

CUSTO DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS PORTUGUESAS*

Isabel Marques Gameiro

Nuno Gonçalo Ribeiro

1. INTRODUÇÃO

As condições de financiamento do sector privado não financeiro, entendidas como o custo a que as empresas não financeiras e as famílias obtêm financiamento, são determinantes clássicos das decisões de investimento e de consumo e, conseqüentemente, da actividade económica e dos preços. No caso das empresas, o custo de financiamento é condicionado, entre outras, pela estrutura de financiamento de partida (designadamente quanto à proporção de dívida, à estrutura de maturidades e/ou prazo de refixação de taxas de juro), pela profundidade, liquidez e integração internacional dos mercados de capitais, assim como pelas preferências dos agentes económicos, seja no seu papel de investidores ou de aforradores. Desta forma, os impulsos da política monetária são susceptíveis de se transmitirem de forma heterogénea às condições de financiamento das empresas das economias da área do euro, induzindo, por esta via, efeitos diferenciados sobre os desenvolvimentos futuros da actividade económica e dos preços. Se bem que o mecanismo de formação de preços nos mercados financeiros revele informação sobre as condições de financiamento, deve ter-se em conta que, as assimetrias de informação existentes nestes mercados são susceptíveis de, ocasionalmente, induzir restrições quantitativas, por via do racionamento do financiamento disponível (Stiglitz e Weiss (1981)).

Este trabalho tem como objectivo obter um conjunto de medidas da evolução do custo de financiamento das empresas portuguesas em termos reais, estabelecendo procedimentos de cálculo, cujas opções metodológicas são discutidas criticamente. Essas medidas constituem aproximações ao custo efectivamente assumido pelas empresas em diferentes segmentos de mercado de financiamento, as quais, tomando em linha de conta a estrutura financeira das empresas, podem ser agregadas num indicador sintético construído a título ilustrativo para a globalidade do financiamento obtido por estas. Os indicadores propostos constituem uma peça de informação adicional, entre outras¹, na construção de um quadro coerente para a análise das condições financeiras enfrentadas pelas empresas. De facto, a disponibilidade de medidas deste tipo facilita o acompanhamento das condições globais de financiamento enfrentadas pelas empresas ao longo do tempo, a análise da evolução do financiamento das empresas e pode contribuir para o aperfeiçoamento dos instrumentos de previsão para o investimento empresarial.

Na Secção 2, apresenta-se a estrutura de financiamento das empresas não financeiras portuguesas e estabelece-se uma comparação com a prevalecente no conjunto da área do euro. Na Secção 3 são propostas medidas para o custo de financiamento das empresas, avaliado em termos reais, nas gran-

* As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade dos autores não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal.

** Departamento de Estudos Económicos, Banco de Portugal.

(1) Entre os elementos que não podem deixar de ser tomados em linha de conta na avaliação das condições de financiamento à empresas, encontram-se também a dinâmica dos volumes de financiamento obtido pelas empresas, a forma como estes relacionam com as necessidades de financiamento agregadas do sector, assim como a informação qualitativa obtida em inquéritos dirigidos às empresas (de que é exemplo o Inquérito ao Investimento) ou aos bancos (de que é exemplo o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito na Área do Euro).

des categorias de instrumentos financeiros, designadamente instrumentos representativos do capital próprio, empréstimos bancários, dívida titulada de curto prazo e dívida titulada de médio e longo prazo. Na Secção 4 apresenta-se um indicador sintético ilustrativo do custo em termos reais da totalidade do financiamento, que resulta da agregação dos indicadores parciais referentes a cada instrumento, utilizando os saldos vivos de cada um deles como ponderadores. Finalmente, na Secção 5 sumarizam-se os principais resultados.

2. ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS

De entre as formas de financiamento externo das empresas há vantagens em distinguir, por um lado, o financiamento através de capitais próprios e, por outro, o financiamento através de dívida financeira, a qual, por sua vez, compreende os empréstimos de instituições de crédito e a emissão de dívida titulada. No Quadro 1, apresenta-se o peso de cada uma destas componentes do financiamento externo das empresas em Portugal e na área do euro no final de 1998 e de 2006.

Os capitais próprios, designados por “acções e outras participações” nas contas financeiras, constituem a principal fonte de financiamento das empresas portuguesas, com um peso no total de financiamento de cerca de 60 por cento no final de 2006, o que compara com cerca de 73 por cento na área do euro. A maior parte dos capitais próprios das empresas portuguesas corresponde a capital de empresas não cotadas, que no final de 2006 representavam 67 por cento do total. A importância dos fundos próprios de empresas não cotadas está relacionada com o facto de existir uma grande proporção de pequenas e médias empresas na estrutura empresarial portuguesa. Esta característica verifica-se também na área do euro como um todo (o valor das acções e outras participações de empresas não cotadas ascendia a 63 por cento do financiamento por capitais próprios em 2006), onde as pequenas e médias empresas representam um parcela significativamente superior à verificada nos EUA e no Japão². De notar que, entre o final de 1998 e o final de 2006, o peso do financiamento por capitais próprios das empresas portuguesas se reduziu, tendo tido como contrapartida, em larga medida, um aumento do peso dos empréstimos bancários. Na área do euro, por seu turno, a estrutura de financiamento revelou-se mais estável no conjunto do período considerado, se bem que se tenham observado flutuações importantes, que se associaram à oscilação das cotações nos mercados internacionais de acções ao longo deste período.

Quadro 1

ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS EM PORTUGAL E NA ÁREA DO EURO (SALDOS)

Em percentagem do total

	Empréstimos				Títulos de dívida			Acções e outras participações		
	Total	Até 1 ano	Entre 1 e 5 anos	Superior a 5 anos	Total	Curto prazo	Longo prazo	Total	Cotadas	Não cotadas
Dezembro de 1998										
Portugal	23	14	5	4	6	1	5	71	28	43
Área do euro	25	9	3	12	4	1	3	72	31	41
Dezembro de 2006										
Portugal	31	13	8	10	9	5	4	60	20	40
Área do euro	23	7	4	12	4	2	3	73	27	46

Fontes: BCE e Banco de Portugal.

(2) Em Portugal cerca de 87 por cento do emprego diz respeito a pequenas e médias empresas, o que compara com 66 por cento na Europa, 46 por cento nos EUA e 33 por cento no Japão (na comparação entre a Europa, EUA e Japão veja-se Hartman e outros (2003)).

