ligeiramente aquém do montante que o BCE pretendia colocar, em virtude do elevado excesso de liquidez existente no mercado no final do período de manutenção de reservas.

Ainda em relação aos leilões realizados no ano de 2003, o montante médio da procura cresceu 15 por cento, significativamente inferior ao crescimento do montante médio colocado, o que induziu a redução do rácio de cobertura de propostas para 1.40 em termos médios. Num contexto de redução do número de contrapartes elegíveis, o número médio de participantes por leilão prosseguiu a tendência de quebra já verificada em anos anteriores, diminuindo de 307 para 267. Esta evolução reflectirá o processo de consolidação do sistema bancário da área do euro, seja por meio de fusões e aquisições de instituições de crédito ou pela centralização das actividades de tesouraria dentro de um mesmo grupo financeiro.

No que se refere às operações de refinanciamento por prazo alargado manteve-se, igualmente, o método de colocação por meio de leilão de taxa variável múltipla, sem qualquer restrição às taxas licitadas, uma vez que não se pretende que haja uma relação directa entre as taxas de juro apuradas nestes leilões e a transmissão ao mercado de sinais de política monetária. Nos 12 leilões efectuados, o montante médio colocado registou uma diminuição de 14 por cento, explicada pelo facto do montante indicativo dos leilões ter, no primeiro semestre do ano anterior, sido superior ao montante de 15 mil milhões de euros verificado no segundo semestre e durante o ano de 2003. O saldo médio diário diminuiu para 45 mil milhões de euros. A redução no nível médio da procura foi um pouco mais significativa (18 por cento), o que sugere um menor interesse das instituições de crédito pelo financiamento de prazo alargado. O rácio de cobertura de propostas diminuiu, assim, para 1.98. Registou-se, igualmente, uma redução significativa do número médio de participantes por operação, que passou de 186 para 133, para o que terão contribuído as razões referidas anteriormente a propósito das operações principais de refinanciamento. Em termos

(3) Long Term Refinancing Operation/LTRO.

das taxas de juro apuradas no leilão, continuou a registar-se um diferencial relativamente estreito entre a taxa média ponderada de colocação e a taxa EURIBOR para o prazo de três meses (de - 2 pontos base em termos médios).

A análise da participação das contrapartes residentes em Portugal nas operações regulares de refinanciamento revela um aumento significativo do saldo médio diário de refinanciamento, que passou de 1.2 mil milhões de euros em 2002 para 1.7 mil milhões de euros em 2003. No entanto, mostra também uma tendência contrária à do Eurosistema no que respeita ao tipo de financiamento obtido, verificando-se uma preferência bastante acentuada pela obtenção de fundos por prazo alargado, em detrimento do recurso às operações principais de refinanciamento. Assim, a quota média diária destas operações passou de 66 por cento em 2002 para 21 por cento em 2003, retomando-se uma composição do saldo global mais próxima da que se observara em 2001. Por outro lado, o número médio de participantes seguiu a tendência global de descida nos dois tipos de operação, e passou a ser de 1 nas operações principais de refinanciamento e 2 nas operações de refinanciamento por prazo alargado. No entanto, importa referir que nas operações principais de refinanciamento se verificou a redução de 10 para 6 no número total de participantes, enquanto que nas operações de refinanciamento por prazo alargado o total de participantes se manteve inalterado em 4 (tendo a descida do número médio de participantes ficado a dever-se à menor frequência de participação das contrapartes).

Durante o ano de 2003 realizou-se, ainda, uma operação ocasional de absorção de liquidez, com data-valor de 23 de Maio. Procurou-se, por esta via, estabilizar as condições de liquidez, após um elevado recurso à facilidade permanente de cedência de liquidez nos dois dias imediatamente anteriores. A operação foi conduzida sob a forma de leilão rápido, pelo prazo de 3 dias e com taxa de juro fixa de 2.5 por cento (idêntica à taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento). O BCE propôs a absorção do montante indicativo de 5 mil milhões de euros, mas a procura foi de apenas 3.85 mil milhões de euros, correspondente à

licitação de 12 contrapartes (nas quais se incluía uma instituição residente em Portugal, que aplicou 700 milhões de euros).

O recurso às facilidades permanentes registou um ligeiro acréscimo no ano de 2003, mantendose a tendência do ano anterior, segundo a qual, na maioria dos períodos de manutenção de reservas, o recurso à facilidade marginal de cedência é superior à aplicação na facilidade de depósito. Contudo, no último dia útil de cada período de manutenção de reservas regista-se um recurso líquido à facilidade de depósito. No Eurosistema, o saldo médio diário destes instrumentos atingiu, respectivamente, 269 e 242 milhões de euros. No que se refere às contrapartes residentes em Portugal, verificou-se somente a aplicação de fundos na facilidade de depósito, a que correspondeu um saldo médio diário de 4 milhões de euros (com exceção de uma vez, as operações foram realizadas no último dia útil dos períodos de manutenção de reservas).

Em relação às operações de política monetária que transitaram da Segunda Fase da União Económica e Monetária, importa referir a amortização, em 4 de Novembro de 2003, de mais uma tranche de Títulos de Depósito do Banco de Portugal, no valor de 976 milhões de euros. O montante remanescente, 1054 milhões de euros, corresponde à última tranche de Títulos de Depósito e será amortizado em 4 de Novembro de 2004.

III.4.1.3. Mercado Monetário do Euro

A eficiência crescente das contrapartes no que respeita à gestão de liquidez, aliada à eficiência da execução da política monetária, contribuíram para o funcionamento estável e equilibrado do mercado monetário do euro. Ao nível das taxas de juro de curto prazo, não se registaram alterações significativas em relação ao ano anterior. Em particular, as taxas de juro para os prazos entre o *overnight* e as 2 semanas apresentaram um comportamento estável, associado ao equilíbrio generalizado das condições de liquidez. Apenas em situações pontuais se registou maior volatilidade das taxas de juro de muito curto prazo, normalmente associada aos ajustamentos de tesouraria das contrapartes característicos do final dos períodos de manutenção de reservas ou do final

de mês. Assim, a taxa de juro EONIA seguiu de perto o padrão de evolução da taxa marginal das operações principais de refinanciamento.

Em Portugal e em relação às operações interbancárias sem garantia efectuadas por intermédio do SITEME, o montante médio diário transaccionado aumentou ligeiramente, atingindo 834 milhões de euros. A repartição por segmentos e por prazos não sofreu alterações significativas (o *overnight* continua a representar mais de 80 por cento da actividade).

III.4.1.4. Sistema de Reservas Mínimas

Durante o ano de 2003, o valor médio de reservas mínimas mensais sofreu uma variação negativa de 0.5 por cento, motivada por uma diminuição de idêntica magnitude verificada na base de incidência sujeita ao coeficiente de reservas de 2 por cento (responsabilidades com um prazo inferior a 2 anos). A base de incidência total registou um crescimento de 2.2 por cento, indicando este comportamento uma alteração na composição das responsabilidades das instituições de crédito, com um incremento nos passivos de prazo superior a 2 anos, os quais estão sujeitos ao coeficiente de reservas zero.

O padrão de constituição de reservas em Portugal manteve-se, em geral, similar ao observado em anos anteriores, com as instituições nacionais a optarem por constituir reservas no início do período de manutenção, aproximando o valor médio das mesmas ao montante de reservas a cumprir ao longo do período. No entanto, relativamente a 2002 são de realçar duas pequenas diferenças: a constituição de saldos iniciais em cada período ainda mais elevados e de saldos finais mais reduzidos. De referir ainda que em 2003 se verificou uma volatilidade média diária mais elevada na constituição de reservas relativamente à situação observada no ano anterior.

Em 2003, o valor médio de reservas excedentárias registou uma diminuição, quer em Portugal, quer no Eurosistema, quando comparado com os valores apresentados em 2002. Com efeito, estes valores reduzidos demonstram a estabilidade e eficiência da política

monetária da zona Euro, bem como da gestão de tesouraria das instituições sujeitas ao regime. Em 2003, este agregado atingiu em Portugal 0.34 por cento das reservas mínimas contra 0.51 por cento no Eurosistema.

No ano de 2003, em Portugal registaram-se 9 casos de incumprimento de reservas mínimas, tendo este valor aumentado relativamente a 2002. As insuficiências registadas, embora tivessem aumentado em número, mantiveram-se estáveis em montante face ao nível de reservas mínimas (0.006 por cento para 2002 e 2003). No Eurosistema registou-se uma diminuição de casos de incumprimento em 2003.

No final de 2003, as instituições de crédito sujeitas a reservas mínimas na área do euro ascendiam a 6593, sendo que cerca de 3 por cento cumprem reservas no Banco de Portugal. Este subconjunto não registou alterações assinaláveis face aos números de 2002, tendo-se apenas verificado algumas fusões de caixas de crédito agrícola mútuo, bem como o início de actividade de algumas instituições.

III.4.1.5. Activos Elegíveis

O volume total de activos elegíveis proposto pelo Banco de Portugal para integrar as Listas 1 e 2 do Eurosistema (activos depositados nas centrais de depósito portuguesas Interbolsa e SITEME) era, no final de 2003, superior ao valor de 2002 em 7.7 por cento. Este aumento deveu-se exclusivamente ao comportamento observado na composição da lista 1, em particular, ao acréscimo verificado na categoria de títulos de dívida emitidos pelo Governo Central, maioritariamente explicado pelo reinício da emissão de bilhetes de Tesouro (responsáveis por 7.7 por cento dos activos da Lista 1 propostos pelo Banco de Portugal). À semelhança de anos anteriores, assistiu-se a uma perda substancial de importância da lista 2 no total de activos disponíveis (de 1.3 por cento para 0.12 por cento), em resultado da retirada da única acção elegível de uma empresa portuguesa⁴ e do vencimento de uma obrigação do Tesouro.

(4) A partir de 21 de Abril de 2003 a Lista 2 do Banco de Portugal deixou de incluir acções.

Em termos da utilização de activos depositados em Portugal, assistiu-se a uma redução face a 2002, quer do colateral doméstico afecto às operações de política monetária do Eurosistema (menos 25.9 por cento), quer dos títulos entregues para garantia do crédito intradiário.

De entre as várias categorias de activos elegíveis domésticos propostos pelo Banco de Portugal para integrar a listas de activos elegíveis do Eurosistema, e à semelhança do observado em anos anteriores, as contrapartes nacionais fizeram um elevado uso de títulos de dívida emitidos pelo Governo Central e de títulos de depósito do Banco de Portugal, que no total representaram 86.7 por cento do montante médio de colateral doméstico entregue. Os segundos, cuja última tranche se vencerá em Novembro de 2004, continuam a ser activamente utilizados como colateral pelas contrapartes portuguesas (43 por cento do total).

Saliente-se o facto de, pela primeira vez desde o início da UEM, as contrapartes portuguesas terem entregue activos da Lista 2 (títulos de dívida emitidos por Governos regionais) para garantir operações de política monetária.

A utilização de títulos de outras centrais de depósito da área do Euro por parte das contrapartes portuguesas, através do Modelo de Banco Central Correspondente (MBCC), apresentou um considerável aumento face a 2002, tendo representado, em termos médios, 30.5 por cento do total de colateral entregue para garantir operações de crédito do Eurosistema (3.7 por cento em 2002). Os títulos de dívida emitidos pelos Governos Centrais da Bélgica, Itália, Alemanha e Áustria, foram os mais utilizados pelos bancos nacionais, perfazendo 80.2 por cento do total.

Ainda no âmbito do MBCC, e no que se refere à actuação do Banco de Portugal como banco central correspondente⁵, o valor médio mensal de títulos em custódia (apenas títulos do Tesouro) a favor de outros bancos centrais da União Europeia, voltou a apresentar um crescimento face ao ano transacto (mais 72 por cento). Os bancos alemães foram os que fizeram maior uso do colateral depositado em Portugal.

III.4.1.6. Novo Quadro Operacional da Política Monetária Única

Um aspecto que mereceu particular atenção durante o ano foi a preparação do novo quadro operacional da política monetária, em vigor a partir de 8 de Março de 2004. Na sequência da consulta pública lançada em Outubro de 2002, o BCE decidiu-se, em Janeiro de 2003, pela alteração do calendário do período de manutenção de reservas e pela redução, de 2 semanas para 1 semana, do prazo das operações principais de refinanciamento. Foi decidido, igualmente, não suspender as operações de refinanciamento por prazo alargado que, de acordo com as respostas à consulta pública, assumem um papel importante na gestão da liquidez das contrapartes do Eurosistema. Com estas modificações, o BCE pretende minimizar o impacto das expectativas de alteração das taxas de juro oficiais sobre a procura nas operações principais de refinanciamento, evitando, por outro lado, que o período de manutenção de reservas tenha início ou termo num dia de encerramento do TARGET. No novo quadro operacional, os períodos de manutenção de reservas têm sempre início no dia da liquidação da operação principal de refinanciamento que se segue à reunião do Conselho do BCE para a qual está agendada normalmente a avaliação mensal da política monetária. Além disso, a eventual alteração das taxas das facilidades permanentes terá efeitos, regra geral, a partir do início do período de manutenção de reservas seguinte.

Ao longo do ano, o Eurosistema desenvolveu actividades relacionadas com a transição para o novo quadro operacional, não só no que se refere à definição e divulgação do calendário dos períodos de manutenção de reservas e das operações regulares de mercado aberto para 2004, mas também no que respeita às necessárias adaptações tecnológicas. Além disso, levou a cabo a revisão da documentação do Eurosistema relacionada com a execução da política monetária única. Ao nível do Banco de Portugal foi, igualmente, necessário proceder à alteração das Instruções que regulam o funcionamento do mercado de operações de intervenção, no sentido de as adaptar às características do novo quadro operacional.

(5) Prestação de serviços de custódia de títulos portugueses depositados na Interbolsa e SITEME e utilizados por contrapartes estrangeiras.

III.4.1.7. Consulta Pública sobre a Política de Activos Elegíveis

Entre 11 de Junho e 15 de Setembro de 2003, o Eurosistema levou a cabo uma consulta pública sobre a política de colateral, denominada “Medidas destinadas a melhorar o quadro de activos de garantia das operações de crédito do Eurosistema”, com o objectivo de auscultar a opinião das contrapartes do Eurosistema relativamente a diversas questões, de onde se destaca:

- a passagem do actual sistema de duas listas de colateral a uma lista única;
- o tipo de colateral a incluir;
- questões específicas relacionadas com a possível elegibilidade dos empréstimos bancários;
- questões genéricas relacionadas com a transição relativa aos activos cuja elegibilidade venha a ser descontinuada ou iniciada.

Os participantes no mercado europeu intervieram activamente no processo de consulta, em muitos casos coordenando as suas respostas a nível de associações representativas, submetendo no total 59 respostas, incluindo as de instituições portuguesas. Em geral, os participantes no mercado expressaram um apoio global à proposta de implementação gradual de uma Lista Única de activos de garantia elegíveis em toda a área do euro.

Alguns inquiridos apelaram também para a reintrodução da utilização de *out collateral* (activos localizados na União Europeia, mas fora da área do euro, e que anteriormente eram aceites exclusivamente para efeitos de garantia de crédito intradiário) pelos participantes do Eurosistema, no quadro de activos de garantia das operações de crédito, como acontecia antes de 1 de Julho de 2003.

Praticamente todos os inquiridos solicitaram que a nova Lista Única não se restrinja aos activos de garantia da actual Lista 1.

Além disso, a maioria dos participantes no mercado solicitou mais activos de garantia do que os que actualmente constituem as listas 1 e 2 e sugere, em particular, que sejam incluídas

novas categorias de activos, argumentando que a nova política de colateral deverá proporcionar uma maior utilização dos mesmos num “enquadramento de pagamentos global em mudança”.

III.4.1.8. Bilhetes do Tesouro

Um facto de relevo ao nível do mercado português foi o facto do Instituto de Gestão do Crédito Público ter retomado, em Julho, a emissão de bilhetes do Tesouro, que passou a ser uma das fontes de financiamento permanente do Estado. Recorde-se que, por razões estratégicas do financiamento público, desde o início de 1999 não havia emissões de bilhetes do Tesouro. No entanto, após um período em que se privilegiou o desenvolvimento do mercado de Obrigações do Tesouro, o Instituto de Gestão do Crédito Público pretende desenvolver o mercado de bilhetes do Tesouro procurando deste modo completar, com um segmento de curto prazo, a curva de rendimentos de títulos líquidos do Estado português. Para esse efeito, os títulos agora criados têm características semelhantes às de outros títulos de dívida soberana de curto prazo, das quais se salienta o prazo até 1 ano, a fungibilidade das emissões e a emissão (a desconto) por meio de leilão ou através de subscrição limitada. Em regra, os leilões processam-se em duas fases, sendo a segunda delas não competitiva e dirigida exclusivamente aos participantes reconhecidos pelo Instituto de Gestão do Crédito Público como Especialistas em bilhetes do Tesouro que tenham participado na fase competitiva. Ao nível da relação com o Banco de Portugal, é de referir que os bilhetes do Tesouro são registados no SITEME, mediante os termos de um acordo previamente estabelecido com o Instituto de Gestão do Crédito Público. No ano de 2003 foram realizados 7 leilões de bilhetes do Tesouro, repartidos por três séries distintas, com maturidade em Março, Julho e Novembro de 2004. No total foram colocados 4.2 mil milhões de euros, dos quais 4.1 mil milhões de euros no conjunto das fases competitivas.

III.4.2. Gestão das Reservas do Banco Central Europeu (BCE)

No âmbito do Eurosistema, a gestão das reservas do Banco Central Europeu é efectuada de forma descentralizada pelos Bancos Centrais Nacionais, ao abrigo de um contrato de agência e respeitando as orientações definidas por aquele Banco.

A quota parte do Banco de Portugal nas reservas externas do BCE ascendia, no final de 2003, a 823 milhões de euros, cabendo 701 milhões de euros à parcela de moeda estrangeira, cuja gestão continuou a ser assegurada pelo Banco de Portugal e 122 milhões de euros à parcela de ouro.

Para além do exercício das funções de gestão, o Banco de Portugal participou activamente nos Comitês e Grupos de Trabalho do BCE relevantes neste domínio. Entre outras matérias, o Banco participou na preparação da actualização da Guideline para a gestão das reservas e respectivo Manual de Procedimentos e, após a respectiva aprovação, procedeu à correspondente revisão do Manual de Procedimentos do Front-Office (Reservas do BCE) interno e tomou parte nas actividades conducentes à introdução de aperfeiçoamentos da gestão, tanto em termos de instrumentos como de controlo de riscos.

III.5. Estudos e Análise

No decurso de 2003, a actividade de estudos e análise do Banco de Portugal continuou a ser desenvolvida tendo em conta três objectivos principais: aconselhamento ao Governador do Banco de Portugal no processo de decisão de política monetária no âmbito do Eurosistema; análise e previsão da economia portuguesa; análise e acompanhamento de mercados e sistemas financeiros.

No que se refere ao aconselhamento ao Governador do Banco de Portugal, é de sublinhar o acompanhamento regular da economia da área do euro e do seu enquadramento internacional, assim como a realização de vários estudos no domínio da política monetária, que permitiram uma participação activa do Banco de Por-

tugal no processo de reavaliação da estratégia de política monetária do Eurosistema. No que se refere à economia portuguesa, continuaram a ser apresentadas pelo Banco de Portugal estimativas e previsões, sendo de sublinhar o processo contínuo de desenvolvimento e aperfeiçoamento de instrumentos de previsão e de modelização macroeconómica. Foram realizados também estudos sobre a economia portuguesa em temas variados, como o mercado de trabalho, a política orçamental, a utilização de inquéritos qualitativos na análise de conjuntura, uma avaliação histórica do comportamento do indicador coincidente, utilização de índices de condições monetárias e análise de riscos e de incerteza nos exercícios de projecção macroeconómica. Finalmente, o Banco de Portugal continuou a produzir estudos e análise sobre o financiamento da economia portuguesa, o comportamento do sector bancário, dos mercados financeiros e dos sistemas financeiros nacionais e internacionais, tanto numa óptica macro-prudencial como microeconómica. Refira-se também o início da realização do inquérito trimestral *Bank Lending Survey*, que tem como objectivo a obtenção de informações mais detalhadas sobre as condições de procura e de oferta prevaletentes no mercado de crédito. Os resultados deste inquérito são divulgados pelo Banco de Portugal na *Internet*, na sequência da divulgação pelo BCE dos correspondentes resultados agregados para a área do euro.

Os estudos e análises do Banco de Portugal continuaram a ser apresentados nos *Indicadores de Conjuntura* e no *Boletim Económico*, publicados de acordo com um calendário previamente divulgado. No *Boletim Económico* continuaram a ser publicados textos de política e situação económica – em que foram apresentadas estimativas e previsões para a economia portuguesa – análise do comportamento do sistema bancário e dos principais desenvolvimentos no mercado de câmbios e produtos derivados. Adicionalmente, o *Boletim Económico* apresentou artigos técnicos cobrindo várias áreas temáticas.

Em 2003, o Banco de Portugal prosseguiu a divulgação de trabalhos de investigação na sua série de *Working Papers*. Alguns trabalhos realizados por economistas do Departamento de

Estudos Económicos foram publicados em revistas científicas internacionais, sendo de referir o *Journal of Monetary Economics*, *The Review of Economic Studies*, *Economic Modelling*, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, *Small Business Economic* e o *Journal of Emerging Markets Finance*.

O Banco de Portugal continuou a assegurar a representação e o reporte institucional nos Comités e Grupos de Trabalho do Eurosistema relacionados com temas de análise económica e de política monetária. Refira-se, em particular, a participação do Banco de Portugal nos exercícios de previsão da Primavera e do Outono do Eurosistema.

O Banco de Portugal manteve em 2003 a interacção com organismos nacionais, como o Ministério das Finanças e o Instituto Nacional de Estatística, e internacionais, como a Comissão Europeia, Fundo Monetário Internacional, Organização de Cooperação e Desenvolvimento Económicos, *Eurostat* e *Bank for International Settlements*.

Em 2003, o Banco de Portugal continuou a promover o intercâmbio com a comunidade científica, tanto a nível nacional como internacional, através da realização de conferências, seminários e cursos de formação. Destaque-se a realização da Segunda Conferência do Banco de Portugal sobre o Mercado de Trabalho, organizada por técnicos do Departamento de Estudos Económicos, e que contou com a presença de prestigiados economistas nacionais e internacionais, cobrindo vários temas referentes ao funcionamento do mercado de trabalho.

III.6. Informação Estatística

No âmbito da difusão de estatísticas produzidas pelo Banco de Portugal e no que concerne às obrigações de reporte estatístico ao Banco Central Europeu (BCE) e aos restantes organismos internacionais (FMI, BIS, *Eurostat*, OCDE), o ano de 2003 pautou-se pelo rigoroso cumprimento dos prazos de reporte da informação mensal, trimestral e anual, nos diversos domínios de informação – estatísticas monetárias e financeiras, balança de pagamentos e posição de investimento internacional, estatísticas de

títulos e contas nacionais financeiras. Verificou-se o reporte de cerca de 414 000 séries aos referidos organismos.

Neste domínio, refira-se o início da produção regular de estatísticas de dívida externa, obrigação decorrente da participação do Banco de Portugal no *Special Data Dissemination Standard* (SDDS), definido pelo Fundo Monetário Internacional.

O Banco tem procurado melhorar os serviços de prestação de informação ao público, não só através da divulgação da série Cadernos do Banco de Portugal, de que se destaca a edição do caderno número cinco, sobre o funcionamento da Central de Responsabilidades de Crédito, mas também no que se refere ao atendimento dos beneficiários de crédito que diariamente se deslocam às suas instalações em Lisboa, no Porto e das Agências e Delegações Regionais, a fim de obterem informação sobre as suas responsabilidades de crédito. No ano de 2003 foram atendidos presencialmente cerca de 63 000 beneficiários a que corresponde uma média diária de 250 pessoas. No âmbito desta central foram, ainda, emitidas cerca de 18 000 declarações para concursos de empreitadas e respondidos cerca de 17 000 pedidos de informação formulados por escrito por beneficiários de crédito.

