



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

Boletim Económico | *Outono 2007*

Volume 13, Número 3

Disponível em
www.bportugal.pt
Publicações

BANCO DE PORTUGAL

Departamento de Estudos Económicos

Av. Almirante Reis, 71-6.º andar

1150-012 Lisboa

Distribuição

Departamento de Serviços de Apoio

Av. Almirante Reis, 71-2.º andar

1150-012 Lisboa

Impressão e Acabamento

Jorge Fernandes, Lda.

Tiragem

350 exemplares

Depósito Legal n.º 241772/06

ISSN 0872-9794



ÍNDICE

ÍNDICE***Textos de Política e Situação Económica***

A Economia Portuguesa em 2007	9
<i>Caixa 1. A turbulência recente nos mercados financeiros internacionais</i>	58
O Sistema Bancário Português no Decurso de 2007	65

Artigos

Um Modelo de Economia Aberta da Área do Euro e dos Estados Unidos	103
Custo de Financiamento das Empresas Portuguesas	123
A Regressividade do Subsídio de Desemprego: Identificação Através do Efeito de Rendimento da Alteração Legislativa de Julho de 1999	139
A Especialização das Exportações nas Últimas Quatro Décadas: Uma Comparação Entre Portugal e Outros Países da Coesão	157

Cronologia das Principais Medidas Financeiras

Janeiro a Outubro 2007	I
------------------------------	---



TEXTOS DE POLÍTICA E SITUAÇÃO ECONÓMICA

A Economia Portuguesa em 2007

O Sistema Bancário Português no Decurso de 2007

A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2007

1. INTRODUÇÃO

A recuperação da economia portuguesa em 2007 tem-se caracterizado por uma clara aceleração do investimento empresarial e por uma expansão significativa das exportações de bens e serviços, num contexto em que a situação no mercado de trabalho se continuou a deteriorar. Adicionalmente, a economia portuguesa retomou em 2007 o processo de ajustamento do desequilíbrio das contas externas. Para esta evolução têm contribuído, por um lado, a continuação do processo de consolidação orçamental, superando mesmo os compromissos assumidos no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento e, por outro lado, a manutenção de um crescimento moderado do consumo privado, que deverá implicar a interrupção em 2007 da tendência descendente da taxa de poupança das famílias observada nos anos mais recentes. Apesar de um crescimento da economia portuguesa mais próximo do observado na área do euro e na União Europeia, importa sublinhar que este continua a ser particularmente baixo, nomeadamente face ao registado nas economias com níveis de rendimento *per capita* comparáveis.

A nível internacional, o ano de 2007 foi marcado a partir de meados do ano por uma significativa turbulência nos mercados financeiros internacionais, associada a uma alteração abrupta da percepção de risco dos investidores. O impacto destes desenvolvimentos sobre a economia portuguesa dependerá, essencialmente, da rapidez com que se processe o retorno a uma situação de maior normalidade nos mercados monetários e de dívida, da magnitude final de reapreciação do risco de crédito após o actual período de turbulência e do grau de aperto da oferta de crédito ao sector privado pelo sistema bancário. Existe, no entanto, uma elevada incerteza em torno de cada um destes elementos. Neste contexto, a possibilidade de persistência de condições financeiras globalmente mais restritivas e de uma deterioração do enquadramento macroeconómico externo, em particular da procura externa dirigida à economia portuguesa, constituem claramente riscos descendentes sobre a actividade económica portuguesa no futuro próximo. Dado o habitual gradualismo dos mecanismos de propagação de choques ao conjunto da economia, não será de esperar um impacto significativo do actual período de turbulência sobre o crescimento da economia portuguesa já em 2007. No entanto, persiste alguma incerteza quanto ao enquadramento económico e financeiro internacional no final do ano, bem como à reacção dos agentes económicos face a estes desenvolvimentos.

As estimativas do Banco de Portugal apontam para que o crescimento da actividade económica se situe em 1.8 por cento em 2007, um aumento de 0.5 pontos percentuais (p.p.) face a 2006 (Quadro 1.1). Esta estimativa é idêntica à projecção apresentada no *Boletim Económico* do Verão, mas tem subjacente uma revisão significativa em termos das principais componentes da despesa. Em particular, regista-se uma revisão em alta da formação bruta de capital fixo (FBCF), essencialmente determinada pela importação significativa de material de transporte aéreo em meados do ano. Adicionalmente, o consumo privado e as exportações deverão apresentar um crescimento inferior em relação às projecções do Verão. No seu conjunto, o contributo da procura interna para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) foi revisto em alta (0.3 p.p.), enquanto o contributo das exportações líquidas foi revisto em baixa, na mesma magnitude.

A evolução da economia portuguesa em 2007 continuou a ser condicionada por um conjunto de factores, de ordem externa e interna. A nível de enquadramento externo, podem destacar-se a intensificação do processo de globalização económica e financeira e a continuação do aumento gradual das

Quadro 1.1

PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS

Taxas de variação, em percentagem

	<i>Por memória:</i> BE Verão 2007		
	2006	2007	2007
PIB	1.3	1.8	1.8
Consumo privado	1.2	1.2	1.4
Consumo público	-0.5	-0.3	0.1
FBCF	-1.8	2.1	0.6
Procura interna	0.3	1.1	0.8
Exportações	9.1	6.7	7.2
Importações	4.3	3.7	3.4
<i>Contributo para a variação do PIB (p.p.)</i>			
Procura interna	0.3	1.2	0.9
Exportações líquidas	1.0	0.6	0.9
Balança corrente+balança de capital (percentagem do PIB)	-8.6	-7.7	-7.9
IHPC	3.0	2.3	2.5

Fontes: INE e Banco de Portugal.

taxas de juro do Banco Central Europeu (BCE). A nível interno, importa sublinhar a continuação da moderação do consumo das famílias, bem como a manutenção da natureza claramente restritiva da política orçamental, associada ao indispensável processo de consolidação das contas públicas.

A actividade económica e comércio mundiais deverão manter um ritmo de expansão robusto em 2007, embora em desaceleração, reflectindo, por um lado, o continuado dinamismo das economias de mercado emergentes e, por outro, um abrandamento da actividade na generalidade das economias avançadas, as quais registaram, no entanto, ritmos diferenciados de crescimento. O comportamento das importações dos principais parceiros comerciais de Portugal deverá traduzir-se numa desaceleração da procura externa de bens e serviços dirigida à economia portuguesa. Esta evolução deverá, assim, contribuir para a desaceleração estimada para as exportações portuguesas de bens e serviços em volume, de 9.1 por cento em 2006 para 6.7 por cento em 2007. Este comportamento das exportações reflecte o menor dinamismo da componente de bens, que deverá registar uma desaceleração de 4 p.p. em 2007, para 4.3 por cento, enquanto as exportações de serviços deverão acelerar face a 2006, para 12.8 por cento. Note-se que a forte desaceleração das exportações de bens está adicionalmente associada à evolução das exportações em sectores específicos que revelaram um forte dinamismo em 2006, em particular os combustíveis, os veículos automóveis e os minérios. Neste contexto, a evolução das exportações nos últimos meses do ano apresenta um elevado grau de incerteza, relacionado com a habitual volatilidade da informação sobre o comércio externo, com o grau de persistência da dinâmica recente das exportações, quer de bens, quer de serviços, e com o impacto sobre o comércio mundial da situação económica e financeira internacional.

Na primeira metade do ano, o BCE voltou a aumentar as taxas de juro de referência em 25 pontos base (p.b.) em Março e em Junho. Estes movimentos colocaram a taxa de juro mínima aplicável às operações principais de refinanciamento em 4 por cento, totalizando uma subida acumulada de 200 p.b. desde Dezembro de 2005. No contexto da turbulência dos mercados financeiros, e à semelhança

de outros bancos centrais, o BCE realizou um conjunto de operações de cedência de fundos no mercado monetário em Agosto e Setembro, de forma a assegurar o seu funcionamento regular. Estas medidas contribuíram para alguma normalização das condições de liquidez nos prazos muito curtos, verificando-se, no entanto, aumentos acentuados das taxas de juro dos mercados monetários para os prazos superiores a 1 mês. No final de Outubro, as taxas a três e seis meses situavam-se em valores próximos de 4.6 por cento, 60 p.b. acima da taxa de referência do BCE, reflectindo um aumento substancial do prémio de contraparte.

As taxas de juro bancárias relativas a saldos das operações activas têm aumentado em linha com as taxas de juro do mercado monetário, embora com o habitual desfasamento temporal. Esta evolução, no contexto de um nível relativamente elevado de endividamento dos particulares, é um dos factores que estará a contribuir para um crescimento moderado do consumo privado. As actuais estimativas apontam para um crescimento do consumo privado de 1.2 por cento em 2007, um ritmo semelhante ao observado em 2006. Para esta evolução estarão igualmente a contribuir a deterioração das condições no mercado de trabalho, com um aumento continuado da taxa de desemprego e uma fraca criação líquida de emprego, o agravamento da carga fiscal, nomeadamente ao nível dos impostos indirectos, e a desaceleração das transferências para as famílias, uma componente do rendimento disponível tipicamente associada a uma maior propensão para consumir. No contexto de um nível relativamente reduzido de taxa de poupança, nomeadamente tendo em conta a parcela significativa do rendimento disponível que as famílias estarão a afectar às amortizações de capital, as condições de solvabilidade que decorrem das restrições orçamentais intertemporais das famílias estarão a tornar-se mais activas, o que tenderá igualmente a reflectir-se na evolução do consumo privado no futuro.

No ano de 2007 prosseguiu a consolidação das contas públicas, cuja continuidade se afigura fundamental para assegurar um crescimento sustentado da economia portuguesa no médio e longo prazo. As estimativas para o saldo primário estrutural apontam para uma orientação restritiva da política orçamental em 2007, que resulta *inter alia* do aumento da receita fiscal e da redução do peso das despesas com pessoal, num quadro ainda caracterizado por um crescimento expressivo da despesa em pensões. De acordo com as actuais estimativas oficiais, o défice das administrações públicas deverá atingir 3.0 por cento do PIB em 2007, uma redução de 0.9 p.p. em relação a 2006 e 0.3 p.p. abaixo do objectivo oficial. A concretização desta perspectiva significaria que Portugal teria atingido o valor de referência para o défice no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento um ano antes do que decorre dos compromissos actualmente assumidos.

A significativa aceleração estimada para a FBCF, de -1.8 por cento em 2006 para 2.1 por cento em 2007, representa um desenvolvimento particularmente favorável da economia portuguesa. De facto, uma recuperação mais forte da economia portuguesa exige um crescimento robusto e de qualidade do investimento, em particular na sua componente empresarial. O dinamismo do investimento aumenta não só o nível futuro de capacidade produtiva da economia, mas também o próprio ritmo sustentado de crescimento económico, na medida em que permita a incorporação de novas ideias nos processos produtivos e a criação de empregos com maior conteúdo tecnológico.

2. PRINCIPAIS DESENVOLVIMENTOS ECONÓMICOS INTERNACIONAIS

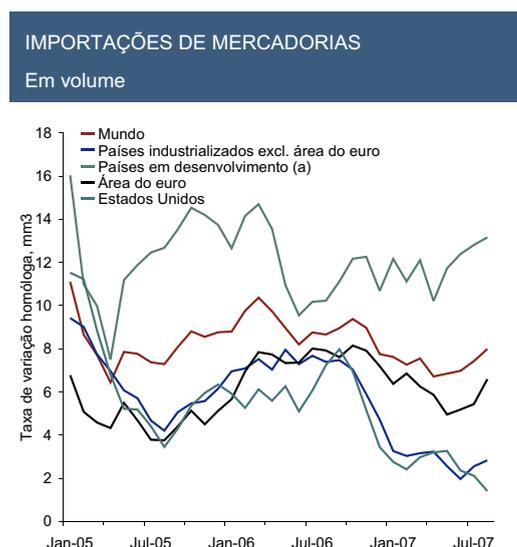
Na primeira metade de 2007, o enquadramento económico internacional caracterizou-se pela manutenção das tendências observadas em 2006, nomeadamente por um crescimento robusto da actividade económica e comércio mundiais, num quadro de políticas monetárias menos acomodaticias e de condições globalmente favoráveis nos mercados financeiros. Estas últimas alteraram-se significativa-

mente durante o Verão, na sequência de uma mudança abrupta da percepção do risco nos mercados financeiros internacionais desencadeada pela continuada deterioração do mercado habitacional nos Estados Unidos e por preocupações acrescidas relativamente à dimensão e distribuição das perdas no mercado hipotecário de alto risco. Estes desenvolvimentos conduziram a um aumento acentuado da incerteza em torno da evolução do enquadramento económico no futuro próximo. Não obstante, as implicações para o crescimento da economia mundial deverão ser mais evidentes em 2008, estimando-se um impacto limitado no conjunto de 2007 (ver “[Caixa 1 A turbulência recente nos mercados financeiros internacionais](#)”).

A actividade económica e comércio mundiais mantiveram um ritmo de expansão robusto na primeira metade de 2007, reflectindo o continuado dinamismo das economias de mercado emergentes e um abrandamento da actividade na generalidade das economias avançadas, que registaram, no entanto, ritmos diferenciados de crescimento. A variação homóloga do PIB mundial situou-se em cerca de 5 por cento nos dois primeiros trimestres de 2007, ligeiramente abaixo do crescimento médio em 2006. As importações mundiais de mercadorias exibiram alguma moderação no mesmo período, crescendo, no entanto, a taxas próximas de 7 por cento (o que compara com cerca de 9 por cento no conjunto de 2006). Esta evolução reflectiu essencialmente a desaceleração das importações dos países industrializados, em particular dos Estados Unidos, dado que o crescimento das importações dos países em desenvolvimento¹ continuou a aumentar (Gráfico 2.1). Refira-se que a informação mais recente, relativa aos meses de Julho e Agosto, sugere uma aceleração das importações mundiais no terceiro trimestre, incluindo nos países industrializados.

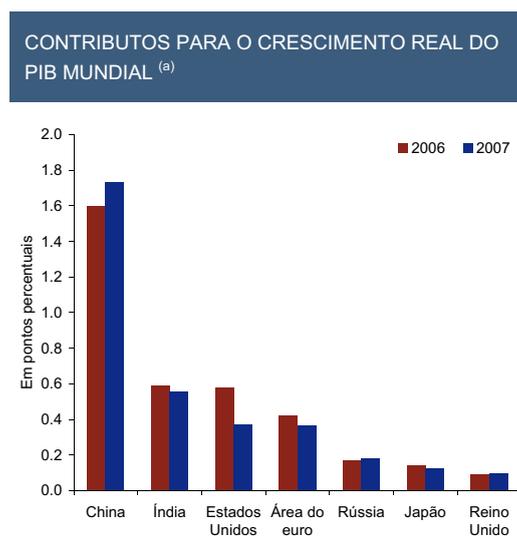
De acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), no pressuposto de uma gradual normalização da situação nos mercados financeiros nos próximos meses, as perspectivas de crescimento para a economia mundial na segunda metade de 2007 mantêm-se relativamente favoráveis. As previsões desta organização internacional para o conjunto do ano apontam para uma expansão de 5.2 por cento do PIB mundial, ligeiramente abaixo do observado em 2006 (Quadro 2.1). Não obstante, o volume de

Gráfico 2.1



Fontes: CPB Monthly Trade Monitor e cálculos do Banco de Portugal.
Nota: (a) Inclui as economias de mercado emergentes e as novas economias industrializadas da Ásia.

Gráfico 2.2



Fontes: FMI e cálculos do Banco de Portugal.
Nota: (a) Com base nos pesos no PIB mundial avaliado em paridade de poderes de compra.

(1) Inclui as economias de mercado emergentes e as novas economias industrializadas da Ásia.

Quadro 2.1

EVOLUÇÃO DA ECONOMIA MUNDIAL			
Taxas de variação, em percentagem			
	2005	2006	2007
PIB			
Economia mundial	4.8	5.4	5.2
Economias avançadas	2.5	2.9	2.5
EUA	3.1	2.9	1.9
Japão	1.9	2.2	2.0
Área do euro	1.5	2.8	2.5
Alemanha	0.8	2.9	2.4
França	1.7	2.0	1.9
Itália	0.1	1.9	1.7
Espanha	3.6	3.9	3.7
Portugal	0.6	1.3	1.8
Reino Unido	1.8	2.8	3.1
Novas economias industrializadas da Ásia ^(a)	4.7	5.3	4.9
Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento	7.5	8.1	8.1
Europa central e de leste	5.6	6.3	5.8
Comunidade de Estados Independentes	6.6	7.7	7.8
Rússia	6.4	6.7	7.0
Países asiáticos em desenvolvimento	9.2	9.8	9.8
China	10.4	11.1	11.5
Índia	9.0	9.7	8.9
Médio Oriente	5.4	5.6	5.9
América Latina	4.6	5.5	5.0
África	5.6	5.6	5.7
Volume de comércio mundial de bens e serviços	7.5	9.2	6.6
Preços internacionais de matérias-primas em USD			
Petróleo (<i>brent</i>)	45.0	20.1	2.2 ^(b)
Matérias-primas não energéticas	9.5	26.3	20.4 ^(c)
Preços no consumidor			
Economias avançadas	2.3	2.3	2.1
Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento	5.2	5.1	5.9

Fontes: FMI, *HWI*, Thomson Financial Datastream e Banco de Portugal.

Notas: (a) Coreia, Hong-Kong, Taiwan e Singapura. (b) Taxa de variação homóloga, dados até 31 de Outubro de 2007. (c) Taxa de variação homóloga, dados até Outubro de 2007.

comércio mundial de bens e serviços deverá registar uma desaceleração em 2007, após o forte crescimento observado no ano anterior, traduzindo-se num abrandamento da procura externa dirigida a Portugal.

O crescimento da actividade económica em 2007 deverá continuar a ser sustentado pelo dinamismo das economias de mercado emergentes e em desenvolvimento (com um crescimento de 8.1 por cento, idêntico ao observado em 2006), em particular da China, Índia e Rússia, mas também das economias do Médio Oriente e de algumas economias africanas² (Quadro 2.1). Em contraste, o crescimento do PIB das economias avançadas deverá reduzir-se de 2.9 por cento em 2006 para 2.5 por cento em 2007, reflectindo em larga medida a desaceleração da actividade nos Estados Unidos e, em menor grau, na área do euro e no Japão (Gráfico 2.2).

(2) De entre estas últimas, destaca-se o dinamismo considerável da economia angolana, cuja taxa de crescimento real deverá aumentar de 18.6 por cento em 2006 para 23.1 por cento em 2007.

Nos Estados Unidos, a evolução da actividade económica no primeiro semestre de 2007 continuou a ser condicionada pela queda do investimento residencial, num quadro de deterioração crescente do mercado habitacional e de dificuldades no mercado hipotecário. Refira-se que os dados relativos ao terceiro trimestre sugerem um prolongamento desta tendência, tal como é evidenciado pela evolução desfavorável de diversos indicadores relativos ao sector da habitação³ e da confiança no sector da construção, a qual atingiu níveis próximos dos mínimos históricos. Com efeito, segundo a estimativa preliminar das contas nacionais do terceiro trimestre, a FBCF privada residencial exibiu uma queda superior à observada nos dois primeiros trimestres de 2007. De acordo com o FMI, o crescimento deverá reduzir-se significativamente de 2.9 por cento em 2006 para 1.9 por cento em 2007, reflectindo uma queda do investimento total determinada pela componente residencial e um crescimento do consumo privado próximo do registado em 2006, em linha com a manutenção da taxa de desemprego num nível reduzido e a aceleração dos salários. O abrandamento da procura interna conduzirá a uma redução significativa do crescimento das importações de bens e serviços. As exportações deverão manter um crescimento elevado, ainda que inferior ao observado em 2006, beneficiando da depreciação do dólar e de um crescimento robusto nos principais parceiros comerciais dos Estados Unidos. Deste modo, as exportações líquidas deverão contribuir positivamente para o crescimento do PIB em 2007, contrariamente ao observado no ano anterior.