Com efeito, o financiamento bancário assume um papel muito significativo na estrutura de financiamento das empresas em Portugal, com um peso de 31 por cento no total de financiamento em 2006, sendo significativamente superior ao registado para o conjunto da área do euro. Em Portugal, a maior parte dos empréstimos tem uma maturidade original inferior a 1 ano, o que contrasta com a área do euro onde o financiamento bancário com maturidades superiores a 5 anos é dominante. Para além disso, há que ter em conta que, em Portugal, mesmo nos prazos mais longos, as taxas de juro dos empréstimos bancários a empresas encontram-se indexadas a taxas de juro de curto prazo, ao invés do que é habitual nalgumas das maiores economias da área do euro, onde as taxas de juro de empréstimos bancários com prazos mais longos apresentam uma forte correlação com as taxas de rendibilidade da dívida pública de médio e longo prazo.

O financiamento através da emissão de títulos de dívida representa uma pequena parcela no financiamento externo das empresas portuguesas (9 por cento em 2006), sendo que mais de metade diz respeito a títulos de dívida de curto prazo, mais especificamente a papel comercial, o qual é um substituto próximo dos empréstimos bancários de curto prazo. Ainda assim, o peso do financiamento por emissão de dívida titulada em Portugal é superior ao observado no conjunto da área do euro, cujo peso no total de financiamento externo das empresas em 2006 era de apenas 4 por cento.

3. INDICADORES DO CUSTO DE FINANCIAMENTO EM TERMOS REAIS DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS

Nesta secção propõem-se metodologias de cálculo de indicadores do custo de financiamento das empresas nas grandes categorias de instrumentos financeiros referidas anteriormente. Para efeitos de acompanhamento da evolução da economia portuguesa no contexto da área do euro, assim como no sentido de dispor de um referencial para melhor interpretação dos resultados, apresentam-se em cada uma das subsecções indicadores construídos de forma análoga para o conjunto da área do euro.

3.1. Custo de financiamento por capitais próprios

A mensuração do custo de financiamento por capitais próprios, entendido como a taxa de retorno requerida pelos investidores para deterem acções, apresenta um conjunto de dificuldades metodológicas, que relevam se for tido em conta que estes são a forma de financiamento externo mais importante para as empresas não financeiras. Em primeiro lugar, deve ter-se em consideração que, se para as empresas cotadas existe disponível informação relativa ao valor de mercado das respectivas acções enquanto direitos residuais sobre os activos das empresas, já para o conjunto das empresas não cotadas, que representam a maior parte, essa informação não está acessível. Adicionalmente, mesmo no conjunto de empresas com as acções cotadas em mercado, o custo do capital não é directamente observável no mercado, sendo necessário uma aproximação analítica de forma indirecta para a sua obtenção.

No que diz respeito ao tratamento a dar às empresas não cotadas, a opção tomada consistiu em fazer corresponder o respectivo custo dos capitais próprios ao estimado para o conjunto das empresas cotadas. Esta abordagem consiste em admitir que existirá um custo sombra, não explícito, para o capital próprio das empresas não cotadas que é semelhante, no agregado, ao das empresas cotadas e corresponde a assumir que a estrutura em termos de composição sectorial, dimensão e transparência é semelhante nos dois grupos de empresas. Sucede que, as empresas não cotadas são, em geral, de menor dimensão e mais opacas que as empresas cotadas, quer devido à maior proporção de empre-

sas não cotadas em fases iniciais do ciclo de vida, quer devido aos requisitos menos exigentes de divulgação de informação ao público em geral. Desta forma, pode argumentar-se que o custo de capital destas empresas resulta subestimado com este procedimento.

Quanto à opção analítica para o cálculo do custo de recurso ao mercado accionista, importa antes de mais salientar que o preço de uma acção resulta da actualização dos *cash flows* futuros, tendo em conta o referido prémio de risco na taxa de desconto. Desta forma, a operacionalização de uma metodologia para estimar o custo do capital implica a disponibilidade de informação para os preços das acções e para todo o fluxo futuro de *cash flows* das empresas. A abordagem mais simples consiste em fixar uma taxa de crescimento real de longo prazo para os dividendos futuros e assumi-la constante na avaliação do valor actual dos mesmos. Usualmente utiliza-se a taxa de crescimento do produto potencial da economia avaliada no momento de estimação do custo de capital. Neste quadro, o custo de capital pode ser calculado implicitamente através da denominada fórmula de Gordon (Gordon (1962)):

$$C_c = \frac{D_t}{P_t} (1 + g) \quad (1)$$

Em que C_c é o custo de capital, D_t / P_t o *dividend yield* no momento corrente e g a taxa de crescimento dos dividendos no longo prazo. Neste modelo, o preço de uma acção resulta do desconto de todo o fluxo de dividendos futuros a uma taxa de custo de capital C_c , sendo que a trajectória para os dividendos futuros é uma série geométrica com razão $(1 + g)$. A expressão (1) pode ser interpretada da forma que segue: para um mesmo *dividend yield*, uma taxa de crescimento projectada para os dividendos mais elevada só é compatível com um custo de capital formado em mercado mais elevado. Dito de outra forma, alterações exógenas nas expectativas quanto ao crescimento dos dividendos deverão reflectir-se num aumento correspondente nos preços correntes das acções. Pese embora este conjunto de hipóteses permita simplificar o problema, é considerado muito redutor pois não tem em conta possíveis oscilações de curto prazo da percepção dos investidores para a evolução dos *cash flows* das empresas (veja-se ECB (2002) e Panigirtzoulou e Scammel (2002)). Desta forma, a metodologia utilizada neste trabalho é uma generalização da fórmula de Gordon para estimação do custo do capital e assume três períodos para o cálculo de estimativas para a evolução dos dividendos a distribuir pelas empresas (*Three Stage Dividend Discount Model*)³. Em concreto, o primeiro período estende-se por quatro anos e toma como taxa de crescimento dos dividendos a que é obtida pelas previsões dos analistas relativamente aos resultados das empresas; o segundo período corresponde aos oito anos subsequentes, sendo que se assume que a taxa de crescimento dos dividendos converge linearmente para uma taxa de crescimento de longo prazo, que prevalece no terceiro e último período. Fuller e Hsia (1984) mostram que no quadro das hipóteses do *Three Stage Discount Model* o custo do capital pode ser obtido de forma implícita como:

$$C_c = \frac{D_t}{P_t} (1 + g) + \frac{g a}{1 + g} \quad (2)$$

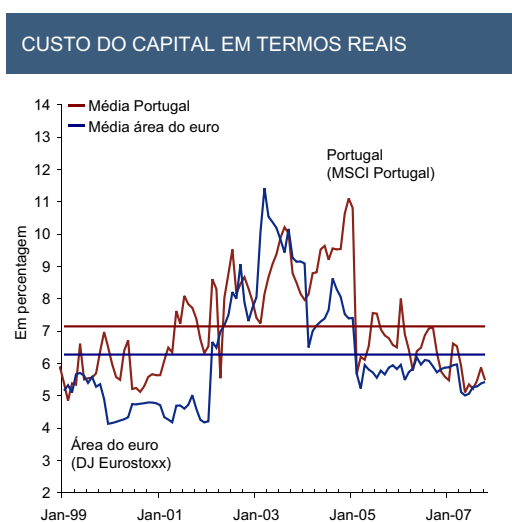
Em que ga corresponde à taxa de crescimento dos dividendos esperada para os próximos quatro anos. A expressão (2) tem uma interpretação análoga à expressão (1), sendo que, uma flutuação das expectativas de crescimento dos resultados para o horizonte mais curto (ga), para um mesmo *dividend yield*, só é compatível com uma flutuação correspondente no custo de capital implícito. O custo de capital foi calculado com base no índice *Morgan Stanley Capital Internacional* para Portugal (MSCI-Portugal), representativo do mercado accionista português, e para o qual a *Thomson Financial*