O Boletim Estatístico sofreu alguns ajustamentos ao longo do ano de 2003, designadamente no âmbito das estatísticas monetárias e financeiras, que se reflectiram nas edições de Março, para as estatísticas de balanço das instituições financeiras monetárias, e de Dezembro, para as estatísticas de taxas de juro. Foram preparadas notas explicativas sobre as principais questões metodológicas inerentes às novas estatísticas, designadamente sobre as diferenças em relação ao anterior sistema de estatísticas de taxas de juro que vigorou entre Janeiro de 1990 e Dezembro de 2002.

Ainda relativamente ao Boletim Estatístico, e no que se refere à informação sobre o financiamento das Administrações Públicas, passou-se a contemplar os empréstimos concedidos pelo Tesouro, bem como as responsabilidades desta entidade sob a forma de depósitos face a residentes. Melhorou-se, igualmente, a repartição, por sector institucional detentor, dos títulos de

curto prazo emitidos pelo Estado (CEDIC) e o quadro sobre dívida directa do Estado passou a evidenciar as emissões de bilhetes do Tesouro, já que esta forma de financiamento foi retomada em 2003.

No âmbito das estatísticas monetárias e financeiras, o ano de 2003 ficou marcado pelo início do novo sistema de reporte de estatísticas de balanços e de taxas de juro das instituições financeiras monetárias, o qual concretiza, no domínio interno, os requisitos estatísticos do Banco Central Europeu constantes dos Regulamentos BCE/2001/13, de 22 de Novembro, e BCE/2001/18, de 20 de Dezembro, respectivamente.

Os aperfeiçoamentos que as instituições inquiridas tiveram que introduzir nos seus sistemas de informação destinados ao reporte estatístico ao Banco de Portugal, por um lado, e uma maior sofisticação dos mecanismos internos de controlo de qualidade, por outro, permitiram que a informação estatística coligida de acordo com os novos requisitos metodológicos atingisse um elevado nível de qualidade.

Especial destaque para os benefícios, no domínio do intercâmbio de informação, decorrentes da implementação do sistema BPnet (sistema de comunicação electrónica que interliga o Banco de Portugal com as outras instituições financeiras). Verificou-se, ao longo do ano, a adesão a este sistema da quase totalidade das instituições reportantes no domínio da central de responsabilidades de crédito, das estatísticas monetárias e financeiras, das estatísticas da balança de pagamentos e das estatísticas de títulos.

Ao nível dos serviços prestados pelo Banco de Portugal no âmbito do sistema BPnet importa referir a utilização deste canal para a realização de consultas *on-line* à central de responsabilidades de crédito por parte das instituições financeiras e para efeitos da transmissão dos ficheiros de reporte estatístico. As novas funcionalidades criadas com este sistema apresentaram níveis altamente satisfatórios, nomeadamente porque vieram facilitar os processos de integração da informação reportada e a execução e retorno automático às entidades reportantes dos relatórios de avaliação da qualidade dos dados estatísticos submetidos.

No sistema Bpnet é igualmente disponibilizado um conjunto de informação relevante, nomeadamente a legislação aplicável, os calendários para o reporte de informação, o *download* de aplicações informáticas criadas pelo Banco de Portugal ou a indicação dos contactos directos para o esclarecimento de dúvidas de natureza operacional ou metodológica sobre a informação reportada.

O controlo da consistência global da informação reportada ao Banco de Portugal para os vários sistemas estatísticos, mereceu uma atenção muito particular em 2003. Assim, foram preparados e divulgados quadrimestralmente às instituições dos principais grupos financeiros, relatórios de confronto da informação reportada para as estatísticas monetárias e financeiras, estatísticas da balança de pagamentos, estatísticas de títulos e central de responsabilidades de crédito e efectuadas reuniões periódicas com os responsáveis nas instituições financeiras pelas áreas de produção da informação. O resultado deste trabalho tem sido bastante positivo, traduzindo-se numa maior coerência de toda a informação estatística produzida pelo Banco de Portugal nos vários domínios, com consequências nos modelos organizativos das próprias instituições e subseqüentes melhorias na qualidade da informação estatística a comunicar ao Banco.

Pela sua importância na área estatística, destaca-se a publicação em Diário da República do Decreto-Lei n.º 295/2003, de 21 de Novembro, o qual regulamenta o novo regime jurídico das operações económicas e financeiras com o exterior e das operações cambiais. Este diploma vem reformular e sistematizar o enquadramento legal existente, de modo a harmonizá-lo com os quadros legislativos comunitários de referência, bem como adequá-lo à tipologia das operações preconizadas pelos Organismos Internacionais, nomeadamente pelo FMI e pela OCDE.

Nas actividades associadas à Central de Balanços, procedeu-se a uma actualização da amostra estatística, de que resultou uma base de inquirição de aproximadamente 23600 empresas de, praticamente, todos os sectores de actividade económica. Foram recebidas respostas de cerca de 16000, o que representa cerca de 68% do número total de empresas inquiridas.

A fim de facilitar a resposta aos inquéritos foi criado um novo suporte de recolha de informação e foi melhorado o respectivo sistema a comunicação (*e-mail* seguro).

Prosseguiu a cooperação com o Sistema Estatístico Nacional, traduzida designadamente na participação muito activa do Banco de Portugal no Conselho Superior de Estatística e na articulação de actividades partilhadas com o Instituto Nacional de Estatística. Neste âmbito refira-se a realização conjunta do inquérito trimestral às empresas não financeiras, a elaboração das contas nacionais portuguesas, onde cabe ao Banco de Portugal a elaboração da componente financeira das mesmas, e de outros projectos que visam o aproveitamento de fontes de informação com interesse comum, minimizando a sobrecarga sobre os respondentes a inquéritos estatísticos.

III.7. Relações Internacionais

No quadro da participação de Portugal na UE, o Banco de Portugal é parte integrante do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) – constituído pelo Banco Central Europeu (BCE) e pelos bancos centrais nacionais dos Estados-Membros (BCN) – e, em especial, do Eurosistema (BCE e BCN dos países participantes na área do euro).

Desta circunstância decorre a participação do Governador no órgão de decisão supremo do SEBC/BCE, o Conselho do BCE, ao qual cabe adoptar as orientações e tomar as decisões necessárias ao desempenho das atribuições cometidas ao SEBC, definidas no Tratado que institui a Comunidade Europeia e nos Estatutos do SEBC/BCE.

Além das atribuições básicas, nos domínios da política monetária, das operações cambiais, da gestão de reservas e do sistema de pagamentos, são conferidas ao SEBC responsabilidades complementares e/ou concorrentes para esse desempenho, nomeadamente no âmbito da supervisão, da representação internacional, da informação estatística e de carácter consultivo.

A actividade internacional do Banco de Portugal no contexto do SEBC/BCE desenvolve-se,

assim, em dois planos. Em primeiro lugar, no apoio e preparação dos elementos necessários à participação do Governador no Conselho do BCE, nos múltiplos domínios da respectiva agenda. Em segundo lugar, dada a natureza descentralizada do funcionamento e organização do SEBC, na preparação interna do Banco e concomitante interacção com o BCE e outros BCN no quadro da estrutura de comités, grupos de trabalho e outras sub-estruturas, que, de acordo com os respectivos mandatos, contribuem para o cumprimento das suas atribuições estatutárias.

O ano de 2003, adicionalmente aos tópicos referidos relacionados com as atribuições do BCE, foi marcado por dois importantes acontecimentos: a assinatura, em 16 de Abril, em Atenas, do Tratado de Adesão à UE por dez países (Chipre, Eslováquia, Eslovénia, Estónia, Hungria, Letónia, Lituânia, Malta, Polónia e República Checa), designados “países aderentes”; a Convenção Europeia sobre o Futuro da Europa.

O processo de alargamento, que culminará, em 1 de Maio de 2004, com a adesão à UE dos dez países aderentes, envolveu também uma intensa intervenção em vários domínios de actuação do Banco, nomeadamente no contexto do processo de decisão (em especial no Conselho do BCE), associada ao trabalho nos comités e grupos de trabalho do SEBC e, internamente, no acompanhamento atento destas economias e preparação para o novo cenário da Europa alargada.

Refira-se a propósito, a decisão do BCE de atribuir aos governadores dos bancos centrais nacionais dos países aderentes o estatuto de observadores nas reuniões do Conselho Geral do BCE, órgão composto pelo Presidente e Vice-Presidente do BCE e pelos governadores dos BCN da UE. Igualmente com este estatuto, especialistas dos bancos centrais dos países aderentes participam nos comités do SEBC.

No que concerne à Convenção, o envolvimento do Conselho do BCE decorreu de acordo com o artigo 48º do Tratado da União, isto é, centrou-se nas alterações institucionais no domínio monetário.

Face à extensão, complexidade e importância das questões em discussão, o Conselho do BCE

mandatou um grupo de trabalho de alto nível, *Task Force on the EU Constitutional Treaty*, com participantes provenientes do Eurosistema, incluindo, portanto, do Banco de Portugal, para acompanhar as questões relacionadas com as implicações para o BCE e SEBC do enquadramento institucional em discussão no âmbito da Convenção Europeia.

Em balanço, a posição veiculada pelo Conselho do BCE no contexto da Conferência Intergovernamental (CIG) enfatizou a importância da preservação de um quadro institucional que, como até aqui, permitisse a manutenção do objectivo primordial - a estabilidade de preços - conferindo as atribuições e responsabilidades necessárias à sua prossecução eficiente, incluindo a independência e transparência do processo de decisão. Não obstante a impossibilidade de um acordo no Conselho Europeu de Dezembro de 2003, é de realçar a importância, nomeadamente para futuras discussões, do consenso alcançado nestas matérias, bem como as vantagens associadas à clarificação de competências e simplificação de instrumentos e processos visando assegurar a eficiência de acção no quadro de uma Europa alargada.

Foi igualmente com o propósito de manter a capacidade de tomar decisões de forma eficiente e oportuna no contexto de uma futura área do euro alargada, que o BCE adoptou formalmente e apresentou ao Conselho da UE, em Fevereiro de 2003, uma Recomendação relativa ao ajustamento dos mecanismos de votação no Conselho do BCE. Na prática tal Recomendação consubstancia-se numa nova redacção do Artigo 10º-2 dos Estatutos do SEBC/BCE, permitida pela cláusula de habilitação prevista no Tratado de Nice, culminando o trabalho de preparação desenvolvido essencialmente ao longo de 2002.

Da actividade internacional por via da participação do Governador do Banco de Portugal no Conselho do BCE, decorreu, pois, a intervenção nos grandes temas da actualidade europeia, incluindo as questões institucionais que marcarão o futuro da Europa e da área do euro, exemplificada também nas reuniões informais do ECOFIN de Atenas e de Stresa, bem como o envolvimento nos debates relativos à coordenação de políticas e ao Pacto de Estabilidade e Crescimento.

De referir ainda que o Banco de Portugal foi anfitrião e principal responsável pela organização da 128ª reunião do Conselho do BCE, que teve lugar em Lisboa, no dia 2 de Outubro de 2003.

Como atrás foi mencionado, o processo de funcionamento do SEBC assenta na execução descentralizada das decisões. O Banco de Portugal participa activamente nos comités e outras subestruturas do SEBC, bem como nos vários grupos de alto nível, nomeadamente assegurando as várias dimensões do trabalho interno, incluindo a preparação de elementos relevantes para a tomada de decisões e a aplicação das orientações. Neste sentido, grande parte da acção do Banco de Portugal tem uma vertente eminentemente voltada para o Exterior.

Porém, no sentido mais estrito da actividade internacional, e ainda no âmbito do SEBC, há que salientar a actuação no Comité de Relações Internacionais, enquadramento privilegiado de acompanhamento e discussão dos temas centrais das principais instituições e fora internacionais e europeias.

Este Comité prosseguiu em 2003 um programa em que relevam, desde logo, as questões relacionadas com a arquitectura do sistema financeiro internacional. Em especial, seguindo a agenda e plano de trabalho do FMI e em coerência com a acção do Comité Económico e Financeiro, designadamente do subcomité sobre questões do Fundo Monetário Internacional (*Sub-Committee on IMF and Related Issues*), foram tratados diversos aspectos relacionados com a prevenção de crises (supervisão, códigos de boas práticas, qualidade estatística, condicionalidade *ex-ante* e transparência) e a sua resolução (sustentabilidade da dívida, envolvimento do sector privado, acesso aos recursos do FMI, reestruturação da dívida).

Do mandato e agendas do Comité de Relações Internacionais constaram ainda o acompanhamento regular dos desenvolvimentos económicos e financeiros mundiais, com particular destaque para as principais economias e mercados emergentes, e incluindo aspectos de longo prazo e estruturais.

Face à perspectiva de alargamento, tem sido dedicada acrescida atenção à evolução económica e financeira dos países aderentes, contem-

plando as várias dimensões do processo de convergência, a aplicação do acervo comunitário e as políticas monetárias e cambiais. O processo de convergência e preparação destes países tendo em vista a adesão à UE, teve assim múltiplos reflexos na actividade do Banco que têm vindo a ser desenvolvidos, sobretudo pelos membros dos comités e grupos de trabalho.

Assim, no âmbito do Comité de Relações Internacionais – em cujas reuniões os bancos centrais dos países aderentes participaram, com estatuto de observador, desde Maio de 2003 – foi criado um *Working Group on Enlargement* com a finalidade de analisar os desafios que se colocam à estabilidade macroeconómica e financeira dos países candidatos. Igualmente, no quadro do IRC, a cooperação nos vários domínios de actividade dos bancos centrais foi intensificado, prolongando o trabalho da *Task Force on Central Bank Cooperation*.

Reflectindo a preocupação com os princípios da transparência e comunicação, o Banco de Portugal prosseguiu em 2003 a tarefa de divulgar publicamente, em diversos suportes, informação relativa à actividade do BCE e do SEBC, com especial destaque para os comunicados relativos às decisões de política monetária. Em especial, assegurou a tradução de diversas publicações periódicas, como o Relatório Anual de 2002 e os diversos números do Boletim Mensal bem como de relatórios temáticos, por exemplo, relacionados com a política monetária e o sistema financeiro ou no âmbito das estatísticas ou do sistema de pagamentos. Note-se ainda que relativamente ao Boletim Mensal do BCE, o Banco de Portugal, para além da tradução, foi ainda responsável pela produção e publicação da versão portuguesa.

No quadro da UE, o Banco de Portugal prosseguiu a participação activa e directa em diversos organismos, com destaque para o Comité Económico e Financeiro (CEF), o Comité de Política Económica (CPE) e o EUROSTAT, prestando ainda contributos no domínio das suas competências para solicitações das autoridades nacionais no contexto das relações externas.

Como habitualmente, integrou a delegação nacional do exame anual da OCDE à economia portuguesa e fez parte das delegações portu-

guesas em várias reuniões, nomeadamente do Comité de Política Económica e respectivos grupos de trabalho.

Merece desenvolvimento especial a participação regular do Banco de Portugal nas actividades do CEF, tendo presente o importante papel deste Comité no acompanhamento da situação económica e financeira dos Estados-Membros e da Comunidade e na preparação – nos domínios previstos no Tratado – dos trabalhos e decisões do Conselho ECOFIN. À semelhança de anos anteriores, a aplicação do Pacto de Estabilidade e Crescimento, exigindo um processo regular de supervisão multilateral e de coordenação das políticas económicas, continuou a representar uma componente essencial da sua actividade. Neste domínio, refira-se, em particular, a apreciação das actualizações dos Programas de Estabilidade e de Convergência e a preparação e acompanhamento das decisões no âmbito da aplicação do Procedimento dos Défices Excessivos. Continuaram, também, a ser equacionadas possíveis formas de reforço da coordenação de políticas, com particular relevo para as políticas orçamentais.

O CEF continuou, igualmente, a contribuir para a preparação das Orientações Gerais de Política Económica dos Estados-Membros e da Comunidade e acompanhamento da respectiva implementação. Com o aproximar da data de entrada dos novos Estados-Membros na UE, para além da continuação do exercício regular de diálogo macrofinanceiro com os países em adesão, ganharam importância acrescida as questões relativas ao alargamento. Estes países passaram, aliás, a ter assento no CEF, com o estatuto de observadores, tendo-se procedido, em paralelo, a uma reorganização do Comité, traduzida na criação de duas configurações distintas: plenária e restrita (sem representantes dos Bancos Centrais Nacionais). No âmbito deste Comité, o Banco participou no exercício semestral de avaliação dos *pre-accession economic programmes* no quadro do *High-Level Economic Dialogue Meeting between EU and Candidate Countries*.

Em destaque na agenda do CEF esteve, ainda, o acompanhamento da implementação dos Planos de Acção no domínio das Estatísticas, do Capital de Risco e dos Serviços Financeiros.

ros e das medidas do processo Lamfalussy. O Comité dedicou, aliás, especial atenção aos temas relacionados com os mercados e os serviços financeiros, merecendo realce a avaliação regular das condições financeiras na UE e o acompanhamento sistemático dos trabalhos do Comité de Serviços Financeiros, estabelecido em Fevereiro pelo ECOFIN. O CEF acompanhou, de igual modo, os trabalhos relativos ao projecto de Constituição Europeia, no domínio da UEM, bem como o lançamento da Iniciativa Europeia para o Crescimento (no contexto da estratégia de Lisboa) e as relações financeiras da Comunidade com países terceiros.

Na linha de uma coordenação reforçada de posições nas esferas internacional e de representação externa da Comunidade, manteve-se o ênfase colocado na preparação da participação da Presidência da UE em diversos *fora* e na elaboração de entendimentos comuns europeus sobre matérias relevantes da agenda financeira internacional. A importância desta temática justificou a transformação do Grupo de Trabalho sobre questões do FMI e congéneres em SubComité do CEF (no qual o Banco também participa).

No que respeita à interacção com o FMI, a actividade do Banco de Portugal processou-se em quatro planos principais.

Em primeiro lugar, através da participação, em Abril, em Washington, na Reunião da Primavera do Banco Mundial e do FMI e, em Outubro, na Reunião Anual do Banco Mundial e do FMI, realizada no Dubai, Emiratos Árabes Unidos. Especificamente, foi dedicada particular atenção aos exercícios de supervisão multilateral, reflectidos nos relatórios *World Economic Outlook* e *Global Financial Stability Report*, e ao reforço da supervisão e capacidade de prevenção de crises, destacando-se, neste contexto, a evolução no domínio dos códigos de boas práticas, nos programas de avaliação dos sistemas financeiros (FSAP, *Financial Sector Assessment Program*) e na qualidade e transparência da informação, designadamente no que respeita aos dados estatísticos. Deve referir-se que, para além destes temas, o Banco segue atentamente o trabalho do FMI nos seus múltiplos ângulos e áreas de investigação.

Em segundo lugar, no contexto da supervisão bilateral, o Banco de Portugal preparou e acompanhou a visita da missão do FMI a Portugal, no âmbito das consultas ao abrigo do artigo IV, que decorreu em Dezembro de 2003. Esta é complementada pelo relatório ao abrigo do artigo IV incidindo sobre a política monetária e cambial para os países da área do euro.

Durante 2003, como agendado, o FMI preparou para Portugal um módulo sobre a transparência orçamental no quadro dos relatórios sobre observância dos padrões e códigos (ROSC, *Reports on the Observance of Standards and Codes*).

Os relatórios elaborados na sequência destes exercícios constituem informação publicamente disponível sobre Portugal, consistente com a adesão aos princípios de transparência subscritos. Nesta linha deve também ser interpretada a disseminação pelo Banco de Portugal através da sua página na Internet, desde Setembro de 2003, de dados sobre dívida externa das administrações públicas, autoridade monetária e sector bancário, compilados de acordo com a 5ª edição do Manual da Balança de Pagamentos do FMI, no contexto da SDDS (*Special Data Dissemination Standard*) de que Portugal é subscritor.

Num terceiro plano, o Banco analisou as questões relacionadas com a 13ª revisão geral de quotas, compreendendo a adequação dos recursos totais do FMI no quadro da economia mundial, os montantes globais e a fórmula de cálculo das quotas. Igualmente acompanhou os trabalhos no domínio do combate ao terrorismo e branqueamento de capitais, assegurando a conformidade necessária em termos nacionais.

Num quarto plano, e como mencionado, parte da interacção com o FMI decorre no plano das instituições europeias e do BCE.

Em 2003, o Banco de Portugal seguiu também atentamente os trabalhos do Banco de Pagamentos Internacionais: na sua qualidade de accionista, estando representado na 73ª Assembleia Geral; no contexto da promoção da estabilidade monetária e financeira, havendo a salientar, em especial, o empenhamento nas discussões e reuniões relacionadas com o Novo Acordo de Basileia e o concomitante trabalho interno com o sector financeiro e as outras

autoridades de supervisão; e nas diversas iniciativas visando melhorar o conhecimento e a troca de informação entre os membros sobre questões da banca central.

Ainda no domínio multilateral, o Banco de Portugal integrou a delegação nacional que participou na Reunião Anual da Assembleia de Governadores do Banco Interamericano de Desenvolvimento que decorreu em Milão, em Março de 2003.

No domínio bilateral, as relações internacionais do Banco em 2003 tiveram como principais contrapartes outros bancos centrais, tendo sido mais intensas com os da UE, dos Países Africanos de Língua Oficial Portuguesa (PALOP), de Timor-Leste e de países aderentes à UE.

No âmbito do plano de cooperação anualmente acordado com os bancos centrais dos PALOP e Timor-Leste foram concretizadas acções de assistência técnica nesses países, realizados cursos e seminários de formação sobre matérias da actividade dos bancos centrais e organizados encontros e mesas redondas e ainda visitas e estágios ao Banco de Portugal.

Durante 2003, a assistência técnica prestada pelo Banco envolveu, predominantemente, as áreas de sistemas e tecnologias de informação, constituição de fundo de pensões, sistemas de pagamentos, gestão de recursos humanos e documental, supervisão bancária, contabilidade, estrutura organizativa e auditoria interna. O Banco participou ainda, por solicitação do FMI, no *Financial Sector Assessment Program* (FSAP) em Moçambique, no módulo referente à supervisão bancária e no *General Data Dissemination System* (GDDS) em S. Tomé e Príncipe, onde se procedeu ao diagnóstico da situação das estatísticas da balança de pagamentos.

Também neste ano, o Banco organizou, em conjunto com o Instituto do FMI, um curso sobre *Programação e Políticas Financeiras* que decorreu em Lisboa, de 3 a 14 de Novembro e no qual participaram 30 representantes dos bancos centrais e dos ministérios das finanças dos PALOP e de Timor-Leste. Em Luanda realizaram-se ainda um curso sobre *Contabilidade de Banco Central*, e um seminário sobre *Sensibilização para a recolha de elementos da balança de pagamentos – 2ª fase*.

O programa de “mesas-redondas/encontros” teve como principal evento o 13º Encontro de Lisboa com as Delegações dos Países Africanos de Língua Oficial Portuguesa e Timor-Leste à Assembleia Anual do FMI/BM, que decorreu em 15 e 16 de Setembro, com debates centrados nos temas *Os desafios da Integração Regional em África* e *A Situação Económica e Integração Regional*. Foram ainda realizados uma mesa-redonda sobre o tema *Os Sistemas de Pagamentos – As grandes tendências*, na Ilha de S. Vicente e o 5º Fórum sobre *Sistemas e Tecnologias de Informação e Comunicação dos Bancos Centrais dos Países da CPLP*, em São Tomé.