Na primeira metade de 2007, a actividade económica na área do euro cresceu a um ritmo semelhante ao observado no conjunto de 2006 (2.8 por cento). Note-se, contudo, que este ritmo foi particularmente acentuado no primeiro trimestre, observando-se posteriormente uma desaceleração do PIB (variação homóloga de 3.2 e 2.5 por cento e variação em cadeia de 0.8 e 0.3 por cento no primeiro e segundo trimestres, respectivamente). À semelhança do observado em 2006, o crescimento da actividade foi suportado pela expansão da procura interna, a qual reflectiu um dinamismo considerável do investimento, em particular no início do ano. O consumo privado exibiu uma desaceleração que resultou, em larga medida, do impacto do aumento da tributação indirecta na Alemanha⁴. Refira-se que os indicadores disponíveis para o período após o início da turbulência nos mercados financeiros continuam a apontar para um crescimento próximo do potencial no segundo semestre de 2007, apesar de alguma deterioração das condições de financiamento do sector privado neste período. De acordo com o FMI, o PIB da área do euro deverá crescer 2.5 por cento no conjunto de 2007, após um aumento de 2.8 por cento em 2006 (Quadro 2.1). Esta evolução resulta de uma redução do contributo da procura interna, uma vez que o contributo das exportações líquidas deverá aumentar ligeiramente.

O abrandamento da actividade em 2007 é extensível a todas as economias da área do euro, com excepção de Portugal e da Áustria. Como resultado, o crescimento da economia portuguesa deverá aproximar-se da média da área do euro. Não obstante, à semelhança dos últimos anos, a economia portuguesa deverá continuar a apresentar um crescimento mais fraco que a generalidade dos países da União Europeia (UE). Na maioria dos países da UE não pertencentes à área do euro deverá observar-se uma desaceleração da actividade, mantendo-se, no entanto, ritmos de crescimento fortes, em particular nos novos Estados-Membros⁵ (Gráfico 2.3). Relativamente às economias de maior dimensão, as previsões do FMI apontam para uma aceleração da actividade na Polónia e uma desaceleração na República Checa e Hungria.

(3) As licenças para construção e as novas habitações com construção iniciada caíram 9.5 e 11.5 por cento em cadeia no terceiro trimestre (o que compara, respectivamente, com variações de -6.1 e 0.3 por cento no segundo trimestre). No mesmo período, as vendas de habitações existentes caíram 8.3 por cento em cadeia (queda de 8.6 por cento no segundo trimestre).

(4) O aumento anunciado do IVA na Alemanha terá determinado alguma antecipação de despesas de consumo das famílias para 2006, contribuindo para um crescimento mais acentuado no final desse ano e uma redução no primeiro trimestre de 2007.

(5) Este conjunto de países passou a incluir a Bulgária e a Roménia, que aderiram à União Europeia em Janeiro de 2007.

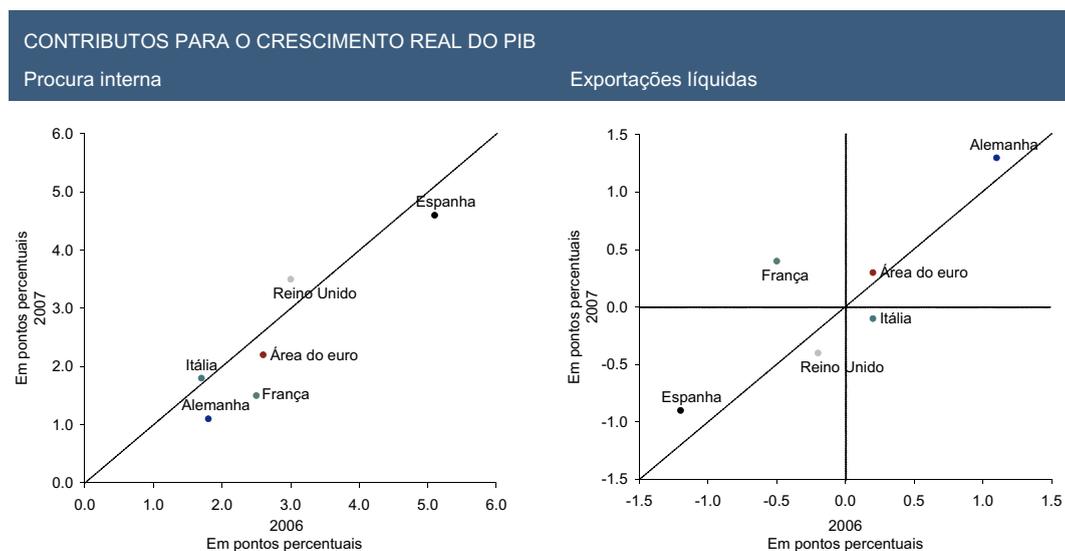
Gráfico 2.3



Fontes: FMI, INE e Banco de Portugal.

Em 2007, a evolução dos principais parceiros comerciais de Portugal deverá ser marcada por uma desaceleração da actividade nas quatro maiores economias da área do euro, ainda que os ritmos de crescimento do PIB se mantenham diferenciados (Quadro 2.1). Em particular, em Espanha e na Alemanha deverão registar-se taxas de crescimento elevadas (3.7 e 2.4 por cento, respectivamente), enquanto nas economias francesa e italiana, a actividade deverá continuar a apresentar um ritmo de crescimento mais fraco (1.9 e 1.7 por cento, respectivamente). Em contraste, no Reino Unido, a actividade deverá acelerar de 2.8 por cento em 2006 para 3.1 por cento em 2007. Com excepção da Alemanha, o crescimento da actividade nestas economias deverá assentar em larga medida na procura interna (Gráfico 2.4). No caso da Alemanha, a composição do crescimento do PIB deverá ser mais

Gráfico 2.4

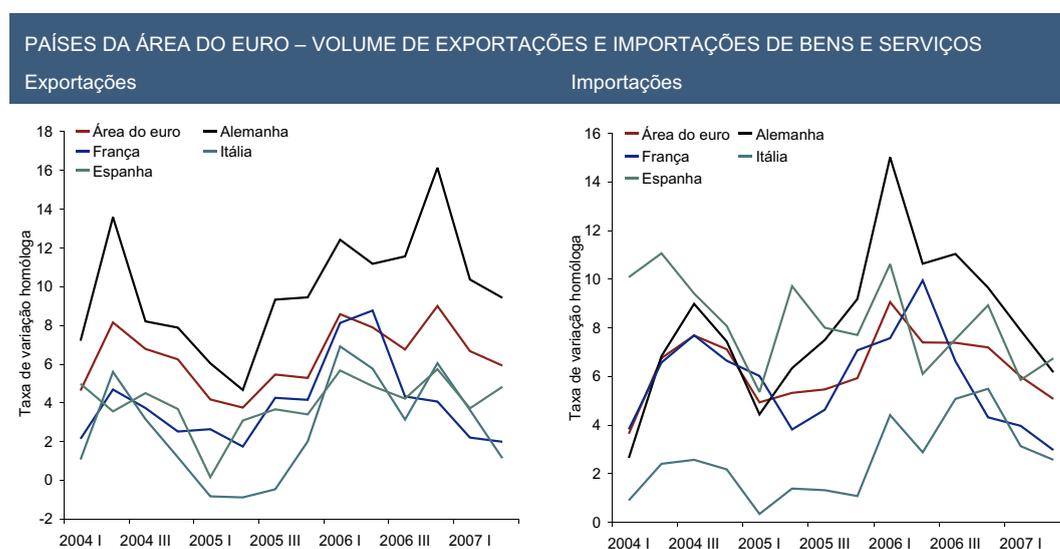


Fonte: FMI.

equilibrada, estimando-se inclusivamente um contributo das exportações líquidas superior ao da procura interna. As exportações e importações de bens e serviços nas maiores economias da área do euro evidenciaram um abrandamento no primeiro semestre de 2007, em linha com a moderação do comércio mundial (Gráfico 2.5). Esta evolução traduziu uma diminuição do crescimento das trocas de mercadorias com os Estados Unidos e a manutenção de crescimentos elevados do comércio com a Ásia e os novos Estados-Membros (Gráfico 2.6).

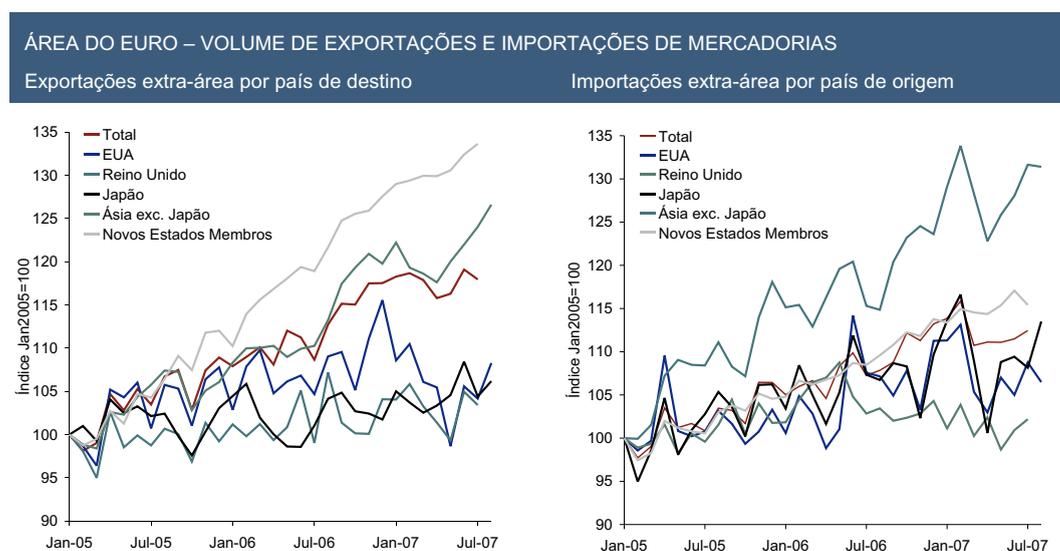
O comportamento das importações dos principais parceiros comerciais de Portugal traduziu-se numa desaceleração da procura externa de bens e serviços dirigida à economia portuguesa na primeira metade de 2007 (Quadro 2.2). No conjunto do ano, a procura externa deverá registar uma evolução menos favorável que a observada em 2006, contribuindo, desse modo, para uma desaceleração das

Gráfico 2.5



Fonte: Eurostat.

Gráfico 2.6



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

Quadro 2.2

PROCURA EXTERNA DE BENS E SERVIÇOS DIRIGIDA À ECONOMIA PORTUGUESA									
Taxa de variação homóloga real, em percentagem									
	Pesos 2006	2006	2007	2006				2007	
		(1º sem.)		I	II	III	IV	I	II
Procura externa ^{(a),(b)}	100.0	8.4	5.5	10.5	8.6	7.7	7.1	5.8	5.1
Importações de bens e serviços									
Espanha	25.4	8.3	6.3	10.6	6.1	7.5	8.9	5.9	6.7
França	13.7	7.1	3.5	7.6	10.0	6.6	4.3	4.0	3.0
Alemanha	13.7	11.5	7.0	15.0	10.6	11.0	9.7	7.9	6.2
Itália	4.5	4.5	2.9	4.4	2.9	5.1	5.5	3.1	2.6
Reino Unido ^(b)	9.5	8.9	-0.8	10.7	13.4	6.6	5.1	1.0	-2.5
EUA	5.8	5.9	2.5	6.3	6.4	7.2	3.7	2.9	2.0

Fontes: Eurosisistema, Instituto de Estatística do Reino Unido e cálculos do Banco de Portugal.

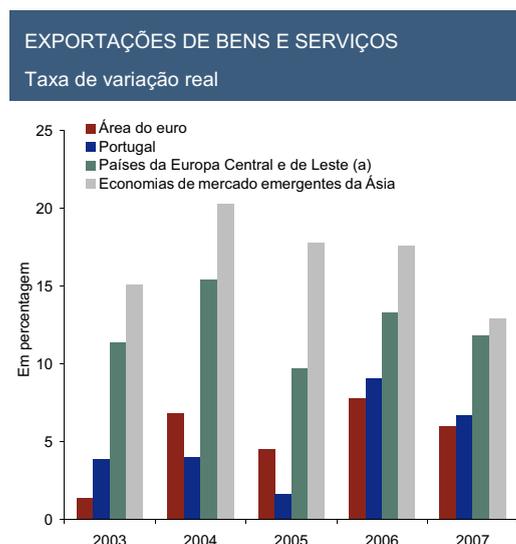
Notas: (a) Calculada como uma média ponderada do crescimento real das importações de bens e serviços de importantes mercados de destino das exportações portuguesas de mercadorias. (b) Para o Reino Unido, exclui os efeitos da fraude do Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA), de acordo com estimativas do Instituto de Estatística do Reino Unido.

exportações portuguesas de bens e serviços em volume (ver “[Secção 5 Procura e contas externas](#)”). Em 2007, à semelhança do observado no ano anterior, as exportações portuguesas deverão exibir um crescimento em volume superior ao previsto para a área do euro, mas claramente inferior ao projectado para as economias de mercado emergentes e em desenvolvimento da Europa Central e de Leste e da Ásia (Gráfico 2.7). Com efeito, apesar do abrandamento face ao ano anterior, as exportações de bens e serviços nestas economias deverão manter um elevado dinamismo.

A manutenção de uma forte procura mundial e de limitações da capacidade disponível em termos globais contribuíram para a persistência de níveis elevados dos preços das matérias-primas nos mercados internacionais. No caso do petróleo, após uma redução em Janeiro, registou-se uma trajectória de aumento do preço, apenas interrompida temporariamente em Agosto, na sequência da turbulência dos mercados financeiros (Gráfico 2.8)⁶. Assim, no final de Outubro, num contexto de redução das existências e de tensões geopolíticas no médio oriente, o preço do *brent* atingiu máximos históricos em termos nominais (perto de 90 dólares por barril), aproximando-se igualmente dos níveis máximos em termos reais. No entanto, no período de Janeiro a Outubro de 2007, o preço do petróleo (em dólares) aumentou, em média, apenas 2.2 por cento face a igual período de 2006 (Quadro 2.1), tendo mesmo registado uma queda de 6 por cento quando avaliado em euros, dada a depreciação do dólar ao longo do ano. Refira-se que a decisão da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), anunciada em meados de Setembro, de aumentar a produção de petróleo em 0.5 milhões de barris por dia a partir de Novembro de 2007, não impediu o movimento de subida do preço do petróleo, uma vez que o aumento foi considerado insuficiente face ao nível corrente das existências. No final de Outubro, os preços no mercado de futuros apontavam para a manutenção do preço do petróleo em cerca de 82 dólares por barril até ao final de 2007 e para uma redução posterior, para valores em torno de 78 dólares no final de 2008. No que diz respeito às matérias-primas não energéticas, a variação homóloga dos preços manteve uma trajectória descendente ao longo dos primeiros dez meses do ano, como resultado da desaceleração dos preços das matérias-primas industriais (Gráfico 2.9). Para esta evolução contribuíram em particular os preços dos metais que, não obstante a manutenção em

(6) Entre o final de Julho e o dia 23 de Agosto, o preço do internacional do petróleo caiu cerca de 9 por cento.

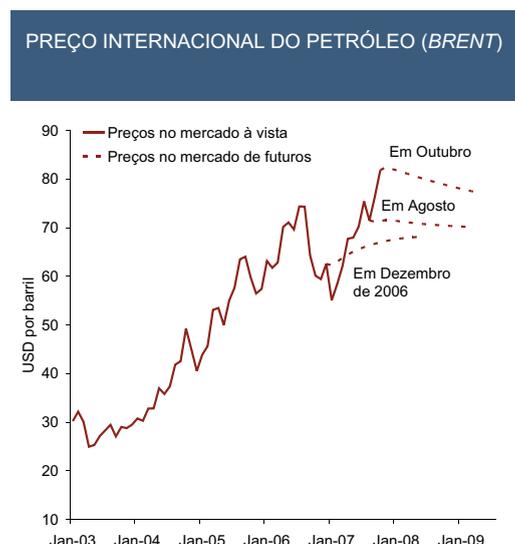
Gráfico 2.7



Fontes: FMI, INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) Inclui Albânia, Bulgária, Croácia, Eslováquia, Estónia, Hungria, Letónia, Lituânia, Macedónia, Malta, Polónia, República Checa, Roménia e Turquia.

Gráfico 2.8



Fontes: Bloomberg e Thomson Financial Datastream.

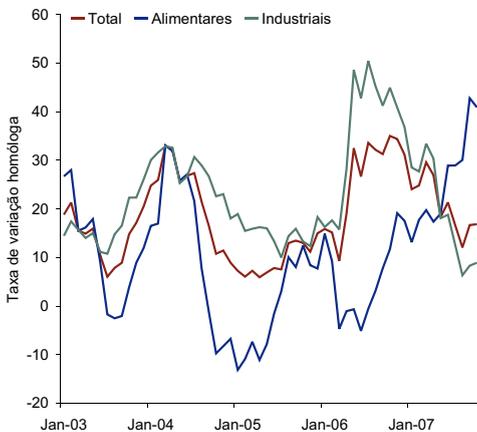
níveis elevados, registaram uma tendência descendente, após o aumento assinalável observado em 2006. Em contraste, os preços das matérias-primas alimentares aumentaram consideravelmente ao longo do ano. Esta evolução reflectiu uma procura acrescida deste tipo de produtos, associada à utilização de alguns cereais e oleaginosas na produção de biocombustíveis, e perturbações na produção em alguns países devido a condições meteorológicas adversas. Entre o final de 2006 e Outubro de 2007, o preço em dólares destas matérias-primas apresentou um aumento de cerca de 28 por cento.

O menor ritmo de crescimento dos preços internacionais das matérias-primas, num quadro de políticas monetárias menos acomodáticas, deverá traduzir-se, de acordo com o FMI, numa redução da inflação nas economias avançadas de 2.3 para 2.1 por cento em 2007 (Quadro 2.1). Excluindo as componentes mais voláteis, o crescimento dos preços permaneceu contido ao longo do ano, reflectindo nomeadamente a manutenção de expectativas de inflação de longo prazo ancoradas. Na área do euro, a inflação foi afectada pelo aumento da tributação indirecta na Alemanha, tendo-se mantido no entanto em níveis inferiores a 2 por cento nos primeiros três trimestres de 2007. Refira-se que as remunerações por trabalhador exibiram um crescimento moderado na primeira metade de 2007 (cerca de 2 por cento), contribuindo para uma variação dos custos unitários de trabalho próxima da observada no conjunto de 2006 (0.8 por cento). Na parte final do ano, deverá assistir-se a um aumento temporário da variação homóloga dos preços no consumidor na área do euro, decorrente de um efeito de base desfavorável da componente energética associado à queda acentuada registada em igual período de 2006, bem como de uma aceleração dos preços dos bens alimentares. Nas economias de mercado emergentes e em desenvolvimento, em particular na China e na Índia, a inflação deverá evidenciar um aumento em 2007 (de 5.1 para 5.9 por cento, de acordo com o FMI), reflexo do forte ritmo de crescimento da actividade económica e do maior peso dos bens alimentares nos preços no consumidor destas economias.