(3) Panigirtzoulou e Scammel (2002) mostram que a utilização do *Three Stage Dividend Discount Model* na avaliação do preço das acções permite replicar razoavelmente a trajectória passada dos índices accionistas do Reino Unido e dos EUA.

Datastream disponibiliza dados relativos ao total de dividendos pagos pelas empresas e às previsões dos analistas para os resultados por acção da *International Brokers Estimate System (IBES)*. O índice MSCI-Portugal tem uma composição semelhante à do PSI 20. Dada a ausência de previsões dos analistas para o crescimento dos dividendos, admitiu-se um rácio constante entre os dividendos pagos e os resultados a que correspondem, o que implica que a taxa de crescimento esperada para os dividendos futuros corresponderá à taxa de crescimento esperada para os resultados das empresas. Assim, a taxa de crescimento dos dividendos esperada para os próximos quatro anos é calculada como a média dos resultados por acção (EPS) previstos pelos analistas para os seguintes períodos: ano corrente, 1 ano à frente, 2 anos à frente e 3 anos à frente. Esta taxa foi deflacionada pela inflação média esperada pelo *Consensus* para Portugal no período em causa de forma a obter uma taxa de crescimento real. Quanto à taxa de crescimento real dos dividendos no longo prazo, assumiu-se que é igual à estimativa para o crescimento do produto potencial de Portugal, de forma análoga ao que é habitual na utilização da fórmula de Gordon. Com efeito, no longo prazo, o crescimento dos resultados das empresas a nível agregado deverá ser consistente com o crescimento do rendimento da economia como um todo. Especificamente, assumiu-se $g = 2.0\%$, em linha com os resultados de Almeida e Félix (2006) para o período 1999-2005⁴.

No Gráfico 1, apresenta-se a evolução do custo em termos reais de recurso ao mercado accionista para o índice MSCI-Portugal desde Janeiro de 1999 e até Outubro de 2007⁵. Adicionalmente apresenta-se uma estimativa da evolução do custo do capital na área do euro para o índice *Dow Jones Eurostoxx*, calculada com base na mesma metodologia^{6,7}. Como se observa no gráfico, no período

Gráfico 1



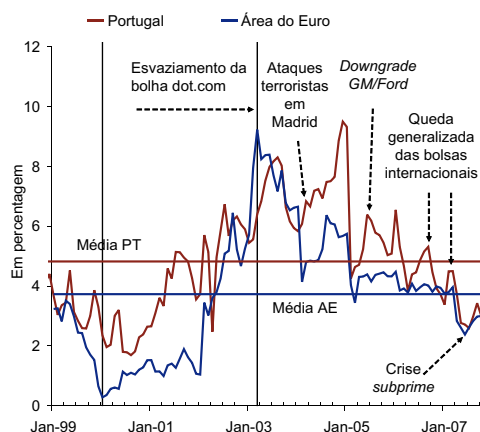
Fontes: Thomson Financial Datastream, Consensus Economics e cálculos do Banco de Portugal.

- (4) A hipótese considerada para a taxa de crescimento dos dividendos no longo prazo determina apenas o nível da estimativa para o custo de capital, não condicionando a sua evolução. A título ilustrativo refira-se que a consideração de uma taxa de crescimento do produto potencial superior à assumida em 0.5 p.p. implicaria um custo de capital estimado mais elevado, em média, em cerca de 0.4 p.p. ao longo do período analisado.
- (5) Os gráficos incluídos nesta secção têm data de fecho de dados de 31 de Outubro de 2007.
- (6) Para a taxa de crescimento real dos dividendos nos primeiros quatro anos tomou-se as previsões dos analistas para os EPS do índice *Dow Jones Eurostoxx* no ano corrente, 1 ano à frente, 2 anos à frente e 3 anos à frente. Para a taxa de crescimento real dos dividendos no longo prazo, assumiu-se um valor de 2.0 por cento, em linha com as estimativas para o crescimento do produto potencial da área do euro no período 1995-2006 (veja-se ECB(2005b)).
- (7) De notar que ambos os índices englobam empresas do sector financeiro (designadamente bancos), o que poderá criar alguma distorção no indicador enquanto *proxy* do custo do capital das empresas não financeiras, designadamente em períodos de correcções muito acentuadas em termos relativos das cotações das acções das empresas do sector financeiro, como observado recentemente. Refira-se que o peso das acções do sector financeiro no valor de mercado dos índices accionistas considerados é de cerca de 30 por cento, quer em Portugal quer na área do euro.

analisado, a estimativa obtida para o custo em termos reais do financiamento através de acções em Portugal revelou uma significativa volatilidade, tendo-se situado em média cerca de 0.8 p.p. acima do observado na área do euro. Entre Janeiro de 1999 e Janeiro de 2001, o custo do capital em Portugal flutuou em torno de 5.8 por cento, tendo posteriormente exibido uma tendência ascendente para máximos ligeiramente acima de 11 por cento na segunda metade 2004. Desde então caiu significativamente, situando-se desde o início de 2006 sistematicamente abaixo da média histórica. O custo de recurso ao mercado accionista na área do euro revelou no período analisado um comportamento menos volátil, tendo até Janeiro de 2002 verificado ligeiras flutuações em torno de 4.5 por cento e posteriormente registado um forte aumento para um máximo de cerca de 11 por cento em Março de 2003. Desde essa data, o custo do capital na área do euro diminuiu substancialmente, verificando valores inferiores à média histórica desde o início de 2005. Uma outra forma de analisar a evolução do custo do capital é através do comportamento do prémio de risco exigido pelos investidores para investirem no mercado accionista. No Gráfico 2, apresentam-se estimativas para os prémios de risco implícitos no financiamento nos mercados de acções em Portugal e na área do euro, calculadas subtraindo a taxa de juro real sem risco ao custo do capital em termos reais. A taxa de juro real sem risco utilizada corresponde à taxa de rendibilidade das obrigações de dívida pública em Portugal e na área do euro, deflacionada pelas respectivas expectativas de inflação a longo prazo do *Consensus*. De acordo com estas medidas, o prémio de risco exigido pelos investidores aumentou significativamente ao longo de 2002, de forma menos marcada em Portugal do que na área do euro. Esta evolução teve lugar no quadro da divulgação de problemas no reporte contabilístico por parte de várias empresas, nomeadamente nos EUA, e de intensificação das tensões geopolíticas associadas a uma eventual intervenção militar no Iraque. A partir de Março de 2003 e até Março de 2004, verificou-se uma correcção em baixa do prémio de risco, quer em Portugal quer na área do euro. Esta correcção foi, em Portugal, totalmente revertida na segunda metade de 2004, quando o prémio de risco atingiu os níveis máximos do período (cerca de 10 por cento no final de 2004). Também na área do euro é visível um aumento do prémio de risco no mercado accionista na segunda metade de 2004, embora de forma menos marcada. Para tal poderão ter contribuído os receios dos investidores quanto ao impacto sobre os resultados das empresas em virtude do forte aumento observado no preço internacional do petróleo