O Banco continuou a participar tanto na Comissão do Acordo de Cooperação Cambial com Cabo Verde (COMACC) como na correspondente Unidade de Acompanhamento Macroeconómico deste Acordo, assinado entre os Governos de Portugal e de Cabo Verde em 1998 e prosseguiu a gestão do *Cabo Verde Stabilisation Trust Fund* constituído como suporte à conversão da dívida interna do Estado cabo-verdiano, na qualidade de gestor externo mandatado pelas autoridades cabo-verdianas.

Prosseguiram, igualmente, as actividades de cooperação com os bancos centrais dos países em transição cujos destinatários foram, predominantemente, os países aderentes à UE.

As visitas/estágios ao Banco, quer no âmbito bilateral, quer ao abrigo do TAIEX (*Technical Assistance Information Exchange Office*), financiado pela UE, de delegações dos bancos centrais dos países aderentes (Lituânia, Letónia, República Checa, Hungria e Roménia) debruçaram-se predominantemente sobre os domínios dos estudos económicos, estatísticas, supervisão, assuntos jurídicos e ainda aspectos relacionados com a adopção do euro.

No âmbito multilateral, a maioria das acções de cooperação realizadas durante 2003 disseram respeito a seminários realizados no âmbito de diversos comités do BCE, incidindo sobretudo em matéria de política macroeconómica, estatísticas e previsão.

Neste âmbito, será de destacar a participação em dois seminários sobre *Government Finance Statistics for NCB of the Acceding Countries* e vários workshops sobre política fiscal e *macroeconomic policy e modelling*.

No tocante à assistência técnica, durante 2003, o Banco participou na actualização do relatório *Status of legal preparation of accession countries in the areas of community law which are of concern to the Eurosystem* e da avaliação dos sistemas de pagamentos e de compensação e liquidação de títulos dos países candidatos, tendo sido atribuído ao Banco de Portugal o papel de avaliador de Malta.

Na sequência do alargamento da actividade do BCE aos países da região mediterrânea, foi organizado em Outubro, também no âmbito do IRC, o *workshop* preparatório do Seminário realizado em Janeiro de 2004, em Nápoles com os bancos centrais desses países. Os tópicos centrais desse seminário, para além da discussão da actividade futura de cooperação, foram *exchange rate issues* e *financial sector stability*.

III.8. Actividades de Natureza Financeira

III.8.1. Gestão de Activos Próprios

É objectivo da gestão dos activos próprios do Banco de Portugal a maximização da rentabilidade, respeitando, porém, as regras internas em termos de risco e liquidez.

Em 2003 e no quadro do normativo acordado no âmbito do Eurosistema, procedeu-se a uma recomposição da estrutura dos activos próprios do Banco tendente a diminuir o risco cambial, diversificando as moedas de investimento.

No final do ano, o total dos activos estava valorizado em 18,613 mil milhões de euros, o que compara com 19,115 mil milhões no final de 2002 (- 2,6%). O valor da carteira em euros e moeda estrangeira era de 13,120 mil milhões de euros (contra 12,896 mil milhões de euros da soma das carteiras de euros e moeda estrangeira, no fim do ano anterior). A carteira de ouro tinha o valor de 5,493 mil milhões de euros no final de 2003 (contra 6,219 mil milhões de euros em 2002).

Tal como já havia sucedido em 2002, ao abrigo do “Acordo dos Bancos Centrais sobre o Ouro”, assinado em Setembro de 1999, o Banco de Portugal procedeu à venda, no primeiro semestre de 2003, de cerca de 75 toneladas de ouro, o que se enquadra no objectivo

acima referido de diversificação da composição dos seus activos próprios.

Efectuou-se a habitual revisão anual das Normas Orientadoras da Gestão daqueles activos, tendo o *benchmark* estratégico então definido sido ainda objecto de uma revisão intercalar.

Iniciou-se em Janeiro de 2003 o processo de implementação do novo sistema de informação de gestão e controlo de activos.

No âmbito interno, o Conselho de Administração aprovou, em 18 de Março, o “Código de Conduta do Banco de Portugal a utilizar: (i) na realização de operações de gestão dos activos próprios do Banco de Portugal e de outros activos sob gestão (com exclusão das reservas do BCE); (ii) no registo de operações do mercado monetário e da central de valores do Banco de Portugal”, idêntico ao já aplicável na realização de operações de política monetária e de operações cambiais envolvendo os activos de reserva do BCE e na gestão desses activos, o qual foi imediatamente implementado.

III.8.2 Relações Financeiras com o Estado

A conta de liquidação da Direcção-Geral do Tesouro, que centraliza todos os movimentos financeiros entre o Banco e o Tesouro, registava em 31 de Dezembro de 2003 o saldo credor de 5,32 euros.

A Administração Central, para além da conta de liquidação mencionada, mantém junto do Banco a conta especial “Tesouro Público – c/ aplicação – recursos disponíveis”, remunerada de acordo com regras específicas, a qual apresentava, no final do ano de 2003, o saldo credor de 1 842,00 euros.

III.9. Autoridade Cambial

De acordo com o Artº 20º da sua Lei Orgânica, o Banco de Portugal é a autoridade cambial da República Portuguesa, competindo-lhe, em especial e conforme o Artº 21º do mesmo diploma legal, autorizar e fiscalizar os pagamentos externos que, nos termos do Tratado que Institui a Comunidade Europeia, disso careçam e

definir os princípios reguladores das operações sobre ouro e divisas.

Quanto aos pagamentos externos vigora na Comunidade o princípio de liberalização previsto no Artº 56º do Tratado, o qual estabelece a proibição da introdução de restrições aos movimentos de capitais e aos pagamentos entre os Estados-membros e entre os Estados-membros e países terceiros, salvo em situações de emergência ou quando da imposição de embargos a terceiros países, em especial de natureza financeira e em ligação com a política externa e de segurança comum, pelo que a actividade da autoridade cambial nesta matéria continua a não ser muito significativa.

Na sequência do projecto referenciado no Relatório de 2002, foi publicado o Decreto-Lei nº295/2003, de 21 de Novembro, definindo o novo regime das operações com o exterior e das operações cambiais e revogando, nomeadamente, os Decretos-Lei nºs 13/90 e 176/91, de 8 de Janeiro e de 14 de Maio.

No domínio das operações cambiais e com base no Artº 12º do citado Decreto-Lei nº295/93, foi publicado o Aviso do Banco de Portugal nº13/2003, de 16 de Dezembro, regulando a realização de operações de câmbio manual.

No âmbito da competência do Banco em matéria de processos de contra-ordenação cambial, dos sete processos autuados no ano anterior foram, em 2003, concluídos e arquivados dois, enquanto os restantes aguardam a marcação de audiência de julgamento, por terem sido objecto de impugnação judicial por parte dos arguidos. Em 2003 foi autuado um novo processo que se encontra em fase de instrução.

Conforme também foi referido no Relatório do ano anterior, o Banco de Portugal preparou oportunamente um projecto de revisão do sistema poupança-emigrante, do qual resultou a publicação do Decreto-Lei nº99/2003, de 13 de Maio, e da Portaria nº909/2003, de 29 de Agosto. Ainda em matéria do sistema poupança-emigrante e considerando que a legislação agora em vigor é suficiente e não necessita de esclarecimentos adicionais por parte do Banco de Portugal, foram revogadas as Instruções do BP nº64/96 (Empréstimos poupança-emigrante. Concessão de crédito) e nº65/96 (Empréstimos poupança - emigrante. Condições de acesso).

III.10. Organização e Gestão Interna

III.10.1. Recursos Humanos

No decurso do ano 2003, o Departamento de Gestão e Desenvolvimento de Recursos Humanos desenvolveu um conjunto de acções e de iniciativas, destacando-se como mais significativas as seguintes:

- Reorganização estrutural do Departamento de Estatística (DDE) e reformulação do modelo de Gestão da Rede Regional.
- Desenvolvimento de processos de recrutamento e selecção de âmbito interno e externo, bem como a manutenção da política de cooperação com o meio académico, através da concessão de estágios curriculares remunerados para recém-licenciados.
- Prossecução de medidas de simplificação e aperfeiçoamento do Sistema de Compensações e ajustamento do Sistema de Avaliação de Desempenho.
- Organização do curso “Heading for Leadership” no âmbito de iniciativas de formação organizadas por Bancos Centrais da U.E..
- Elaboração, no final do ano, de projecto de Contraproposta de Acordo de Empresa (AE) para resposta à Proposta apresentada pelos Sindicatos dos Bancários do Norte, do Centro e do Sul e Ilhas.
- Prossecução de acções bilaterais de cooperação com os Bancos Centrais dos Países Africanos de Língua Oficial Portuguesa (PALOP) e de Países Lusófonos no domínio de formação de quadros, de estágios no Banco de Portugal e de acções de assessoria técnica local em Gestão de Recursos Humanos ao Banco Central de Cabo Verde e ao Banco de Moçambique.

Efectivos

O Banco de Portugal registou em 2003 uma diminuição do número dos seus efectivos (de 1794 para 1786), o que representa um decréscimo percentual de 0,4%.

Em 2003 verificaram-se 24 admissões (22 para funções técnicas e 2 para funções de chefia), 24 reformas (1 por invalidez, 5 por limite de idade, 2 por negociação e 16 por acordo nos termos definidos regulamentarmente), 6 cessações de contrato de trabalho e 2 despedimentos.

Do total dos efectivos do Banco, 1021 são do sexo masculino e 765 do feminino, distribuídos pela Sede (1526), pela Filial do Porto (142) e pelas Delegações Regionais e Agências (118).

A evolução dos efectivos no Banco de Portugal nos últimos cinco anos é a que consta do quadro seguinte:

EFFECTIVOS/EVOLUÇÃO

Efectivos	1999	2000	2001	2002	2003
Homens	1088	1084	1062	1034	1021
Mulheres	738	748	752	760	765
Total	1826	1832	1814	1794	1786

Dos 1786 empregados do Banco, 41 desempenham funções de direcção, 75 de chefia, 684 exercem funções técnicas, 94 exercem funções específicas e 576 exercem funções administrativas. Os restantes 316 empregados são chefias e executantes dos Grupos II, III e IV.

Categorias	G.I	G.II	G.III	G.IV
Direcção	41	-	-	-
Chefias	75	9	19	7
Técnicos	684	-	-	-
F. Específicas	94	-	-	-
Administrativos	576	-	-	-
Executantes	-	54	182	45
Total	1470	63	201	52

O Grupo I, com 1470 empregados, representa 82,3% do total de efectivos. Segue-se-lhe o Grupo III, que com 201 empregados representa 11,3% dos efectivos totais. Nos últimos 5 anos a evolução dos Grupos Contratuais foi a seguinte:

Efectivos	1999	2000	2001	2002	2003
G.I	1492	1502	1486	1475	1470
G.II	67	67	66	65	63
G.III	211	207	207	202	201
G.IV	56	56	55	52	52
Total	1826	1832	1814	1794	1786

Pirâmide Etária

O quadro de evolução da pirâmide etária permite verificar que o escalão dos 46/55 anos é o que concentra maior número de efectivos (701), seguido do escalão dos 36/45 anos (521).

Com idade inferior a 36 anos, o Banco tem 272 empregados, o que corresponde a 15,2% do seu efectivo total. Com idade compreendida entre os 61 e 65 anos há 53 empregados, equivalente a 3%.

O nível etário médio, em 31 de Dezembro de 2003, era de 44,8 para as mulheres, 47,2 anos para os homens e 46,2 anos para o conjunto dos efectivos, registando-se um ligeiro aumento em relação ao ano anterior (45,6 anos).

PIRÂMIDE ETÁRIA/EVOLUÇÃO

Escalão Etário	1999	2000	2001	2002	2003
19/25	37	41	41	29	23
26/30	121	119	120	122	111
31/35	132	129	122	132	138
36/45	759	718	666	600	521
46/55	622	631	625	644	701
56/60	115	145	185	222	239
61/65	38	46	55	45	53
> 65	2	3	-	-	-
Total	1826	1832	1814	1794	1786

Antiguidade na Banca

No que respeita à antiguidade na Banca e como se pode verificar pelo quadro de evolução, o maior número de efectivos (497) encontra-se concentrado no escalão superior a 25 anos, sendo a primeira vez que esta situação

ocorre nos últimos cinco anos. Vem a seguir o escalão 21/25 anos de antiguidade, com 435 empregados.

Com uma antiguidade até 15 anos há 443 empregados, o que representa 24,8% do efectivo total da Instituição, contra 1343 empregados (75,2%) com uma antiguidade superior a 15 anos.

O nível médio de antiguidade dos empregados do Banco situa-se em 20 anos, revelando um ligeiro aumento comparativamente com o ano anterior (19,4 anos).

ANTIGUIDADE NA BANCA/EVOLUÇÃO

Escalão	1999	2000	2001	2002	2003
Até 2 anos	61	68	73	83	71
3 a 5	142	136	108	60	68
6 a 10	142	149	158	171	168
11 a 15	302	216	151	150	136
16 a 20	548	572	585	564	411
21 a 25	279	254	277	303	435
>25	352	437	462	463	497
Total	1826	1832	1814	1794	1786

Formação Escolar

Considerando as funções específicas do Banco Central e o número de técnicos (684) que integram os seus quadros, pode-se afirmar, que em termos médios, a formação escolar dos empregados do Banco de Portugal é elevada.

Formação Escolar	1999	2000	2001	2002	2003
Doutoramento	13	14	16	20	20
Mestrado	41	57	60	67	73
Licenciatura	624	634	631	637	647
Curso Médio	40	38	38	35	33
Secun./3ºCiclo	527	521	511	491	478
Secun./2ºCiclo	254	245	239	234	231
Básico e 1º Ciclo	325	321	317	308	303
S/Grau	2	2	2	2	1
Total	1826	1832	1814	1794	1786

Os 740 empregados com formação universitária (344 mulheres e 396 homens), correspondem a 41,4% do total dos efectivos.

Reformados e Pensionistas

Em 2003, os empregados na situação de reforma são 1688 (menos 1 que no ano anterior), o que corresponde a 94,5% dos empregados no activo (1786).

Os pensionistas passaram de 491 (em 2002) para 476 (em 2003) e representam 26,7% dos empregados no activo.

REFORMADOS E PENSIONISTAS/EVOLUÇÃO

Evolução	1999	2000	2001	2002	2003
Reformados	1699	1678	1683	1689	1688
Pensionistas	484	474	473	491	476

Formação Profissional

No ano em análise, 1092 empregados do Banco participaram em acções de formação a nível interno e externo (país e estrangeiro), num total de 2462 participações, sendo 2089 referentes a formação interna e 373 a formação externa, das quais 247 no país e 126 no estrangeiro.

No total realizaram-se 497 acções de formação correspondendo a 36102.5 horas (mais 6597 horas que no ano anterior), sendo 28949 horas a nível interno e 7153.5 horas a nível externo.

A média de horas de formação por empregado passou de 16,4 horas em 2002 para 20,2 horas em 2003, sendo que no mesmo período, considerando os 1786 efectivos existentes, a taxa de participação foi de 61,1% (enquanto que em 2002 tinha sido de 66,4%).

FORMAÇÃO/EVOLUÇÃO

Formação	1999	2000	2001	2002	2003
Participantes	1013	1013	1322	1192	1092
Horas	49707	43066	36307	29505.5	36102.5

III.10.2. Fundo de Pensões

O Fundo de Pensões do Banco de Portugal, constituído em 1988, consiste num património autónomo e exclusivamente afecto ao cumprimento das responsabilidades, assumidas pelo Banco de Portugal, de pagamento de pensões de reforma, invalidez e sobrevivência. Estas pensões abrangem não apenas o disposto no ACTV do sector bancário, mas também outras remunerações complementares auferidas pelos trabalhadores.

Trata-se dum Fundo de Pensões fechado e afecto à realização de planos de benefício definido, posicionando-se ao nível do primeiro pilar de protecção social, uma vez que a generalidade dos trabalhadores não se encontra integrada no Regime Geral de Segurança Social.

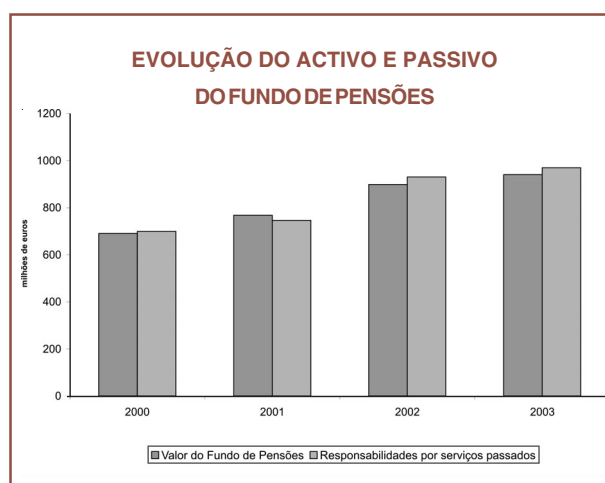
A Sociedade Gestora do Fundo de Pensões do Banco de Portugal, S.A. é a entidade responsável pela gestão do Fundo de Pensões, bem como pela elaboração das avaliações actuariais necessárias ao cálculo das responsabilidades por pensões de reforma e sobrevivência. O capital desta Sociedade é detido maioritariamente pelo Banco de Portugal e o seu quadro de pessoal é constituído por trabalhadores do Banco abrangidos por um acordo de cedência.

Os métodos actuariais bem como a apresentação dos principais pressupostos de cálculo utilizados são, de acordo com o preceituado no Aviso do Banco de Portugal nº12/2001, de 23 de Novembro, referidos em detalhe na nota Pensões de Reforma e Sobrevivência do Balanço e Contas.

Destaca-se, contudo, a utilização de taxas de mercado para o desconto dos *cash-flows* futuros que integram as responsabilidades do Fundo de Pensões. Esta metodologia assenta na ideia de que o valor actual das responsabilidades deve representar, em cada momento, o capital que teria que ser investido para fazer face aos pagamentos futuros. A adopção deste princípio coloca a tónica numa política de investimento dos activos em grande sintonia com a estrutura dos passivos e constitui um factor de redução da volatilidade do nível de financiamento do fundo de pensões, na medida em que ambos os lados do balanço tenham idêntica sensibilidade à variação da taxa de juro.

A elevada maturidade da população abrangida pelo Fundo de Pensões do Banco de Portugal, em que o número de beneficiários é superior ao de participantes no activo (rácio de 0,83 no final de 2003) e o consequente peso das responsabilidades com pensões em pagamento no total (51%), condiciona fortemente a postura na gestão do património do fundo.

A política de gestão de activos caracterizou-se por uma postura conservadora, que visa maximizar a rendibilidade em estreita ligação com a estrutura das responsabilidades assumidas pelo Fundo de Pensões, encontrando-se a carteira diversificada em três blocos: obrigações (que constituem a parcela mais representativa), imobiliário e acções.



Em 31 de Dezembro de 2003, o património do Fundo de Pensões do Banco de Portugal ascendia a 940,6 milhões de euros, o que representa um acréscimo de 41,9 milhões face ao final do ano anterior. O total de responsabilidades por serviços passados ascendia a 970,0 milhões de euros, dos quais 497,1 milhões correspondem a responsabilidades por pensões em pagamento e 472,9 milhões dizem respeito às responsabilidades por serviços passados de trabalhadores no activo.

Durante o ano, foram efectuadas contribuições regulares num total de 17,9 milhões de euros, dos quais 1,5 milhões corresponderam a contribuições efectuadas pelos trabalhadores e 16,4 milhões pelo Banco de Portugal, tendo esta Instituição realizado ainda, no final do ano, uma contribuição extraordinária de 14 milhões de euros.

VALORES DE FECHO DE EXERCÍCIO DO FUNDO DE PENSÕES

Em Milhares de euros

	2001	2002	2003	Varição 2002/2003
Valor do Fundo de Pensões	768 131	898 722	940 602	4,7%
Responsabilidades por serviços passados	746 206	930 787	969 954	4,2%
Por pensões em pagamento	447 770	490 462	497 055	1,3%
Por serviços passados de activos	298 436	440 325	472 899	7,4%
Nível de financiamento	102,90%	96,60%	96,97%	

Em 31 de Dezembro de 2003, o Fundo de Pensões registava um nível de financiamento global de 97%, o qual assegurava a cobertura a 100% das responsabilidades com as pensões em pagamento e uma cobertura das responsabilidades com serviço passado de participantes no activo acima de 95%.

Quanto à actividade desenvolvida durante o ano pela Sociedade Gestora do Fundo de Pensões do Banco de Portugal, destaca-se a revisão do contrato de gestão e das normas orientadoras da política de investimento, bem como a realização dum projecto visando a instalação dum novo sistema de informação de gestão e controlo de activos.

III.10.3. Organização e Informática

Concebido e desenvolvido em 2002, o sistema BPnet entrou em produção em Janeiro de 2003, importando realçar a grande adesão que despertou entre as instituições que necessitam de utilização regular de comunicação de dados com o Banco de Portugal – no final do ano, 157 instituições tinham aderido ao sistema, mais de setenta das quais entidades bancárias, com um total de 1.343 utilizadores subscrivendo 29 serviços distintos. Ao longo de 2003 prosseguiram-se trabalhos de consolidação e alargamento das facilidades de serviços disponibilizados através do BPnet, em estreita ligação com vários Departamentos do Banco de Portugal.

Em meados de 2003 iniciaram-se actividades visando a identificação de uma solução de Gestão de Conteúdos, a aplicar quer no BPnet, quer

na Intranet do Banco, quer ainda na sua página Internet. Concluiu-se em Dezembro de 2003 uma pesquisa de mercado tendente a avaliar a adequação das soluções disponíveis aos requisitos do Banco de Portugal.

Dentro da mesma linha estratégica, mas internamente ao Banco, foi operacionalizada uma nova versão do GIS-SEC (sistema de arquivo documental electrónico e de fluxos documentais e administrativos), promovendo a melhoria de vários factores de segurança e de performance, tendo ainda sido lançada uma linha de actividade conducente à estruturação e explicitação da sua evolução futura, nos domínios tecnológico e funcional.

Foi totalmente operacionalizada a Plataforma de Gestão de Serviços, criando condições sofisticadas de contínua monitorização *on-line* dos sistemas críticos do Banco e, consequentemente, contribuindo de forma muito significativa para a detecção precoce de anomalias de funcionamento e para o seu diagnóstico aprofundado, assim contribuindo para a obtenção de índices de disponibilidade elevados nesses sistemas.

O índice de disponibilidade operacional do TARGET/SPGT foi em 2003 de 100 %, constituindo esta a primeira vez que tal valor foi atingido por qualquer Banco Central europeu num intervalo de Janeiro a Dezembro.

Foi iniciado em Janeiro o Projecto SIGRA – Sistema de Informação para Gestão de Reservas e Activos – cujo resultado permitirá um elevado grau de integração entre o *front office*, o *middle office* e o *back office* do Departamento de Mercados e Gestão de Reservas. Este projecto, de grande dimensão e complexidade, é funda-

mentalmente desenvolvido pela empresa fornecedora do *software* (Finance Kit), contando ainda o Banco com apoio externo em termos da sua gestão, sem prejuízo do envolvimento de recursos do DOI em aspectos específicos de desenvolvimento de funcionalidades e na implementação da sua plataforma infraestrutural. Previsto inicialmente para ficar concluído no início de Dezembro de 2003, alguns atrasos derivados da complexidade do projecto forçaram o adiamento dessa data para Março de 2004.

Ficaram concluídas no 1º semestre de 2003 as obras de adaptação do edifício que albergará o *Remote Disaster Recovery Site* do Banco de Portugal. Ficou igualmente concluída, em Maio de 2003, a revisão e actualização do Plano de Continuidade de Negócio / Plano de Recuperação em Caso de Catástrofe (PCN / PRCC, inicialmente desenhado em 1999), tendo o correspondente plano de implementação sido apresentado e aprovado pelo Conselho de Administração em Junho de 2003.