A política monetária das principais economias avançadas continuou a evoluir num sentido menos acomodático na primeira metade de 2007, em resposta à manutenção de riscos ascendentes sobre os preços num contexto de crescimento robusto da actividade mundial e de manutenção dos preços das

Gráfico 2.9

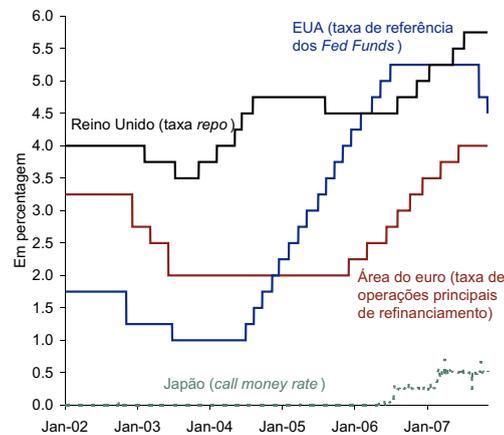
PREÇO INTERNACIONAL DE MATÉRIAS-PRIMAS
NÃO ENERGÉTICAS
Em USD



Fonte: HWWI.

Gráfico 2.10

TAXAS DE JURO OFICIAIS



Fontes: BCE e Bloomberg.

matérias-primas em níveis elevados (Gráfico 2.10). Na área do euro, o Conselho do BCE aumentou a taxa de juro oficial em 25 p.b. por duas vezes, para 4 por cento no início de Junho (ver [Secção 3](#)). No Reino Unido, o Comité de Política Monetária do Banco de Inglaterra aumentou a taxa de juro oficial em 25 p.b. em Janeiro, Maio e Julho, para 5.75 por cento, de forma a assegurar a manutenção da inflação abaixo do objectivo de 2 por cento no médio prazo. Por seu turno, a Reserva Federal norte-americana manteve a taxa de referência inalterada num quadro de crescimento moderado da actividade económica, sinalizando, no entanto, a existência de riscos ascendentes sobre a inflação. Na segunda metade do ano, a turbulência dos mercados financeiros e a escassez de liquidez nos mercados monetários condicionaram a condução da política monetária nas principais economias avançadas. Durante os meses de Agosto e Setembro, vários bancos centrais adoptaram medidas no sentido de assegurar o normal funcionamento dos respectivos mercados monetários (ver [Caixa 1 A turbulência recente nos mercados financeiros internacionais](#)). Adicionalmente, no dia 18 de Setembro, a Reserva Federal decidiu reduzir a taxa de referência dos *Federal Funds* em 50 p.b. para 4.75 por cento com o objectivo de mitigar os efeitos adversos do aperto das condições de crédito no mercado de habitação e no crescimento da economia em geral⁷. No dia 31 de Outubro, a Reserva Federal voltou a reduzir a taxa dos *Federal Funds* em 25 p.b., para 4.5 por cento. Por seu turno, o Conselho do BCE e o Comité de Política Monetária do Banco de Inglaterra decidiram manter as respectivas taxas de juro oficiais inalteradas nas reuniões de Setembro e Outubro, face ao aumento da incerteza associada aos desenvolvimentos nos mercados financeiros. Refira-se que em algumas economias, designadamente de mercado emergentes e em desenvolvimento, pouco afectadas pela turbulência nos mercados financeiros internacionais, as pressões ascendentes sobre os preços, relacionadas com o elevado ritmo de crescimento da actividade e com o aumento dos preços do petróleo e das matérias-primas alimentares, implicaram um aumento adicional das taxas de juro de referência durante a segunda metade de 2007.

Na área orçamental, estima-se que se venham a registar progressos limitados na correcção dos défices públicos nas principais economias avançadas. Segundo as projecções do FMI, os défices ajusta-

(7) De notar que, a 17 de Agosto, a autoridade monetária tinha reduzido, de forma isolada, a taxa de desconto em 50 p.b.

dos do ciclo deverão diminuir entre 0.2 e 0.4 p.p. do PIB nos EUA, na área do euro, no Japão e no Reino Unido, continuando a área do euro a apresentar o valor mais baixo (0.8 por cento do PIB), em parte devido ao enquadramento proporcionado pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento, e o Japão o mais elevado (3.8 por cento do PIB).

As condições nos mercados financeiros mantiveram-se globalmente favoráveis na primeira metade de 2007, não obstante um curto período de instabilidade no final de Fevereiro/início de Março. Durante o Verão, os desenvolvimentos nos mercados financeiros foram condicionados por uma alteração da percepção de risco por parte dos investidores internacionais desencadeada por dificuldades acrescidas em diversas instituições financeiras associadas a investimentos no segmento hipotecário de alto risco dos Estados Unidos (*subprime*). Neste contexto, assistiu-se a um alargamento substancial dos *spreads* nos mercados de dívida privada e a um aumento abrupto da volatilidade dos mercados obrigacionistas e accionistas. Adicionalmente, a incerteza quanto à dimensão e distribuição das perdas no mercado *subprime* gerou uma quebra de confiança, que se traduziu numa redução significativa da liquidez nos mercados monetários (ver “[Caixa 1 A turbulência recente nos mercados financeiros internacionais](#)”). A partir de meados de Setembro, na sequência da redução da taxa de juro de referência nos Estados Unidos, observou-se uma reversão gradual destes movimentos, persistindo, no entanto, condições financeiras menos favoráveis que na primeira metade do ano. Mais recentemente, no contexto da apresentação de resultados relativos ao terceiro trimestre por parte de empresas financeiras e não financeiras, assistiu-se a um aumento da volatilidade nos mercados financeiros internacionais.

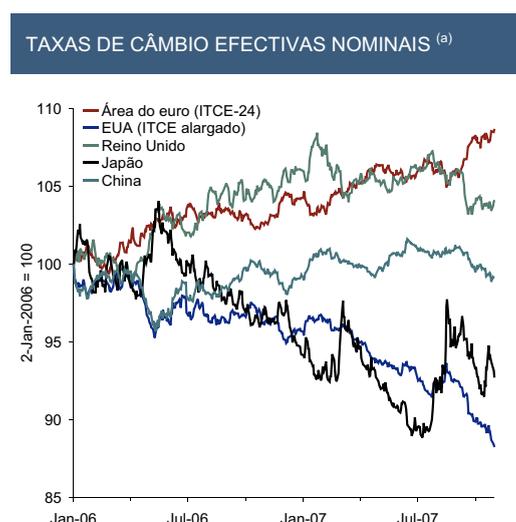
Nos primeiros seis meses de 2007, os principais mercados accionistas mantiveram a tendência de valorização observada ao longo de 2006, num enquadramento de forte crescimento económico mundial (Gráfico 2.11). Nos meses de Julho e Agosto, o movimento de fuga aos activos de maior risco traduziu-se em quedas significativas dos preços das acções nos principais mercados internacionais, as quais foram quase integralmente revertidas a partir de meados de Setembro. No final de Outubro, com excepção do índice Nikkei no Japão, os principais índices accionistas situavam-se em níveis superiores aos observados no final de 2006 (Quadro 2.3).

Gráfico 2.11



Fontes: Bloomberg e Thomson Financial Datastream.
 Nota: (a) Índice da Morgan Stanley Capital International que inclui: África do Sul, Argentina, Brasil, Chile, China, Colômbia, Coreia, Egito, Filipinas, Hungria, Índia, Indonésia, Israel, Jordânia, Malásia, Marrocos, México, Paquistão, Peru, Polónia, República Checa, Rússia, Taiwan, Tailândia e Turquia.

Gráfico 2.12



Fontes: BCE, Banco de Pagamentos Internacionais e Federal Reserve Board.
 Nota: (a) Um aumento (diminuição) representa uma apreciação (depreciação).

No que se refere à evolução dos mercados obrigacionistas de dívida pública, as taxas de juro de longo prazo evidenciaram uma trajetória de subida na primeira metade de 2007 na generalidade das economias avançadas. Contudo, a alteração abrupta da percepção do risco a partir meados de Julho implicou uma inversão deste movimento, assistindo-se, a partir de meados de Setembro, a uma relativa estabilização das taxas de juro de rendibilidade de dívida pública de longo prazo em torno de valores inferiores aos observados no início do período de turbulência nos mercados financeiros. Face ao final de 2006, observou-se um aumento das taxas de juro a 10 anos na área do euro e no Reino Unido e uma redução nos Estados Unidos (Quadro 2.3). Por seu turno, os diferenciais de rendibilidade entre dívida privada e dívida pública nos Estados Unidos e na área do euro aumentaram significativamente, em particular durante o Verão, após se terem mantido em níveis reduzidos na primeira metade de 2007. No final de Outubro, estes diferenciais situavam-se, em geral, em níveis superiores aos verificados nos últimos dois anos.

Quadro 2.3

	Médias			Final de período		
	2005	2006	2007 ^(a)	2005	2006	2007 ^(a)
MERCADOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS						
Índices bolsistas (variação em percentagem)						
<i>S&P 500</i>	7	9	13	3	14	9
<i>Nikkei 225</i>	11	30	7	40	7	-3
<i>FTSE 100</i>	14	15	8	17	11	8
<i>Dow Jones Euro Stoxx</i>	17	22	17	23	20	9
MSCI – economias de mercado emergentes ^(b)	22	30	27	32	26	38
Taxas de juro a 10 anos - dívida pública (percentagem)						
Estados Unidos	4.3	4.8	4.7	4.4	4.7	4.5
Japão	1.4	1.7	1.7	1.5	1.7	1.6
Reino Unido	4.4	4.5	5.1	4.1	4.7	4.9
Área do euro	3.4	3.9	4.3	3.4	4.1	4.4
Diferenciais entre as taxas de rendibilidade de obrigações de dívida privada e as de obrigações de dívida pública (maturidades de 7 e 10 anos) (pontos base)						
Estados Unidos						
AA	24.1	49.5	79.7	40.0	53.9	130.1
BBB	76.1	101.6	134.5	98.5	111.2	185.0
Área do euro						
AA	27.9	34.3	53.2	29.2	35.1	85.9
BBB	98.2	124.0	115.0	122.5	110.4	146.4
<i>Spreads</i> de dívida de mercados emergentes						
EMBI+	316.7	199.5	181.8	245.0	169.0	186.0
Taxas de câmbio efectivas nominais (variação em percentagem) ^(c)						
Dólar norte-americano	-2.6	-2.0	-3.9	3.3	-4.3	-7.8
Iene japonês	-3.2	-7.2	-5.9	-10.4	-6.1	-1.6
Libra esterlina	-1.6	0.5	2.7	-2.3	6.0	-1.8
Euro	-1.0	0.3	3.3	-6.7	4.5	4.3
<i>Por memória:</i>						
Taxa de câmbio EUR/USD ^(d)	0.0	0.9	7.7	-13.4	11.6	9.7

Fontes: BCE, Banco de Pagamentos Internacionais, Bloomberg, JPMorgan e Federal Reserve Board.

Notas: (a) Dados até 31 de Outubro. (b) Índice da Morgan Stanley Capital International para as economias de mercado emergentes: África do Sul, Argentina, Brasil, Chile, China, Colômbia, Coreia, Egito, Filipinas, Hungria, Índia, Indonésia, Israel, Jordânia, Malásia, Marrocos, México, Paquistão, Peru, Polónia, República Checa, Rússia, Taiwan, Tailândia e Turquia. (c) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação. (d) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação do euro.

Nos mercados cambiais mantiveram-se, em geral, as tendências observadas em 2006, apesar de uma interrupção temporária nos meses de Julho e Agosto (Gráfico 2.12). O dólar norte-americano voltou a exibir uma depreciação em termos nominais efectivos, em linha com a moderação do crescimento da actividade económica e a manutenção de um elevado défice da balança corrente. O iene continuou a registar uma tendência de enfraquecimento, num contexto em que a manutenção das taxas de juro em níveis reduzidos reforçaram as saídas de capitais da economia japonesa (fenómeno designado por *carry trade*). O renminbi apreciou-se ligeiramente em termos nominais efectivos, prosseguindo a trajectória de apreciação face à moeda norte-americana verificada desde meados de 2005. Neste contexto, o euro apreciou 4.3 por cento em termos nominais efectivos entre o final de 2006 e o final de Outubro de 2007 (Quadro 2.3). O fortalecimento da moeda europeia reflectiu apreciações face à generalidade das moedas dos países que constituem os principais parceiros comerciais da área do euro, em particular face ao dólar e, em menor grau, face ao iene, ao franco suíço e à libra esterlina.

3. POLÍTICAS MACROECONÓMICAS

3.1. Política monetária do BCE e condições monetárias e financeiras da economia portuguesa

Política monetária do BCE

Tal como referido na secção anterior, o BCE voltou a aumentar as taxas de juro de referência em 25 p.b. em Março e em Junho de 2007. Estes movimentos colocaram a taxa de juro mínima aplicável às operações principais de refinanciamento em 4 por cento, totalizando uma subida acumulada de 200 p.b. desde Dezembro de 2005 (Quadro 3.1.1). As decisões de subida das taxas de juro reflectiram a avaliação do Conselho do BCE de que existiam riscos ascendentes para a estabilidade de preços a médio prazo na área do euro e visaram assegurar que as expectativas de inflação permanecessem firmemente ancoradas em níveis compatíveis com a estabilidade de preços. Os principais riscos ascendentes apontados pelo Conselho do BCE estavam associados a um crescimento dos salários superior ao esperado, dado o elevado nível de utilização da capacidade produtiva e a continuada melhoria dos mercados de trabalho, a um contributo dos preços administrados e impostos indirectos superior ao estimado e a subidas adicionais do preço do petróleo. Na avaliação do Conselho do BCE, a existência de riscos ascendentes para a estabilidade de preços no médio e longo prazos era confirmada pela manutenção de ritmos elevados de expansão monetária e do crédito na área do euro em 2007.

A turbulência dos mercados financeiros durante o Verão, nomeadamente as perturbações no funcionamento dos mercados monetários, veio alterar significativamente o enquadramento da política monetária na área do euro. Na avaliação do Conselho, embora subsistissem os riscos ascendentes para a estabilidade de preços acima referidos, a existência de um grau de incerteza superior ao habitual quanto à evolução económica na área do euro, associada à instabilidade dos mercados financeiros, justificou a decisão de manter as taxas de juro oficiais inalteradas nas reuniões de Setembro e Outubro. O Conselho do BCE salientou a necessidade de recolher informação adicional e de analisar os novos dados antes de retirar mais conclusões de política monetária no sentido de assegurar a estabilidade de preços no médio prazo. Refira-se que, de acordo com as expectativas derivadas a partir de *swaps* para a taxa de juro *overnight* (*Overnight Index Swaps*) disponíveis para os próximos doze meses, não estão descontadas pelos participantes nos mercados subidas adicionais de taxas de juro

Quadro 3.1.1

TAXAS DE JURO DO BANCO CENTRAL EUROPEU			
Em percentagem			
Data da decisão	Facilidade permanente de depósito	Operações principais de refinanciamento	Facilidade permanente de cedência
5 Out. 2000	3.75	4.75	5.75
10 Mai. 2001	3.50	4.50	5.50
30 Ago. 2001	3.25	4.25	5.25
17 Set. 2001	2.75	3.75	4.75
8 Nov. 2001	2.25	3.25	4.25
5 Dez. 2002	1.75	2.75	3.75
6 Mar. 2003	1.50	2.50	3.50
5 Jun. 2003	1.00	2.00	3.00
1 Dez. 2005	1.25	2.25	3.25
2 Mar. 2006	1.50	2.50	3.50
8 Jun. 2006	1.75	2.75	3.75
3 Ago. 2006	2.00	3.00	4.00
5 Out. 2006	2.25	3.25	4.25
7 Dez. 2006	2.50	3.50	4.50
8 Mar. 2007	2.75	3.75	4.75
6 Jun. 2007	3.00	4.00	5.00

Fonte: BCE.

do BCE nesse período.

À semelhança de outros bancos centrais, o BCE realizou um conjunto de operações de cedência de fundos no mercado monetário em Agosto e Setembro, de forma a assegurar o seu funcionamento regular (ver “[Caixa 1 A turbulência recente nos mercados financeiros internacionais](#)”)⁸. Estas medidas contribuíram para alguma normalização das condições de liquidez nos prazos muito curtos, verificando-se, no entanto, aumentos acentuados das taxas de juro dos mercados monetários para os prazos superiores a 1 mês. No final de Outubro, as taxas a três e seis meses situavam-se em valores próximos de 4.6 por cento, cerca de 60 p.b. acima da taxa de referência do BCE. Num quadro de revisão em baixa das expectativas de subida das taxas de juro oficiais, a evolução das taxas de juro no mercado monetário reflectiu um aumento substancial do prémio de risco.

Nos primeiros nove meses de 2007, assistiu-se a uma relativa estabilização do crescimento dos empréstimos ao sector privado, que se manteve no entanto em níveis elevados. Esta evolução reflectiu comportamentos diferenciados dos empréstimos às sociedades não financeiras e às famílias. Estes últimos evidenciaram uma trajetória descendente ao longo do ano, reflectindo a desaceleração dos empréstimos às famílias quer para aquisição de habitação, quer para consumo. Em contraste, apesar de alguma moderação nos primeiros quatro meses de 2007, os empréstimos às sociedades não financeiras voltaram a acelerar, continuando a evidenciar um ritmo elevado de expansão (variação homóloga de 14.1 por cento em Setembro, face a 13.1 por cento no final de 2006). Segundo o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito na área do euro de Outubro, esta evolução foi determinada pela manutenção de uma forte procura de crédito por parte de empresas não financeiras para investimento e constituição de existências e para operações de fusões e aquisições e actividades de rees-

(8) Entre os dias 9 e 14 de Agosto, o BCE efectuou quatro operações ocasionais de cedência de liquidez pelo prazo *overnight*, tendo realizado pela primeira vez uma operação de refinanciamento de prazo alargado suplementar no dia 23 de Agosto. Em Setembro, o BCE realizou mais uma operação ocasional de cedência e de refinanciamento de prazo alargado suplementar. Paralelamente, ao longo deste período, o BCE aumentou os montantes de referência nas operações principais de refinanciamento e de prazo alargado.

truturação empresarial. Refira-se que, de acordo com os resultados deste inquérito para o terceiro trimestre de 2007, uma percentagem significativa dos bancos aplicou condições de concessão de crédito mais restritivas no terceiro trimestre de 2007, em particular no caso das sociedades não financeiras, e tenciona proceder a novos apertos no próximo trimestre.

Condições monetárias e financeiras da economia portuguesa

No primeiro semestre de 2007, as condições monetárias e financeiras da economia portuguesa apresentaram uma evolução semelhante à observada no ano anterior. Apesar da restritividade crescente da política monetária, as condições de financiamento nos mercados financeiros internacionais mantiveram-se globalmente favoráveis. Posteriormente, assistiu-se a uma deterioração da situação nestes mercados, que se manifestou também num aumento significativo das taxas de juro do mercado monetário nos prazos superiores a um mês, traduzindo-se em algum agravamento das condições de financiamento do sector privado não financeiro⁹.