Gráfico 2

PRÉMIOS DE RISCO IMPLÍCITOS NOS MERCADOS ACCIONISTAS
Portugal e Área do Euro



Fontes: Banco Central Europeu, Consensus Economics, Thomson Financial Datastream, e cálculos do Banco de Portugal.

naquele período, possivelmente agravado, no caso de Portugal, por alguma instabilidade política, num contexto de persistência de importantes desequilíbrios das contas externas e do sector público.

A partir do início de 2005, o prémio de risco no mercado accionista português verificou uma diminuição progressiva para níveis inferiores à média dos últimos anos, situando-se em linha com o observado no mercado accionista da área do euro. De notar que, em geral, o prémio de risco em Portugal revelou uma maior sensibilidade do que o da área do euro aos episódios em que se verificou alguma turbulência nos mercados financeiros assinalados no gráfico. Muito recentemente, no quadro da alteração da percepção de risco por parte dos investidores internacionais associada às preocupações relativamente à dimensão e distribuição das perdas nos segmentos de maior risco do mercado hipotecário dos EUA, assim como de outros mercados de dívida fortemente alavancados, é visível um aumento do prémio de risco no mercado accionista português e no da área do euro, permanecendo, contudo, em ambos num nível inferior à média dos últimos anos.

3.2. Custo dos empréstimos bancários

Em Portugal, a taxa de juro dos empréstimos bancários a empresas é determinada quase exclusivamente pelas taxas de juro do mercado monetário, seja porque predominam os créditos com maturidade original inferior a um ano, seja porque, nos prazos mais longos, as taxas de juro se encontram indexadas a taxas de curto prazo, sendo objecto de revisão periódica igualmente em prazos curtos. Neste quadro, as taxas de juro referentes a saldos, que se aplicam a todas as operações em vigor no período de referência (englobam quer as contratadas no período quer as que foram contratadas em períodos anteriores) reflectem muito rapidamente as alterações nas expectativas quanto à taxa de juro de referência da política monetária. Este aspecto é particularmente relevante no caso português, já que foram identificados alguns problemas na informação disponível sobre taxas de juro de novas operações que desaconselham a sua utilização na avaliação do custo dos empréstimos bancários às empresas. De facto, no contexto das estatísticas harmonizadas de taxas de juro das Instituições Financeiras Monetárias (IFM) da área do euro encontram-se disponíveis estatísticas de taxas de juro acordadas para novas operações, i.e. para qualquer novo acordo entre um cliente e uma IFM (contratos novos e renegociações de contratos existentes), as quais, em tese, poderiam ser utilizadas, com vantagem, no acompanhamento do custo marginal enfrentado pelas empresas no acesso ao crédito. Sucede que a forma de agregação destas estatísticas é susceptível de conduzir a enviesamentos e a volatilidade espúria nas estatísticas agregadas obtidas, situação que foi já identificada como estando a manifestar-se no caso português, tal como documentado em Banco de Portugal (2003) e ECB (2006)⁸. Como tal, o presente trabalho faz uso, em exclusivo, das taxas de juro referentes a saldos, utilizando para o período posterior a Janeiro de 2003 as estatísticas harmonizadas do Eurosistema, e até Dezembro de 2002 as séries estimadas com a informação disponível nesse período e publicadas de acordo com a metodologia apresentada em Banco de Portugal (2003).

Para efeitos de cálculo da taxa de juro dos empréstimos bancários prevalecente em Portugal, a indexação quase exclusiva das taxas de juro a empresas às taxas de juro de referência do mercado monetário dispensa a ventilação em categorias de prazo, pois, por definição, tanto as taxas de juro das operações de curto prazo como a de prazos mais longos reflectem de forma semelhante a evolução dos respectivos indexantes. O mesmo não sucede com as taxas de juro dos empréstimos bancários referentes ao conjunto da área do euro, relativamente às quais, pelo facto de incluírem uma propor-

(8) Os problemas de agregação identificados associam-se ao facto de serem muito frequentes em Portugal as operações de empréstimo simultaneamente com maturidades muito curtas (consequentemente sobre-representadas nas estatísticas agregadas) e taxas de juro relativamente elevadas por comparação com o conjunto das restantes operações, possivelmente reflectindo o refinanciamento de créditos comerciais junto do sistema financeiro.

ção relevante de operações de longo prazo a taxa fixa, existe vantagem analítica em dispor de uma ventilação por prazo original das operações.

Em face do exposto anteriormente, a taxa de juro real nos empréstimos a empresas não financeiras em Portugal resulta directamente da taxa média ponderada pelos saldos em todas as operações pre-valetentes em fim de período, deflacionada pelas expectativas do *Consensus* para a inflação média esperada no horizonte relevante. Este horizonte foi assumido como sendo de um ano, em linha com o prazo de refixação de taxa de juro inferior a 12 meses que caracteriza a quase totalidade das operações.

O mesmo procedimento é aplicável ao cálculo das taxas de juro reais de saldos com prazo original inferior a um ano para o conjunto da área do euro, enquanto a abordagem aos prazos mais longos necessita de investigação adicional, uma vez que as estatísticas disponíveis para as taxas de juro de saldos não permitem, de entre o conjunto de operações com prazos acima de um ano, identificar a estrutura de prazos de revisão de taxas de juro. No sentido de obter uma indicação da estrutura de prazos de revisão das taxas de juro que estaria subjacente à evolução das taxas de juro nesta categoria, calculou-se a correlação entre a taxa de juro em cada uma das categorias referidas e as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública, para toda a gama de maturidades do segmento de médio e longo prazo da curva de rendimentos. As taxas de juro dos empréstimos com prazos entre “1 e 5 anos” apresentam uma correlação máxima com as taxas de rendibilidade de dívida pública a 2 anos, enquanto as taxas de juro dos empréstimos com prazo “a mais de 5 anos” apresentam uma correlação máxima com as taxas de rendibilidade da dívida pública a 7 anos. Este procedimento resultou na escolha das taxas de inflação média esperada para os próximos 2 anos e para os próximos 7 anos, para deflacionar as taxas de juro nominais.