Na sequência dessa aprovação, foi dado início ao Projecto de Implementação do PCN / PRCC. Para a realização deste projecto o Banco contratou serviços de várias empresas, especializadas nos respectivos domínios tecnológicos, e conta ainda com serviços igualmente especializados no apoio à respectiva gestão integrada. Em termos sumários, o plano de implementação desdobra-se em quatro fases, num total de 23 sub-projectos, previstos envolverem cerca de 60.000 horas.homem de esforço pelos técnicos do Banco. A sua 1ª fase, prevista concluir até ao final de Março de 2004, engloba os sub-projectos que materializam os aspectos infraestruturais comuns, bem como a operacionalização da plataforma de recuperação do TARGET / SPGT.

Dentro dos aspectos infraestruturais comuns importa realçar, muito sinteticamente: (a) A ligação entre os *sites* primário e secundário por dois troços exclusivos de fibra escura; (b) A utilização da tecnologia de DWDM (*Dual Wavelength Digital Multiplexing*) para acesso à fibra escura; (c) A criação de GDPS (*Geographically Dispersed Parallel Sysplex*) entre os *mainframes* localizados em cada um dos *sites*; (d) A utilização da tecnologia de SAN (*Storage Area Network*), “expandida” do *site* primário ao *site* secundário através das comunicações de muito alto débito

asseguradas pela fibra escura e pelo DWDM; (e) A migração da rede WAN de comunicações externas ao Banco para uma rede XVPN/IP, com características acrescidas de resiliência e de segurança (encriptação VPN 3DES).

Ainda do ponto de vista das infraestruturas tecnológicas, é de referir a substituição do equipamento *mainframe* do Banco (IBM S/390) por unidades da nova família z/Series. A entrada em produção do sistema operativo z/OS efectuou-se em finais de Outubro, tendo-se ainda efectuado a evolução para a versão 1.3 do monitor transaccional CICS e para a versão 7 do SGBD DB2 em Dezembro.

Para além do enorme esforço que representa a implementação do PCN / PRCC, completaram-se ao longo do ano cinco projectos de desenvolvimento de sistemas de informação, tendo sido iniciados os trabalhos de sete outros. Esta actividade envolveu 35.145 horas.homem, 28% das quais em sistemas de tipo operacional, 18% em sistemas de *datawarehousing* e suporte à decisão e 39% em sistemas colaborativos (*GroupWare / WorkFlow*).

A actividade de manutenção e evolução de sistemas informáticos envolveu 19.952 horas.homem, tendo sido dedicados cerca de 16% desse valor à evolução do sistema SPGT/TARGET.

As “actividades permanentes em Organização” – redefinição de estruturas orgânico-funcionais, reorganização e racionalização administrativas, coordenação técnica do SICE (Sistema Interno de Comunicação Escrita), análise de equipamentos administrativos e racionalização de impressos e formulários – envolveram 2.132 horas.homem em 2003. Frise-se que este valor não engloba a actividade em Organização e Métodos desenvolvida no âmbito da realização de projectos de sistemas de informação, incidência sempre preferencial para a maioria das intervenções realizadas pelo Departamento de Organização e Informática na reformulação e optimização de processos organizacionais e de natureza administrativa.

Prosseguiram, através dos serviços de uma empresa de consultoria, os estudos sobre o Enquadramento Organizacional da Função Informática no Banco, especificamente sobre a incidência das recomendações apresentadas no trabalho global inicialmente efectuado (ainda

em 2002) sobre cada Departamento do Banco. O conjunto completo de recomendações será apresentado ao Conselho de Administração em Janeiro-Fevereiro de 2004.

No campo da Cooperação com os Bancos Centrais dos Países de Expressão Oficial Portuguesa, finalmente, são de realçar as acções de cooperação realizadas com o Banco de Cabo Verde – na continuação da estruturação do seu Planeamento Estratégico em Sistemas de Informação, na formação avançada em MS Excel e Access e na redefinição da sua estrutura orgânica – e a participação do Banco, através do DOI, no V Forum de Sistemas e Tecnologias de Informação, realizado em Outubro em S. Tomé.

III.10.4. Informação e Documentação

A Área de Informação e Documentação acompanhou activamente as iniciativas da Associação Europeia de História Bancária, tendo coorganizado um seminário internacional sobre os Arquivos dos Bancos Centrais, que decorreu no Banco Nacional da Holanda, com a participação de cerca de 20 instituições europeias, BCE e BIS.

A Biblioteca do Banco tem prosseguido o atendimento aos utilizadores internos e externos, presencialmente e através de meios electrónicos, para o que conta com um importante acervo documental a nível económico, jurídico e legislativo. Continua também a assegurar a coordenação da emissão e divulgação das Normas do Banco de Portugal através do Boletim Oficial e da actualização da Base de Dados - SIBAP, disponível para consulta através da Internet, na página oficial do Banco.

Deu ainda continuidade ao estudo e tratamento documental de uma importante colecção de tipografia nacional e estrangeira dos séculos XVII e XVIII, com vista à elaboração do 2º volume do catálogo do livro antigo, tendo-se restaurado algumas destas obras cujo estado de conservação o aconselhava.

O Arquivo Histórico, para além da resposta a solicitações internas por parte dos Departamentos do Banco, prosseguiu o apoio a investigadores nacionais e estrangeiros, no âmbito da história económica-financeira portuguesa, dando resposta aos vários pedidos de informa-

ção ou disponibilizando para consulta os documentos que fazem parte do seu acervo.

Por outro lado, tem colaborado nos projectos em que o Banco se encontra envolvido relacionados com a História do Banco de Portugal e da banca portuguesa.

Tem igualmente participado no Grupo de Trabalho responsável pelo estudo e definição de normativos internos referentes à preservação e conservação dos documentos de natureza arquivística em suporte electrónico.

O Museu do Banco reformulou os núcleos “Artigo Padrão e Moeda Actual” e “Dos Pré-Monetários ao Dinheiro Português”, na exposição patente ao público e desenvolveu acções de promoção junto de escolas e professores acolhendo visitas de alunos do ensino secundário e superior. Colaborou também com Universidades no leccionamento da cadeira de Numismática da Licenciatura em História.

O Museu colaborou ainda na Exposição de Obras de Arte dos Tribunais Portugueses, organizada pelo Ministério da Justiça, em Lisboa.

III.10.5. Serviços Jurídicos

A actividade do Departamento desenvolveu-se essencialmente pelas áreas de consulta e estudos jurídicos e de patrocínio dos interesses do Banco.

No âmbito das funções de estudo e consulta, registou-se um apreciável acréscimo de trabalho, devido em boa parte ao reforço do apoio jurídico relacionado com a participação do Banco no SEBC. Estas funções envolveram, nomeadamente, a participação no LEGCO (Comité de Assuntos Jurídicos) e nos respectivos grupos de trabalho e o apoio jurídico tanto à Administração como a outros Departamentos do Banco.

Entre as demais matérias em que o Departamento foi chamado a pronunciar-se em apoio da acção do Banco destacam-se a regulação e a supervisão da actividade bancária, o regime das notas e moedas e de outros meios de pagamento, a fiscalidade da actividade financeira, as transacções financeiras internacionais e a criminalidade económico-financeira. Além disso, foi dada res-

posta a questões relacionadas com vários aspectos da gestão interna do Banco, incluindo a preparação ou revisão dos contratos por ele celebrados.

O Banco colaborou ainda na preparação ou na análise de diversos diplomas de direito nacional e comunitário com interesse para o sector financeiro, salientando-se os relacionados com a orgânica do próprio Banco e de outras entidades reguladoras, com a revisão do regime de liquidação das instituições de crédito, com a titularização de créditos e com o sistema do crédito agrícola mútuo. Colaborou também na análise de matérias como o regime dos bilhetes do Tesouro, o novo código da insolvência, o sobreendividamento, o branqueamento de capitais e o regime dos documentos electrónicos e do comércio electrónico.

Continuou a assegurar-se a coordenação da intervenção do Banco com vista à implementação das sanções financeiras internacionais relacionadas com o combate ao financiamento do terrorismo, em articulação com os Ministérios das Finanças (DGAERI) e dos Negócios Estrangeiros (DGAM). Vários técnicos do Departamento participaram em grupos de trabalho constituídos no Banco ou junto de outras entidades e organismos. Merece destaque a representação do Banco no GAFI (Grupo de Acção Financeira Internacional) em cujo âmbito se procedeu, designadamente, a profunda revisão das 40 recomendações para prevenção do branqueamento de capitais, acrescidas de 8 especiais contra o financiamento do terrorismo; iniciou-se ainda a avaliação do sistema nacional do Brasil e concluiu-se a da Lituânia. Participou-se também no “Working Group on Bribery in International Business Transactions” (OCDE) e no Grupo de Peritos da Directiva sobre Acordos de Garantia Financeira (UE/CON).

No desempenho das funções de patrocínio, o Departamento assegurou em especial a representação forense do Banco, directamente ou acompanhando os processos confiados a advogados externos, tanto na área do contencioso administrativo como em questões cíveis, laborais e contra-ordenacionais, estas designadamente correlacionadas com a supervisão bancária. Por solicitação das

entidades governamentais competentes, o Banco pronunciou-se, em diversos casos, sobre questões suscitadas a título prejudicial no Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias.

Ainda no âmbito das relações com os Tribunais, continuou a registar-se um grande número de pedidos de colaboração dirigidos ao Banco de Portugal no contexto de processos de execução civil e fiscal. O Banco manteve a sua cooperação através da difusão das pertinentes decisões judiciais junto das instituições de crédito, prevendo-se um decréscimo progressivo da intensidade desta colaboração, em consequência da entrada em vigor da Reforma da Acção Executiva.

Realizaram-se, como em anos anteriores, acções de intercâmbio e cooperação com os meios jurídicos nacionais e estrangeiros. No âmbito nacional, destaca-se a participação no V Encontro Nacional de Operadores Financeiros e Autoridades envolvidas na prevenção do branqueamento de capitais, iniciativa da Unidade de Informação Financeira da Polícia Judiciária. No âmbito internacional, salienta-se, no quadro da cooperação com os países candidatos à adesão à Comunidade Europeia, o acolhimento de uma delegação de juristas do Banco Nacional da Roménia, para estudo de matérias relacionadas com o direito financeiro e o processo de transposição da legislação comunitária para o direito nacional; além disso, o Departamento recebeu um jurista do Banco Central de S. Tomé e Príncipe, para formação na área financeira e foi estabelecida, em relação a Timor-Leste, cooperação com vista à preparação de projectos legislativos para regulação quer do sistema de moeda metálica, quer do futuro banco central.

III.10.6. Auditoria Interna

A função de Auditoria Interna no Banco de Portugal traduz-se numa actividade independente e objectiva de avaliação e consultoria, concebida para gerar contributos destinados a acrescentar valor e a melhorar a operacionalidade da instituição. O exercício desta função ajuda a instituição a cumprir os seus objectivos, ao utilizar um enfoque sistemático e disciplinado para

avaliar e promover a eficácia dos processos de gestão de riscos, de controlo interno e de governo.

A actividade anual do Banco no domínio da função de Auditoria Interna consiste na realização de um programa de acções de auditoria decorrente de dois mandatos distintos: (i) um plano de acções domésticas aprovado pelo Conselho de Administração do Banco e (ii) um plano de acções no âmbito do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) ou do Eurosistema, aprovado pelo Conselho de Governadores do Banco Central Europeu. De acordo com as práticas geralmente aceites para o exercício desta actividade, a elaboração dos dois programas referidos tem por base metodologias formais e estruturadas de avaliação de risco das operações, actividades e sistemas do Banco e do SEBC/Eurosistema. A função de Auditoria Interna pode ainda realizar investigações especiais e outros trabalhos, quando superiormente pedidos.

Os objectivos operacionais das acções de auditoria programadas consistem em fornecer uma garantia razoável aos órgãos e responsáveis pela administração e gestão de que, na prossecução dos seus objectivos e no desenvolvimento da sua actividade, os diversos serviços e sistemas asseguram: uma adequada identificação e cobertura dos riscos existentes; a existência e funcionamento de sistemas de controlo interno eficazes e eficientes; a fiabilidade e integridade da informação financeira e operacional; a eficácia e eficiência das operações; a segurança e protecção adequadas dos activos; o cumprimento das normas e obrigações legais, regulamentares e contratuais aplicáveis.

No conjunto dos dois programas antes referidos, a actividade nuclear da função de Auditoria Interna em 2003 traduziu-se na realização de 44 acções de auditoria, das quais, (i) 37 acções exclusivamente domésticas e (ii) 7 acções a sistemas comuns ao SEBC/Eurosistema.

O quadro seguinte evidencia a repartição das acções de âmbito exclusivamente doméstico pelas principais áreas de actividade do Banco:

AUDITORIAS DE ÂMBITO INTERNO REPARTIDAS POR ÁREAS DE INCIDÊNCIA

Áreas de Incidência Principal	Acções
Sistemas e Operações de Mercado e Gestão de Reservas	4
Sistemas e Operações de Emissão Monetária e Tesouraria na Sede, Filial, Delegações e Agências	9
Estatísticas e Estudos Económicos	1
Actividade de Supervisão	2
Sistemas e Operações de Pagamentos	1
Função Informática e Tecnologias de Informação	5
Actividades de Gestão de Recursos Humanos e Apoio Administrativo	8
Contabilidade e Controlo Financeiro	4
Apoio directo à Administração	3
TOTAL	37

A actividade de auditoria programada e realizada a nível do SEBC e do Eurosistema exigiu da função de Auditoria Interna um envolvimento activo no planeamento, programação, execução e reporte de 7 acções de auditoria aos seguintes sistemas comuns:

- Bases de Dados Estatísticas e Monetárias relativas às Instituições Financeiras e Monetárias;
- Modelo de Banco Central Correspondente;
- Segurança e Qualidade da Produção das Notas de Euro;
- Sistema Estatístico de Contas Financeiras Trimestrais;
- Enquadramento e Processo de Gestão de Risco do Sistema SPGT/TARGET;
- Rendimento Monetário;
- Projecto de Migração da Infra-estrutura da Rede ESCB-Net.

Os relatórios emitidos ao nível do Banco de Portugal e do SEBC ou do Eurosistema forneceram aos respectivos órgãos e responsáveis de gestão pareceres, comentários, informações,

avaliações e, quando necessário, *recomendações* tendo como objectivo a melhoria das actividades, processos, sistemas, procedimentos e controlos internos estabelecidos.

Relativamente ao último dos aspectos referidos, deve salientar-se que, nos relatórios de auditoria emitidos a nível interno do Banco e referentes à actividade de 2003, foram produzidas 68 *recomendações* dirigidas essencialmente (i) à redução dos riscos residuais remanescentes nas áreas, serviços e sistemas avaliados, (ii) à promoção da eficácia, eficiência e segurança das operações, processos e actividades e (iii) ao melhoramento dos Sistemas e Tecnologias de Informação que suportam a actividade do Banco.

A função de Auditoria Interna desenvolve ainda um acompanhamento regular da implementação das recomendações por si emitidas. Neste contexto, foi desenvolvida, em Junho de 2003, uma consulta formal aos diversos departamentos do Banco, a fim de apurar e reportar superiormente o estado da implementação das recomendações emitidas em 2002, bem como as medidas tomadas ou calendarizadas com vista a assegurar a resolução dos problemas subjacentes às mesmas.

O Departamento de Auditoria fornece sistematicamente informação ao Conselho de Auditoria do Banco e realiza diversos trabalhos de avaliação solicitados pelo mesmo Conselho. Além disso, coopera com os Auditores Externos do Banco de Portugal e do Banco Central Europeu, designadamente através de apoio técnico diverso e prestação de informação.

No domínio da actividade global atribuída à função de Auditoria Interna, o Banco desenvolveu ainda diversas actividades complementares destinadas, no essencial, a promover ou a contribuir para o reforço da cultura da análise de risco e do controlo interno. Nesta área, salientam-se, como mais relevantes, os trabalhos seguintes:

- Participação regular e sistemática nas reuniões e actividades do “*Internal Auditors Committee*” (IAC) e nos grupos de trabalho que suportam a actividade de auditoria a nível do SEBC e do Eurosistema;

- Participação em diversos projectos, comissões e grupos de trabalho do Banco, de que se destacam as participações regulares na Comissão para o Acompanhamento da Informação e na Comissão de Coordenação da Segurança;

- Emissão de pareceres e prestação de apoio técnico diverso a entidades internas e externas ao Banco;

- Realização de estágios e acções de formação na área da cooperação com os PALOP, no sentido de promover o desenvolvimento ou o aperfeiçoamento da cultura e das boas práticas de auditoria;

- Edição, em Outubro de 2003, de um número da colecção “*Cadernos de Auditoria Interna*” sobre “*Os Códigos de Conduta nas Empresas*”, e realização, em Novembro de 2003, das “*VI Jornadas de Auditoria*”, subordinadas ao tema “*O Valor Acrescentado pela Função de Auditoria Interna*”.

III.10.7. Edifícios e Instalações

Em 2003, promoveu-se, de acordo com o planeamento estratégico delineado, a construção de um *Disaster Recovery Center*, nos Olivais, em Lisboa, e deu-se início à reformulação das áreas de atendimento ao público no Edifício Portugal.

Concluiu-se, no âmbito do programa de valorização e modernização dos edifícios do Banco, a beneficiação exterior do Edifício Portugal, promoveu-se a melhoria de algumas residências afectas à Rede Regional e iniciou-se o processo conducente à beneficiação da Agência de Évora.

Concretizaram-se, ainda, acções visando o aumento de fiabilidade das instalações de emergência e a reformulação dos sistemas de detecção e combate a incêndios, intrusão, controlo de acessos e de climatização, nos principais edifícios do Banco.

Capítulo IV Balanço e Contas

*Apresentação e Proposta de Distribuição
de Resultados*

Demonstrações Financeiras

Notas às Demonstrações Financeiras

Relatório dos Auditores Externos

*Relatório e Parecer do Conselho
de Auditoria*

IV.1. Apresentação e proposta de distribuição de resultados

Nos termos previstos no Artigo 54º da Lei Orgânica do Banco de Portugal, apresentam-se as demonstrações financeiras relativas ao ano de 2003, aprovadas pelo Conselho de Administração (ver pontos IV. 2. e IV. 3.).

As contas anuais do Banco foram fiscalizadas pelos auditores externos, previstos pelo Artigo 46º da Lei Orgânica (ver ponto IV.4.) e, conforme previsto no seu Artigo 43º, foram alvo de relatório e parecer do Conselho de Auditoria (ver ponto IV. 5.). O Conselho Consultivo tomou conhecimento e pronunciou-se favoravelmente sobre as contas do Banco.

As contas do Banco de Portugal em 2003 foram decisivamente marcadas pelas condições vigentes nos mercados financeiros internacionais e por importantes decisões de gestão quanto à composição da sua carteira de activos.

Nos mercados financeiros, destacou-se a significativa apreciação do euro, em particular face ao dólar americano, e um ambiente geral de baixas taxas de juro, com reduções assinaláveis nos prazos mais curtos, nomeadamente para aplicações em euros, cujo nível se manteve, porém, superior ao das aplicações em dólares.

No que respeita às decisões de gestão interna de carteiras, salienta-se a venda de 75 toneladas de ouro, ao abrigo do Acordo de Bancos Centrais de 26 de Setembro de 1999, e uma profunda recomposição cambial dos activos financeiros geridos pelo Banco, no contexto e no cumprimento das regras acordadas no âmbito do Eurosistema. Neste domínio, verificou-se um acrescido controlo das condições de liquidez concomitante com uma acrescida flexibilidade na gestão das respectivas carteiras de activos financeiros. Tal permitiu a redução significativa da carteira em moeda estrangeira por contrapartida da carteira em euros, com taxas de juro mais elevadas.

Verificou-se desse modo uma melhoria significativa da margem de juros, que ascendeu a 141,0 milhões de euros, contra 73,6 milhões em 2002, traduzindo uma redução dos juros de

operações passivas bastante superior à dos juros das operações activas.

Nas operações de gestão activa dos activos financeiros, as referidas vendas de ouro traduziram-se em acréscimos em activos em euros e moeda estrangeira e numa mais-valia realizada, aplicada directamente no reforço da reserva específica criada e cuja movimentação contabilística foi feita ao abrigo de alterações da Lei Orgânica e do Plano de Contas do Banco de Portugal, entretanto aprovadas.

As referidas condições nos mercados financeiros aconselharam também a mencionada recomposição por moedas da carteira de activos financeiros o que, não obstante ter obrigado à realização de menos-valias, permitiu evitar perdas potenciais de várias centenas de milhões de euros, limitando-as a 130,7 milhões (contra 251,2 milhões em 2002). Relembra-se que, segundo as normas contabilísticas do Eurosistema extremamente prudentes, as menos-valias potenciais têm de ser reconhecidas como perdas na conta de resultados. Aquela recomposição contribuiu, por outro lado, para uma imunização mais permanente do balanço do Banco a riscos de taxa de câmbio. A gestão activa da duração das carteiras permitiu também uma redução significativa do risco de taxa de juro.

A redução da carteira de ouro e de moeda estrangeira, por contrapartida da carteira de euros, levou à redução proporcional das provisões para riscos de flutuação do ouro e à redução para o limite legal da provisão para flutuações de câmbios. As provisões libertadas afectaram evidentemente a conta de exploração em sentido positivo, não obstante se ter procedido ao reforço das provisões para riscos de taxa de juro.

O rendimento de participações de capital foi negativamente afectado pela não distribuição (necessária) da senhoriagem imputada ao BCE, mas as restantes modalidades de repartição do rendimento monetário no contexto do Eurosistema aumentaram significativamente face ao ano anterior.

Os custos administrativos cresceram 1,2%, tendo, porém, os custos com pessoal caído 0,5%, em resultado de uma ligeira redução de efectivos e de moderação em diversos aspectos da política

remunerativa, no quadro básico definido pela negociação salarial no sector bancário. Os custos relativos à produção de notas reduziram-se significativamente após dois anos associados ao processo de transição para o euro fiduciário.

O resultado do exercício de 2002, na importância de 89,9 milhões de euros, foi aplicado do seguinte modo:

10% para a reserva legal
..... 8 988 598,94 euros

43% para a reserva proveniente dos resultados de operações de ouro
..... 38 564 891,00 euros

o remanescente para o Estado a título de dividendos
..... 42 332 499,45 euros

De acordo com o estipulado no nº2 do Artigo 53º da Lei Orgânica, propõe-se que o resultado líquido do exercício de 2003, no montante de 69,0 milhões de euros, seja distribuído da seguinte forma:

Nos termos da alínea a)

10% para reserva legal
..... 6 904 258,19 euros

e, nos termos da alínea c):

para outras reservas
..... 27 617 032,78 euros

o remanescente para o Estado a título de dividendos¹
..... 34 521 290,97 euros

Lisboa, 23 de Março de 2004

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

O Governador

Vítor Manuel Ribeiro Constâncio

Os Vice-Governadores

António Manuel Martins Pereira Marta

José Agostinho Martins de Matos

Os Administradores

Herlânder dos Santos Estrela

Manuel Ramos de Sousa Sebastião

Vítor Manuel da Silva Rodrigues Pessoa

(1) Estima-se ainda um pagamento de impostos sobre lucros de cerca de 35,4 milhões de euros.