De facto, apesar de o impacto da turbulência sobre as condições praticadas pelos bancos junto dos seus clientes não ser ainda visível na informação quantitativa disponível à data de fecho deste *Boletim* (nomeadamente nas taxas de juro e nos fluxos de crédito), a informação qualitativa recolhida no âmbito do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito de Outubro e de outras consultas que o Banco de Portugal tem conduzido junto dos bancos para acompanhamento do impacto da turbulência nos mercados financeiros aponta para a adopção de critérios de concessão de empréstimos mais restritivos no terceiro trimestre de 2007. De acordo com as respostas ao referido inquérito, a persistência de alguma instabilidade no mercado monetário e a manutenção de dificuldades na obtenção de financiamento nos mercados por grosso deverão continuar a condicionar os critérios de concessão de crédito e de captação de depósitos dos bancos no quarto trimestre.

No decurso do primeiro semestre de 2007, manteve-se a tendência de subida das taxas de juro oficiais do BCE. Desde Dezembro de 2005, estas taxas foram aumentadas em 200 p.b., o que se reflectiu na evolução das taxas de juro do mercado monetário. Posteriormente, a evolução das taxas de juro no mercado monetário do euro foi particularmente afectada pela turbulência nos mercados financeiros, tendo-se observado um aumento das taxas relativas aos prazos superiores a um mês, decorrente de um alargamento do prémio de risco de contraparte. Por outro lado, nos três primeiros trimestres de 2007, o índice cambial efectivo para Portugal aumentou 0.6 por cento, mantendo a tendência de apreciação observada desde o início de 2006 (Quadro 3.1.2).

O impacto destes desenvolvimentos pode ser avaliado recorrendo a um indicador ilustrativo e simples da evolução das condições monetárias da economia portuguesa, o designado índice de condições monetárias¹⁰. De acordo com este indicador, verificou-se um aumento da restritividade das condições monetárias em 2007, com impacto sobre o crescimento da actividade económica. No que se refere à inflação, a manutenção da tendência de apreciação do índice cambial efectivo para Portugal terá voltado a contribuir, significativamente, para a sua diminuição (Gráfico 3.1.1). Note-se, contudo, que este indicador não considera um conjunto de variáveis relevantes na avaliação das condições monetárias e financeiras que permitem, nomeadamente, uma caracterização mais abrangente das condições de financiamento na economia. De entre estas variáveis, podem destacar-se a evolução das margens bancárias, das taxas de juro de longo prazo, dos *spreads* de dívida privada, dos mercados accionistas, dos preços residenciais e, em geral, da posição financeira do sistema bancário.

(9) Para uma análise detalhada da turbulência recente nos mercados financeiros e suas consequências sobre a evolução do sistema bancário português, veja-se a "*Caixa 1 A turbulência recente nos mercados financeiros internacionais*" e o artigo "*Bancário Português no decurso de 2007*", neste Boletim.

(10) Para informação metodológica, veja-se Esteves, Paulo (2003), "*Índice de condições monetárias para Portugal*", *Boletim Económico*, Junho, Banco de Portugal.

Quadro 3.1.2 (continua)

CONDIÇÕES MONETÁRIAS E FINANCEIRAS DA ECONOMIA PORTUGUESA

	Evolução trimestral										Evolução mensal					
	2004	2005	2006	2006.1	2006.2	2006.3	2006.4	2007.1	2007.2	2007.3	Dez-06	Jun-07	Jul-07	Ago-07	Set-07	Out-07
Taxas de juro nominais - valores médios de período (em percentagem)																
Euribor a 3 meses	2.1	2.2	3.1	2.6	2.9	3.2	3.6	3.8	4.1	4.5	3.7	4.1	4.2	4.5	4.7	4.7
Euribor a 12 meses	2.3	2.3	3.3	2.8	3.2	3.5	3.8	4.0	4.2	4.6	3.9	4.5	4.6	4.7	4.7	4.6
Taxa de rendibilidade das obrigações do Tesouro emitidas a taxa fixa com maturidade 10 anos	4.1	3.4	3.9	3.6	4.1	4.0	3.9	4.2	4.5	4.6	4.0	4.7	4.7	4.6	4.5	4.5
Taxas de juro bancárias																
Sobre saldos de empréstimos																
Sociedades não financeiras	4.4	4.3	4.9	4.6	4.8	5.0	5.3	5.5	5.7	5.8	5.4	5.7	5.8	5.8	5.9	
Particulares para habitação	3.8	3.7	4.3	3.9	4.1	4.4	4.7	4.9	5.0	5.2	4.8	5.1	5.2	5.2	5.3	
Particulares para consumo e outros fins	7.8	7.7	8.0	7.8	7.9	8.0	8.1	8.3	8.6	8.6	8.1	8.6	8.6	8.6	8.7	
Sobre saldos de depósitos com prazo acordado																
Sector privado não financeiro - até 2 anos (exclui dep. ordem, com pré-aviso)	2.0	2.0	2.3	2.1	2.2	2.3	2.6	2.8	3.0	3.2	2.7	3.0	3.1	3.2	3.3	
Sobre novas operações de empréstimos																
Particulares para habitação	3.5	3.4	4.0	3.7	3.9	4.1	4.4	4.5	4.6	4.9	4.4	4.7	4.7	4.8	5.1	
Taxa de câmbio - valores médios de período																
Índice cambial efectivo nominal ^{(a),(b)}	100.9	100.8	100.9	100.5	101.0	101.1	101.1	101.3	101.7	101.8	101.3	101.6	101.7	101.6	101.9	
Índice cambial efectivo nominal - variação percentual face ao período comparável precedente ^{(a),(b)}	0.6	-0.2	0.2	0.1	0.4	0.1	0.0	0.2	0.4	0.1	0.2	-0.1	0.1	-0.1	0.2	
Mercado accionista - valores de fim de período																
PSI Geral - variação percentual face ao período comparável precedente	18.0	17.2	33.3	17.7	-4.1	8.7	8.6	5.2	17.8	-11.4	5.1	1.3	0.4	-5.8	-6.3	7.8
Preços no mercado da habitação - tva em fim de período																
Índice Confidencial Imobiliário ^(c)	0.6	2.3	2.1	3.2	3.5	2.8	2.1	1.5	1.0		2.1	1.0	1.0	1.1		
Avaliação bancária (INE)	4.9	2.9	0.3	2.4	1.7	0.7	0.3	0.0	0.5	1.0	0.3	0.5	-	-	1.0	-

Quadro 3.1.2 (continuação)

CONDIÇÕES MONETÁRIAS E FINANCEIRAS DA ECONOMIA PORTUGUESA

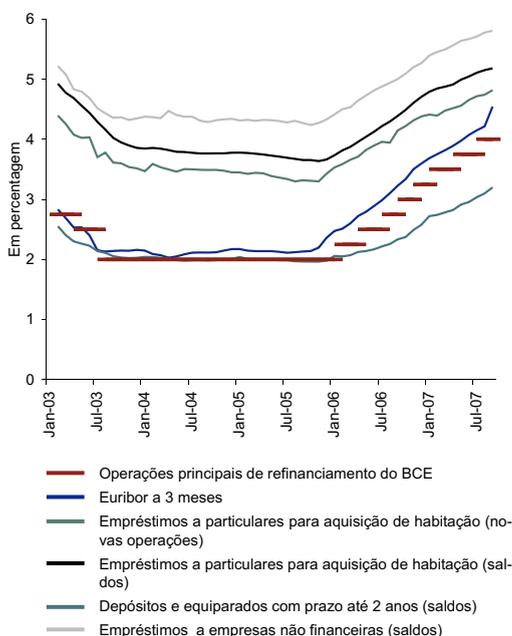
	Evolução trimestral										Evolução mensal					
	2004	2005	2006	2006.1	2006.2	2006.3	2006.4	2007.1	2007.2	2007.3	Dez-06	Jun-07	Jul-07	Ago-07	Set-07	Out-07
Crédito ao sector privado não financeiro – Taxa de variação anual em fim de período																
Particulares																
Empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes ^(d)																
Total	9.7	10.1	9.8	10.7	9.8	9.9	9.8	9.4	9.8		9.8	9.8				
Para aquisição de habitação	10.5	11.1	5.5	5.5	5.6	5.9	5.5	6.3	7.5		5.5	7.5				
Para consumo e outros fins	7.4	6.9	5.7	7.0	7.1	7.1	5.7	7.3	8.5		5.7	8.5				
Empréstimos concedidos por instituições financeiras monetárias residentes ^(e)																
Total	9.2	9.8	9.9	10.2	10.0	10.1	9.9	9.6	9.4		9.9	9.4	9.0	9.1		
Para aquisição de habitação	10.5	11.1	9.9	11.2	10.8	10.2	9.9	9.4	9.0		9.9	9.0	8.9	8.9		
Para consumo e outros fins	4.4	4.5	10.1	5.8	6.9	9.6	10.1	10.9	11.3		10.1	11.3	9.3	9.9		
Sociedades não financeiras																
Empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes ^(d)	3.2	4.1	5.5	5.5	5.6	5.9	5.5	6.3	7.5		5.5	7.5				
Empréstimos concedidos por instituições financeiras monetárias residentes ^(e)	2.5	5.0	7.1	6.4	6.7	7.5	7.1	7.8	8.5		7.1	8.5	9.1	8.6		
Dívida bruta total ^(f)	5.1	8.5	5.7	7.0	7.1	7.1	5.7	7.3	8.5		5.7	8.5				
Por memória:																
IHPC – Taxa de variação média anual em fim de período																
Portugal	2.5	2.1	3.0	2.3	2.7	3.0	3.0	3.0	2.7	2.5	3.0	2.7	2.6	2.5	2.5	
Área do euro	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.4	2.2	2.1	2.0	1.8	2.2	2.0	1.9	1.9	1.8	

Fontes: Euronext Lisboa, Eurostat, Imométrica, INE, Reuters e Banco de Portugal.

Notas: (a) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação do euro face ao dólar ou do índice cambial efectivo. (b) Cálculos efectuados face a um grupo de 22 parceiros comerciais. Para uma descrição detalhada da metodologia, veja-se Gouveia, A. C. e C. Coimbra (2004), "Novo índice cambial efectivo para a economia portuguesa", Boletim Económico, Dezembro, Banco de Portugal. (c) O Índice Confidencial Imobiliário retrata a evolução do mercado residencial em Portugal, em particular nas Áreas Metropolitanas de Lisboa e Porto, tendo adoptado, em Outubro de 2006, uma nova metodologia e alargado a sua informação de base. O índice passou a depender da informação do portal imobiliário LardoeLar.com que, em 2005, continha cerca de 280 mil registos de imóveis. Para informação adicional sobre a metodologia adoptada, deverá consultar-se o artigo "Índice Confidencial Imobiliário: procedimentos metodológicos", de Isabel Fonseca e Ricardo Guimarães, na Newsletter Imobiliária Portuguesa - Confidencial Imobiliário, Outubro de 2006. (d) Empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes ajustadas de operações de titularização realizadas através de entidades-veículo não residentes. O agregado das instituições financeiras residentes inclui as outras instituições financeiras monetárias residentes e outras instituições de crédito incluídas no sector dos outros intermediários financeiros e auxiliares financeiros residentes. As taxas de variação anual são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos em fim de mês, ajustados de operações de titularização, e transacções as quais são calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao activo e de reavaliações cambiais e de preço. (e) Empréstimos concedidos por instituições financeiras monetárias residentes. As taxas de variação anual são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de operações de titularização, e transacções mensais, as quais são calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao activo e de reavaliações cambiais e de preço. (f) Inclui empréstimos concedidos por instituições de crédito residentes e não residentes, empréstimos/suprimentos concedidos por empresas não residentes do mesmo grupo económico (excluindo os concedidos a sociedades não financeiras com sede na zona franca da Madeira), papel comercial e obrigações emitidas por sociedades não financeiras na posse de outros sectores.

Gráfico 3.1.2

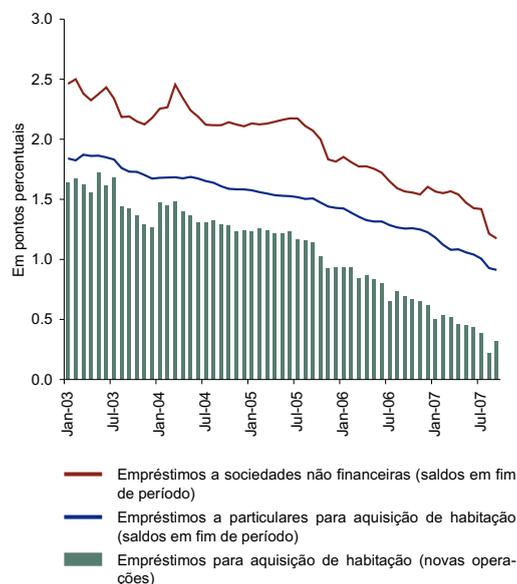
TAXAS DE JURO DO BCE, DO MERCADO MONETÁRIO E DE OPERAÇÕES BANCÁRIAS COM CLIENTES



Fontes: BCE e Banco de Portugal.

Gráfico 3.1.3

MARGENS DE TAXA DE JURO EM OPERAÇÕES ACTIVAS ^(a)



Fontes: BCE e Banco de Portugal.

Nota: (a) A margem de taxa de juro nos saldos de empréstimos é calculada como a diferença entre a taxa de juro sobre saldos e a média móvel de seis meses da Euribor a 6 meses. No caso das novas operações, a margem de taxa de juro é a diferença entre a taxa de juro de novas operações e a Euribor a 6 meses.

dos de 2003. De facto, os *spreads* entre as taxas dos títulos de longo prazo de dívida privada e os títulos de dívida pública de maturidade semelhante aumentaram significativamente. A reavaliação dos prémios de risco penalizou sobretudo os emitentes do sector financeiro. Contudo, a partir de 18 de Setembro, tem-se observado uma diminuição dos *spreads* nas obrigações emitidas em euros, tanto para o sector não financeiro, como para os bancos e seguradoras. As obrigações emitidas por bancos portugueses têm vindo a acompanhar esta tendência de diminuição gradual, mantendo-se, contudo, em níveis superiores aos observados antes do início da turbulência¹¹.

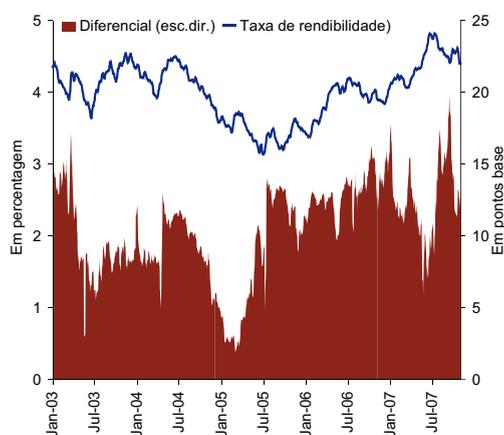
A nível internacional, os mercados accionistas mantiveram uma evolução favorável no decurso do primeiro semestre. Posteriormente, verificaram quedas no terceiro trimestre, decorrentes da instabilidade nos mercados financeiros. Na segunda metade de Setembro e na primeira de Outubro, assistiu-se a alguma reversão dessas perdas, num contexto de redução da volatilidade. No final de Outubro, o índice PSI – Geral mantinha uma variação acumulada desde o início do ano superior à observada pelo *Dow Jones Euro Stoxx*.

A divulgação dos primeiros resultados relativos ao terceiro trimestre do ano, quer de empresas financeiras quer de não financeiras, e o recrudescer de alguma instabilidade geopolítica com consequências sobre o preço do petróleo, traduziu-se num acréscimo de volatilidade dos mercados financeiros internacionais e em Portugal.

(11) Para mais detalhes acerca da evolução recente dos *spreads* nos títulos de dívida dos bancos portugueses, veja-se a "Secção 2 Enquadramento macroeconómico e financeiro", no artigo "O Sistema Bancário no decurso de 2007", neste Boletim.

Gráfico 3.1.4

TAXAS DE RENDIBILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA E DIFERENCIAL FACE À DÍVIDA PÚBLICA ALEMÃ (10 ANOS)

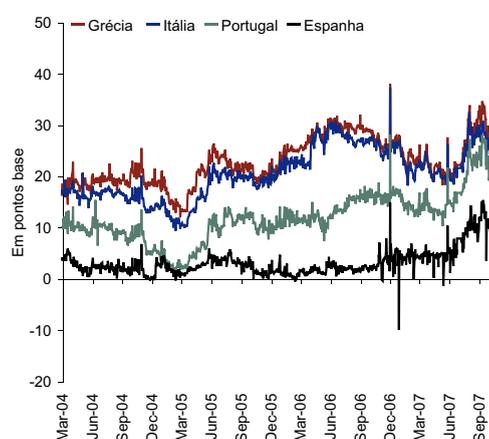


Fontes: Reuters e Banco de Portugal.

Nota: taxas de rendibilidade obtidas em fecho de dia. O diferencial foi calculado interpolando a curva de rendimentos alemã, de forma a garantir que a taxa de rendibilidade do benchmark a 10 anos português esteja a ser comparada com uma yield alemã com maturidade semelhante. O diferencial apresentado foi calculado tendo por base médias móveis de 5 dias.

Gráfico 3.1.5

ASSET SWAP SPREADS DE DÍVIDA PÚBLICA FACE À ALEMANHA



Fonte: Reuters.

Os preços no mercado residencial português, avaliados com base no índice Confidencial Imobiliário, terão registado em Agosto uma taxa de variação anual de 1.1 por cento, que compara com 2.1 por cento no final de 2006. A valorização dos imóveis é susceptível de, por um lado, induzir um efeito riqueza sobre as decisões de despesa dos seus proprietários e, por outro, influenciar a evolução do mercado de crédito (uma vez que os activos imobiliários são utilizados como garantia em operações de crédito). Neste contexto, importa sublinhar que a evidência no caso português sugere que não existe uma situação de valorização excessiva dos preços dos activos imobiliários que possa suscitar correcções negativas substanciais no valor destes activos¹².

O sistema bancário português manteve no primeiro semestre de 2007 uma confortável posição em termos de rendibilidade, solvabilidade e cobertura de risco. No final do semestre, os *gaps* de liquidez dos grupos bancários domésticos revelavam, no seu conjunto, uma virtual estabilização face aos verificados em Junho de 2006^{13,14}. Num contexto de estabilidade nos mercados de financiamento por grosso, os *gaps* observados não seriam susceptíveis de condicionar os preços, as quantidades e as estruturas temporais das operações bancárias. Contudo, dadas as dificuldades de financiamento nestes mercados no terceiro trimestre do ano, avaliadas quer pela evolução dos *spreads* nos mercados de dívida, quer pelas respostas ao mais recente Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, realizado em Outubro, as instituições terão aumentado a restritividade das condições de oferta do crédito ao sector privado não financeiro.

(12) Ver "Caixa 6.1 Preços de habitação em Portugal e fundamentos macroeconómicos: evidência de regressão de quantis", no *Relatório de Estabilidade Financeira* 2005, do Banco de Portugal.