Tal como sucede para Portugal, as séries de taxas de juro bancárias da área do euro apresentam uma quebra metodológica em Janeiro de 2003. De facto, as taxas de juro bancárias utilizadas para o período anterior a Janeiro de 2003 correspondem à agregação das estatísticas disponibilizadas pelos bancos centrais nacionais numa base de melhor esforço, não se encontrando harmonizadas em termos de conceitos e metodologias de cálculo. A partir de Janeiro de 2003, utilizaram-se as estatísticas harmonizadas de taxas de juro das IFM da área do euro⁹.

No Gráfico 3 apresenta-se a taxa de juro real representativa da totalidade dos empréstimos bancários a empresas em Portugal desde o início de 1990 até Setembro de 2007¹⁰. Ao longo da década de 90 o custo real de financiamento bancário das empresas portuguesas reduziu-se significativamente, tendo passado de valores em torno de 13 por cento no período 1990-1992 para cerca de 4 por cento em Janeiro de 1999. Desde o início da área do euro, o custo real de financiamento das empresas portuguesas tem variado num intervalo entre 1.7 e 4.2 por cento. Após ter atingido mínimos de 1.7 por cento em meados de 2003, o custo real do financiamento bancário em Portugal verificou uma tendência de aumento, mais acentuada a partir do terceiro trimestre de 2005, situando-se em Setembro de 2007 em 3.7 por cento.

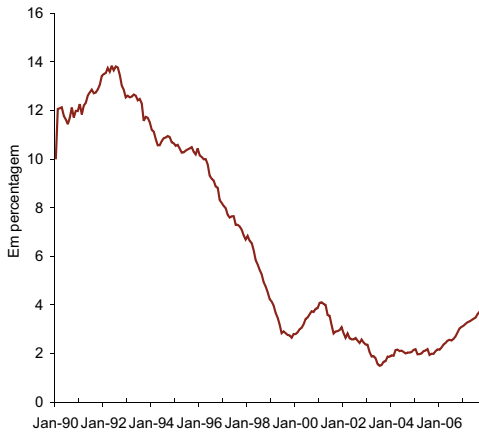
No Gráfico 4 apresenta-se o custo em termos reais do recurso ao financiamento bancário por parte das empresas em Portugal em comparação com o da área do euro nas duas categorias de prazo acima referidas no período posterior a Janeiro de 1999. A linha vertical em Janeiro de 2003 assinala a quebra de série com a introdução das estatísticas harmonizadas. Deve salientar-se que, do ponto de vista conceptual, a taxa de juro real apresentada para Portugal compara directamente com a taxa de juro real de curto prazo para a área do euro. Desde o início de 1999 e até ao final de 2005 o custo em

(9) Estas vieram substituir as estatísticas de taxas de juro da banca a retalho anteriormente produzidas com base em estatísticas de taxas de juro nacionais existentes antes de 1999.

(10) Os gráficos incluídos nesta secção, salvo indicação em contrário, têm data de fecho de dados de Setembro de 2007.

Gráfico 3

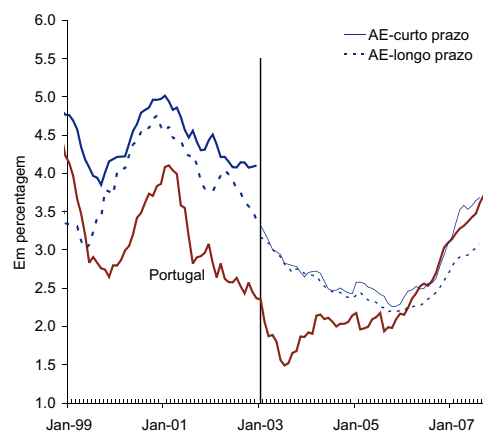
CUSTO DOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS A EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS PORTUGUESAS – EM TERMOS REAIS



Fontes: Consensus Economics e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 4

CUSTO DOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS A EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS EM PORTUGAL E NA ÁREA DO EURO – EM TERMOS REAIS

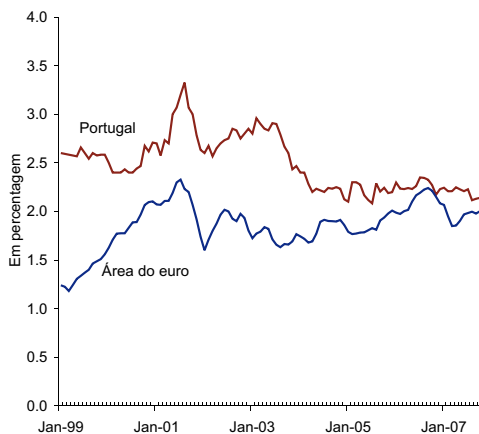


Fontes: BCE, Consensus Economics e cálculos do Banco de Portugal.
 Nota: A linha vertical em Janeiro de 2003 assinala a quebra de série com a introdução das estatísticas harmonizadas das IFM. Para a área do euro, a taxa de juro de curto prazo corresponde à dos empréstimos até 1 ano e a taxa de juro de longo prazo à dos empréstimos por prazo superior a 1 ano.

termos reais dos empréstimos bancários em Portugal foi sistematicamente inferior ao da área do euro, reflectindo, em larga medida, expectativas de inflação a curto prazo relativamente mais elevadas em Portugal (Gráfico 5). A partir dessa data, o custo de financiamento bancário em Portugal convergiu para o da área do euro, sendo, desde então, praticamente coincidente em nível.

Gráfico 5

EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO A 1 ANO (JANEIRO 1999-OUTUBRO 2007)



Fonte: Consensus Economics e cálculos do Banco de Portugal.

3.3. Custo da dívida titulada

No apuramento do custo em termos reais de financiamento por dívida titulada é importante distinguir entre dívida de curto prazo e dívida de médio e longo prazo, no sentido em que o horizonte relevante para a taxa de inflação esperada a utilizar para deflacionar as taxas de juro nominais é diferenciado nos dois casos.