IV.2. Demonstrações financeiras

BALANÇO DO BANCO DE PORTUGAL

Activo	Notas	31/12/2003			31/12/2002
		Activo Bruto	Amortizações e provisões acumuladas	Activo Líquido	Activo Líquido
1 Ouro e ouro a receber	2	5 492 988		5 492 988	6 218 902
2 Activos externos em ME		4 602 918		4 602 918	10 512 943
2.1 Fundo Monetário Internacional	3	507 340		507 340	512 513
2.2 Depósitos, títulos e outras aplicações externas em ME	4	4 095 578		4 095 578	10 000 431
3 Activos internos em ME	4	331 109		331 109	354 767
4 Activos externos em euros	5	1 145 697		1 145 697	1 061 876
4.1 Depósitos, títulos e empréstimos		1 145 697		1 145 697	1 061 876
4.2 Activos res. facilidade de crédito c/prazo - MTC II					
5 Financiamento às ICs da área euro relacionado com operações de política monetária em euros	6	2 492 767		2 492 767	1 026 800
5.1 Operações principais de refinanciamento		2 384 566		2 384 566	1 002 000
5.2 Operações de refinanciamento de prazo alargado		108 201		108 201	24 800
5.3 Operações ocasionais de regularização de liquidez					
5.4 Ajustamento estrutural de liquidez					
5.5 Facilidade marginal de cedência					
6 Outros activos internos em euros		200		200	175
7 Títulos internos denominados em euros	5	9 628 931		9 628 931	4 881 255
8 Crédito ao Estado					
9 Activos sobre o Eurosistema	7	5 228 216		5 228 216	3 571 387
9.1 Participação no capital do BCE		96 160		96 160	96 160
9.2 Activos reserva transferidos para o BCE		961 600		961 600	961 600
9.3 Activos relacionados com contas TARGET (líq.)					
9.4 Activos relacionados com a emissão de notas (líq.)		4 157 306		4 157 306	2 490 266
9.5 Activos relacionados com outros requisitos operacionais		13 150		13 150	23 361
10 Valores a cobrar		3 023		3 023	65
11 Outros activos		945 599	248 630	696 969	761 798
11.1 Moeda metálica		28 623		28 623	35 245
11.2 Imobilizado	8	228 101	121 031	107 071	102 919
11.3 Outros activos financeiros	9	123 308	29 147	94 161	94 069
11.4 Variações patrimoniais de operações extrapatrimoniais	10	56 278		56 278	115 576
11.5 Acréscimos e diferimentos	11	163 816		163 816	188 834
11.6 Contas diversas e de regularização	12	345 473	98 452	247 020	225 154
Total de amortizações			121 031		
Total de provisões			127 599		
Total do activo		29 871 448	248 630	29 622 818	28 389 968
Contas Extrapatrimoniais		<u>31/12/2003</u>			<u>31/12/2002</u>
Garantias recebidas		1 681 011			1 669 967
Operações cambiais e de taxa de juro a prazo - compras	32	1 231 176			1 647 222
Operações cambiais e de taxa de juro a prazo - vendas	32	1 231 176			1 647 222
Outras operações a prazo - compras	32	1 325 758			2 237 315
Outras operações a prazo - vendas	32	698 730			1 598 795
Depósito e guarda de valores		18 597 742			15 691 078

EM 31 DE DEZEMBRO DE 2003

Em milhares de euros

Passivo e Capital próprio		31/12/2003	31/12/2002
	Notas		
1 Notas em circulação	13	9 529 663	7 992 287
2 Responsabilidades p/com as ICs da área euro relacionadas com operações de política monetária em euros	14	11 705 577	4 622 090
2.1 Depósitos à ordem		11 705 577	4 622 090
2.2 Facilidade de depósito			
2.3 Depósitos a prazo			
2.4 Acordos de recompra - regularização de liquidez			
3 Outras responsabilidades p/com ICs da área euro em euros	14	241 330	
4 Certificados de dívida	15	1 053 661	2 029 489
5 Responsabilidades internas p/com outras entidades em euros	16	1 383	1 466
5.1 Sector público		2	479
5.2 Outras responsabilidades		1 382	987
6 Responsabilidades externas em euros	17	747 043	17 610
7 Responsabilidades internas em ME	18	151 574	684 628
8 Responsabilidades externas em ME	18	1 024 358	2 804 056
8.1 Depósitos e outras responsabilidades		1 024 358	2 804 056
8.2 Responsabilidades res. facilidade de crédito- MTC II			
9 Atribuição de DSE pelo FMI	3	62 811	69 119
10 Responsabilidades para com o Eurosistema	7	449 779	5 099 484
10.1 Promissórias garantia dos certificados de dívida do BCE			
10.2 Responsabilidades relacionadas com contas TARGET (líq.)		437 128	5 099 484
10.3 Responsabilidades relacionadas com a emissão de notas (líq.)			
10.4 Responsabilidades relacionadas com outros requisitos operacionais		12 650	
11 Diversas		387 188	268 436
11.1 Variações patrimoniais de operações extrapatrimoniais	10	34 334	14 935
11.2 Acréscimos e diferimentos	19	48 178	103 142
11.3 Responsabilidades diversas	20	304 675	150 359
12 Provisões	21	2 280 208	2 723 055
13 Diferenças de reavaliação	22	1 459 827	1 771 143
14 Capital e reservas	23	459 374	217 219
14.1 Capital		1 000	1 000
14.2 Reservas		458 374	216 219
15 Resultado líquido do exercício		69 043	89 886
Total do passivo e capital próprio		<u>29 622 818</u>	<u>28 389 968</u>

Nota: Os totais / sub-totais incluídos nas demonstrações financeiras e nas notas explicativas podem não coincidir devido a arredondamentos, uma vez que os valores estão apresentados em milhares de euros.

O Director do Departamento de Contabilidade e Controlo

Vítor Pimenta e Silva

CONTA DE RESULTADOS		Em milhares de euros	
Rubricas	Notas	31/12/2003	31/12/2002
1 Juros e outros proveitos equiparados		492 740	588 736
2 Juros e outros custos equiparados		351 706	515 154
3 Resultado líquido de juros e de custos e de proveitos equiparados	24	141 034	73 582
4 Resultados realizados em operações financeiras	25	-21 049	172 489
5 Prejuízos não realizados em operações financeiras	26	130 655	251 191
6 Transferência de/para provisões para riscos operacionais	21	446 397	231 892
7 Resultado de operações financeiras, menos-valias e provisões para riscos		294 692	153 190
8 Comissões e outros proveitos bancários		3 850	3 385
9 Comissões e outros custos bancários		3 586	3 796
10 Resultado líquido de comissões e de outros custos e proveitos bancários		264	-411
11 Rendimento de acções e participações	27	16 655	51 099
12 Resultado líquido da repartição do rendimento monetário	28	13 150	8 971
13 Outros proveitos e ganhos	29	4 120	3 157
14 Total de proveitos e ganhos líquido		469 916	289 588
15 Custos com pessoal	30	105 323	105 922
16 Fornecimentos e serviços de terceiros		31 232	29 478
17 Outros custos administrativos		711	758
18 Amortizações do exercício	8	14 034	13 353
Custos administrativos totais		151 301	149 511
19 Custos relativos à produção de notas		7 281	29 134
20 Outros custos e perdas	29	12 315	8 196
21 Transferências de/para outras provisões e reservas	23	194 601	-2 860
22 Total de custos e perdas líquido		365 498	183 981
23 Imposto sobre lucros	31	35 375	15 721
24 Resultado líquido do exercício		69 043	89 886
Distribuição do Resultado		Proposta 2003	2002
Resultado líquido do exercício		69 043	89 886
Aplicação: para reservas		34 521	47 553
para o Estado		34 521	42 332

Nota: Os totais/sub-totais incluídos nas demonstrações financeiras e nas notas explicativas podem não coincidir devido a arredondamentos, uma vez que os valores estão apresentados em milhares de euros.

O Director do Departamento de Contabilidade e Controlo

Vítor Pimenta e Silva

IV.3. Notas às Demonstrações Financeiras

(Montantes expressos em milhares de euros)

NOTA 1: Bases de Apresentação e Principais Políticas Contabilísticas

1.1 Bases de apresentação

As demonstrações financeiras do Banco foram preparadas em conformidade com o Plano de Contas do Banco de Portugal (PCBP).

O PCBP contempla, no que se refere às contas relacionadas com as principais áreas de actuação do Banco, os princípios, critérios e técnicas que foram estabelecidos pelo Banco Central Europeu (BCE) para o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC), de modo a garantir consistência, fiabilidade e comparabilidade dos dados contabilísticos fornecidos pelos bancos centrais nacionais (BCNs) dos Estados-membros.

Embora o PCBP não contemple regras específicas sobre o registo contabilístico de determinadas transacções e sobre as divulgações a efectuar no anexo ao balanço e à demonstração dos resultados, o Conselho de Administração, ao reportar a posição financeira do Banco, os seus resultados e operações, segue as recomendações do BCE que lhe sejam aplicáveis e os princípios e práticas geralmente aceites em Portugal para o sector financeiro, na extensão em que tais princípios e práticas são consideradas apropriadas no contexto das funções e responsabilidades de um banco central. Assim, as demonstrações financeiras do Banco podem divulgar menos detalhe sobre os seus activos, passivos, responsabilidades, contingências e riscos operacionais que as das instituições financeiras comerciais.

O PCBP está naturalmente sujeito a um processo contínuo de ajustamento que deriva, ao nível individual, da necessidade de enquadramento contabilístico de situações novas e, ao nível global do Eurosistema, da necessidade de transposição para o normativo nacional das alterações definidas pelo BCE sobre esta matéria.

O Capítulo VI - Provisões e Reservas sofreu uma modificação importante, na sequência da alteração da Lei Orgânica do Banco, consubstanciada no Decreto-Lei nº 50/2004, de 10 de Março, que prevê, com efeitos a partir de 20 de Dezembro de 2003, a possibilidade de afectação dos resultados realizados nas operações de alienação do ouro a uma reserva especial. Sendo as dotações para reforço desta reserva no montante exacto dos ganhos atrás referidos, não dependendo do nível do resultado líquido do exercício nem da sua forma de distribuição, foi-lhe conferida, para efeitos de movimentação, a característica de provisão.

As restantes alterações ao PCBP, no ano de 2003, resumem-se a pequenas melhorias, quer para enquadrar novas necessidades de escrituração de operações quer para tornar mais clara a informação para publicação. Os dados comparativos que se apresentam nas Demonstrações Financeiras e nas Notas seguintes, relativos ao exercício findo em 31 de Dezembro de 2002, foram modificados por forma a reflectirem as reclassificações subjacentes à preparação das demonstrações financeiras.

As participações em empresas subsidiárias são registadas nas demonstrações financeiras conforme se descreve na Nota 1.2 h). Dada a imaterialidade dos resultados de um eventual processo de consolidação, o Banco não prepara demonstrações financeiras consolidadas.

1.2 Resumo das principais políticas contabilísticas

As principais políticas contabilísticas e critérios valorimétricos utilizados na preparação das demonstrações financeiras relativas ao exercício de 2003, são os seguintes:

a) Especialização de exercícios

O Banco segue o princípio contabilístico da especialização dos exercícios em relação à generalidade das rubricas das demonstrações financeiras, nomeadamente no que se refere aos juros das operações activas e passivas que

são registados à medida que são gerados, independentemente do momento do seu pagamento ou cobrança.

b) Reconhecimento de ganhos e perdas em operações financeiras

Os ganhos e perdas realizados, em operações financeiras, são levadas à conta de resultados na data de liquidação das operações.

No decurso do exercício, as diferenças de reavaliação (diferença entre o valor de mercado e o custo médio ponderado), são registadas em balanço em contas de reavaliação específicas para cada tipo de instrumento.

No final do exercício as diferenças de reavaliação negativas são reconhecidas em resultados como “prejuízos não realizados”.

Não é efectuada compensação entre diferenças de reavaliação apuradas em cada espécie de título ou moeda.

c) Conversão de activos, passivos, elementos extrapatrimoniais e resultados denominados em moeda estrangeira

Os activos, passivos e elementos extrapatrimoniais denominados em moeda estrangeira são convertidos para euros com base nas taxas de câmbio em vigor à data das demonstrações financeiras. Os custos e proveitos em moeda estrangeira são, por sua vez, convertidos com base nas taxas de câmbio em vigor à data de liquidação das operações.

d) Operações em moeda estrangeira

O apuramento de ganhos ou perdas de operações em moeda estrangeira é efectuado moeda a moeda por referência ao respectivo custo médio ponderado, o qual é calculado com base no método do “custo líquido diário”.

De acordo com este método, o câmbio médio de cada divisa só é alterado quando a quantidade comprada no dia é superior à quantidade vendida, para posições activas. Os resultados

das vendas são determinados pelo diferencial entre o valor de transacção e o custo médio do dia.

Nos casos em que as quantidades vendidas são superiores às quantidades compradas, o custo médio do dia é determinado por duas componentes: compras do dia (ao valor de transacção) mais o diferencial entre vendas e compras do dia (ao custo médio ponderado histórico). Nas situações em que exista uma posição passiva de uma moeda estrangeira, o custo médio da posição passiva será afectado pelas vendas líquidas, reconhecendo resultados pelas aquisições.

As operações cambiais à vista e a prazo e as operações de *swap* de moeda, são registadas contabilisticamente da seguinte forma:

Operações cambiais à vista

- As compras e vendas de moeda estrangeira à vista são registadas na data de liquidação das operações, altura em que o custo médio ponderado da posição cambial da moeda é afectado, pelo valor das divisas compradas;
- As compras à vista de moeda estrangeira contra a venda de euros são registadas à taxa de câmbio de transacção;
- As compras à vista de moeda estrangeira contra a venda de outra moeda estrangeira são registadas em euros, sendo a moeda estrangeira comprada convertida em euros pelo contravalor em euros da moeda vendida na data do contrato à taxa de câmbio à vista (*spot*);
- Nas vendas à vista de moeda estrangeira contra euros, os ganhos e perdas cambiais da operação resultam da diferença entre o contravalor em euros da transacção e o custo médio da moeda estrangeira vendida;
- Nas vendas à vista de moeda estrangeira contra a compra de outra moeda estrangeira os ganhos e perdas cambiais da operação resultam da diferença entre o contravalor em euros da moeda vendida, ao câmbio da transacção, e o custo médio da moeda estrangeira vendida.

Operações cambiais a prazo

- Estas transacções são registadas em contas extrapatrimoniais, desde a data da sua contratação até à data de liquidação, à taxa à vista em vigor na data do contrato;

- As compras a prazo de moeda estrangeira contra a venda a prazo de outra moeda estrangeira são registadas em euros, sendo a moeda estrangeira comprada convertida em euros pelo contravalor da divisa vendida à taxa à vista em vigor na data do contrato. A diferença entre os contravalores à vista e a prazo é tratada como juro a pagar/receber, sendo periodificado durante o período da operação. Na data da liquidação estes resultados são reconhecidos como realizados. De salientar que o custo médio ponderado da posição cambial só é afectado dois dias após a data da contratação da operação;

- Nas operações de venda a prazo de moeda estrangeira, os ganhos e perdas cambiais da operação resultam da diferença entre o contravalor em euros, à taxa à vista, da divisa vendida e o custo médio ponderado dessa divisa e são considerados como não realizados até à data da liquidação, altura em que são registados na respectiva conta de resultados. O diferencial entre os contravalores à vista e a prazo é tratado como juro a pagar/receber, sendo periodificado até à data de liquidação da operação.

Operações de permuta de moeda (*Swaps*)

Trata-se de uma transacção em que é efectuada uma compra/venda à vista de uma moeda contra outra moeda e em simultâneo, uma venda/compra a prazo do mesmo valor dessa moeda contra a outra moeda.

- As compras/vendas de moeda à vista são tratadas como uma operação cambial à vista (em contas de balanço); as vendas/compras de moeda a prazo são tratadas como uma operação cambial a prazo e registadas em contas extrapatrimoniais, entre a data do contrato e a data da liquidação à taxa à vista das operações a

prazo. As vendas não produzem resultados porque são registadas à taxa à vista da transacção;

- A diferença entre os contravalores à vista e a prazo é tratada como juro a pagar/receber, sendo periodificado, tanto para as compras como para as vendas, durante o período da operação;

- O custo médio ponderado da posição cambial de cada divisa não é afectado porque os fluxos de entrada e saída de moeda são efectuados em simultâneo e pelo mesmo valor;

- Não há lugar a diferenças de reavaliação das posições cambiais uma vez que estas diferenças são apuradas sobre o conjunto das posições cambiais à vista e a prazo.

e) Ouro

O ouro é reavaliado ao seu valor de mercado para efeitos de preparação das demonstrações financeiras.

O tratamento contabilístico do ouro é idêntico ao das moedas estrangeiras referido na alínea anterior. Em resumo, o custo médio do *stock* do ouro só é alterado quando a quantidade comprada, no dia, é superior à quantidade vendida. Os resultados das vendas são determinados pelo diferencial entre o valor de transacção e o custo médio ponderado.

O método de reconhecimento de resultados é também em tudo idêntico às operações em moeda estrangeira.

f) Títulos

A carteira de títulos negociáveis encontra-se valorizada a preços de mercado.

A determinação e reconhecimento de resultados em títulos negociáveis respeita o critério do custo médio ponderado por cada espécie de títulos. Segundo este método, para efeitos de apuramento de um novo custo médio ponderado, o custo das compras do dia é adicionado ao custo médio ponderado de cada espécie de títulos. As vendas são deduzidas ao *stock* pela

aplicação do último custo médio ponderado. A diferença entre o valor das vendas e o custo médio ponderado das compras adicionado do respectivo prémio ou desconto corrido, por espécie de título, é considerada um resultado realizado (ganho ou uma perda). Por sua vez, o prémio ou desconto amortizado até ao momento da venda é igualmente considerado um resultado realizado (juro).

As diferenças de reavaliação são aferidas pela diferença entre o custo médio ponderado do *stock*, adicionado do respectivo prémio ou desconto corrido, e o respectivo valor de mercado e tratadas conforme se refere em **b)** acima.

A carteira de títulos não negociáveis (ver Nota 9), cujo valor é pouco significativo, encontra-se registada ao custo histórico. As presumíveis desvalorizações permanentes nestes activos são objecto de provisão.

g) Operações de venda com acordo de recompra e de compra com acordo de revenda (*repos e reverse repos*)

Trata-se de operações de cedência ou tomada de fundos que têm como colateral títulos, os quais são recebidos ou entregues temporariamente como garantia da operação.

Os títulos entregues em operações de venda com acordo de recompra são mantidos no balanço do Banco e reavaliados como parte integrante da carteira. As responsabilidades relativas às quantias recebidas nas operações de “*repo*” são apresentadas no passivo, incluindo os respectivos juros que são reconhecidos em custos ao longo do prazo das operações. Os activos entregues em garantia são relevados nas rubricas extrapatrimoniais.

As cedências de fundos efectuadas através de compras com acordo de revenda (“*reverse repos*”) são registadas no Activo do Banco como se se tratassem de um empréstimo concedido, sendo os juros reconhecidos em resultados durante o período da operação. Os títulos recebidos em garantia são registados em contas extrapatrimoniais.

h) Participações

As participações de carácter duradouro, cujo interesse pela sua manutenção está ligado à actividade do Banco, são registadas nas demonstrações financeiras na rubrica outros activos financeiros. Estas participações encontram-se registadas pelo critério do custo de aquisição, deduzido das provisões julgadas adequadas.

i) Notas em circulação

O BCE e os doze BCNs dos Estados-Membros participantes, que constituem o Eurosistema, colocam notas de euro em circulação desde 1 de Janeiro de 2002¹. As responsabilidades pela emissão do valor total das notas de euro em circulação é repartida no último dia útil de cada mês de acordo com a “tabela de repartição de notas de banco”².

Ao BCE foi atribuída uma dotação de emissão de 8 por cento do total das notas de euro em circulação e os restantes 92 por cento foram distribuídos pelos BCNs de acordo com os respectivos pesos na subscrição do capital do BCE. A dotação de notas de euro em circulação repartidas por cada BCN é relevada na rubrica de balanço “Notas em circulação”.

A diferença entre o valor de notas de euro atribuídas a cada BCN de acordo com a tabela de repartição de notas de banco e o valor das notas de euro efectivamente colocadas em circulação por esse BCN dá origem a posições intra-Eurosistema remuneradas. Essas posições activas ou passivas, que vencem juros³, são relevadas nas subrubricas “Activos/Responsabilidades relacionados com a emissão de notas (líq)” (ver Nota 1.2 j) Posições intra-SEBC).

(1) Decisão do Banco Central Europeu, de 6 de Dezembro de 2001, relativa à emissão de notas de euro (BCE/2001/15), JO L337 de 20/12/2001, p.52-54.

(2) “Tabela de repartição de notas de banco”: percentagens que resultam de se levar em conta a participação do BCE no total da emissão de notas de euro e de se aplicar a tabela de repartição do capital subscrito à participação dos BCNs nesse total.

(3) Decisão do Banco Central Europeu, de 6 de Dezembro de 2001, relativa à repartição dos proveitos monetários dos Bancos Centrais Nacionais dos Estados-Membros participantes a partir do exercício de 2002 (BCE/2001/16), JO L337 de 20/12/2001, p. 55-61.

De 2002 até 2007 as posições intra-Eurosistema relacionadas com a emissão de notas serão ajustadas para que alterações aos padrões de circulação das notas não alterem significativamente as posições relativas dos BCNs em termos de proveitos. Esses ajustamentos baseiam-se na diferença entre a média das notas em circulação em cada BCN verificada no período entre Julho de 1999 e Junho de 2001 e o valor médio no mesmo período se as notas tivessem sido repartidas de acordo com a chave de subscrição no capital do BCE. Esses ajustamentos serão reduzidos anualmente até ao final de 2007, a partir do qual, o total dos proveitos monetários dos BCNs será repartido entre estes proporcionalmente às participações que tiverem realizado no capital do BCE.

Os juros sobre estas posições serão liquidados (pagos ou recebidos) através das contas de liquidação do BCE e serão relevados na conta de resultados dos BCNs em “Resultado líquido de juros e de custos e de proveitos equiparados”.

O Conselho do BCE decidiu que os proveitos do BCE referentes à dotação de 8 por cento do total da emissão de notas de euro seriam distribuídos aos BCNs separadamente, sob a forma de distribuição intercalar de dividendos¹. Esse rendimento deverá ser distribuído na totalidade, excepto nos casos em que se antecipe um resultado líquido para o BCE inferior ao rendimento relativo às notas de euro em circulação, ou quando haja lugar a dedução, por decisão do Conselho do BCE, de despesas incorridas pelo BCE relativas a notas de banco. No que respeita ao exercício de 2003, o Conselho do BCE decidiu pela total retenção do rendimento, por força da estimativa do resultado do BCE de 2003.

j) Posições intra-SEBC

A participação do Banco de Portugal no capital do BCE e a posição relativa aos activos de reserva transferidos para o BCE resulta da aplicação das ponderações constantes da ta-

bela a que se refere o artigo 29º dos Estatutos do SEBC/BCE.

As posições intra-Eurosistema relacionadas com a emissão de notas são englobadas como uma única posição líquida em “Activos/Responsabilidades relacionados com a emissão de notas” (ver Nota 1.2 i) Notas em circulação).

As posições relacionadas com contas TARGET representam a posição líquida do sistema de compensação de todas as contas de liquidação TARGET dos BCNs do SEBC por contrapartida da conta de liquidação do BCE.

k) Provisões

De acordo com o número 2 do Artigo 5º da Lei Orgânica do Banco, o Conselho de Administração pode criar outras reservas e provisões destinadas a cobrir riscos de depreciação ou prejuízos a que determinadas espécies de valores ou operações estejam particularmente sujeitas.