(13) O *gap* de liquidez define-se pela diferença entre os activos disponíveis e as responsabilidades exigíveis em cada classe de maturidade residual e fornece uma indicação sobre as necessidades de financiamento que as instituições bancárias têm que suprir no horizonte temporal considerado (em percentagem do activo total deduzido dos activos de elevada liquidez). Para uma descrição detalhada dos indicadores de liquidez usualmente utilizados nas análises do Banco de Portugal veja-se "Caixa 4.1 Acompanhamento do risco de liquidez do sistema bancário" publicada no *Relatório de Estabilidade Financeira*, 2004, Banco de Portugal.

(14) Uma avaliação mais abrangente da evolução do sistema bancário português pode ser encontrada no artigo "O Sistema Bancário Português no decurso de 2007", neste Boletim.

Esta alteração, também motivada por uma avaliação mais negativa dos riscos associados a expectativas quanto à actividade económica em geral e dos riscos associados a perspectivas para sectores de actividade ou empresas específicas, terá, de acordo com os bancos inquiridos, continuidade no último trimestre do ano, repercutindo-se ao nível dos *spreads* e dos montantes de crédito a conceder e traduzindo-se, assim, previsivelmente, num agravamento das condições de financiamento do sector privado não financeiro.

Ainda de acordo com as respostas ao Inquérito, a maior restritividade dos critérios aplicados na aprovação de empréstimos nos próximos três meses será transversal aos empréstimos concedidos a empresas e a particulares. Os bancos inquiridos foram unânimes em reconhecer que os desenvolvimentos recentes contribuirão para um aperto dos critérios de concessão de empréstimos e linhas de crédito a empresas, independentemente da dimensão da empresa e da finalidade do empréstimo (seja para financiamento de investimento fixo, de existências e fundo de maneio e/ou de fusões/aquisições e reestruturação empresarial). Adicionalmente, deve notar-se que a reavaliação do risco de crédito poderá condicionar a disponibilidade que os bancos revelaram no passado para, mediante renegociações de dívida, adaptar as condições aplicadas aos seus clientes à capacidade dos mesmos para servir a dívida. A este respeito, note-se que a reestruturação de dívida acentuou no terceiro trimestre o seu contributo para a expansão da procura de empréstimos por partes das sociedades não financeiras.

A informação disponível para a primeira metade do ano aponta para uma aceleração do endividamento das sociedades não financeiras. De facto, os empréstimos a sociedades não financeiras registaram uma aceleração, de 5.5 por cento no final de 2006 para 7.5 por cento em Junho (Gráfico 3.1.6)¹⁵. Também beneficiando de prémios de risco favoráveis, as empresas não financeiras portuguesas emitiram montantes significativos de obrigações e de papel comercial, no primeiro semestre de 2007 (em particular no segundo trimestre), os quais representaram, em termos líquidos, quase 75 por cento das emissões líquidas de dívida efectuadas no conjunto do ano anterior. Reflectindo estas evoluções, a taxa de variação da dívida financeira do sector passou de 5.7 por cento, no final de 2006, para 8.5 por cento em Junho de 2007¹⁶. Ao longo do semestre, assistiu-se igualmente a um fluxo expressivo de emissões de acções, maioritariamente de empresas não cotadas (Gráfico 3.1.7). A informação relativa ao terceiro trimestre do ano sugere alguma aceleração adicional da dívida financeira de empresas não financeiras.

No caso do crédito bancário a particulares, continuou a observar-se um abrandamento dos empréstimos para aquisição de habitação, em linha com a subida das taxas de juro e com o nível relativamente elevado de endividamento das famílias portuguesas (Gráfico 3.1.8). Ao contrário, o crédito para consumo e outros fins manteve taxas de crescimento próximas de 11 por cento ao longo da primeira metade do ano, mantendo uma taxa de variação semelhante no final do terceiro trimestre¹⁷. É de salientar o aumento, neste segmento, da importância relativa dos empréstimos com prazo superior a 5 anos e dos descobertos bancários.

3.2. Política orçamental

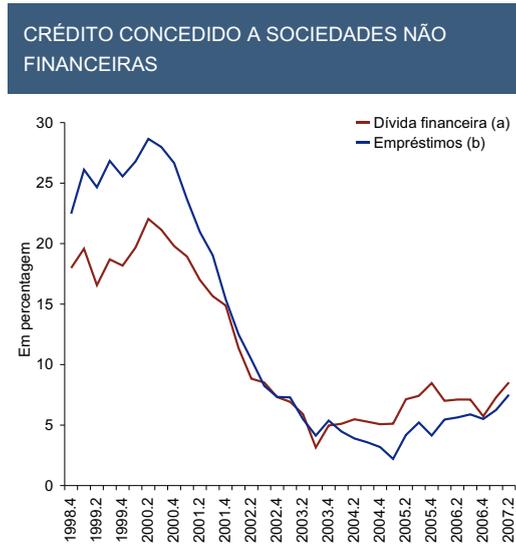
De acordo com a estimativa da conta das administrações públicas para 2007, na óptica das Contas Nacionais, incluída no Relatório do Orçamento do Estado para 2008 e na notificação revista do proce-

(15) Para maior detalhe sobre a desagregação sectorial dos empréstimos concedidos ao sector, veja-se a "Secção 3.5 Risco de crédito", no artigo "O Sistema Bancário no decurso de 2007", neste Boletim.

(16) O conceito de dívida financeira inclui empréstimos concedidos por instituições de crédito residentes e não residentes, empréstimos/suprimentos concedidos por empresas não residentes do mesmo grupo económico (excluindo os concedidos a sociedades não financeiras com sede na zona franca da Madeira), papel comercial e obrigações emitidas por sociedades não financeiras na posse de outros sectores. Note-se que a informação das contas financeiras trimestrais relativa a títulos é passível de revisões futuras.

(17) A evolução da taxa de variação deste agregado tem sido pontualmente condicionada por algumas operações de empréstimo concedidos a instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias que, para efeitos estatísticos, são consideradas no sector dos particulares.

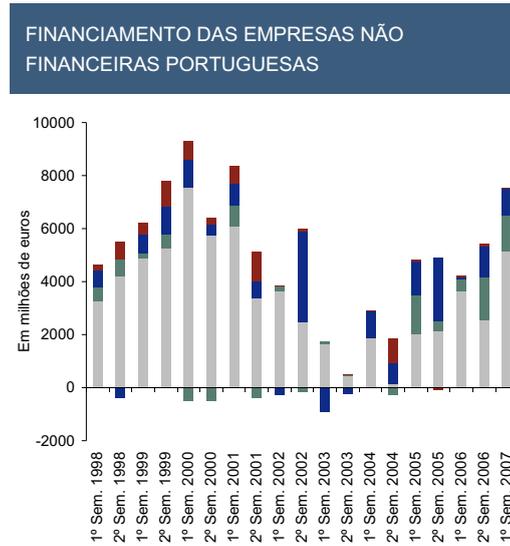
Gráfico 3.1.6



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: (a) Inclui empréstimos concedidos por instituições de crédito residentes e não residentes, empréstimos/suprimentos concedidos por empresas não residentes do mesmo grupo económico (excluindo os concedidos a sociedades não financeiras com sede na zona franca da Madeira), papel comercial e obrigações emitidas por sociedades não financeiras na posse de outros sectores; (b) Inclui empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes ajustadas de operações de titularização realizadas através de entidades-veículo não residentes.

Gráfico 3.1.7



Fonte: Banco de Portugal.

- Emissões de acções de empresas cotadas (líquidas de abates)
- Emissões de obrigações em Portugal e nos mercados externos (líquido de amortizações)
- Emissões de papel comercial em Portugal e nos mercados externos (líquido de amortizações)
- Fluxos de empréstimos

Gráfico 3.1.8



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (a) Inclui empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes ajustadas de operações de titularização realizadas através de entidades-veículo não residentes.

dimento dos défices excessivos de 15 de Outubro, o défice deste sector institucional deverá atingir 3.0 por cento do PIB (Quadro 3.2.1). Este valor representa uma redução de 0.9 p.p. do PIB em relação à conta de 2006 e situa-se 0.3 p.p. do PIB abaixo do objectivo assumido pelo Governo, em Março passado, na sequência do apuramento dos resultados orçamentais de 2006, no âmbito do procedimento dos défices excessivos. A concretização desta perspectiva significará que Portugal terá atingido o valor de referência para o défice no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento, um ano antes do que decorre dos compromissos actualmente assumidos¹⁸. De acordo com o referido Relatório do Orçamento, o rácio da dívida pública atingirá 64.4 por cento no final deste ano, diminuindo 0.4 p.p. em relação ao valor observado em 2006.

A avaliação do impacto da política orçamental sobre a economia requer que se analise a evolução das variáveis orçamentais expurgadas do efeito do ciclo económico. Segundo as estimativas do Banco de Portugal, os desenvolvimentos cíclicos da economia deverão ainda ter um contributo ligeiramente negativo para a evolução do saldo orçamental, em particular dado que o consumo privado apresentará uma variação inferior ao seu crescimento tendencial. Em consequência, calcula-se que o défice estrutural diminua cerca de 1.0 p.p. do PIB em 2007¹⁹. Estas estimativas, com toda a incerteza que as envolve, indicam que o ajustamento orçamental no ano corrente superará os 0.5 p.p. do PIB recomendados no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento para os Estados-Membros que não atingiram o objectivo de médio prazo. De notar, no entanto, que o défice estrutural, em 2007, se deverá situar ainda cerca de 2 p.p. do PIB acima do objectivo de médio prazo de 0.5 por cento do PIB, a atingir em 2010, o que dá uma medida do esforço adicional de consolidação orçamental necessário nos próximos anos.

Dado que as despesas em juros deverão aumentar 0.1 p.p. do PIB, estima-se que o saldo primário ajustado do ciclo se cifre em 0.5 por cento do PIB. Este valor é positivo, pela primeira vez nos últimos anos, e representa uma melhoria de cerca de 1.2 p.p. do PIB, indicando uma orientação inevitavelmente restritiva da política orçamental nesta fase de consolidação das finanças públicas. Esta evolução resulta *inter alia* do aumento da receita fiscal e da redução do peso das despesas com pessoal, num quadro ainda caracterizado por um crescimento expressivo da despesa em pensões.

Quadro 3.2.1

PRINCIPAIS INDICADORES ORÇAMENTAIS					
Em percentagem do PIB					
	2003	2004	2005	2006	2007
Saldo total ^(a)	-2.9	-3.4	-6.1	-3.9	-3.0
Saldo primário ^(a)	-0.2	-0.7	-3.5	-1.1	-0.1
Saldo total estrutural ^(b)	-4.9	-5.1	-5.7	-3.5	-2.4
Saldo primário estrutural ^(b)	-2.2	-2.5	-3.1	-0.7	0.5
Dívida pública ^(a)	56.9	58.3	63.7	64.8	64.4

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

Notas: (a) Valores com base na notificação do procedimento dos défices excessivos de 15 de Outubro, incluindo o nível do PIB. (b) Os valores estruturais são ajustados do ciclo e dos efeitos das medidas temporárias. As componentes cíclicas são calculadas pelo Banco de Portugal de acordo com a metodologia utilizada no Eurosistema (ver Braz (2006), "O cálculo dos saldos ajustados do ciclo no Banco de Portugal: uma actualização", Boletim Económico, Inverno, Banco de Portugal).

(18) No próximo ano, se a notificação do procedimento dos défices excessivos de Março apurar que o défice orçamental em 2007 foi igual ou inferior a 3.0 por cento do PIB e se as Previsões da Primavera da Comissão Europeia apontarem no sentido deste resultado ser sustentável e credível, o Conselho, sob recomendação da Comissão, deverá encerrar o procedimento dos défices excessivos relativamente a Portugal.

(19) O défice estrutural corresponde ao défice ajustado do ciclo e de medidas temporárias, na terminologia utilizada no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento. De acordo com a metodologia seguida pelo Banco de Portugal, ao contrário do período de 2002 a 2004, em 2005 e 2006 não tiveram lugar medidas temporárias, situação que se deverá manter em 2007.

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, a receita fiscal incluindo contribuições sociais ajustada do ciclo contribuirá em 0.7 p.p. do PIB para a melhoria da posição orçamental estrutural. Ao contrário do ano anterior, este resultado não é significativamente influenciado por medidas de política fiscal. Em contrapartida, o aumento da eficácia da administração fiscal continuou a ter um impacto assinalável no crescimento da receita. De salientar, em particular, a expansão muito forte da receita do IRC em 2007, explicada, em larga medida, pelos resultados das empresas em 2006 e pelo alargamento da base²⁰. Refira-se, ainda, o aumento das contribuições sociais em rácio do PIB, com particular destaque para as contribuições para o subsistema Segurança Social.

Ainda segundo estimativas do Banco de Portugal para os valores ajustados do ciclo, o principal factor explicativo da diminuição da despesa primária em rácio do PIB reside nas despesas com pessoal, que, mesmo depois de corrigidas do efeito da empresarialização de alguns hospitais públicos em Março e Outubro de 2007, contribuíram em 0.4 p.p. para a sua redução. À semelhança de 2006, esta evolução decorre da redução do número de funcionários públicos, do congelamento das progressões automáticas nas carreiras, da redução do salário médio por via da aposentação/contratação e da actualização da tabela salarial abaixo da taxa de inflação. Por seu turno, a despesa em pensões, apesar de continuar em desaceleração, registou um aumento de 0.2 p.p. em rácio do PIB. De realçar, por último, a diminuição da despesa com subsídios de desemprego em 0.2 p.p. do PIB, em particular devido aos critérios mais apertados seguidos na sua atribuição.

4. OFERTA

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, o valor acrescentado bruto (VAB) da economia portuguesa cresceu, em termos homólogos, 1.8 por cento durante o primeiro semestre de 2007, o que compara com 1.3 por cento para o conjunto de 2006. Este perfil de recuperação da actividade é corroborado em termos qualitativos pelos indicadores coincidente do Banco de Portugal e de sentimento económico da Comissão Europeia, que mantiveram no primeiro semestre as trajectórias ascendentes iniciadas após 2005 (Gráfico 4.1). Estes indicadores qualitativos apontam para alguma estabilização do dinamismo da actividade no terceiro trimestre. Este perfil intra-anual é, em particular, visível nos indicadores de confiança na indústria e nos serviços.

A aceleração projectada para o produto, no conjunto de 2007, é atribuível principalmente ao aumento do contributo da produtividade total dos factores, de 0.4 p.p. em 2006 para 1.4 p.p. em 2007²¹. Por seu turno, o factor capital contribui com 0.3 p.p. para o crescimento do produto, enquanto a evolução do factor trabalho traduz-se num contributo de 0.1 p.p. O aumento da produtividade total dos factores poderá resultar de três factores. Em primeiro lugar, a evolução pro-cíclica da taxa de utilização da capacidade produtiva, que, em termos homólogos, aumentou 2.3 p.p. durante o primeiro semestre de 2007, após as quedas observadas nos últimos três semestres (Gráfico 4.2). Em segundo lugar, o fraco aumento do emprego total da economia (Gráfico 4.2) e do sector privado (Gráfico 4.3), tipicamente desfasados face ao cíclico económico, reflectem-se positivamente na produtividade total dos factores. Finalmente, a gradual recomposição do tecido produtivo para actividades de maior valor acrescentado estará igualmente a contribuir, ainda que em menor medida, para ganhos na produtividade total dos factores.

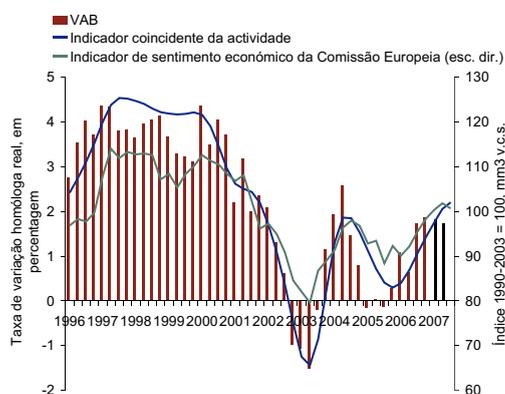
No contexto da aceleração projectada da produtividade total dos factores em 2007, a produtividade por trabalhador no sector privado deverá igualmente acelerar, de 0.5 por cento em 2006 para 1.9 por

(20) A colecta de IRC recebida pelo Estado aumentou até Setembro 31.9 por cento em termos homólogos.

(21) A decomposição do crescimento do produto é descrita detalhadamente, incluindo os cuidados a ter na sua interpretação, em Almeida, V. e R. Félix, (2006), "Cálculo do produto potencial e do hiato do produto para a economia portuguesa", *Boletim Económico*, Outono, Banco de Portugal.

Gráfico 4.1

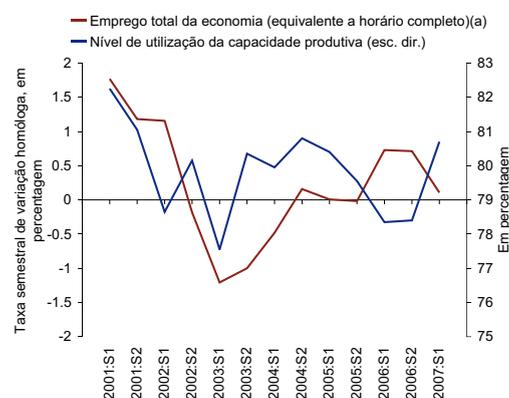
VAB, INDICADOR COINCIDENTE DA ACTIVIDADE E INDICADOR DE SENTIMENTO ECONÓMICO



Fontes: Comissão Europeia, INE (Contas Trimestrais) e Banco de Portugal.

Gráfico 4.2

EMPREGO TOTAL DA ECONOMIA (EQUIVALENTE A HORÁRIO COMPLETO) E UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE PRODUTIVA

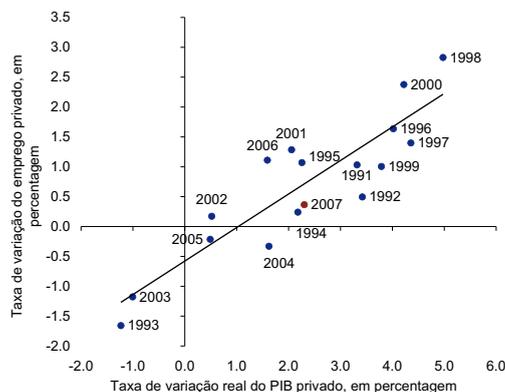


Fontes: INE e Comissão Europeia.

Nota: (a) O nível de emprego utilizado corresponde ao nível de emprego total da economia corrigido para o número de horas trabalhadas. Em particular, cada número de horas trabalhadas equivalentes ao horário completo correspondem a um emprego.

Gráfico 4.3

CRESCIMENTO DO PIB PRIVADO E DO EMPREGO PRIVADO (a)

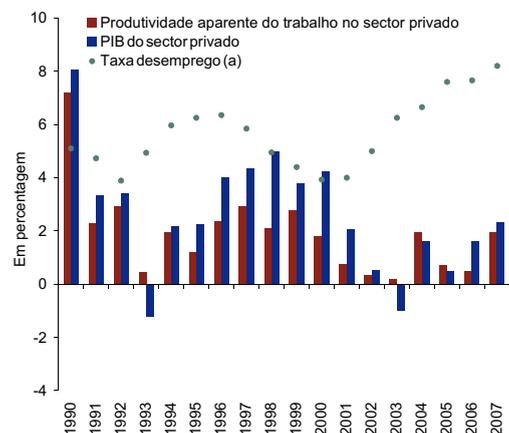


Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) O emprego no sector privado é definido como o emprego total excluindo a estimativa do Banco de Portugal para o emprego das administrações públicas. O PIB privado é calculado como o PIB total subtraído das remunerações e consumo de capital fixo das administrações públicas. As séries do emprego e do PIB privado não incluem os hospitais públicos empresarializados.