3.3.1. Dívida de curto prazo

Em Portugal, a dívida titulada de curto prazo emitida pelas empresas não financeiras consiste quase exclusivamente em papel comercial de grandes empresas com elevada qualidade de crédito. Este instrumento tem algumas peculiaridades que o tornam um substituto muito próximo do crédito bancário, desde logo pelo facto de as emissões estarem usualmente garantidas por um sindicato bancário. As taxas de juro utilizadas correspondem às médias das taxas de juro no mercado primário de papel comercial para os prazos de “25 a 35 dias”, “85 a 95 dias” e “180 a 190 dias”, ponderadas duplamente pelos respectivos montantes emitidos e prazo médio de cada uma das três categorias de prazo referidas anteriormente. Adicionalmente, no sentido de reduzir a excessiva volatilidades desta série, associada ao facto de estarem presentes neste mercado um número relativamente reduzido de emitentes de grande dimensão, a série resultante foi alisada através de uma média móvel de três meses e posteriormente deflacionada pela expectativa de inflação no horizonte de um ano, tal como obtida pelo *Consensus* (Gráfico 6). Infelizmente, não existe disponível informação que permita a construção de um indicador para este segmento de mercado para o conjunto da área do euro, pelo que não é possível dispor de um referencial para acompanhamento da situação portuguesa.

Como se observa no Gráfico 6, o custo real de financiamento por via da emissão de papel comercial, após ter atingido valores próximos de zero na segunda metade de 2003, tem vindo gradualmente a aumentar para níveis perto dos máximos do período. Em Setembro de 2007 o custo real de financiamento por esta via situava-se em 2.4 por cento.

Gráfico 6



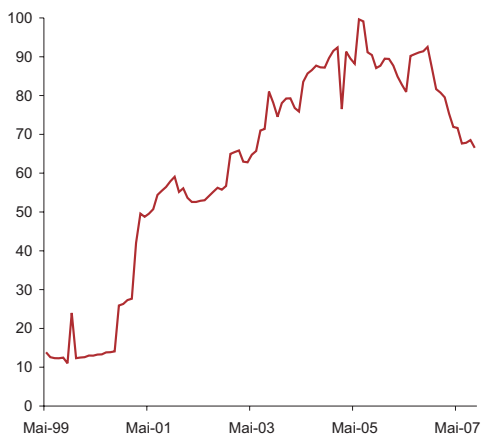
3.3.2. Dívida a médio e longo prazo

O cálculo do custo em termos reais de recurso ao mercado de dívida titulada de médio e longo prazo é baseado na taxa de rendibilidade do índice *Lehman Brothers* de obrigações com maturidade superior a 1 ano emitidas por empresas não financeiras portuguesas na categoria de *investment grade*¹¹. Como se pode observar no Gráfico 7 este índice é muito representativo do mercado da dívida titulada de médio e longo prazo emitida pelas empresas não financeiras portuguesas¹².

No Gráfico 8 apresenta-se o custo em termos reais de recurso ao mercado obrigacionista por parte das empresas portuguesas, avaliado pelo índice da *Lehman Brothers*, juntamente com um indicador de recurso ao mercado obrigacionista da área do euro, medido pelo índice da *Merril Lynch* de obrigações com maturidade superior a 1 ano emitidas por empresas não financeiras da área do euro na categoria de *investment grade*. As taxas de rendibilidades dos índices foram deflacionadas pelas expectativas de inflação do *Consensus* em linha com a duração média dos mesmos (aproximadamente 5 anos quer em Portugal quer na área do euro). Como seria de esperar, no período em análise, o custo de financiamento das empresas portuguesas é praticamente coincidente com o das suas congéneres europeias. Em Portugal, o custo real do recurso ao mercado de dívida privada de médio e longo prazo atingiu máximos do período de cerca de 4.0 por cento em meados de 2000, tendo-se reduzido posteriormente para valores entre 1 e 2 por cento entre meados de 2003 e o último trimestre de 2005. Desde essa altura verifica-se uma tendência ascendente, situando-se em Outubro de 2007 em torno de 3.0 por cento.

Gráfico 7

COBERTURA DO ÍNDICE *LEHMAN BROTHERS* PARA TÍTULOS DE DÍVIDA DE MÉDIO E LONGO PRAZO DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS PORTUGUESAS^(a)

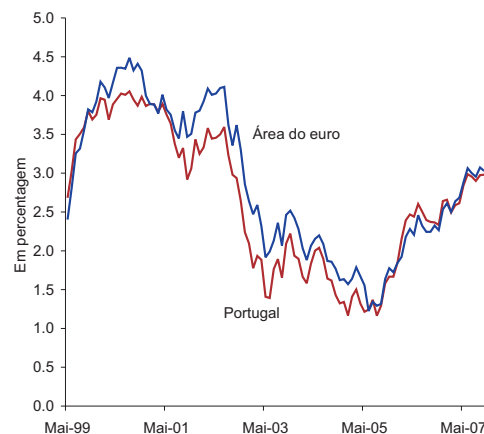


Fontes: *Lehman Brothers* e Banco de Portugal.

Nota: (a) Rácio entre o valor de mercado do índice *Lehman Brothers* para títulos de dívida de médio e longo prazo das empresas não financeiras portuguesas e o total do saldo vivo deste instrumento.

Gráfico 8

CUSTO REAL DE RECURSO AO MERCADO OBRIGACIONISTA DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS EM PORTUGAL E NA ÁREA DO EURO



Fontes: *Lehman Brothers*, *Consensus Economics*, *Thomson Financial Datastream* e cálculos do Banco de Portugal.

(11) Emissões com rating atribuído igual ou superior a Baa3/BBB-/BBB- de acordo com as escalas definidas respectivamente pela *Moody's*, *Standard&Poor's* e *Fitch*.

(12) Os gráficos incluídos nesta secção têm data de fecho dados de 31 de Outubro de 2007.

4. INDICADOR AGREGADO DO CUSTO DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS

No sentido de obter um indicador sintético do custo em termos reais de financiamento das empresas portuguesas, os indicadores apresentados nas secções acima são agregados utilizando como ponderadores os respectivos saldos vivos. Recorde-se que, neste trabalho, o custo imputado às partes de capital das empresas não cotadas é aproximado pelo custo de capital das acções cotadas, pelo que o ponderador associado ao custo real do financiamento por capitais próprios corresponde à totalidade do saldo da rubrica “acções e outras participações” do lado dos recursos das sociedades não financeiras, tal como publicado nas contas financeiras. De facto, poderia ter-se considerado a possibilidade de, para efeitos de agregação dos vários indicadores parciais, não considerar o capital próprio das empresas não cotadas, tal como algumas aplicações anteriores realizadas por outros bancos centrais sugeririam (veja-se ECB (2005a)). Contudo, um procedimento deste tipo representaria uma omissão muito significativa, ao negligenciar a maior parcela do financiamento das empresas portuguesas. Este facto é particularmente relevante para assegurar uma maior comparabilidade dos resultados da aplicação deste tipo de metodologia a diferentes economias. Com efeito, atentando na estrutura financeira das empresas portuguesas e do conjunto da área do euro apresentada no Quadro 1, podemos verificar que existe uma maior proporção relativa de acções cotadas na área do euro do que em Portugal. Esta situação, em conjugação com o facto de os capitais próprios serem a fonte de financiamento mais onerosa, conduziria, de forma mecânica e de certo modo espúria, a um nível do indicador de custo médio de financiamento das empresas na área do euro sistematicamente superior ao das empresas portuguesas. Para além disso, o facto de se considerar o total das acções e outras participações, sejam ou não cotadas, permite internalizar os efeitos da dinâmica de entrada e saída de empresas em bolsa, cujo impacto nos pesos de agregação, se fossem utilizadas apenas as acções cotadas, não teriam significado económico.