As provisões específicas destinadas a cobrir desvalorizações de activos identificados são apresentadas no balanço a deduzir ao valor contabilístico desses activos. As quantias afectas a estas provisões resultam da melhor estimativa das perdas associadas a cada classe de activos e têm por referência os valores de mercado ou, na sua ausência, valores esperados de mercado.

As restantes provisões, genéricas, destinadas a cobrir riscos contingentes futuros, são apresentadas no passivo. A definição dos montantes relativos a estas provisões tem em conta, para além dos critérios de prudência de gestão apropriados no contexto das responsabilidades de um banco central, o grau de volatilidade dos principais activos do Banco. Assim foram estabelecidos os seguintes limites máximos de referência, enunciados no PCBP:

- Provisão para riscos de flutuação do ouro:
 - 30% do valor do ouro a preço de mercado;
- Provisão para riscos de flutuação de câmbios:
 - 25% da posição global de risco de câmbio;
- Provisão para riscos de flutuação de títulos:
 - 5% do valor dos títulos a preço de mercado;

(1) Decisão do Banco Central Europeu, de 21 de Novembro de 2002, relativa à distribuição, pelos bancos centrais nacionais dos Estados-Membros participantes, dos proveitos do Banco Central Europeu referentes às notas de euro em circulação (BCE/2002/09), JO L323, de 28/11/2002, p.49-50.

- Provisão para riscos de taxa de juro:
– 2% do valor dos elementos patrimoniais passivos remunerados denominados em euros.

Adicionalmente, a reserva proveniente dos resultados de operações de ouro, prevista na alínea b) do número 1 do Artigo 53º da Lei Orgânica do Banco, é dotada anualmente pelo montante exacto dos ganhos obtidos naquelas operações, pelo que não foi lhe foi definido limite máximo de referência.

l) Imobilizações corpóreas, incorpóreas e em curso

O imobilizado corpóreo e incorpóreo encontra-se contabilizado ao custo de aquisição, deduzido das respectivas amortizações acumuladas.

As amortizações são calculadas em base anual segundo o método das quotas constantes, aplicando ao custo histórico as taxas anuais máximas permitidas para efeitos fiscais, as quais traduzem os períodos de vida dos bens abaixo apresentados, que se considera não diferirem substancialmente da sua vida útil estimada:

Imobilizações Corpóreas	Nº de anos
Edifícios e outras construções	10 a 50
Instalações	4 a 20
Equipamento	
Máquinas e ferramentas	4 a 10
Equipamento informático	4 a 5
Equipamento de transporte	4 a 6
Mobiliário e material	4 a 10
Programas de computador	3
Imobilizações Incorpóreas	10

O imobilizado em curso, encontra-se registado pelo valor total dos custos já facturados ao Banco, sendo transferido para imobilizado firme quando começa a ser efectivamente utilizado, iniciando-se então a sua amortização.

m) Pensões de reforma

O Banco de Portugal assegura a cobertura das suas responsabilidades com pensões de reforma por velhice, invalidez e sobrevivência, através de um Fundo de Pensões (ver Nota 33).

O reconhecimento de custos e responsabilidades com pensões de reforma é efectuado conforme o definido no Aviso n.º12/2001, de 9 de Novembro, do Banco de Portugal, aditado pelo Aviso n.º 7/2002, de 31 de Dezembro.

De acordo com o estabelecido no referido Aviso, o montante relevado em Custos com Pessoal respeita ao custo do serviço corrente, ao custo dos juros e ao rendimento esperado dos activos do Fundo de Pensões.

Os ganhos e perdas actuariais resultam de (i) diferenças entre os pressupostos actuariais e financeiros utilizados e os valores efectivamente verificados e de (ii) alterações nos pressupostos actuariais e financeiros, bem como, nas condições gerais dos planos de pensões.

As diferenças entre os pressupostos actuariais e financeiros utilizados e os valores efectivamente verificados são registadas numa rubrica de Flutuação de Valores, até ao limite correspondente ao maior valor de: 10 por cento do valor das responsabilidades por pensões em pagamento e das responsabilidades por serviços passados de pessoal no activo, reportado ao final do exercício corrente ou 10 por cento do valor dos activos do Fundo de Pensões, reportado ao final do exercício corrente. A parte que exceda este limite é registada numa rubrica de custos ou proveitos diferidos, respectivamente, consoante se trate de perdas ou ganhos, sendo amortizados em 10 por cento ao ano nos exercícios seguintes.

As perdas ou ganhos resultantes de alterações nos pressupostos actuariais e financeiros e das condições gerais dos planos de pensões serão relevadas, respectivamente, em custos ou proveitos diferidos, sendo amortizados em 10 por cento ao ano nos exercícios seguintes.

n) Complementos de pensões de reforma

No tratamento contabilístico dos complementos de pensões de reforma e sobrevivência

o Banco segue as metodologias que utiliza para o tratamento das pensões de reforma (ver Nota 1.2 m)), encontrando-se as respectivas responsabilidades cobertas, também, através do Fundo de Pensões do Banco de Portugal.

o) Impostos sobre lucros

O encargo do exercício com impostos sobre os lucros é calculado tendo em consideração o disposto no Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas (IRC) e os incentivos e benefícios fiscais aplicáveis ao Banco.

Quando existem diferenças temporárias significativas entre os activos e passivos contabilísticos

e os activos e passivos considerados para efeitos fiscais, o Banco procede ao registo dos correspondentes impostos diferidos, sendo os impostos diferidos activos reconhecidos apenas na extensão dos impostos diferidos passivos apurados.

p) Instrumentos financeiros derivados

Os instrumentos financeiros derivados são reavaliados com base no seu valor de mercado ou, na sua ausência, no presumível de mercado, sendo as diferenças de reavaliação tratadas conforme se descreve em 1.2 b), numa base individual.

NOTA 2: Ouro e Ouro a Receber

	31 / 12 / 2003		31/12/2002	
	grs.o.f. ^(*)	Milhares de Euros	grs.o.f. ^(*)	Milhares de Euros
Ouro em caixa	172 657 095,59	1 833 869	172 657 095,59	1 814 250
Ouro depositado à ordem	45 371 693,03	481 913	10 880 877,99	114 334
Ouro depositado a prazo	77 613 554,99	824 368	48 789 479,90	512 671
Ouro afecto a <i>swaps</i>	<u>221 517 503,04</u>	<u>2 352 837</u>	<u>359 508 010,00</u>	<u>3 777 646</u>
Reserva em ouro	<u>517 159 836,65</u>	<u>5 492 987</u>	<u>591 835 463,48</u>	<u>6 218 901</u>

(*) 1 onça de ouro fino = 31,103481 gramas de ouro fino (grs.o.f.)

Em 31 de Dezembro de 2003, o ouro encontra-se valorizado ao preço de mercado de 330,36 euros por onça de ouro fino (2002: 326,83) e verifica-se, face ao final do exercício anterior, uma redução de 75 toneladas. Esta redução decorreu de vendas efectuadas ao abrigo do “Acordo dos Bancos Centrais sobre o Ouro”, assinado em Setembro de 1999, e visou o objectivo de diversificação da composição das reservas externas do Banco.

O decréscimo do valor total do ouro resulta essencialmente da redução ao nível das quantidades já que a evolução da sua cotação nos mercados internacionais foi quase que totalmente contrariada pela evolução da taxa de câmbio do euro em relação ao dólar americano

(USD). Ou seja, a cotação da onça de ouro fino sofreu uma valorização, tendo passado de 342,75 USD em 31 de Dezembro de 2002, para 417,25 USD em 31 de Dezembro de 2003 que, pela apreciação de 20,43 por cento do euro face ao USD se traduziu num acréscimo de 1,08 por cento da cotação do ouro em euros.

O ouro afecto a *swaps* refere-se a ouro cedido temporariamente como contrapartida do recebimento de disponibilidades em USD e em euros. O registo contabilístico destas operações é efectuado como se se tratasse de uma operação *repo* (ver Nota 1.2 g)).

Dada a volatilidade da cotação do ouro nos mercados internacionais, o Banco tem constituído uma provisão para riscos de flutuação de

ouro que se enquadra dentro dos limites definidos na nota 1.2 k), a qual é incluída na rubrica de provisões do passivo do balanço (ver Nota 21). A provisão, após a reposição

em 2003 em consequência da alienação das 75 toneladas de ouro, representa, em 31 de Dezembro de 2003, uma taxa de cobertura de 14,02 por cento.

NOTA 3: Operações Activas e Passivas com Fundo Monetário Internacional (FMI)

	31 / 12 / 2003	31 / 12 / 2002
Quota no FMI	1 021 798	1 124 411
Depósitos de conta corrente do FMI	(596 795)	(697 892)
Posição de Reserva no FMI	425 002	426 519
Direitos de saque especiais	72 014	72 361
Outros activos junto do FMI	10 324	13 633
Posição activa sobre o FMI	507 340	512 513
Atribuição de SDR pelo FMI	(62 811)	(69 119)
Posição passiva para com o FMI	(62 811)	(69 119)

A posição de reserva no FMI corresponde à quota de Portugal no FMI deduzida dos depósitos mantidos pelo FMI junto do Banco de Portugal.

A posição activa sobre o FMI contém ainda os Direitos de Saque Especiais (XDR) e a contribuição do Banco de Portugal para o PRGF (*Poverty Reduction Growth Facility*) - programa

de auxílio de longo prazo a países mais carenciados, nos montantes respectivos de 61 132 091 e 8 764 000 XDR.

A posição passiva corresponde à rubrica “Atribuição de DSE pelo FMI” que releva a responsabilidade perante o Fundo Monetário Internacional decorrente da atribuição de 53 320 000 XDR.

NOTA 4: Depósitos, Títulos e Outras Aplicações em Moeda Estrangeira (ME)

	31/12/2003	31/12/2002
Depósitos, títulos e outras aplicações externas em ME		
Títulos externos em ME	3 109 626	8 511 098
Depósitos à ordem externos em ME	33 693	469 714
Aplicações de disponibilidades externas em ME	952 260	1 019 619
	<u>4 095 578</u>	<u>10 000 431</u>
Activos Internos em ME		
Depósitos à ordem internos em ME	7	3
Aplicações de disponibilidades internas em ME	331 102	354 764
	<u>331 109</u>	<u>354 767</u>
Total das aplicações em títulos em ME	3 109 626	8 511 098
Total dos depósitos e outras aplicações em ME	1 317 062	1 844 099

Os depósitos, títulos e outras aplicações em moeda estrangeira são predominantemente denominados em coroas dinamarquesas (DKK), USD, coroas suecas (SEK) e libras esterlinas (GBP).

As aplicações de disponibilidades externas e internas em moeda estrangeira referem-se, na sua maioria, a depósitos a prazo.

As aplicações em títulos em ME distribuem-se como segue, por tipo de instrumento de dívida:

	31/12/2003	31/12/2002
<i>Títulos externos em ME</i>		
Bilhetes do tesouro	754 141	2 450 762
Obrigações do tesouro	2 040 094	2 741 819
<i>Fixbis</i>	315 391	2 400 713
Outros títulos	-	917 805
	<u>3 109 626</u>	<u>8 511 098</u>

O decréscimo verificado face ao final do exercício anterior foi essencialmente motiva-

do pela transferência de activos para a carteira de euros (ver Nota 5).

NOTA 5: Depósitos, Títulos e Outras Aplicações em Euro

	31/12/2003	31/12/2002
<i>Activos externos em euros</i>		
Títulos externos em euros	1 139 953	761 876
Depósitos e outras aplicações em euros	<u>5 744</u>	<u>300 000</u>
	<u>1 145 697</u>	<u>1 061 876</u>
<i>Títulos internos denominados em euros</i>	<u>9 628 931</u>	<u>4 881 255</u>
	<u>10 774 628</u>	<u>5 943 132</u>
Total das aplicações em títulos em euros	10 768 883	5 643 131
Total dos depósitos e outras aplicações em euros	5 744	300 000

As aplicações em títulos denominados em euros, que aumentaram quer por transferências de ME, quer por recursos provenientes de

operações de *swap* de ouro por euros, repartem-se pelos instrumentos de dívida indicados a seguir:

	31/12/2003	31/12/2002
<i>Títulos externos em euros</i>		
Obrigações do Tesouro	-	154 790
Papel comercial	19 987	-
<i>Fixbis</i>	1 119 966	570 910
Outros títulos	-	<u>36 176</u>
	<u>1 139 953</u>	<u>761 876</u>
<i>Títulos internos em euros</i>		
Bilhetes do Tesouro	6 374 325	2 596 643
Obrigações do Tesouro	2 174 673	1 382 328
Papel comercial	1 079 932	902 284
	<u>9 628 930</u>	<u>4 881 255</u>
	<u>10 768 883</u>	<u>5 643 131</u>

**NOTA 6: Financiamento às ICs da Área Euro
Relacionado Com Operações de Política
Monetária em Euros**

As operações principais de refinanciamento são o principal meio de refinanciamento do sistema bancário e são realizadas semanalmente, normalmente por um prazo de duas semanas, e consistem essencialmente em operações *reverse repo*, tendo como colateral activos elegíveis. Desde finais de Junho de 2000, as operações principais de refinanciamento do Eurosistema passaram a ser realizadas através de leilões de taxa variável, utilizando o procedimento de leilão de taxa múltipla, com uma taxa mínima de proposta fixada pelo BCE. As taxas médias ponderadas das operações que transitaram em balanço, em 31 de Dezembro de 2003 foram de 2,07% e 2,14% (em 31 de Dezembro de 2002: 3,05% e 2,95%).

As operações de refinanciamento de prazo alargado são realizadas mensalmente e o seu prazo é, em norma, de três meses. Consistem também em operações *reverse repo*, tendo como colateral activos elegíveis, sendo efectuadas através de leilões de taxa de juro. As taxas médias ponderadas das operações que se encontravam em curso foram, em 31 de Dezembro de 2003, de 2,13%, 2,12% e 2,13% e, em 31 de Dezembro de 2002, de 3,04% e 3% (no último trimestre de 2002, houve um leilão sem colocação).

**NOTA 7: Activos e Passivos para com
o Eurosistema**

De acordo com os Estatutos do SEBC/BCE, o Banco de Portugal subscreveu inicialmente uma participação no capital do BCE de 96 160 milhares de euros (ver Nota 34).

Em conformidade com a Orientação do BCE sobre “Composição, valorização e modalidades da transferência de activos externos de

reserva e denominação dos créditos correspondentes” aprovada em 3 de Novembro de 1998, com as alterações introduzidas em 16 de Novembro de 2000 (ECB/2000/15), o Banco transferiu, no início de 1999, reservas equivalentes a 961 600 milhares de euros, da seguinte forma: Euros 735 624 000 em USD, Euros 81 736 000 em JPY e Euros 144 240 000 em ouro (XAU). Apesar da transferência destes activos de reserva para o BCE, os BCNs mantêm a seu cargo a respectiva gestão, por conta e ordem do BCE (ver Nota 34).

A rubrica “Activos relacionados com a emissão de notas (líq.)” consiste na posição activa do Banco de Portugal relativa à distribuição de notas de euro pelo Eurosistema (ver Nota 1.2 i) Notas em circulação e Nota 1.2 j) Posições intra-SEBC).

O saldo, em 31 de Dezembro de 2003, na rubrica “Activos relacionados com outros requisitos operacionais” refere-se exclusivamente ao resultado do método de cálculo do rendimento monetário de 2003 que foi liquidado em 30 de Janeiro de 2004.

Em 31 de Dezembro de 2003, as “Responsabilidades relacionadas com contas TARGET (líq.)” apresentam uma posição líquida credora de 437 128 milhares de euros, englobando a totalidade das posições TARGET, incluindo as dos BCN dos países com derrogação. Atente-se que o decréscimo de fim de período é explicado por um saldo elevado da conta de depósitos à ordem de uma IC (ver Nota 14) junto do Banco de Portugal no último dia de 2003 (média mensal desta posição: 7 741 milhões de euros).

Também do lado do passivo, o saldo, em 31 de Dezembro de 2003, na rubrica “Responsabilidades relacionadas com outros requisitos operacionais” refere-se exclusivamente ao rendimento de senhoriagem do BCE que havia sido recebido nos três primeiros trimestres de 2003 e que foi devolvido pela totalidade no segundo dia útil de 2004.

NOTA 8: Imobilizado

	31/12/2003	31/12/2002
Imobilizações Corpóreas		
Terrenos	8 851	8 857
Edifícios e outras construções	66 669	66 044
Instalações	54 539	53 233
Equipamento	67 716	63 699
Programas de computador	7 081	6 099
Património artístico e museológico	<u>6 862</u>	<u>6 814</u>
	<u>211 717</u>	<u>204 747</u>
Imobilizações Incorpóreas		
Despesas com edifícios arrendados	<u>82</u>	<u>215</u>
Imobilizações em Curso		
Imobilizações corpóreas em curso	16 229	10 001
Imobilizações incorpóreas em curso	-	113
Adiantamentos	<u>74</u>	<u>78</u>
	<u>16 303</u>	<u>10 192</u>
Total do Imobilizado bruto	<u>228 101</u>	<u>215 154</u>
Amortizações acumuladas		
Amortizações de imobilizado corpóreo	(121 006)	(112 139)
Amortizações de imobilizado incorpóreo	<u>(25)</u>	<u>(96)</u>
	<u>(121 031)</u>	<u>(112 235)</u>
Total do Imobilizado líquido	<u>107 071</u>	<u>102 919</u>

Durante o exercício findo em 31 de Dezembro de 2003, o movimento nesta rubrica foi o seguinte:

	31/12/2002		31/12/2003		
	Saldos líquidos	Aumentos	Diminuições	Amortiz. do exercício	Saldos líquidos
Imobilizações Corpóreas					
Terrenos	8 857	-	6	-	8 851
Edifícios e outras construções	45 849	643	11	2 269	44 212
Instalações	16 706	1 308	-	3 818	14 196
Equipamento	13 512	9 339	174	7 071	15 606
Programas de computador	870	984	1	868	985
Património artístico e museológico	<u>6 814</u>	<u>48</u>	<u>1</u>	<u>-</u>	<u>6 862</u>
	<u>92 608</u>	<u>12 322</u>	<u>193</u>	<u>14 026</u>	<u>90 711</u>
Imobilizações Incorpóreas					
Despesas c/edifícios arrendados	<u>119</u>	<u>-</u>	<u>55</u>	<u>8</u>	<u>56</u>
Imobilizações em Curso					
Imobilizações corpóreas em curso	10 001	9 269	3 042	-	16 229
Imobilizações incorpóreas em curso	113	-	113	-	-
Adiantamentos	<u>78</u>	<u>1 014</u>	<u>1 017</u>	<u>-</u>	<u>74</u>
	<u>10 192</u>	<u>10 283</u>	<u>4 172</u>	<u>-</u>	<u>16 303</u>
	<u>102 919</u>	<u>22 606</u>	<u>4 419</u>	<u>14 034</u>	<u>107 071</u>

NOTA 9: Outros Activos Financeiros

	31/12/2003	31/12/2002
Participações em entidades não residentes na zona euro		
Participação no Banco de Pagamentos Internacionais	12 920	12 920
Participações em entidades residentes na zona euro		
Participação na Finangeste	36 425	36 425
Participação na Soc.Gestora Fundo Pensões do BP	1 103	1 011
Participação na Valora	375	375
Participação na Swift	24	24
Títulos internos nacionais em Euro	<u>72 462</u>	<u>72 462</u>
	123 308	123 217
Provisões p/ participações em entidades residentes	<u>(29 147)</u>	<u>(29 147)</u>
	<u>94 161</u>	<u>94 069</u>

A participação na Finangeste encontra-se coberta por uma provisão para menos-valias no montante de 29 147 milhares de euros.

Os títulos internos nacionais em euros correspondem a obrigações originalmente emitidas pela PARTEST (PARPÚBLICA - Participações Públicas (SGPS), SA.)

NOTA 10: Variações Patrimoniais de Operações Extrapatrimoniais

	31/12/2003	31/12/2002
Opções		
Diferenças de reavaliação de preço	4 799	60 765
Menos valias reconhecidas no exercício	(23 663)	-
Swaps de taxa de juro		
Diferenças de Reavaliação de preço	51 479	54 811
Menos valias acumuladas de exercícios anteriores	<u>(10 671)</u>	<u>(14 935)</u>
Variações patrimoniais líquidas	<u>21 944</u>	<u>100 641</u>

O valor expresso em “Variações patrimoniais líquidas” reflecte a diferença entre as rubricas activas e passivas do item “Variações patrimoniais de operações extrapatrimoniais”. Desta forma, o valor de 21 944 milhares de euros, relativo a 31 de

Dezembro de 2003, representa a diferença entre 56 278 milhares de euros expressos no activo (31 de Dezembro de 2002: 115 576 milhares de euros) e 34 334 milhares de euros representados no passivo (31 de Dezembro de 2002: 14 935 milhares de euros).

NOTA 11: Acréscimos e Diferimentos Activos

	31/12/2003	31/12/2002
Acréscimos de proveitos		
Juros e out. prov. a receber de op. externas em ME	23 056	51 468
Juros e out. prov. a receber de op. externas em euro	6 536	3 641
Juros e out. prov. a receber de op. internas em ME	20 122	29 366
Juros e out. prov. a receber de op. internas em euro	<u>30 384</u>	<u>24 012</u>
	<u>80 099</u>	<u>108 487</u>
Custos diferidos		
Despesas c/ custo diferido de op. externas em ME	13 993	9 978
Despesas c/ custo diferido de op. externas em euro	-	3 370
Despesas c/ custo diferido de op. internas em euro	12 261	18 034
Projectos plurianuais - serviços especializados	4 878	1 163
Outros custos diferidos	<u>52 585</u>	<u>47 801</u>
	<u>83 718</u>	<u>80 347</u>
	<u>163 816</u>	<u>188 834</u>

Os acréscimos de proveitos referem-se essencialmente à periodificação de juros de títulos, de operações de *swap* de taxa de juro em ME e de aplicações internas em ME. A posição interna em euros contém os juros de títulos internos denominados em euros (21 721 milhares de euros) e os juros da posição líquida referenciada na Nota 1.2. j) relacionada com a emissão de notas (7 192 milhares de euros).

As despesas com custo diferido referem-se, fundamentalmente, aos juros dos títulos com

cupão, corridos e não vencidos até à data da sua aquisição, pagos à contraparte aquando da compra e que serão recebidos pelo Banco na data de vencimento dos respectivos cupões, ou aquando das vendas dos títulos, se tais ocorrerem antes do vencimento. Nos outros custos diferidos está contido o montante de 49 998 milhares de euros relativo a desvios actuariais referentes a Planos de pensões (ver Nota 33).

NOTA 12: Contas Diversas e de Regularização do Activo

	31/12/2003	31/12/2002
Crédito vencido e outras situações especiais de crédito	98 452	102 040
Créditos ao pessoal	125 930	118 383
Flutuação de valores relativos a pensões	96 995	93 079
Devedores diversos	7 990	8 274
Outras operações activas a regularizar	124	156
IRC - Pagamento por conta	<u>13 895</u>	<u>3 141</u>
Outras contas de valor reduzido	<u>2 087</u>	<u>2 121</u>
	345 473	327 195
Provisões p/crédito vencido e outras sit. especiais	<u>(98 452)</u>	<u>(102 040)</u>
	<u>247 020</u>	<u>225 154</u>

O “Crédito vencido e outras situações especiais de crédito” refere-se essencialmente aos valores a receber da Finangeste ao abrigo do Acordo BP/Finangeste, de 9 de Janeiro de 1995, no valor de 96 912 milhares de euros (2002: 100 498 milhares de euros).

Os “Créditos ao pessoal” correspondem na sua maioria a empréstimos aos empregados para aquisição de habitação.

O saldo relativo a “Flutuação de valores relativos a pensões” refere-se aos Planos de pensões (ver Nota 33).

O “IRC – Pagamento por conta” refere-se ao disposto nos artigos 97º e 98º do CIRC.