Gráfico 4.4

VARIAÇÃO DA PRODUTIVIDADE APARENTE DO TRABALHO E DO PIB DO SECTOR PRIVADO



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) A colagem da série da taxa de desemprego foi efectuada de acordo com a metodologia descrita em Castro, G. L. e Esteves, P. S. (2004), "Séries trimestrais para a economia portuguesa: 1977-2003", *Boletim Económico*, Junho, Banco de Portugal.

cento em 2007. Ao contrário do verificado no ano anterior, a evolução projectada para a produtividade do trabalho acompanha o crescimento económico do sector privado, confirmando-se o típico comportamento pro-cíclico desta variável (Gráfico 4.4).

Quadro 4.1

POPULAÇÃO, EMPREGO E DESEMPREGO

Taxa de variação homóloga em percentagem, salvo indicação em contrário

	Valores anuais			1º Semestre		
	2004	2005	2006	2005	2006	2007
População	0.6	0.5	0.2	0.6	0.2	0.2
População activa	0.5	1.0	0.8	1.0	0.9	0.5
Taxa de participação 15-64 anos (em % da população)	72.9	73.4	73.9	73.2	73.7	73.9
Emprego total	0.1	0.0	0.7	-0.1	0.8	-0.2
Emprego do sector privado ^(a)	0.0	-0.2	1.1			0.4
Emprego por conta de outrem	1.2	0.8	2.2	0.6	2.4	0.2
Contrato sem termo	2.2	1.3	0.9	1.6	1.8	-2.5
Contrato com termo ^(b)	-1.9	1.7	9.3	0.4	4.8	9.9
Emprego por conta própria	-3.1	-2.8	-2.7	-2.5	-2.9	-0.4
Desemprego total	6.6	15.7	1.3	16.9	2.9	9.0
Taxa de desemprego total (em % da população activa)	6.7	7.6	7.7	7.4	7.5	8.2
Desemprego de longa duração (em % do desemprego total) ^(c)	46.2	49.9	51.7	50.2	53.3	49.2

Fontes: INE (Inquérito ao Emprego) e Banco de Portugal.

Notas: (a) O emprego no sector privado é definido como o emprego total excluindo a estimativa do Banco de Portugal para o emprego das administrações públicas. (b) Inclui contratos de trabalho com termo e contratos com empresas de trabalho temporário. (c) Considera-se desempregado de longa duração o indivíduo que procura emprego há 12 ou mais meses.

De acordo com os dados do Inquérito ao Emprego do Instituto Nacional de Estatística (INE), a taxa de participação no primeiro semestre de 2007 foi de 73.9 por cento (Quadro 4.1). Para o conjunto de 2007, a evolução demográfica projectada para a estrutura etária da população portuguesa resultaria numa evolução nula da taxa de participação agregada²². Por um lado, o aumento da população mais velha (55-64 anos), com taxas de participação mais baixas, contribui para a diminuição da taxa de participação. Contudo, esta diminuição é compensada por outros desenvolvimentos demográficos: (i) a diminuição do peso da população jovem (15 aos 29 anos), com taxas de participação mais reduzidas (ii) o aumento do peso do grupo etário com maior taxa de emprego (30-54 anos). Face aos anos anteriores, a evolução da taxa de participação sofre um abrandamento (0.2 p.p. no 1º semestre de 2007 e 0.5 p.p. para igual período de 2006). Desta forma, em 2007, os factores estruturais não-demográficos, que têm vindo a influenciar o aumento da taxa de participação nos últimos anos, dever-se-ão ter sentido de forma mais mitigada. Destes, destaca-se o abrandamento do crescimento da taxa de participação das mulheres.

Durante o primeiro semestre de 2007, o emprego total da economia diminuiu 0.2 por cento face a igual período de 2006 (Quadro 4.1). Esta redução resultou da conjugação de dois factores. Por um lado, o emprego por conta de outrem cresceu apenas 0.2 por cento, abaixo do observado nos últimos anos. Por outro lado, mantendo a tendência decrescente iniciada com a desaceleração da economia em 2001, o número de trabalhadores por conta própria continuou a cair (-0.4 por cento). Esta evolução re-

(22) Assumindo que, em 2007, para cada nível de idade, as taxas de participação não se alteraram face a 2006. Para uma análise detalhada do impacto da evolução demográfica nas taxas de participação ver "Caixa II.4.1 Implicações da evolução da estrutura etária da população portuguesa nas taxas de participação e desemprego", *Relatório Anual*, 2001, Banco de Portugal.

presenta uma situação atípica, já que em fases de recuperação económica se esperaria que esta forma de emprego também recuperasse. Neste contexto, o menor dinamismo do emprego por conta própria poderá estar associado ao aumento do valor mínimo das contribuições sociais obrigatórias, tornando-o menos competitivo, em particular, face ao emprego por conta de outrem de baixos rendimentos²³.

Apesar da diminuição no crescimento do emprego por conta de outrem, o processo de recomposição por tipo de contrato acentuou-se. O emprego com contrato a termo cresceu 9.9 por cento, aumentando o seu peso no total do emprego, enquanto o emprego com contrato sem termo diminuiu 2.5 por cento. Apesar da maior incidência na utilização dos contratos a termo ser típica de fases de recuperação da economia, a tendência para o aumento da importância destes contratos na composição do emprego já se verifica de forma consistente desde 1995. Com base nos valores do Inquérito ao Emprego de 1999 e de 2007, o Gráfico 4.5 mostra que esta recomposição tem afectado sobretudo os mais jovens. Esta tendência sugere que há factores estruturais, nomeadamente a protecção de certos grupos de trabalhadores em detrimento de outros, fruto da actual legislação de protecção ao emprego, que induzem um excesso de rotação de uma parte dos trabalhadores. Esta segmentação do mercado de trabalho é economicamente ineficiente, afectando negativamente as decisões dos trabalhadores e empresas relativamente ao investimento em educação e formação.

Em termos sectoriais, a diminuição do emprego no primeiro semestre de 2007 resultou da queda do emprego na indústria transformadora, após os ganhos observados nos últimos três semestres. Adicionalmente, registou-se um abrandamento do emprego no sector dos serviços, com a taxa de variação homóloga a situar-se em apenas 0.3 por cento. Para a evolução do emprego no sector dos serviços contribuíram, essencialmente, a redução do emprego na administração pública, ensino e saúde e o aumento no sector das actividades imobiliárias, de aluguer e serviços prestados às empresas.

No primeiro semestre de 2007, a taxa de desemprego atingiu 8.2 por cento, o valor mais elevado dos últimos anos, o que constitui um aumento de 0.7 p.p. face ao valor observado em idêntico período do ano anterior (Quadro 4.1). O número de desempregados aumentou 9 por cento em termos homólogos. Para além de factores estruturais interligados – nomeadamente a gradual reestruturação do tecido produtivo, o elevado peso do desemprego de longa duração e a elevada cobertura financeira e temporal do subsídio de desemprego – parte deste aumento no desemprego decorre do habitual desfasamento desta variável em períodos de aceleração económica.

A dinâmica do mercado de trabalho pode também ser analisada na perspectiva dos fluxos de indivíduos entre os diferentes estados do mercado de trabalho – inactividade, emprego e desemprego. O Gráfico 4.6 apresenta as médias trimestrais, ao longo dos últimos 4 trimestres, desses fluxos. Durante este período, transitaram em média do emprego para a inactividade 47.8 mil indivíduos e em sentido contrário 42.8 mil. O volume total de transições entre a inactividade e o desemprego é superior, em cerca de 20 mil transições, ao observado entre a inactividade e o emprego. Finalmente, as transições do desemprego para o emprego afectaram 53.9 mil indivíduos, enquanto, em sentido contrário, se registaram 47.1 mil transições. Ao longo dos últimos 4 trimestres, estas mudanças entre os diferentes estados do mercado de trabalho equivalem a 6.8 por cento da população activa²⁴.

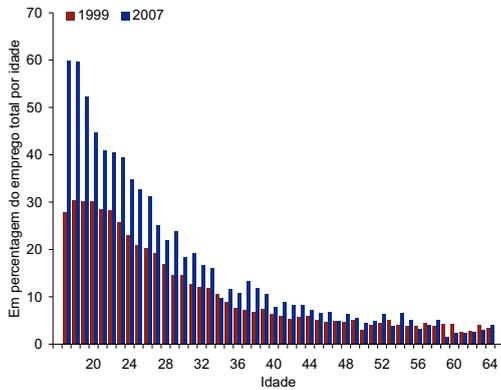
Em termos da decomposição do desemprego por níveis de duração, há uma diminuição do peso do desemprego de longa duração (12 ou mais meses) de 53.3 por cento no primeiro semestre de 2006

(23) A relação entre o emprego por conta própria, a rigidez da legislação laboral e as contribuições sociais obrigatórias é documentada, para uma amostra de 18 países desenvolvidos, em Centeno, Mário, (2000), "*O auto-emprego será resposta à rigidez do mercado de trabalho?*", *Boletim Económico*, Banco de Portugal, pp. 27-35.

(24) No Inquérito ao Emprego, o número de transições entre estados do mercado de trabalho tende a ser subestimado em consequência dos critérios de amostragem. Adicionalmente, a rotação de 1/6 da amostra efectuada em cada trimestre obriga a que o cálculo seja feito apenas com a componente comum das amostras de trimestres sucessivos.

Gráfico 4.5

INCIDÊNCIA DOS CONTRATOS A TERMO POR IDADE

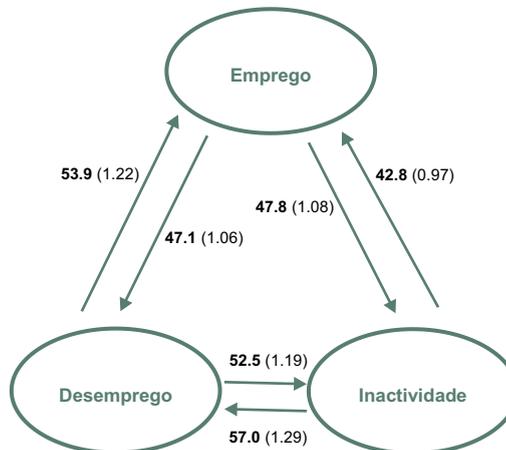


Fonte: Inquérito ao Emprego, INE.

Gráfico 4.6

FLUXOS MÉDIOS TRIMESTRAIS NO MERCADO DE TRABALHO

Volume em milhares e, entre parênteses, percentagem da população activa ^(a)



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) Considerando a componente comum da amostra do trimestre t e do trimestre t-1, e utilizando os ponderadores populacionais do trimestre t. Valores médios relativos aos dois últimos trimestres de 2006 e aos dois primeiros de 2007.

para 49.1 por cento do total dos desempregados na primeira metade de 2007, ainda que o número de desempregados há mais de 2 anos tenha aumentado 3.4 por cento em termos homólogos. Contudo, o maior destaque na evolução do desemprego é o aumento do desemprego de curta duração. Invertendo a tendência dos anos mais recentes, o número de desempregados há menos de 1 ano aumentou, em média, 18.6 por cento face a igual período de 2006.

A diminuição da duração média do desemprego, de 22.9 meses no primeiro semestre de 2006 para 22 meses em igual período de 2007, é consistente com a diminuição do peso do desemprego de longa duração. Contudo, a ainda elevada cobertura financeira do regime de subsídio de desemprego, bem como a significativa duração potencial das suas prestações, continuam a contribuir para a manutenção de um nível considerável de desemprego de longa duração em Portugal²⁵.

5. DESPESA

As estimativas do Banco de Portugal apontam para um crescimento da economia portuguesa de 1.8 por cento em 2007, o que representa uma aceleração da actividade económica em relação ao ano anterior de 0.5 p.p. (Quadro 5.1). Apesar da variação do PIB em Portugal se manter, pelo sexto ano consecutivo, inferior à observada no conjunto da área do euro, deverá verificar-se um estreitamento deste diferencial em 2007 (Gráfico 5.1). No entanto, Portugal deverá voltar a registar um dos crescimentos mais baixos entre os 27 países da União Europeia.

A aceleração da actividade económica em 2007 traduz uma alteração da composição do crescimento, em resultado do aumento significativo do contributo da procura interna. Esta evolução reflectiu o

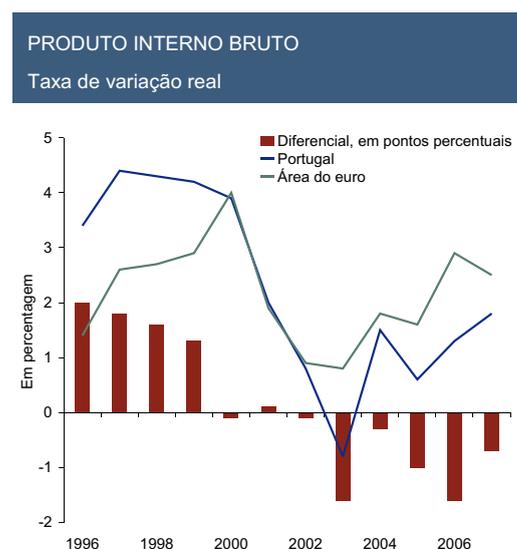
(25) Ver Pereira, A. (2006), "Avaliação do impacto das alterações ao sistema social de apoio do desemprego", Boletim Económico, Primavera, Banco de Portugal; Centeno, M. e Á. Novo, (2007) "A regressividade do subsídio de desemprego: Identificação através do efeito de rendimento da alteração legislativa de Julho de 1999", Outono, Banco de Portugal e "Caixa 2.5 Os incentivos ao trabalho e a cobertura financeira do subsídio de desemprego", Relatório Anual, 2005, Banco de Portugal.

Quadro 5.1

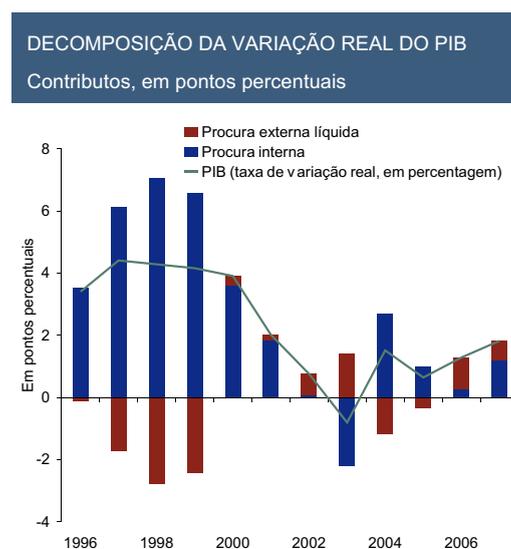
PIB E PRINCIPAIS COMPONENTES DA DESPESA ^(a)						
Taxa de variação real, em percentagem						
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
PIB	0.8	-0.8	1.5	0.6	1.3	1.8
Consumo privado	1.3	-0.2	2.5	2.1	1.2	1.2
Consumo público	2.6	0.2	2.6	2.9	-0.5	-0.3
Investimento	-4.7	-8.3	2.5	-4.1	-1.8	2.3
FBCF	-3.5	-7.4	0.2	-3.1	-1.8	2.1
Variação de existências ^(b)	-0.4	-0.3	0.5	-0.2	0.0	0.1
Procura interna	0.1	-2.0	2.5	0.9	0.3	1.1
Exportações	1.4	3.9	4.0	1.6	9.1	6.7
Importações	-0.7	-0.9	6.7	2.2	4.3	3.7
Contributo procura interna para PIB ^(b)	0.1	-2.2	2.7	1.0	0.3	1.2
Contributo procura externa líquida para PIB ^(b)	0.7	1.4	-1.2	-0.3	1.0	0.6

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) Estimativas do Banco de Portugal a partir das Contas Nacionais do INE para os anos de 1995 a 2004 (SEC95). (b) Contribuição para a taxa de variação do PIB em pontos percentuais.

Gráfico 5.1


Fontes: Eurostat, FMI, INE e Banco de Portugal.

Gráfico 5.2


Fontes: INE e Banco de Portugal.

maior dinamismo da FBCF que, ao contrário dos últimos anos, apresentará uma variação positiva. Por seu turno, o contributo da procura externa líquida para o crescimento do PIB deverá ser ligeiramente inferior ao verificado em 2006, traduzindo a desaceleração das exportações em 2007 (Gráfico 5.2).

A estimativa para o crescimento do PIB em 2007 apresentada neste *Boletim Económico* é idêntica à projecção apresentada no *Boletim Económico* do Verão. No entanto, verificaram-se algumas revisões em termos das principais componentes da despesa. Assim, as actuais estimativas apontam para um crescimento da FBCF em 2007 significativamente acima do valor apresentado no Verão (em 1.5 p.p.). Esta revisão é essencialmente determinada pelo comportamento da FBCF em “Material de transpor-

te”, reflectindo em particular o forte crescimento desta componente em meados de 2007, associado à aquisição de material de transporte aéreo²⁶. Em sentido contrário, o consumo privado e as exportações deverão apresentar um crescimento inferior (em 0.2 e 0.5 p.p., respectivamente). A revisão da estimativa de crescimento das exportações reflecte o menor dinamismo das exportações de mercadorias, na medida em que as exportações de serviços deverão manter um elevado ritmo de crescimento. No entanto, apesar da desaceleração em 2007, as exportações de bens e serviços manter-se-ão como a componente mais dinâmica da procura global, sendo esperado um ganho de quota de mercado superior ao verificado em 2006 (Gráfico 5.3).

As actuais estimativas têm implícito um crescimento médio do PIB na segunda metade do ano semelhante ao verificado no primeiro semestre. Esta estimativa aponta para um aumento do contributo da procura interna no segundo semestre de 2007, reflectindo fundamentalmente a aceleração significativa da FBCF neste período. Por outro lado, espera-se que as exportações apresentem um ligeiro abrandamento na segunda metade do ano, após a forte desaceleração verificada entre o primeiro e o segundo trimestre²⁷. Todavia, as estimativas para o final do ano estão rodeadas de um grau de incerteza particularmente elevado. Na actual conjuntura destaca-se, para além da elevada volatilidade da informação do comércio externo, a incerteza em torno do impacto sobre a economia portuguesa da recente turbulência nos mercados financeiros internacionais.