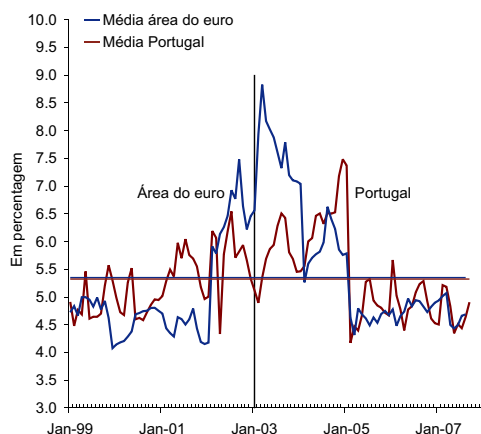
No Gráfico 9, apresenta-se, a título ilustrativo, um indicador sintético do custo em termos reais do conjunto do financiamento das empresas não financeiras portuguesas no período compreendido entre Janeiro de 1999¹³ e Setembro de 2007, bem como um indicador equivalente calculado para a área do euro com metodologia semelhante¹⁴. O procedimento de agregação descrito e o indicador que daí resulta tem um paralelo em termos de conceito com o custo médio ponderado do capital (*weighted average cost of capital* ou “*wacc*”) utilizado recorrentemente na literatura de economia financeira. Desta forma, este não deve ser interpretado como mera agregação mecânica do custo associado a instrumentos financeiros com naturezas muito distintas. Dito de outra forma, o facto de um determinado instrumento financeiro apresentar um custo circunstancial ou estruturalmente mais baixo que outro não permite concluir que a opção das empresas por um deles seja estritamente melhor, já que o custo de financiamento de cada instrumento não é independente da estrutura financeira das empresas e do risco de taxa de juro ou de refinanciamento associado a diferentes instrumentos. Se, por um lado, o financiamento através de acções é o mais estável, por não ser exigível do ponto de vista da empresa, por outro, ao atribuir aos seus detentores direitos residuais sobre os activos da empresa, subordinados ao pagamento de todas as restantes responsabilidades, induz um prémio de risco acrescido exigido pelo accionista. No que diz respeito à dívida financeira globalmente considerada deve ter-se em

(13) Dada a indisponibilidade de dados relativos ao custo da dívida titulada de médio e longo prazo para o período de Janeiro de 1999 a Maio de 1999, assumiu-se para esse período uma taxa de rentabilidade constante igual à observada em Maio de 1999.

(14) O indicador para a área do euro corresponde à média ponderada pelos saldos nas contas financeiras da área do euro das taxas de juro dos saldos dos empréstimos bancários, do custo de recurso ao mercado de dívida titulada (baseado numa média ponderada das taxas de rentabilidade de dois índices de obrigações de empresas compilados pela *Merrill Lynch*, um para empresas na categoria de *investment grade* e outro para empresas na categoria de *high yield*) e do custo de recurso ao mercado accionista.

Gráfico 9

INDICADOR AGREGADO DO CUSTO DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS – EM TERMOS REAIS



Fontes: BCE, Consensus Economics, Lehman Brothers, Thomson Financial Datastream e cálculos do Banco de Portugal.

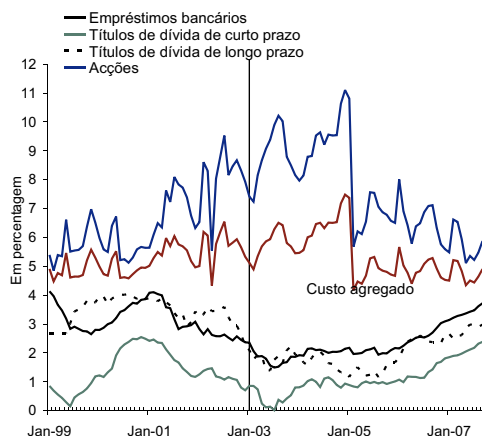
Nota: A linha vertical em Janeiro de 2003 assinala a quebra de série nas taxas de juro dos empréstimos bancários com a introdução das estatísticas harmonizadas das IFM.

linha de conta que o seu custo é endógeno em relação à proporção de capitais próprios na estrutura de financiamento, sendo tão mais baixo quanto maior for essa proporção. Outro aspecto a salientar diz respeito à estrutura da dívida por prazos, sendo de esperar que, tudo o resto constante, o custo da dívida de mais longo prazo seja superior ao da dívida de curto prazo, seja porque a incerteza quanto ao risco de crédito dos devedores aumenta com o horizonte temporal, seja porque estes estão dispostos a pagar um custo mais elevado para não assumirem o risco de não verem satisfeitas as suas necessidades de refinanciamento das dívidas de curto prazo. A mesma lógica se aplica à legitimidade de comparação, em termos absolutos, dos indicadores apurados para diferentes economias, caracterizadas por estruturas financeiras e convenções de mercado distintas.