NOTA 13: Notas em Circulação

	31/12/2003	31/12/2002
Notas denominadas em euros	9 529 663	7 831 848
"Notas" denominadas em escudos	-	160 440
	<u>9 529 663</u>	<u>7 992 287</u>

As notas denominadas em euros em circulação representam, em 31 de Dezembro de 2003, a proporção do Banco de Portugal no total das notas de euro em circulação do Eurosistema (ver Nota 1.2 i) Notas em circulação).

Em conformidade com a Orientação BCE/2002/10, de 5 de Dezembro, a partir do primeiro dia útil de 2003, a responsabilidade pela troca das notas denominadas em escudos que perderam curso legal a partir de 1 de Março de 2002, passou a ser relevada conjuntamente com a responsabilidade pelo pagamento de notas retiradas de circulação cujo prazo de troca ainda não atingiu prescrição em “Outras responsabilidades”.

NOTA 14: Responsabilidades para com as ICs da Área Euro

As contas de depósito à ordem das ICs junto do Banco de Portugal servem o duplo objectivo de conta de liquidação e de retenção das disponibilidades necessárias ao cumprimento das normas relativas a reservas mínimas de caixa, as quais são remuneradas à taxa marginal das operações principais de refinanciamento do Eurosistema.

A variação de fim de período reflecte um saldo excepcionalmente alto da conta de depósitos à

ordem de uma IC junto do Banco de Portugal em 31 de Dezembro de 2003 (saldo médio mensal: 3 698 milhões de euros)

Nas outras responsabilidades para com as ICs da área do euro em euros constam as responsabilidades relacionadas com operações de *swap* de ouro por euros.

NOTA 15: Certificados de Dívida

Os certificados de dívida correspondem aos títulos de depósito (TD) emitidos pelo Banco, em 1994, para absorção de liquidez excedentária decorrente da diminuição do coeficiente de reservas mínimas de caixa. De acordo com o plano de amortização, estes títulos serão totalmente reembolsados em 2004. O decréscimo verificado face a 31 de Dezembro de 2002, deve-se à amortização de TD, em 4 de Novembro de 2003, no montante de 975 828 milhares de euros. São remunerados à taxa de remuneração das reservas mínimas fixada pelo BCE para o último dia do período de manutenção de reservas terminado em data anterior ao do início de cada período de contagem de juros dos títulos de depósito. A taxa de juro destes certificados foi fixada em 2,05% para o trimestre iniciado em 4 de Novembro de 2003 (em 31 de Dezembro de 2002: 3,28 %).

NOTA 16: Responsabilidades Internas para com Outras Entidades em Euro

A subrubrica “Sector público” releva, exclusivamente, o saldo da conta “Tesouro Público – conta aplicação – Recursos Disponíveis (RD)” do Tesouro Público.

As “Outras responsabilidades” contêm os saldos de depósitos à ordem de outros interme-diários e auxiliares financeiros junto do Banco.

NOTA 17: Responsabilidades Externas em Euro

Nesta rubrica constam as responsabilidades de euros a entregar por operações de *swap* de

ouro, no montante de 731 425 milhares de euros, que conjuntamente com as responsabili-dades internas (ver Nota 14) representam um valor global de 972 755 milhares de euros.

O saldo remanescente desta rubrica é com-posto pelos saldos em euros das contas *vostro* de organismos internacionais (excluindo o FMI) e de vários bancos centrais.

NOTA 18: Responsabilidades Internas e Externas em Moeda Estrangeira

Estas rubricas reflectem as responsabili-dades em USD associadas às operações de *swap* de ouro por USD.

NOTA 19: Acréscimos e Diferimentos Passivos

	31/12/2003	31/12/2002
Proveitos diferidos	<u>142</u>	<u>190</u>
Acréscimos de custos		
Juros e out. custos a pagar de op. externas em ME	6 104	19 734
Juros e out. custos a pagar de op. externas em euro	4 403	-
Juros e out. custos a pagar de op. internas em ME	994	5 044
Juros e out. custos a pagar de op. internas em euro	19 097	61 334
Remunerações a liquidar	16 950	16 399
Fornecimentos e serviços de terceiros a liquidar	<u>489</u>	<u>441</u>
	<u>48 036</u>	<u>102 952</u>
	<u>48 178</u>	<u>103 142</u>

Os juros e custos a pagar em moeda estran-geira referem-se essencialmente à especializa-ção dos prémios apurados nos *swaps* de ouro por USD, os quais ascendiam a 6 338 milhares de euros em 31 de Dezembro de 2003 (2002: 22 849 milhares de euros). O acentuado de-crécimo deve-se à contratação de *swaps* de ouro por euros, em detrimento de USD.

Assim, os juros e custos a pagar de operações externas em euros devem-se totalmente à es-pecialização dos prémios referentes aos *swaps* de ouro por euros com contrapartes externos.

Os juros e custos a pagar de operações inter-nas em euros referem-se a juros especializados até 31 de Dezembro de 2003 de: (i) disponi-bilidades mínimas de caixa desde o dia 24 de Dezembro de 2003 (2 088 milhares de euros), (ii) títulos de depósito desde 4 de Novembro de 2003 (3 404 milhares de euros), (iii) posi-ção intra-Eurosistema relativa ao TARGET do mês de Dezembro de 2003 (12 644 milha-res de euros), e (iv) *swaps* de ouro por euros com contrapartes internos (961 milhares de euros).

NOTA 20: Responsabilidades Diversas

	31/12/2003	31/12/2002
Notas retiradas de circulação	245 192	107 037
Terceiros	23 064	24 632
Estimativa para impostos sobre lucros	35 375	15 721
Outras contas de valor individual reduzido	<u>1 044</u>	<u>2 969</u>
	<u>304 675</u>	<u>150 359</u>

A rubrica “Notas retiradas de circulação” representa a responsabilidade do Banco perante os detentores das mesmas enquanto não forem atingidos os respectivos prazos de prescrição. A partir do dia 1 de Janeiro de 2003, as “notas” denominadas em escudos, que perderam curso legal em 2002 deixaram de estar relevadas como notas em circulação e

passaram a estar relevadas nesta rubrica (ver Nota 13).

NOTA 21: Provisões

Os movimentos ocorridos nas rubricas de provisões, durante o exercício findo em 31 de Dezembro de 2003, resume-se como segue:

	Saldo em 31/12/2002	Movimentação			Saldo em 31/12/2003
		Reforços	Reduções	Total	
Provisões Operacionais					
<i>Provisões a abater ao Activo</i>					
Provisões p/ crédito venc. e outras sit. especiais	102 040	4	3 592	(3 588)	98 452
Provisões p/ participações financeiras	<u>29 147</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>29 147</u>
	131 188	4	3 592	(3 588)	127 599
<i>Provisões classificadas no Passivo</i>					
Provisões p/ riscos de flutuação do ouro	881 451	-	111 218	(111 218)	770 233
Provisões p/ riscos de flutuação de câmbios	1 310 215	-	379 590	(379 590)	930 625
Provisões p/ riscos de flutuação de títulos	414 267	-	-	-	414 267
Provisão p/ depreciação activos transf.p/o BCE	-	-	-	-	-
Provisões p/ riscos de taxa de juro	<u>-</u>	<u>48 000</u>	<u>-</u>	<u>48 000</u>	<u>48 000</u>
	<u>2 605 933</u>	<u>48 000</u>	<u>490 808</u>	<u>(442 808)</u>	<u>2 163 125</u>
	<u>2 737 122</u>	<u>48 004</u>	<u>494 400</u>	<u>(446 396)</u>	<u>2 290 724</u>
Provisões Administrativas					
<i>Provisões classificadas no Passivo</i>					
Provisão para acidentes de trabalho	270	-	39 ⁽¹⁾	(39)	231
Provisão para outros riscos e encargos	116 852	-	-	-	116 852
	<u>117 122</u>	<u>-</u>	<u>39</u>	<u>(39)</u>	<u>117 083</u>
	<u>2 854 243</u>	<u>48 004</u>	<u>494 439</u>	<u>(446 435)</u>	<u>2 407 807</u>
Total das Provisões a abater ao Activo	131 188	4	3 592	(3 588)	127 599
Total das Provisões classificadas no Passivo	2 723 055	48 000	490 847	(442 847)	2 280 208

(1) Utilização directa sem reflexo na Conta de Resultados.

Tendo em consideração os critérios de prudência enunciados no PCBP, os riscos de mercado a que o Banco se encontra exposto, e as posições globais de risco do Banco, no exercício de 2003 procedeu-se às reposições de: (i) parte da provisão para riscos de flutuação do ouro, na proporção equivalente à redução

verificada nas quantidades; (ii) de 379 590 milhares de euros da provisão para riscos de flutuação de câmbios, e (iii) parte da provisão para crédito vencido por recuperação do valor em causa. Em sentido inverso, procedeu-se ao reforço da provisão para riscos de taxa de juro.

NOTA 22: Diferenças de Reavaliação

	31/12/2003	31/12/2002
Diferenças de Reavaliação do Ouro	(1 395 828)	(1 530 254)
Diferenças de Reavaliação de Moeda Estrangeira	(836)	(60 987)
Diferenças de Reavaliação de Títulos	(6 884)	(64 326)
Diferenças de Reavaliação de Operações Extrapatrimoniais	(56 278)	(115 576)
Diferenças de Reavaliação	(1 459 827)	(1 771 143)

Relativamente ao ouro, a variação negativa vem em linha com a redução do stock físico (ver Nota 2).

Relativamente às posições em moeda estrangeira, as correspondentes mais-valias potenciais apresentam um decréscimo relativamente ao saldo de 31 de Dezembro de 2002 devido à

apreciação do euro verificada no final do exercício de 2003, face à generalidade das moedas que compõem a carteira de ME do Banco de Portugal. As diferenças de reavaliação de moeda estrangeira que representavam perdas potenciais foram reconhecidas como custos no final do exercício (ver Nota 1.2 b) e Nota 26).

NOTA 23: Capital Próprio

	Saldo em 31/12/2002	Aumentos	Pagamento Dividendos	Transfe- rências	Saldo em 31/12/2003
Capital	1 000	-	-	-	1 000
Reserva Legal	62 748	-	-	8 989	71 737
Outras reservas	153 471	-	-	233 166	386 637
Resultado do exercício 2002	89 886	-	(42 332)	(47 553)	-
Resultado do exercício 2003		69 043	-	-	69 043
	307 105	69 043	(42 332)	194 601	528 417

O resultado líquido do exercício de 2002 foi aplicado de acordo com o definido no Despacho n.º 352/03, de 10 de Abril, da Senhora Ministra de Estado e das Finanças, tendo-se transferido 42 332 milhares de euros para o Estado a título de dividendos.

Nos termos do Artigo 5º da sua Lei Orgânica, o Banco deve anualmente constituir uma reserva sem limite máximo, por transferência de 10 por cento do resultado de cada exercício. O Conselho de Administração pode criar ou-

tras reservas e provisões, designadamente para cobrir riscos de depreciação ou prejuízos a que determinadas espécies de valores ou operações estejam particularmente sujeitas.

A transferência para outras reservas refere-se exclusivamente às dotações para a Reserva proveniente dos resultados de operações de ouro, sendo 38 565 milhares de euros referentes à aplicação de resultados de 2002 e 194 601 milhares de euros referentes à dotação de 2003, incluída na Conta de Resultados.

Conforme se refere na Nota 1.1, na sequência da alteração à Lei Orgânica do Banco, os resultados apurados na alienação de ouro ocorrida em 2003 foram integralmente transferidos para

reservas. Até 2002, os resultados deste tipo de operações integravam o resultado do exercício, sendo posteriormente aplicados em reservas por distribuição de resultados.

NOTA 24: Resultado Líquido de Juros e de Custos e de Proveitos Equiparados

	31/12/2003	31/12/2002
Juros e Outros Proveitos Equiparados		
Ouro	563	2 207
Disponibilidades Externas	121 990	241 259
Títulos	86 264	208 555
Outros	35 726	32 704
Activos Internos em ME	5 470	10 369
Títulos	200	2 819
Depósitos	5 270	7 550
Outros	-	-
Activos Externos em Euro	21 445	64 834
Títulos	20 583	61 304
Outros	862	3 530
Activos Internos em Euro	293 531	215 639
Títulos	216 423	143 542
Financiamento às IFMs da área euro	39 184	39 568
Operações activas com o SEBC	33 053	27 092
Outros	4 871	5 437
Operações Extrapatrimoniais	49 741	54 427
	492 740	588 736
Juros e Outros Custos Equiparados		
Responsabilidades Externas em Euro	4 403	109
Responsabilidades Externas em ME	21 111	52 055
Responsabilidades em USD por <i>Swaps</i> de Ouro	20 002	49 474
Outros	1 109	2 581
Responsabilidades p/c as IFMs em Euro	123 456	202 973
Títulos de Depósito	47 557	93 895
Depósitos à Ordem	75 710	108 986
Outros	189	92
Depósitos do Tesouro	(1)	22
Responsabilidades Intra-Eurosistema	180 571	229 358
Responsabilidades Internas em ME	5 107	10 865
Responsabilidades em USD por <i>Swaps</i> de Ouro	5 107	10 865
Outros	-	-
Operações Extrapatrimoniais	16 096	19 146
Outras Responsabilidades Internas em Euro	962	626
	315 706	515 154
Res. Líquido de Juros e de Custos e de Prov. Equiparados	141 034	73 582

NOTA 25: Resultados Realizados em Operações Financeiras

	31/12/2003	31/12/2002
Operações cambiais à vista	(137 381)	4 154
Operações cambiais a prazo	59 321	89 884
Operações de títulos	43 300	78 007
Operações extrapatrimoniais	<u>13 711</u>	<u>-</u>
	(21 049)	172 044

A composição dos prejuízos realizados em operações cambiais à vista – maior parcela desta rubrica – deve-se predominantemente a resul-

tados cambiais apurados em USD, GBP e JPY. Os lucros em operações cambiais a prazo foram motivados pelos resultados apurados em XAU.

NOTA 26: Prejuízos não Realizados em Operações Financeiras

	31/12/2003	31/12/2002
Prejuízos não realizados em títulos	4 629	42
Prejuízos não realizados em oper. extrapatrimoniais	23 663	-
Prejuízos não realizados em moeda estrangeira	<u>102 363</u>	<u>251 149</u>
	130 655	251 191

As diferenças de reavaliação negativas em operações extrapatrimoniais devem-se na sua totalidade a decréscimos do valor de mercado de opções contratadas.

O valor observado nas diferenças de reavaliação cambial deve-se a menos-valias não realizadas e é justificado pela apreciação generalizada do euro face às principais moedas componentes da carteira de ME do Banco de Portugal, designadamente em XDR, USD, GBP, JPY, NOK, CAD, CHF e DKK.

NOTA 27: Rendimento de Acções e Participações

Esta rubrica contém os dividendos recebidos do BCE relativamente ao exercício de 2002 (14 590 milhares de euros). Em 2003, o rendimento do BCE relativo às notas de euro em circulação foi totalmente retido, por decisão do Conselho do BCE, com base na estimativa do resultado de 2003 do BCE. Caso não tivesse havido retenção, o Banco de Portugal teria

recebido 16 576 milhares de euros (deduzidos de eventuais custos com o manuseamento de notas que o BCE tivesse incorrido).

NOTA 28: Resultado líquido do Rendimento Monetário

A partir de 2003, o montante dos proveitos monetários de cada BCN ao nível do Eurosistema é determinado pelo rendimento apurado de um conjunto de activos – apelidados de activos individualizáveis – em contraposição com a respectiva base de responsabilidades. A base de responsabilidades consiste nas seguintes rubricas: Notas em circulação, responsabilidades para com as IC da área do euro relacionadas com operações de política monetária em euros, responsabilidades relacionadas com contas TARGET (líq.) e responsabilidades relacionadas com a emissão de notas (líq.). O montante dos proveitos monetários de cada BCN foi reduzido pelo montante equivalente a quais-

quer juros corridos ou pagos por esse BCN sobre as componentes da base de responsabilidades. Os activos individualizáveis consistem nas seguintes rubricas: Financiamento às ICs da área do euro relacionadas com operações de política monetária em euros, activos de reserva transferidos para o BCE, activos relacionados com contas TARGET (líq), activos relacionados com a emissão de notas e, um montante de ouro na proporção da chave de capital de cada BCN. O ouro é considerado de rendimento nulo. Quando o valor dos activos individualizáveis de cada BCN excede ou é menor do que o valor da respectiva base de

responsabilidades, o rendimento implícito desta diferença é deduzido ou acrescido à taxa média de rendimento dos activos individualizáveis de todos os BCNs do Eurosistema.

A atribuição do montante de cada BCN correspondente aos proveitos monetários é efectuada na proporção da tabela de repartição do capital subscrito. A diferença entre a contribuição do Banco de Portugal, no montante de 171 124 milhares de euros, e a atribuição ao Banco de Portugal, no montante de 184 274 milhares de euros, é o resultado líquido do método de cálculo do rendimento monetário.

NOTA 29: Outros Proveitos e Ganhos e Outros Custos e Perdas

	31/12/2003	31/12/2002
Outros Proveitos e Ganhos		
Mais-valias em imobilizado	196	780
Ganhos relativos a exercícios anteriores	2 809	1 778
Outros proveitos e ganhos	<u>1 115</u>	<u>598</u>
	<u>4 120</u>	<u>3 157</u>
Outros Custos e Perdas		
Menos-valias em imobilizado	10	8
Perdas relativas a exercícios anteriores	3 946	3 181
Outros custos e perdas	<u>8 359</u>	<u>5 007</u>
	<u>12 315</u>	<u>8 196</u>
	<u>(8 195)</u>	<u>(5 039)</u>

Nos outros custos e perdas constam essencialmente: (i) o montante de 4 501 milhares de euros relativo a Planos de pensões reconhecida como custo (2002: 2 862 milhares de euros), em conformidade com o disposto no Aviso nº12/2001, de 9 de Novembro, do Banco de

Portugal (ver Nota 33); (ii) reembolso à Finangeste dos custos por esta incorridos na recuperação dos créditos da Caixa Económica Açoreana, no montante de 3 686 milhares de euros (2002: 2 054 milhares de euros).

NOTA 30: Custos com Pessoal

	31/12/2003	31/12/2002
Remunerações órgãos de gestão e fiscalização	1 393	1 377
Remunerações dos empregados	66 440	65 337
Encargos sociais obrigatórios	27 069	29 624
Encargos sociais facultativos	7 220	6 805
Outros custos com pessoal	<u>3 201</u>	<u>2 779</u>
	<u>105 323</u>	<u>105 922</u>

Os encargos sociais obrigatórios incluem custos com o Fundo de Pensões no montante de 13 463 milhares de euros (2002: 15 975 milhares de euros), que contêm, para além dos encargos relativos aos planos base, os referentes a complementos remunerativos (ver Nota 33).

Em 31 de Dezembro de 2003 o Banco tinha no seu efectivo 1786 empregados (2002: 1794). Destes encontram-se 51 requisitados, em comissão de serviço e em licenças sem vencimento, 19 cedidos à Valora e 34 à Sociedade Gestora do Fundo de Pensões.

NOTA 31: Imposto sobre Lucros

O Banco está sujeito a tributação em sede de imposto sobre o rendimento de pessoas colectivas (IRC) e à correspondente derrama.

O cálculo do IRC do exercício de 2003 foi apurado com base numa taxa nominal de imposto de 30 por cento, sendo considerados todos os acréscimos e deduções que concorrem para a formação da matéria colectável.

O valor de imposto estimado sobre os lucros, determinado segundo as melhores estimativas disponíveis, é de 35 375 milhares de euros.

As autoridades fiscais têm a possibilidade de rever a situação fiscal do Banco durante um

período de quatro anos, podendo, por isso, em resultado de diferentes interpretações da legislação fiscal, dar origem a eventuais liquidações adicionais relativamente aos exercícios de 2000 a 2003. No entanto, é convicção da Administração que não ocorrerá qualquer liquidação adicional de valor significativo no contexto das demonstrações financeiras relativamente aos exercícios acima referidos.

NOTA 32: Contas Extrapatrimoniais

Para além de outras operações extrapatrimoniais, o Banco utiliza no decurso da sua actividade instrumentos financeiros derivados, destinados a gerir essencialmente os riscos associados aos seus activos, passivos e rubricas extrapatrimoniais. Estes instrumentos têm normalmente associado (i) um risco de mercado inerente à flutuação de cotações ou taxas de juro e (ii) um risco de crédito, correspondente na generalidade dos casos ao custo de substituição dos contratos às cotações e taxas correntes de mercado, resultante da possibilidade das contrapartes serem incapazes de proceder à liquidação das operações contratadas.

Em 31 de Dezembro de 2003 e 31 de Dezembro de 2002 o Banco apresentava as seguintes posições em aberto:

	31/12/2003					31/12/2002	
	Valor de contrato ⁽¹⁾		Valor de mercado ⁽²⁾	Valor de balanço ⁽³⁾	Risco de crédito ⁽⁴⁾	Valor de contrato ⁽¹⁾	
	Compras	Vendas	Líquido	Líquido	Líquido	Compras	Vendas
Operações cambiais e de taxa de juro							
Operações cambiais a prazo	4 864	4 864	-	-	107	-	-
Swaps de taxa de juro	1 226 311	1 226 311	40 808	(4 571)	57 579	1 647 222	1 647 222
Outras operações a prazo	1 325 758	698 730	(18 864)	(23 663)	4 799	2 237 315	1 598 795

(1) Valor teórico ou nocional do contrato.

(2) O valor de mercado corresponde aos proveitos ou custos associados ao eventual encerramento das posições em aberto, tendo em consideração as actuais condições de mercado e modelos de avaliação correntemente utilizados.

(3) O valor de balanço corresponde, conforme aplicável a cada tipo de operação, às diferenças de reavaliação negativas e/ou aos juros activos e passivos acrescidos até à data de balanço (Ver Notas 1.2 b); 1.2 d); 1.2 n)).

(4) O risco de crédito corresponde, conforme aplicável a cada tipo de operação, às diferenças de reavaliação positivas e/ou aos juros activos e passivos acrescidos até à data de balanço, das operações em aberto.

NOTA 33: Pensões de Reforma e Sobrevivência

Em conformidade com a regulamentação em vigor e nos termos de diversos planos de pensões de benefícios definidos, genericamente designados por Planos Base, o Banco é responsável pelas pensões de reforma e sobrevivência dos seus colaboradores e respectivas famílias, uma vez que, de uma maneira geral, os mesmos não se encontram integrados no Regime Geral de Segurança Social. Adicionalmente o Banco proporciona ainda aos seus colaboradores benefícios relacionados com o pensionamento dos complementos remunerativos.

O Fundo de Pensões do Banco de Portugal financia quatro planos de pensões de benefícios de reforma e sobrevivência, relativamente à componente remunerativa base, designados por Planos Base, e três outros, designados por Regimes, que se destinam a pensionar os complementos remunerativos. Os benefícios por pensões de reforma e sobrevivência são os definidos nos termos dos planos referidos abaixo e consistem em percentagens do somatório dos salários pensionáveis e das diuturnidades.

Planos Base

Plano I: Este plano, que entrou em vigor em 1998, abrange os trabalhadores admitidos no Banco de Portugal até 31 de Dezembro de 1994. A partir desta data cessaram as entradas de novos participantes neste plano, que se converteu assim num plano fechado. Trata-se de um plano de pensões não contributivo, significando tal que os trabalhadores não contribuem para o seu financiamento, cabendo esta obrigação exclusivamente ao Banco de Portugal.

Os benefícios proporcionados por este plano consistem na atribuição duma pensão de reforma correspondente à totalidade do último vencimento base, nas situações de reforma por limite de idade, reforma por invalidez ou reforma antecipada, bem como na atribuição duma pensão de sobrevivência aos familiares

dos empregados falecidos no activo ou na situação de reforma.