Em 2007, de acordo com as estimativas do Banco de Portugal, o consumo privado deverá voltar a apresentar um crescimento moderado, registando uma variação anual idêntica à observada em 2006 (1.2 por cento). Assim, pelo segundo ano consecutivo, o consumo privado apresentará um crescimento inferior ao do PIB e ao registado no conjunto da área do euro (Gráfico 5.4). O menor crescimento do consumo privado num contexto de aceleração do PIB confere um carácter distintivo à evolução recente da actividade económica. De facto, ao contrário do sucedido nos últimos dois anos, os perío-

Gráfico 5.3

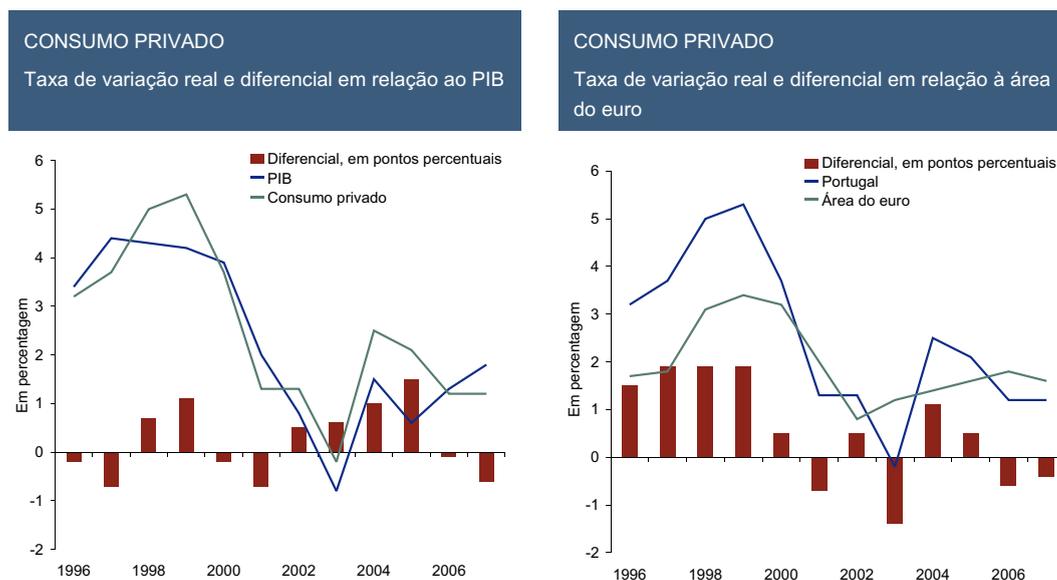


Fontes: BCE, Instituto de Estatística do Reino Unido e cálculos do Banco de Portugal.
Nota: Procura externa corrigida do efeito da fraude fiscal no Reino Unido.

(26) No entanto, é de salientar que as aquisições de material de transporte aéreo, por se tratarem exclusivamente de importações, não têm qualquer impacto sobre o PIB, mas apenas sobre a respectiva composição.

(27) As actuais estimativas para 2007 têm por base a informação disponibilizada até ao final de Outubro. Em relação às estatísticas comércio internacional, tal corresponde à respectiva evolução em termos reais até Maio e, em termos nominais, até Julho. Está ainda disponível uma primeira estimativa em termos nominais para Agosto divulgada no âmbito do *Special Data Dissemination Standard (SDDS)*. Para mais informações sobre este procedimento, ver www.bportugal.pt.

Gráfico 5.4



Fontes: Eurostat, FMI, INE e Banco de Portugal.

dos em que o consumo privado não acelera estão tipicamente associados a fases de abrandamento da actividade económica. De acordo com as actuais estimativas, a taxa de poupança deverá interromper em 2007 a tendência de descida verificada nos anos mais recentes.

Diversos factores terão contribuído para a moderação das despesas de consumo das famílias nos dois últimos anos. Em particular, é de destacar o aumento da taxa de desemprego, o agravamento da carga fiscal, nomeadamente ao nível dos impostos indirectos, a desaceleração das transferências para as famílias, uma componente do rendimento disponível que está tipicamente associada a uma maior propensão para consumir, e o aumento gradual das taxas de juro.

A evolução recente aponta no sentido das condições de crédito serem actualmente menos favoráveis do que as prevalecentes, por exemplo, em 2004 e 2005. De facto, a partir do final de 2005, assistiu-se a uma subida gradual das taxas de juro do BCE, cujo impacto se terá feito sentir particularmente na economia portuguesa tendo em conta, não só o nível relativamente elevado de endividamento dos particulares, mas também o facto de a generalidade das taxas de juro se encontrar indexada às taxas do mercado monetário²⁸. No entanto, a compressão das margens auferidas pelos bancos, bem como a oferta de novos produtos de crédito, terão permitido conter o crescimento das prestações associadas ao serviço da dívida suportado pelas famílias, nomeadamente através do alargamento dos prazos de amortização dos empréstimos. Mais recentemente, o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, divulgado em Outubro, indica que a generalidade das instituições bancárias terá tornado mais restritivos os critérios aplicados na aprovação de empréstimos a particulares no terceiro trimestre de 2007. O grau de restritividade deverá aumentar ligeiramente no último trimestre do ano. De acordo com a informação recolhida, para este comportamento terá contribuído a maior dificuldade dos bancos no seu financiamento nos mercados por grosso em consequência da recente turbulência nos mercados financeiros.

(28) Entre Dezembro de 2005 e Junho de 2007, as taxas de juro de referência do BCE apresentaram um aumento acumulado de 2 p.p., com a taxa mínima aplicável às operações principais de refinanciamento a situar-se em 4 por cento.

As actuais estimativas têm subjacente uma desaceleração do consumo privado na segunda metade do ano, em linha com a evolução recente da confiança dos consumidores e do indicador coincidente para a evolução homóloga tendencial do consumo privado calculado pelo Banco de Portugal (Gráfico 5.5). No entanto, o comportamento intra-anual do consumo privado deverá apresentar um perfil irregular associado à evolução das despesas em bens duradouros, nomeadamente veículos automóveis. Com efeito, enquanto o crescimento do consumo de bens não duradouros não deverá apresentar flutuações significativas ao longo do ano, o consumo de bens duradouros, que registou um crescimento muito significativo no segundo trimestre, deverá observar uma desaceleração acentuada na segunda metade do ano. Este perfil estará associado às alterações da tributação sobre veículos, que entraram em vigor em Julho, e que terão motivado uma antecipação das decisões de compra de automóveis nas gamas mais altas no segundo trimestre do ano. Este efeito é particularmente visível no comportamento das vendas de veículos automóveis em Junho²⁹. A estimativa para a evolução do consumo de bens duradouros tem subjacente uma correcção na segunda metade do ano do efeito da antecipação das compras de veículos, cuja magnitude apresenta alguma incerteza.

Em 2007, de acordo com as estimativas do Banco de Portugal, o consumo público deverá registar, pelo segundo ano consecutivo, uma variação real negativa, no contexto do processo de consolidação orçamental. Esta estimativa tem subjacente uma diminuição do número de funcionários públicos, mesmo após a correcção do efeito da empresarialização de alguns hospitais públicos. Esta redução deverá ser particularmente significativa no sector da educação, reflectindo, tal como em 2006, o efeito das novas regras de admissão na função pública. Relativamente às despesas em bens e serviços (corrigidas da quebra de série acima referida), é de salientar o impacto nas prestações em espécie da redução das participações de medicamentos pelo Serviço Nacional de Saúde.

Após as quedas observadas nos últimos anos, a FBCF deverá apresentar uma taxa de variação positiva em 2007. Entre 2002 e 2006, a FBCF apresentou uma redução acumulada em volume de cerca de 15 por cento, reflectindo as sucessivas variações negativas durante grande parte deste período. De acordo com as actuais estimativas, em 2007, a FBCF deverá registar um crescimento de 2.1 por cento, após variações de -3.1 e -1.8 por cento, respectivamente, em 2005 e 2006. A evolução da FBCF é consistente com a tendência de melhoria da confiança nos serviços e na indústria transformadora desde meados de 2005 (Gráfico 5.6).

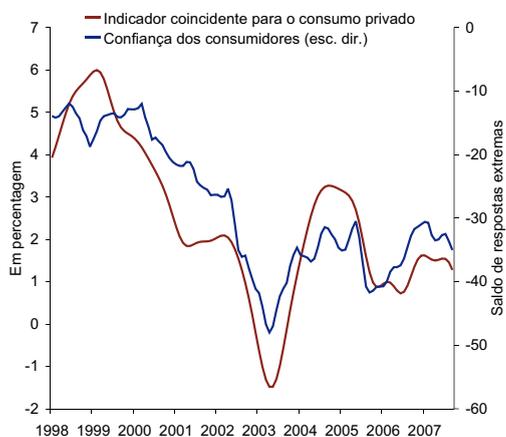
A recuperação da FBCF em 2007 reflecte, por um lado, a forte aceleração da componente relativa a “Máquinas e equipamentos”, que deverá crescer 5.6 por cento (0.7 por cento em 2006), mas é igualmente suportada por um contributo significativamente menos negativo da FBCF em “Construção” (Gráfico 5.7). As actuais estimativas para esta componente têm subjacente um perfil intra-anual de aceleração ao longo de 2007, um comportamento que é consistente com a evolução recente da confiança no sector e das vendas de cimento das empresas nacionais para o mercado interno (Gráfico 5.8). Por seu turno, a FBCF em “Material de transporte” deverá apresentar um crescimento bastante inferior ao registado em 2006, apesar da aceleração esperada na segunda metade do ano. A evolução intra-anual desta componente em 2007 deverá apresentar um perfil irregular, reflectindo o impacto sobre as decisões de compra de veículos comerciais da entrada em vigor de legislação diversa, tanto em 2006, como em 2007, assim como o comportamento da FBCF em “Outro material de transporte”, associado em particular à aquisição de material de transporte aéreo³⁰. As aquisições de material de transporte aéreo, quer pela dimensão dos montantes envolvidos, quer pelo carácter discreto da

(29) Em Junho, as vendas de veículos automóveis registaram uma taxa de crescimento de 21.8 por cento (8.2 por cento, no conjunto do segundo trimestre). Este valor exclui as compras de automóveis ligeiros pelas empresas de rent-a-car, que são consideradas como investimento das empresas.

(30) O forte crescimento das vendas de veículos comerciais pesados em Abril e Setembro de 2006 terá traduzido a antecipação de compra deste tipo de veículos, na sequência da entrada em vigor de legislação europeia sobre a utilização de equipamento de série obrigatório (Maio) e de um conjunto de normas de protecção ambiental (Outubro). Por seu turno, o crescimento significativo observado nas vendas de veículos comerciais ligeiros no segundo trimestre de 2007 terá estado associado às alterações na tributação de veículos com entrada em vigor em Julho.

Gráfico 5.5

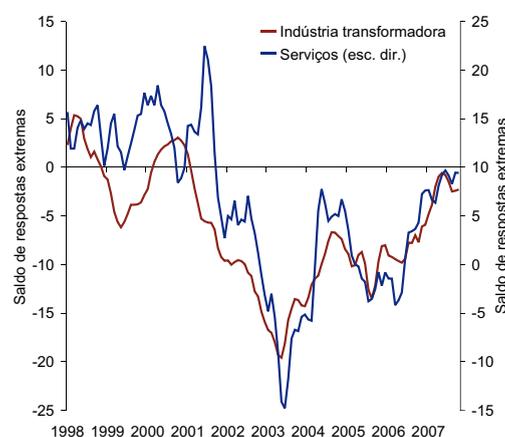
INDICADOR DE CONFIANÇA DOS CONSUMIDORES E INDICADOR COINCIDENTE PARA O CONSUMO PRIVADO



Fontes: Comissão Europeia e Banco de Portugal.
Nota: Indicador de confiança calculado com base na média móvel trimestral dos saldos de respostas extremas.

Gráfico 5.6

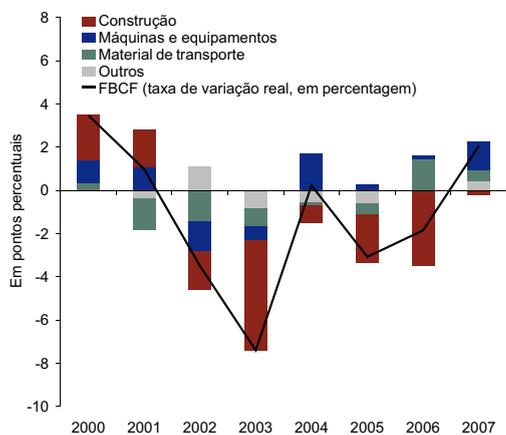
INDICADOR DE CONFIANÇA NA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA E NOS SERVIÇOS
Saldo de respostas extremas; média móvel trimestral



Fonte: Comissão Europeia.

Gráfico 5.7

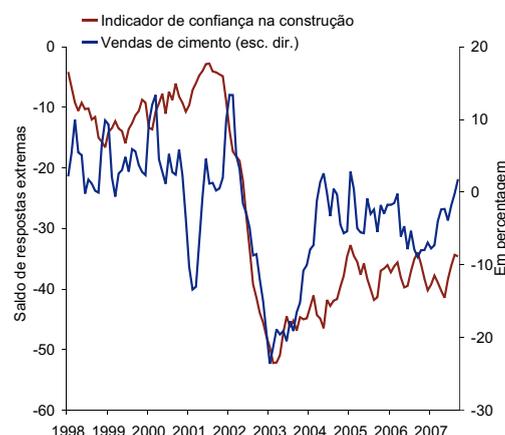
DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO REAL DA FBCF
Contributos, em pontos percentuais



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 5.8

INDICADOR DE CONFIANÇA NA CONSTRUÇÃO E VENDAS DE CIMENTO PARA O MERCADO INTERNO



Fontes: Comissão Europeia, Cimpor e Secil.
Nota: Indicador de confiança calculado com base na média móvel trimestral dos saldos de respostas extremas; vendas de cimento calculadas com base na variação homóloga trimestral das vendas de cimento das empresas nacionais para o mercado interno.

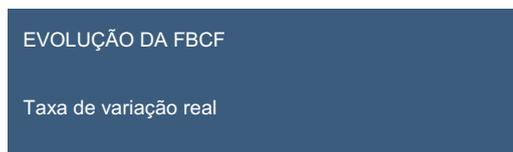
respectiva decisão, podem afectar de forma significativa a evolução da FBCF³¹. Este fenómeno foi observado em particular no segundo trimestre de 2006 e em meados de 2007. De acordo com estimativas do Banco de Portugal, em 2007, a FBCF excluindo “Outro material de transporte” apresenta uma aceleração mais pronunciada do que a observada pelo agregado global (Gráfico 5.9).

(31) Para além do material de transporte aéreo, a FBCF em “Outro material de transporte” inclui as aquisições de embarcações e comboios.

A intensificação do crescimento da FBCF, em particular da componente empresarial, afigura-se como uma condição fundamental para assegurar a recuperação mais forte e sustentada da actividade económica. O comportamento da FBCF no passado recente terá reflectido a deterioração das perspectivas de crescimento da procura, num contexto de incerteza quanto ao processo de correcção dos principais desequilíbrios macroeconómicos. É de salientar que, de acordo com o Inquérito de Conjuntura ao Investimento do INE, divulgado em Julho, a percentagem de empresas dos vários sectores que afirma ter limitações ao investimento em 2007 diminuiu para 41.7 por cento (45.7 por cento, no inquérito de Janeiro). Entre as empresas que afirmam ter limitações ao investimento, a deterioração das perspectivas de venda continua a ser apontada como o principal factor limitativo, embora este pareça ter perdido alguma importância em 2007 (Gráfico 5.10). Em sentido inverso, a dificuldade na obtenção de crédito e o nível das taxas de juro têm apresentado uma importância crescente, embora ainda limitada. Estes factores assumem particular relevância no actual contexto de turbulência nos mercados financeiros internacionais que, de acordo com o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, divulgado em Outubro, contribuiu para que as instituições inquiridas tivessem tornado mais restritivos os critérios aplicados na concessão de empréstimos às empresas para financiamento de investimento no terceiro trimestre de 2007³².

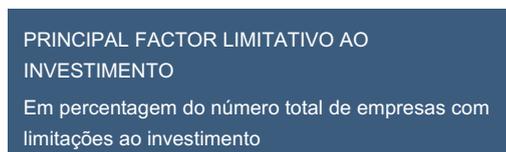
Em 2007, as exportações de bens e serviços deverão registar uma taxa de variação de 6.7 por cento, o que representa uma desaceleração de 2.4 p.p. em relação a 2006. No entanto, as exportações de bens e serviços manter-se-ão como a componente mais dinâmica da procura global, sendo esperado um ganho de quota de mercado superior ao verificado em 2006. O comportamento das exportações reflecte o menor dinamismo das exportações de mercadorias, que deverão registar uma desaceleração significativa em 2007 (de 8.3 por cento, em 2006, para 4.3 por cento), já que as exportações de serviços deverão continuar a apresentar um crescimento muito elevado (12.8 por cento, após 11.3 por cento em 2006).

Gráfico 5.9



Fontes: INE e estimativas do Banco de Portugal.

Gráfico 5.10



Fonte: INE (Inquérito ao Investimento).

(32) De acordo com a informação recolhida, a maioria dos bancos espera tornar mais restritivos os critérios aplicados na aprovação de empréstimos a empresas no último trimestre de 2007.

O comportamento das exportações em 2007 parece confirmar algumas tendências observadas nos anos mais recentes. Em particular, o grau de abertura da economia portuguesa, medido com base no peso das exportações no PIB, deverá voltar a aumentar em 2007³³. Adicionalmente, a estrutura das exportações de bens, em termos nominais, deverá continuar a reflectir o peso crescente de alguns sectores específicos, com destaque para as “Máquinas e aparelhos” e os “Metais comuns”, assim como dos mercados extra-comunitários, com particular relevância para o mercado angolano (Gráfico 5.11)³⁴. Finalmente, a importância relativa das exportações de serviços em termos nominais deverá continuar a aumentar em 2007, sendo de destacar não só a manutenção do forte crescimento das exportações de turismo, mas igualmente de outros serviços, como os relacionados com transportes e com a prestação de serviços técnico-profissionais (Gráfico 5.12)³⁵.

A desaceleração das exportações em 2007 foi particularmente acentuada a partir do segundo trimestre do ano, tendo ocorrido num contexto de abrandamento do comércio mundial³⁶. Esta dinâmica é particularmente evidente em alguns sectores específicos que revelaram uma forte expansão em 2006. Em particular, as exportações de combustíveis, nomeadamente para os Estados Unidos, apresentaram uma queda acentuada desde o início do ano, depois de em 2006, num contexto de falta de capacidade de refinação à escala mundial, terem registado um forte crescimento (Quadro 5.2). Por outro lado, as exportações de veículos automóveis e outro material de transporte, com destaque para as destinadas à Alemanha, registaram uma desaceleração significativa a partir do segundo trimestre, depois do forte crescimento em 2006, associado em particular ao início da produção de um novo modelo numa empresa de referência no sector. Finalmente, verificou-se um menor crescimento das exportações de minérios, depois do forte dinamismo registado em 2006 na sequência da subida de preço destas matérias-primas nos mercados internacionais. O menor dina-

Gráfico 5.11

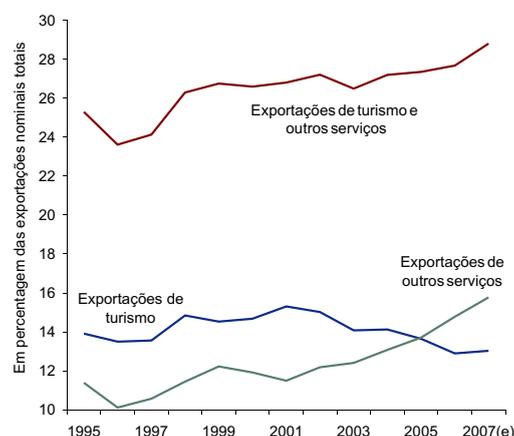
PESO DAS EXPORTAÇÕES EXTRA-COMUNITÁRIAS DE BENS
Valores nominais; média móvel de doze meses



Fontes: INE (Estatísticas do Comércio Internacional) e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 5.12

PESO DAS EXPORTAÇÕES DE TURISMO E OUTROS SERVIÇOS NAS EXPORTAÇÕES TOTAIS
Valores nominais; em percentagem



Fontes: INE e estimativas do Banco de Portugal.