Tendo em mente o exposto anteriormente, que aconselha algum cuidado no contraste das estimativas obtidas para diferentes economias, e apesar das diferentes estruturas de financiamento, o custo global em termos reais de financiamento das empresas portuguesas foi em média praticamente coincidente com o das suas congéneres da área do euro no período analisado. Em Portugal, o custo global de financiamento das empresas portuguesas atingiu valores máximos de cerca de 7,5 por cento na segunda metade de 2004, enquanto que na área do euro os máximos do período foram observados em Março de 2003 (cerca de 8,8 por cento). Nos últimos anos, o custo médio de financiamento das empresas medido por estes indicadores tem permanecido relativamente estável em níveis inferiores às médias do período. Este resultado decorre de evoluções divergentes entre o custo de financiamento por dívida e o custo de financiamento por via de capitais próprios, os quais parecem estar negativamente correlacionados (Gráficos 10 e 11). Com efeito, as condições favoráveis observadas nos mercados accionistas constituíram um contrapeso à tendência ascendente do custo de financiamento em termos reais por dívida titulada e empréstimos bancários iniciada em finais de 2005, conduzindo à virtual estabilização do custo global de financiamento das empresas. Este resultado deverá contudo ser interpretado com as devidas cautelas, em face da incerteza acrescida associada ao cálculo do custo de financiamento por recurso ao mercado accionista, por comparação com outras fontes de financiamento. De qualquer modo, parece relativamente seguro afirmar que as condições

Gráfico 10

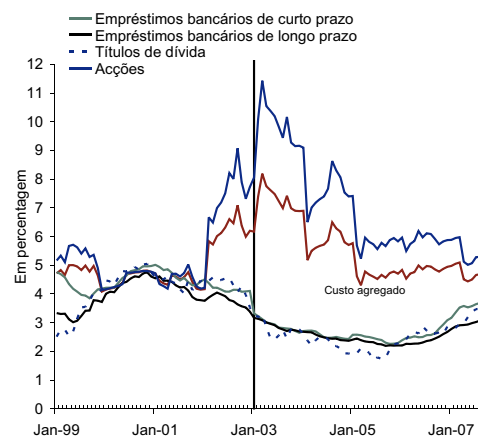
CUSTO DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS PORTUGUESAS – EM TERMOS REAIS



Fontes: BCE, Consensus Economics, Lehman Brothers, Thomson Financial Datastream e cálculos do Banco de Portugal.
Nota: A linha vertical em Janeiro de 2003 assinala a quebra de série nas taxas de juro dos empréstimos bancários com a introdução das estatísticas harmonizadas das IFM.

Gráfico 11

CUSTO DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS DA ÁREA DO EURO – EM TERMOS REAIS



Fontes: BCE, Consensus Economics, Thomson Financial Datastream e cálculos do Banco de Portugal.
Nota: A linha vertical em Janeiro de 2003 assinala a quebra de série nas taxas de juro dos empréstimos bancários com a introdução das estatísticas harmonizadas das IFM.

de financiamento por via do preço enfrentadas pelas empresas portuguesas e da área do euro nos últimos dois anos têm permanecido favoráveis do ponto de vista histórico.

5. CONCLUSÕES

Este trabalho propõe medidas de cálculo do custo de financiamento das empresas portuguesas nas grandes categorias de instrumentos financeiros (ações e outras participações, empréstimos bancários e dívida titulada), apresentando-se, sempre que possível, uma comparação com a área do euro. Adicionalmente, é calculado um indicador sintético ilustrativo do custo da totalidade do financiamento das empresas, o qual resulta da agregação dos indicadores de custo parciais, utilizando o saldo vivo de cada um dos instrumentos como ponderadores. O custo de financiamento é avaliado em termos reais, tendo por base as expectativas de inflação do *Consensus* nos horizontes relevantes.

A estimativa obtida para o custo do financiamento por capitais próprios das empresas portuguesas, embora apresente colinearidade com a da área do euro como um todo, revelou-se ligeiramente mais volátil e situou-se, em média, num nível superior.

Até final de 2005, o custo do financiamento bancário em Portugal foi sistematicamente inferior ao comparável da área do euro, reflectindo expectativas quanto à inflação no horizonte de curto prazo mais elevadas em Portugal. A partir de Janeiro de 2006, o custo do financiamento bancário das empresas portuguesas convergiu para o que resulta nas operações de financiamento de curto prazo na área do euro, sendo, desde então, praticamente coincidentes em nível.

O financiamento por dívida titulada de curto prazo em Portugal consiste quase exclusivamente na emissão de papel comercial de grandes empresas com elevada qualidade de crédito. O custo de financiamento por esta via segue de perto o ciclo das taxas de juro oficiais, tendo atingido em termos reais valores próximos de zero na segunda metade de 2003, e aumentado gradualmente desde então para níveis próximos dos máximos do período. Infelizmente, não existe informação disponível que

permita estabelecer uma comparação com a área do euro neste segmento de mercado. No que diz respeito ao financiamento por dívida titulada de médio e longo prazo, a estimativa obtida para as empresas portuguesas é praticamente coincidente com a das suas congéneres europeias, verificando desde finais de 2005 uma tendência ascendente.

Apesar das limitações metodológicas associadas às diferentes estruturas de financiamento e convenções de mercado, procedeu-se ao cálculo do custo global de financiamento das empresas portuguesas e do conjunto da área do euro, enquanto média ponderada pelos saldos vivos do custo de financiamento de cada um dos instrumentos financeiros individualmente considerado. Pese embora o indicador sintético resultante deva ser encarado como uma medida ilustrativa, é de assinalar que a média histórica obtida para Portugal é praticamente coincidente com a da área do euro. Outro aspecto a salientar é o facto, de nos anos mais recentes, o custo médio de financiamento das empresas ter permanecido relativamente estável em níveis inferiores à média histórica. Este resultado decorre de evoluções divergentes entre o custo de financiamento por dívida e o custo de financiamento por via de capitais próprios, os quais parecem estar negativamente correlacionados. Dito de outra forma, as condições favoráveis observadas nos mercados accionistas no período mais recente constituíram um contrapeso à tendência ascendente do custo de financiamento em termos reais por dívida titulada e empréstimos bancários, conduzindo à virtual estabilização do custo global de financiamento das empresas.

REFERÊNCIAS

- Almeida, V. e R. Félix (2006), “Cálculo do produto potencial e do hiato do produto para a economia portuguesa”, *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Outono.
- Banco de Portugal (2003), “Novas Séries de taxas de juro bancárias: séries longas estimadas para as taxas médias de saldos”, *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Dezembro.
- ECB (2002), “The stock market and monetary policy”, *ECB Monthly Bulletin*, February.
- ECB (2005a), “Box 4. A measure of the real cost of the external financing of euro-area non-financial corporations”, *ECB Monthly Bulletin*, March.
- ECB (2005b), “Box 5. Trends in euro area potential output growth”, *ECB Monthly Bulletin*, July.
- ECB (2006), “Differences in MFI interest rates across euro area countries”, September.
- Fuller, R.J. e C. Hsia (1984), “A simplified common stock valuation model”, *Financial Analysts Journal*, September-October.
- Gordon, M.J. (1962), “The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation”, *Homewood*, Ill.: R.D. Irwin.
- Hartmann, P., A. Maddaloni e S. Manganelli (2003), “The euro area financial system: structure, integration and policy initiatives”, *ECB Working Paper* No.230, May.
- Panigirtzoglou, N. e R. Scammell (2002), “Analysts’ earnings forecasts and equity valuations”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Spring.
- Stiglitz, J.E. e A. Weiss (1981), “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, *The American Economic Review*, Vol. 71, No. 3., pp. 393-410.