Plano II: Este plano foi iniciado em 1 de Janeiro de 1995 e abrange os trabalhadores admitidos a partir daquela data, que não transitam de instituições de crédito subscritoras do Acordo Colectivo de Trabalho Vertical do Sector Bancário (ACTV) em matéria de segurança social. Trata-se de um plano de pensões contributivo, na medida em que os seus participantes contribuem para o seu financiamento, a uma taxa de 5% sobre as remunerações pensionáveis, conforme estabelecido na cláusula 137^a-A do ACTV, ficando o restante esforço contributivo a cargo do Banco de Portugal.

No respeitante a benefícios, este plano confere o direito a uma pensão de reforma calculada em função do vencimento base e proporcional ao tempo de serviço, bem como a uma pensão de sobrevivência atribuída aos familiares, em caso de falecimento do empregado no activo ou após a reforma.

Plano III: O Plano III abrange os Membros do Conselho de Administração do Banco de Portugal e teve início em 1 de Fevereiro de 1998, com a entrada em vigor da Lei nº 5/98 de 31 de Janeiro – Lei Orgânica do Banco de Portugal. É um plano de pensões contributivo, em que a parte a cargo dos participantes será determinada com base na taxa que estiver fixada na cláusula 137^a-A do ACTV. Os benefícios são decorrentes do tempo de serviço prestado até ao final do mandato.

Plano IV: Este plano inclui todos os trabalhadores que, embora admitidos depois de 31 de Dezembro de 1994, transitem de instituições de crédito subscritoras do ACTV em matéria de segurança social. Trata-se de um plano cujas características resultam de uma fusão entre o Plano I e o Plano II, na medida em que não é contributivo mas confere benefícios proporcionais ao tempo de serviço.

Regimes de Pensionamento dos Complementos Remunerativos

O Fundo de pensões constitui, desde 2002, o principal veículo de financiamento dos benefícios de reforma e sobrevivência decorrentes dos complementos remunerativos.

Os Regimes de Pensionamento dos Complementos Remunerativos abrangem todos os trabalhadores do Banco que afixaram complementos remunerativos e que tenham optado por esta forma de pensionamento. Existem três regimes distintos de benefícios conforme a data de admissão do trabalhador.

Todos estes regimes se traduzem em planos de benefício definido, já que os benefícios por eles garantidos, sejam de reforma ou sobrevivência, são fixados à priori, ou seja, o benefício prometido é fixo, sendo o seu custo, em consequência, variável. Todos os regimes referidos são de carácter contributivo, na medida em que os seus participantes concorrem para o seu financiamento através de uma contribuição mensal, referida ao complemento remunerativo em cada momento percebido.

Regime Geral: Este regime abrange os trabalhadores admitidos no Banco de Portugal a partir de 1 de Janeiro de 2001. Trata-se de um regime de carácter contributivo, pelo que as contribuições, incluindo as destinadas ao financiamento dos riscos de invalidez e morte, são repartidas entre o Banco de Portugal e os trabalhadores, respectivamente na proporção de 60% e 40%, não podendo a parte relativa ao trabalhador ultrapassar 10% do complemento remunerativo auferido.

Os benefícios proporcionados por este regime consistem na atribuição duma pensão de reforma (sem possibilidade de remição em capital) calculada com base no último complemento remunerativo e proporcional ao tempo de contribuição, bem como na atribuição duma pensão de sobrevivência aos familiares dos empregados falecidos no activo ou na situação de reforma.

Regime Especial A: Trata-se de um regime que abrange os trabalhadores admitidos no Banco de Portugal até 31 de Dezembro de 1998. Este regime tem um carácter contributivo idêntico ao do Regime Geral. Porém, neste caso, e ao contrário do Regime Geral, os riscos de invalidez e morte não são objecto de repartição, sendo integralmente suportados pelo Banco de Portugal.

Os benefícios proporcionados por este regime consistem (i) na atribuição duma pensão de reforma correspondente a 85% do último complemento remunerativo, nas situações de reforma por limite de idade ou reforma antecipada, ou (ii) calculada de forma proporcional ao tempo de serviço para efeitos de reforma (com um mínimo de 50% do complemento remunerativo), no caso de reforma por invalidez, bem como (iii) na atribuição duma pensão de sobrevivência aos familiares dos empregados falecidos no activo ou na situação de reforma. No momento da reforma, o participante pode optar pela remição em capital de 1/3 do valor da pensão a que teria direito, sendo os restantes 2/3 atribuídos sob a forma de pensão.

Regime Especial B: O Regime Especial B abrange os trabalhadores admitidos no Banco de Portugal entre 1 de Janeiro de 1999 e 31 de Dezembro de 2000. Em matéria de repartição de contribuições entre o Banco de Portugal e os trabalhadores, limitação das contribuições dos trabalhadores e abrangência dos riscos a repartir, este regime é em tudo coincidente com o estabelecido para o Regime Especial A. No que respeita a benefícios, este regime coincide com o Regime Geral, diferenciando-se apenas no facto de permitir a opção do empregado pela remição de 1/3 em capital.

O número de participantes nos planos base e no plano de complementos de pensões de reforma é apresentado no quadro seguinte:

Planos	Nº Participantes	
	Activos	Reformados e Pensionistas
Planos Base		
Plano I	1 498	2 148
Plano II	275	1
Plano III	6	5
Plano IV	9	-
Pensionamento dos Complementos		
Regime A	1 612	97
Regime B	53	1
Regime Geral	76	-
Apólice de seguro	31	-

As responsabilidades por pensões de reforma e sobrevivência relativas aos planos base e regimes de complementos remunerativos e a situação patrimonial do fundo relativa à cobertura dessas responsabilidades resumem-se como segue:

As responsabilidades decorrentes dos planos de pensões acima referidos, foram determinadas através de estudo actuarial elaborado pela Sociedade Gestora do Fundo de Pensões do Banco de Portugal, em conformidade com a disciplina estabelecida pelo Aviso n.º 12/2001, de 9 de Novembro, do Banco de Portugal, aditado pelo Aviso n.º 7/2002, de 31 de Dezembro, e utilizando para o efeito o método de cálculo do *Projected Unit Credit*.

Os principais pressupostos actuariais utilizados nos estudos actuariais são os seguintes:

	Pressupostos Utilizados	
	2003	2002
Taxa de Desconto	4,780%	4,890%
Taxa de rendimento esperado dos activos do Fundo	5,300%	5,630%
Taxa esperada de crescimento dos salários		
Planos I, II e IV	2,390%	2,445%
Plano III	1,890%	2,445%
Taxa de actualização das pensões	1,890%	1,945%
Tabelas utilizadas		
de mortalidade	TV 73/77	
de invalidez	1978 - S.O.A. Trans. male (US)	
de <i>turnover</i>		
Planos I, II e IV	T-1 Crocker Sarason (US)	
Plano III	—	

	31/12/2003	31/12/2002
Responsabilidades		
Responsabilidades com pensões em pagamento	497 055	490 462
Remuneração Base	483 810	480 201
Complementos Remunerativos	13 245	10 261
Respons. relativas a serviços passados - pessoal no activo	472 899	440 325
Remuneração Base	357 110	332 088
Complementos Remunerativos	<u>115 789</u>	<u>108 237</u>
Responsabilidades totais	<u>969 954</u>	<u>930 787</u>
Responsabilidades não reconhecidas (Aviso n.º 6/95)		
Valor imputado ao exercício	1 281	1 281
Valor por amortizar relativo a activos existentes em 31/12/94 com reforma presumível depois de 31/12/97	11 532	12 813
Valor do Fundo		
Valor no início do ano	898 722	768 132
Transferência da Apólice de Seguro	-	53 999
Contribuições entregues ao fundo		
Contribuições correntes	17 873	17 849 ^(*)
Contribuições extraordinárias	14 000	100 000
	<u>31 873</u>	<u>117 849</u>
Pensões pagas	(36 953)	(36 325)
Rendimento líquido do fundo	(46 959)	(4 933)
Valor no final do ano	<u>940 601</u>	<u>898 722^(*)</u>
Níveis de Financiamento		
Taxa de cobertura real	97,0%	96,6%
Taxa de cobertura (com diferimento de responsabilidades) - Aviso n.º6/95	98,1%	97,9%
Taxa de cobertura - Aviso n.º12/2001	100,6%	100,2%

(*) De referir que o valor final do Fundo em 2002 se encontra ligeiramente diferente do apresentado no relatório do exercício anterior dado um ajustamento no montante de contribuições entregues ao fundo, no montante de 92 milhares de euros.

Ao abrigo da legislação em vigor, o Banco de Portugal financia as responsabilidades com pessoal no activo em 31 de Dezembro de 1994 cuja data presumível de reforma seja posterior a 31 de Dezembro de 1997 através de um plano de amortização de prestações anuais uniformes, calculado para um número que resulte do diferencial entre a idade média previsível de reforma e a idade média desse grupo populacional, com um máximo de 20 anos. A 31 de Dezembro de 2003 encontra-se por amortizar o valor de 11 532 milhares de euros,

sendo de 9 o número de prestações vincendas (em 31 de Dezembro de 2002: 12 813 milhares de euros).

Os custos reconhecidos no exercício relativos aos Planos Base e Complementos Remunerativos ascendem a 19 245 milhares de euros, conforme explicitado no quadro seguinte. Esta verba inclui os valores relativos à amortização do exercício de 10% do montante acumulado de custos diferidos, em Dezembro de 2002, referente a desvios actuariais diferidos em exercícios anteriores e da amortização

imputada ao exercício das responsabilidades com cobertura diferida, os quais são reconhecidos conforme se descreve na Nota 1.2 m).

Custos e Perdas reconhecidos no exercício

	2003	2002
Custo do serviço corrente	15 670	14 553
Custos dos juros	45 516	47 650
Rendimento esperado dos activos do fundo	(47 722)	(46 228)
(ver Nota 30)	<u>13 463</u>	<u>15 975</u>
Amortização do exercício do valor acumulado de custos diferidos referentes a desvios actuariais de exerc. anteriores	4 501	1 581
Amortização de responsabilidades com activos existentes em 31/12/94 com reforma presumível depois de 31/12/97	1 281	1 281
(ver Nota 29)	<u>5 782</u>	<u>2 862</u>

Em conformidade com a relevação contabilística referida na Nota 1.2 m), o valor registado na rubrica Flutuação de Valores apresenta a 31 de Dezembro de 2003 um montante acumulado de 96 995 milhares de euros, que corresponde ao limite máximo definido no Aviso nº12/2001 (2002: 93 079 milhares de euros). O valor de desvios actuariais referente a diferenças entre pressupostos e valores rea-

lizados que excedeu o limite foi, neste exercício, de 8 752 milhares de euros, reconhecidos em Outros custos diferidos (2002: 45 009 milhares de euros). O montante registado na rubrica Outros custos diferidos (ver Nota 11), relativo a responsabilidades com o Fundo de Pensões é, no final do exercício de 2003, de 49 998 milhares de euros (2002: 45 009 milhares de euros).

NOTA 34: Acontecimentos Subsequentes

Alteração da tabela de repartição para subscrição de capital do BCE

Enquadramento:

De acordo com o número 3 do Artigo 29º dos Estatutos SEBC/BCE, as ponderações atribuídas aos bancos centrais nacionais devem ser adaptadas de cinco em cinco anos. A primeira alteração quinquenal teve efeitos a partir do dia 1 de Janeiro de 2004 (a 1 de Maio de 2004 haverá uma segunda alteração da chave de capital em resultado da adesão de novos Estados-Membros). Com base nos dados estatísticos aprovados pela Decisão do Conselho de 15 de Julho de 2003, a alteração da tabela de repartição para a subscrição do capital do BCE, a 1 de Janeiro de 2004, pode verificar-se no quadro seguinte:

	De 1 de Janeiro 1999 até 31 de Dezembro 2003	De 1 de Janeiro 2004 até 1 de Maio 2004
Banque Nationale de Belgique	2.8658	2.8297
Deutsche Bundesbank	24.4935	23.4040
Bank of Greece	2.0564	2.1614
Banco de España	8.8935	8.7801
Banque de France	16.8337	16.5175
Central Bank of Ireland	0.8496	1.0254
Banca d'Itália	14.8950	14.5726
Banque centrale du Luxembourg	0.1492	0.1708
De Nederlandsche Bank	4.2780	4.4323
Oesterreichische Nationalbank	2.3594	2.3019
Banco de Portugal	1.9232	2.0129
Suomen Pankki	1.3970	1.4298
Subtotal Eurosystem	80.9943	76.6384
Danmarks Nationalbank	1.6709	1.7216
Sveriges Riksbank	2.6537	2.6636
Bank of England	14.6811	15.9764
Subtotal non-euro area NCBs	19.0057	20.3616
TOTAL	<u>100.0000</u>	<u>100.0000</u>

Impacto da alteração:**Participação no capital do BCE**

A 1 de Janeiro de 2004, a ponderação na subscrição do capital do BCE atribuída ao Banco de Portugal aumentou de 1,9232% para 2,0129%. Consequentemente, a rubrica de balanço “9.1 – Participação no capital do BCE” aumentou de 96 160 para 100 645 milhares de euros, em resultado da contribuição adicional que foi transferida para o BCE.

Activos de reserva transferidos para o BCE

A 1 de Janeiro de 2004, as alterações nas ponderações na subscrição do capital do BCE alteraram igualmente o peso relativo dos países membros participantes, determinando ajustamentos aos créditos relativos aos activos de reserva transferidos para o BCE que equivalem às respectivas contribuições de activos em moeda estrangeira e ouro inicialmente transferidos para o BCE. Dado o decréscimo do peso relativo dos países que constituem o Eurosistema, a posição inicial de 40 497 150 milhares de euros foi reduzida em 677 950 milhares de euros, que foi “devolvida” aos BCNs participantes. Contudo, como reflexo do incremento da ponderação na subscrição do capital do BCE, a posição activa em euros do Banco de Portugal relativa aos activos de reserva transferidos para o BCE (rubrica de balanço “9.2 – Activos de reserva transferidos para o BCE”) aumentou de 961 600 para 1 006 450 milhares de euros.

IV.4. Relatório dos Auditores Externos



PricewaterhouseCoopers
Avenida da Liberdade, 245 - 8º A
1269 - 034 Lisboa
Portugal
Telefone +351 21319 70 00
Facsimile +351 21316 11 14

Ao
Conselho de Administração do
Banco de Portugal

Relatório de Auditoria

1 Auditámos as Demonstrações Financeiras do Banco de Portugal reportadas a 31 de Dezembro de 2003 ("Demonstrações Financeiras"), anexas a este relatório, as quais compreendem o Balanço em 31 de Dezembro de 2003, a Conta de Resultados do exercício findo naquela data e as respectivas Notas Explicativas. As Demonstrações Financeiras anexas são da responsabilidade do Conselho de Administração do Banco de Portugal. A nossa responsabilidade como auditores consiste na emissão de uma opinião sobre essas Demonstrações Financeiras, baseada na auditoria que efectuámos.

2 A nossa auditoria foi conduzida de acordo com as Normas Internacionais de Auditoria. Estas normas exigem que planeemos e executemos a auditoria por forma a obtermos um grau de segurança aceitável sobre se as referidas Demonstrações Financeiras contêm, ou não contêm, distorções materialmente relevantes. Uma auditoria inclui o exame, numa base de teste, das evidências que suportam os valores e informações constantes das Demonstrações Financeiras. Adicionalmente, uma auditoria inclui a apreciação dos princípios contabilísticos adoptados e a avaliação das estimativas significativas efectuadas pela Administração bem como a apreciação da apresentação das Demonstrações Financeiras. Em nosso entender a auditoria efectuada constitui base suficiente para a emissão da nossa opinião.

3 Em nossa opinião, as Demonstrações Financeiras apresentam de forma apropriada, em todos os seus aspectos relevantes, a situação financeira do Banco de Portugal, a 31 de Dezembro de 2003, bem como os resultados das suas operações no exercício findo naquela data, de acordo com os princípios contabilísticos e critérios valorimétricos descritos na Nota 1.2 do Anexo.

4 Sem modificar a opinião expressa no parágrafo 3 acima, e apenas para efeitos de comparabilidade, salientamos que, conforme se refere nas Notas Explicativas 1.1 e 23 ao Balanço e à Conta de Resultados, na sequência de alterações à Lei Orgânica e ao Plano de Contas do Banco de Portugal, as contas de reservas passaram com efeitos a partir do exercício de 2003, inclusive, a ser dotadas pelas quantias correspondentes aos resultados realizados em operações de alienação de ouro no mesmo exercício em que tais operações ocorrem. Consequentemente os resultados apurados em 2003 neste tipo de operações, que ascenderam a cerca de €194,601 milhares, foram integralmente creditados em reservas.

Lisboa, 10 de Março de 2004

PricewaterhouseCoopers - Auditores e Consultores, Lda.
Sede: Avenida da Liberdade 245 8º A, 1269 - 034 Lisboa
Contribuinte nº. 504193279 Capital social €750,000
Matriculada na Conservatória do Registo Comercial sob o nº. 7297

IV.5. Relatório e Parecer do Conselho de Auditoria

Em conformidade com o estipulado na alínea c) do nº1 do artigo 43º da Lei Orgânica do Banco de Portugal, o Conselho de Auditoria apresenta o Relatório e emite o seu Parecer sobre o Relatório do Conselho de Administração, o Balanço e as Contas do exercício findo em 31 de Dezembro de 2003, documentos aprovados em sessão do Conselho de Administração, de 16 de Março de 2004.

Relatório

1. No âmbito das suas competências e a exemplo do que vem sendo sucedendo em anos anteriores, o Conselho de Auditoria acompanhou, de forma sistemática, o funcionamento do Banco através da participação dos seus membros, sem direito a voto, nas reuniões ordinárias semanais do Conselho de Administração e, ainda, da documentação emitida, nomeadamente, pelos Departamentos de Contabilidade e Controlo e de Auditoria.

A análise das situações contabilísticas mensais permitiu, de igual modo, o acompanhamento da gestão e da evolução da situação económica e patrimonial do Banco.

A confirmação de bens e valores à guarda das diversas unidades de estrutura do Banco continuou a ser feita pelos respectivos responsáveis e pelo Departamento de Auditoria, em regime de programação prévia, tendo o Conselho de Auditoria acompanhado as conferências de valores de fim de ano efectuadas na Sede, na Filial e no Complexo do Carregado.

Nas suas reuniões ordinárias mensais ou nas extraordinárias, o Conselho de Auditoria apreciou as comunicações que lhe foram remetidas, elaborando sobre as mesmas os documentos de trabalho julgados oportunos e formalizando pareceres ou recomendações sempre que tal se mostrou necessário, conforme consta das respectivas actas.

O Conselho apreciou, ainda, e emitiu parecer, quer sobre o Orçamento de Exploração do Banco para 2004, quer sobre a proposta de alteração ao Plano de Contas (PCBP).

Para além das atribuições consignadas na Lei Orgânica do Banco de Portugal, o Conselho de Auditoria, ao abrigo de legislação própria, continuou a acompanhar o funcionamento e a emitir parecer sobre os Relatórios e Contas anuais do Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo, do Fundo de Garantia de Depósitos e do Fundo de Contragarantia Mútuo.

2. A actividade do Banco encontra-se explanada no Relatório do Conselho de Administração onde também se insere adequada informação sobre o Balanço e Contas do Exercício de 2003.

As “Notas às Demonstrações Financeiras” contém detalhada informação, quer sobre a apresentação dessas Demonstrações, quer sobre as principais políticas contabilísticas e critérios valorimétricos.

Na análise do Balanço e Conta de Resultados, comparativamente a 31 de Dezembro de 2002, realça-se: (a) o aumento, no Activo, de 4 747 676 milhares de euros, na rubrica “Títulos internos denominados em euros” e de 1 656 829 milhares de euros na rubrica “Activos sobre o Eurosistema”; (b) a diminuição, no Activo, de 5 910 025 milhares de euros na rubrica “Activos externos em ME”; (c) o aumento, no Passivo, de 1 537 376 milhares de euros na rubrica “Notas em circulação”; (d) a diminuição, no Passivo, de 1 779 698 milhares de euros na rubrica “Responsabilidades externas em ME” e de 975 828 milhares de euros na rubrica “Certificados de dívida”; (e) o aumento, na Conta de Resultados, de 67 452 milhares de euros na rubrica “Resultado líquido de juros e de custos e de proveitos equiparados”, de 141 502 milhares de euros na rubrica de “Resultado de operações financeiras, menos-valias e provisões para riscos” e de 181 517 milhares de euros na rubrica “Total de custos e perdas líquido”, estando estas duas últimas variações essencialmente relacionadas com a “Transferência de/para provisões para riscos operacionais e outras provisões e reservas”.

As contas do Banco foram marcadas pelas condições vigentes nos mercados financeiros internacionais e por importantes decisões de gestão quanto à composição da sua carteira de activos.

No âmbito dos mercados financeiros, destacou-se a significativa apreciação do euro, em particular face ao dólar americano, e um ambiente geral de baixas de taxas de juro, com reduções assinaláveis nos prazos mais curtos, nomeadamente para aplicações em euros, cujo nível se manteve, porém, superior ao das aplicações em dólares.

No que respeita às decisões de gestão interna de carteiras, salienta-se a venda de 75 toneladas de ouro, ao abrigo do Acordo de Bancos Centrais de 26 de Setembro de 1999, e uma profunda recomposição cambial dos activos financeiros geridos pelo Banco, no contexto e no cumprimento das regras acordadas no âmbito do Eurosistema. Tal permitiu a redução significativa da carteira em moeda estrangeira por contrapartida da carteira em euros, com taxas de juro mais elevadas e sem risco cambial.

De acordo com o estabelecido na alínea b) do número 1 do artigo 53º da Lei Orgânica do Banco alterada pelo Decreto-Lei nº 50/2004, de 10 de Março e que produziu efeitos desde 20 de Dezembro de 2003, as mais-valias associadas a operações de venda de ouro concorrem para o reforço da reserva especial relativa aos ganhos em operações de alienação de ouro. Consequentemente, as mais-valias apuradas em 2003 (194 601 milhares de euros) foram integralmente creditadas em reservas.

A alteração anteriormente referida deverá ser tomada em consideração para efeitos de comparabilidade das contas de resultados e de reservas.

3. O exercício de 2003 apresenta um saldo positivo de 69 043 milhares de euros, registando-se uma diminuição de 20 843 milhares de euros face ao exercício anterior. A Conta de Resultados evidencia os montantes com que cada rubrica contribui para a formação do “Resultado líquido do exercício”.

Para aplicação do resultado do exercício de 2003, o Conselho de Administração, de acordo com o estipulado no nº2 do artigo 53º da Lei Orgânica do Banco, propõe a seguinte distribuição:

- nos termos da alínea a): 10% para reserva legal;
- nos termos da alínea c): 40% para outras reservas e 50% para o Estado, a título de dividendos.

4. Os auditores externos emitiram o seu relatório sem quaisquer reservas.

Parecer

Face ao exposto e apoiado nas análises aos documentos e nas informações obtidas, o Conselho de Auditoria dá parecer favorável à aprovação do Relatório do Conselho de Administração, Balanço e Contas do exercício de 2003 e respectiva proposta de aplicação de resultados.

Ao Governador, ao Conselho de Administração e a todos os trabalhadores do Banco, o Conselho de Auditoria exprime o seu reconhecimento pela colaboração prestada.

Lisboa, 23 de Março de 2004

O CONSELHO DE AUDITORIA

Emílio Rui da Veiga Peixoto Vilar

Rui José da Conceição Nunes

Modesto Teixeira Alves

José Vieira dos Reis