(33) Em 2006, o peso das exportações nominais de bens e serviços no PIB situava-se em cerca de 31 por cento. Entre 1995 e 2005, este indicador apresentou valores próximos de 28 por cento.

(34) O forte dinamismo das exportações para Angola, que se caracteriza por uma relativa transversalidade em termos de sectores, tem resultado num peso crescente deste mercado na estrutura das exportações portuguesas. É de destacar, no entanto, o crescimento particularmente elevado em determinados sectores específicos, como o dos bens alimentares, dos produtos químicos e das máquinas e equipamentos.

(35) De acordo com informação da balança de pagamentos, nos primeiros oito meses de 2007, as exportações de serviços registaram uma variação homóloga, em termos nominais, de 15.4 por cento, um valor idêntico ao observado no conjunto de 2006.

(36) As exportações nominais de mercadorias registaram, entre Julho e Agosto, um crescimento em termos homólogos de 5.7 por cento, após variações de 12.0 e 8.2 por cento, respectivamente, no primeiro e segundo trimestres. Este valor inclui a primeira estimativa disponibilizada para Agosto no âmbito do SDDS, que aponta para um crescimento nominal das exportações em termos homólogos de 1.0 por cento (9.3 por cento, em Julho).

Quadro 5.2

EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE MERCADORIAS POR GRUPOS DE PRODUTOS

Taxa de variação homóloga e respectivo contributo; valores nominais

	Pesos 2006	Taxa de variação homóloga (em percentagem)							Contributo para a taxa de variação homóloga (em p.p.)						
		2006	2006				2007		2006	2006				2007	
			1º trim	2º trim	3º trim	4º trim	1º trim	2º trim		1º trim	2º trim	3º trim	4º trim	1º trim	2º trim
Total	100.0	12.4	11.5	12.3	13.1	12.7	12.0	8.2	12.4	11.5	12.3	13.1	12.7	12.0	8.2
Agrícolas	3.7	8.6	7.7	8.5	9.9	8.2	9.5	5.0	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4	0.2
Alimentares	4.2	11.5	13.1	9.4	9.4	13.8	16.4	17.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.7	0.6	0.7
Combustíveis minerais	5.5	44.1	69.0	131.2	6.5	16.9	-21.5	-24.2	1.9	2.3	4.0	0.4	0.8	-1.1	-1.5
Químicos	5.0	7.9	22.8	7.7	9.9	-7.3	0.1	8.5	0.4	1.2	0.4	0.5	-0.4	0.0	0.4
Plásticos, borracha	5.3	13.4	14.5	15.8	11.4	12.0	13.6	9.7	0.7	0.7	0.8	0.6	0.6	0.7	0.5
Peles, couros	0.3	17.3	32.2	26.8	6.8	7.2	5.3	0.7	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Madeira, cortiça	4.2	5.6	8.6	3.8	2.0	8.1	9.2	11.0	0.3	0.4	0.2	0.1	0.3	0.4	0.5
Pastas celulósicas, papel	4.5	10.4	8.8	15.8	12.4	5.1	10.8	2.9	0.5	0.4	0.7	0.6	0.2	0.5	0.1
Matérias têxteis	4.7	4.6	2.7	0.7	9.0	6.7	6.4	2.2	0.2	0.1	0.0	0.4	0.3	0.3	0.1
Vestuário	7.2	-3.0	-1.2	-1.9	-5.8	-3.3	3.1	3.1	-0.3	-0.1	-0.2	-0.5	-0.3	0.3	0.2
Calçado	3.7	-1.2	-1.4	-9.7	4.4	1.2	-0.4	4.1	-0.1	-0.1	-0.4	0.2	0.0	0.0	0.1
Minerais, minérios	5.4	20.9	16.9	21.0	20.7	24.5	16.5	13.7	1.0	0.8	1.1	1.0	1.2	0.8	0.8
Metais comuns	8.4	26.6	30.8	24.7	29.3	22.2	17.4	15.7	2.0	2.3	1.9	2.1	1.7	1.5	1.3
Máquinas, aparelhos	19.8	19.0	15.2	9.9	26.3	24.7	20.8	18.2	3.6	2.8	1.9	4.8	4.7	3.9	3.4
Veículos, outro material de transporte	13.2	6.2	-6.2	4.3	14.2	13.5	25.4	5.4	0.9	-0.9	0.6	1.8	1.9	3.1	0.8
Óptica e precisão	0.9	10.7	16.7	5.0	5.7	15.6	6.0	9.2	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Outros produtos	4.1	7.6	12.2	8.4	3.8	5.9	12.4	13.8	0.3	0.5	0.4	0.2	0.2	0.5	0.6
Por memória: Total excluindo combustíveis minerais	94.5	11.0	9.5	8.6	13.5	12.5	13.8	10.4	10.5	9.1	8.3	12.7	11.9	13.1	9.8

Fontes: INE (Estatísticas do Comércio Internacional) e Banco de Portugal.

Quadro 5.3

EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE MERCADORIAS POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Taxa de variação homóloga e respectivo contributo; valores nominais

	Pesos 2006	Taxa de variação homóloga (em percentagem)								Contributo para a taxa de variação homóloga (em p.p.)					
		2006	2006				2007		2006	2006				2007	
			1º trim	2º trim	3º trim	4º trim	1º trim	2º trim		1º trim	2º trim	3º trim	4º trim	1º trim	2º trim
TOTAL	100.0	12.4	11.5	12.3	13.1	12.7	12.0	8.2	12.4	11.5	12.3	13.1	12.7	12.0	8.2
Intra-comunitário	77.4	8.7	7.9	7.8	8.4	10.8	10.2	6.5	6.9	6.5	6.3	6.6	8.3	8.1	5.1
dos quais:															
Espanha	27.4	14.0	17.2	15.6	11.1	12.3	12.1	7.0	3.8	4.6	4.3	3.0	3.3	3.4	2.0
Alemanha	13.1	21.6	4.9	22.0	26.1	34.4	28.3	9.0	2.6	0.6	2.6	3.1	4.0	3.4	1.2
França	12.4	1.8	1.4	-3.2	1.8	8.0	12.6	8.5	0.2	0.2	-0.5	0.2	1.0	1.7	1.1
Reino Unido	7.1	-7.9	-4.4	-11.8	-8.9	-6.2	-8.7	-1.1	-0.7	-0.4	-1.0	-0.8	-0.5	-0.6	-0.1
Itália	4.1	5.3	9.9	9.0	11.4	-7.6	9.6	6.7	0.2	0.4	0.4	0.5	-0.3	0.4	0.3
Extra-comunitário	22.6	26.9	27.6	31.4	30.2	19.3	18.9	14.6	5.4	5.0	5.9	6.5	4.4	3.9	3.2
dos quais:															
Estados Unidos	6.1	27.4	17.5	43.1	24.6	24.2	8.2	-17.3	1.5	0.9	2.2	1.5	1.3	0.4	-1.1
PALOP	4.4	43.8	41.7	53.1	48.9	34.9	40.5	35.1	1.5	1.3	1.6	1.7	1.5	1.6	1.4

Fontes: INE (Estatísticas do Comércio Internacional) e Banco de Portugal.

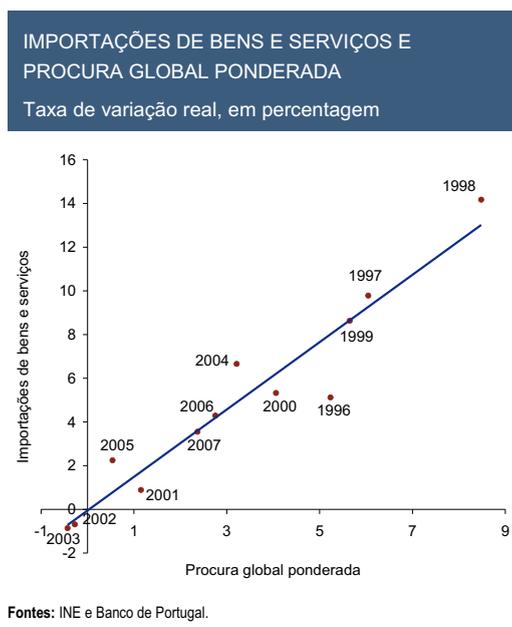
mismo das exportações a partir do segundo trimestre é extensível a outros sectores, com destaque para as máquinas, produtos metálicos e pastas celulósicas, cujo desempenho terá determinado, em particular, uma diminuição significativa do contributo para as exportações totais das exportações destinadas ao mercado espanhol, que apresentam tradicionalmente uma elevada diversificação por sectores (Quadro 5.3)³⁷.

Como referido anteriormente, a evolução das exportações na segunda metade do ano apresenta um elevado grau de incerteza. Este está relacionado não só com a volatilidade da informação sobre comércio externo, mas também com a incerteza em torno do grau de sustentabilidade da recente dinâmica das exportações, quer de bens, quer de serviços, e do impacto sobre o comércio mundial no final do ano da evolução da situação económica e financeira.

Em 2007, as importações deverão apresentar um crescimento inferior ao registado no ano anterior, quer ao nível das mercadorias, quer ao nível dos serviços, um comportamento que é consistente com a desaceleração estimada para a procura global ponderada por conteúdos importados (Gráfico 5.13). As actuais estimativas apontam para um crescimento das importações de bens e serviços de 3.7 por cento (4.3 por cento em 2006), um valor que será, no entanto, superior ao estimado para o crescimento da procura interna (e também da procura global ponderada), resultando num novo aumento da taxa de penetração das importações na economia nacional.

De acordo com a informação disponível, as importações de mercadorias registaram nos primeiros sete meses de 2007 um crescimento em termos nominais de 4.0 por cento (8.1 por cento em 2006)³⁸. A desaceleração das importações foi determinada em larga medida pela evolução das importações de combustíveis, que registaram, até Julho, uma queda em termos homólogos de 15.4 por cento. Excluindo combustíveis, o crescimento nominal das importações nos primeiros sete meses de 2007 situou-se em 7.5 por cento (7.2 por cento em 2006). Da análise por mercados de origem, verifica-se que a Espanha permaneceu como o principal parceiro de Portugal, sendo de destacar a forte desaceleração das importações de mercadorias da Alemanha e Itália neste período. Em sentido inverso, registou-se um aumento muito significativo das importações provenientes da Suécia.

Gráfico 5.13



(37) A desaceleração das exportações para Espanha reflectiu igualmente a forte queda das vendas de combustíveis desde o início do ano.

(38) A primeira estimativa disponibilizada para Agosto no âmbito do SDDS aponta para um crescimento nominal das importações em termos homólogos de 5.9 por cento (6.7 por cento, em Julho).

6. PREÇOS

Em 2007, a taxa de inflação em Portugal, medida pela variação média anual do índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC), deverá situar-se em 2.3 por cento, o que representa uma diminuição de 0.7 p.p. relativamente a 2006 (Gráfico 6.1). Depois do aumento registado em Abril, associado em particular à forte subida dos preços dos serviços hospitalares, a variação homóloga do IHPC manteve uma trajectória descendente, situando-se em Setembro em 2.0 por cento (Quadro 6.1). A diminuição da taxa de inflação em 2007 reflecte, em grande parte, a forte desaceleração dos preços dos bens energéticos, bem como o menor crescimento dos custos unitários do trabalho no sector privado e dos preços de importação de bens de consumo, este último efeito associado em particular à intensificação do processo de globalização nos últimos anos.

A redução significativa do contributo da componente energética para a taxa de inflação em 2007, nomeadamente nos três primeiros trimestres do ano, reflectiu o efeito de base associado ao forte aumento do preço do petróleo em euros no período homólogo de 2006 (Quadro 6.2)³⁹. No terceiro trimestre de 2007, o contributo dos preços dos bens industriais energéticos para a taxa de inflação situava-se em 0.2 p.p., um valor claramente inferior ao apresentado em média nos últimos dois anos (Gráfico 6.2). É ainda de assinalar a diminuição significativa da volatilidade em 2007 das taxas de variação homóloga desta componente do IHPC quando comparada com o verificado nos anos mais recentes.

O menor crescimento dos custos unitários do trabalho em 2007, em particular no sector privado, terá contribuído igualmente para a descida da taxa de inflação em Portugal. De acordo com as estimati-

Gráfico 6.1

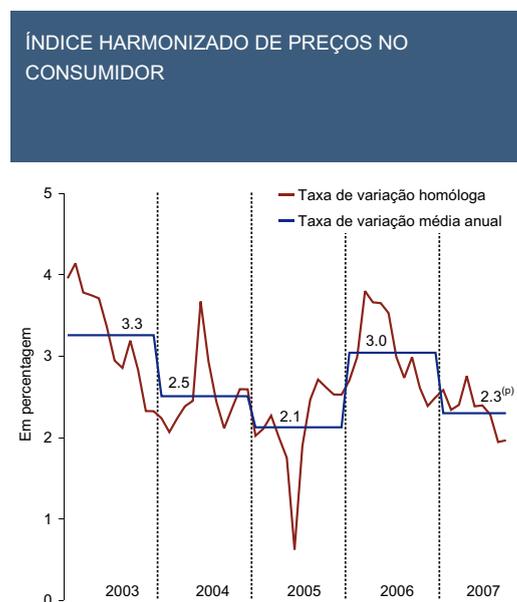


Gráfico 6.2



(39) Excluindo os bens energéticos, a taxa de variação média do IHPC em Setembro permaneceu inalterada face ao valor registado no final de 2006 (2.5 por cento).

Quadro 6.1

IHPC – PRINCIPAIS CLASSES E AGREGADOS									
Taxas de variação média e homóloga, em percentagem									
	Pesos	Taxas de variação média anual				Taxas de variação homóloga mensal			
		2004	2005	2006	2007	2006		2007	
					Set.	Dez.	Mar.	Jun.	Set.
Total	100.0	2.5	2.1	3.0	2.4	2.5	2.4	2.4	2.0
Total excluindo energéticos	90.8	2.3	1.4	2.5	2.5	2.4	2.3	2.3	2.1
Total excl.alimentares não transformados e energéticos	79.4	2.6	1.7	2.4	2.3	2.1	2.0	2.4	2.2
Agregados									
Bens	62.3	1.6	1.9	3.2	2.2	2.5	2.3	2.1	1.7
Alimentares	21.9	1.4	0.1	3.6	3.1	3.9	2.6	2.1	2.4
Não transformados	11.3	0.0	-0.5	3.2	4.2	5.1	5.2	2.3	1.4
Transformados	10.6	2.8	0.8	4.1	2.1	2.8	0.1	2.1	3.5
Industriais	40.4	1.8	2.8	3.0	1.7	1.7	2.1	2.1	1.3
Não energéticos	31.1	0.8	1.0	1.5	1.7	1.3	1.9	1.9	0.7
Energéticos	9.2	5.4	10.0	8.1	1.8	3.1	2.8	2.7	3.1
Serviços	37.7	3.9	2.5	2.7	2.7	2.5	2.6	2.9	2.5
<i>Por memória:</i>									
IPC	-	2.4	2.3	3.1	2.4	2.5	2.3	2.4	2.1
IHPC área do euro	-	2.1	2.2	2.2	1.9	1.9	2.1	1.9	2.1

Fontes: Eurostat, INE e Banco de Portugal.

Quadro 6.2

PRINCIPAIS INDICADORES DE PREÇOS INTERNACIONAIS								
Taxa de variação, em percentagem								
	2006		2006			2007		
	1º trim.	2º trim.	3º trim.	4º trim.	1º trim.	2º trim.	3º trim.	
Preços de importação de mercadorias^(a)								
Total	4.8	7.4	6.2	3.9	1.7	-0.6	0.5	-
Total excluindo combustíveis	2.2	1.6	2.3	2.0	2.4	1.5	2.2	-
Bens de consumo	1.6	1.2	0.9	2.2	1.9	-0.4	1.1	-
Preço internacional de matérias-primas								
Preço do petróleo (<i>Brent Blend</i>), EUR	19.0	43.1	33.2	10.1	-3.3	-14.4	-8.9	-3.1
Preço de matérias-primas não energéticas, EUR	24.8	23.6	26.2	26.6	23.0	7.2	13.8	6.7
<i>Por memória:</i>								
Índice cambial efectivo nominal para Portugal ^(b)	0.2	-0.7	0.2	0.5	0.7	0.8	0.7	0.6

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

Notas: (a) Cálculos do Banco de Portugal a partir de informação disponibilizada pelo INE. A classificação por grandes categorias económicas apresentada neste quadro difere da utilizada pelo INE na medida em que os automóveis ligeiros de passageiros estão incluídos nos bens de consumo e não nos bens de equipamento. (b) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação do índice. Para uma descrição detalhada da metodologia, veja-se Gouveia, A. C., Coimbra, C. (2004), "Novo índice cambial efectivo para a economia portuguesa", Boletim Económico, Dezembro, Banco de Portugal.

vas do Banco de Portugal, a desaceleração dos custos unitários do trabalho deverá reflectir o maior crescimento da produtividade em 2007, num contexto em que os salários continuarão a apresentar uma forte resistência ao abrandamento, não obstante as condições menos favoráveis no mercado de trabalho (ver “[Secção 4 Oferta](#)”).

O comportamento da inflação em Portugal nos últimos anos tem igualmente beneficiado da participação na união económica e monetária, que tem permitido a manutenção das expectativas de inflação em valores próximos dos apresentados no conjunto da área do euro (Gráfico 6.3).

A actual estimativa para a taxa de inflação em 2007 representa uma revisão em baixa de 0.2 p.p. em relação à projecção divulgada no [Boletim Económico](#) do Verão. Esta revisão reflecte um crescimento dos preços dos bens industriais, quer energéticos, quer não energéticos, inferior ao então projectado. Em sentido contrário, a estimativa agora apresentada aponta para um crescimento dos preços dos bens alimentares ligeiramente superior ao apresentado no Verão. Dentro dos bens industriais não energéticos, é de realçar a evolução dos preços dos “Veículos automóveis novos” que, entre Julho e Setembro, registaram uma redução acumulada de 2.5 por cento, um comportamento que deverá estar associado à entrada em vigor, a partir de 1 de Julho, de alterações ao nível da tributação sobre veículos. É de destacar igualmente dentro desta componente uma diminuição dos preços do “Vestuário e calçado” entre Junho e Setembro superior à verificada no período homólogo de 2006.

Tomando como referência o valor médio do intervalo de projecção elaborado pelo BCE e publicado no respectivo Boletim Mensal de Setembro, o diferencial de inflação em relação à área do euro deverá situar-se em 0.3 p.p., o que se traduzirá numa redução de 0.5 p.p. em relação a 2006. Ao contrário do verificado em Portugal, os custos unitários do trabalho para o total da economia na área do euro deverão registar um crescimento médio superior em 2007, contribuindo, deste modo, para a esperada diminuição do diferencial de inflação⁴⁰. Após uma relativa estabilidade até Julho, o diferencial de inflação face à área do euro, medido com base na variação homóloga do IHPC, apresentou uma di-

Gráfico 6.3

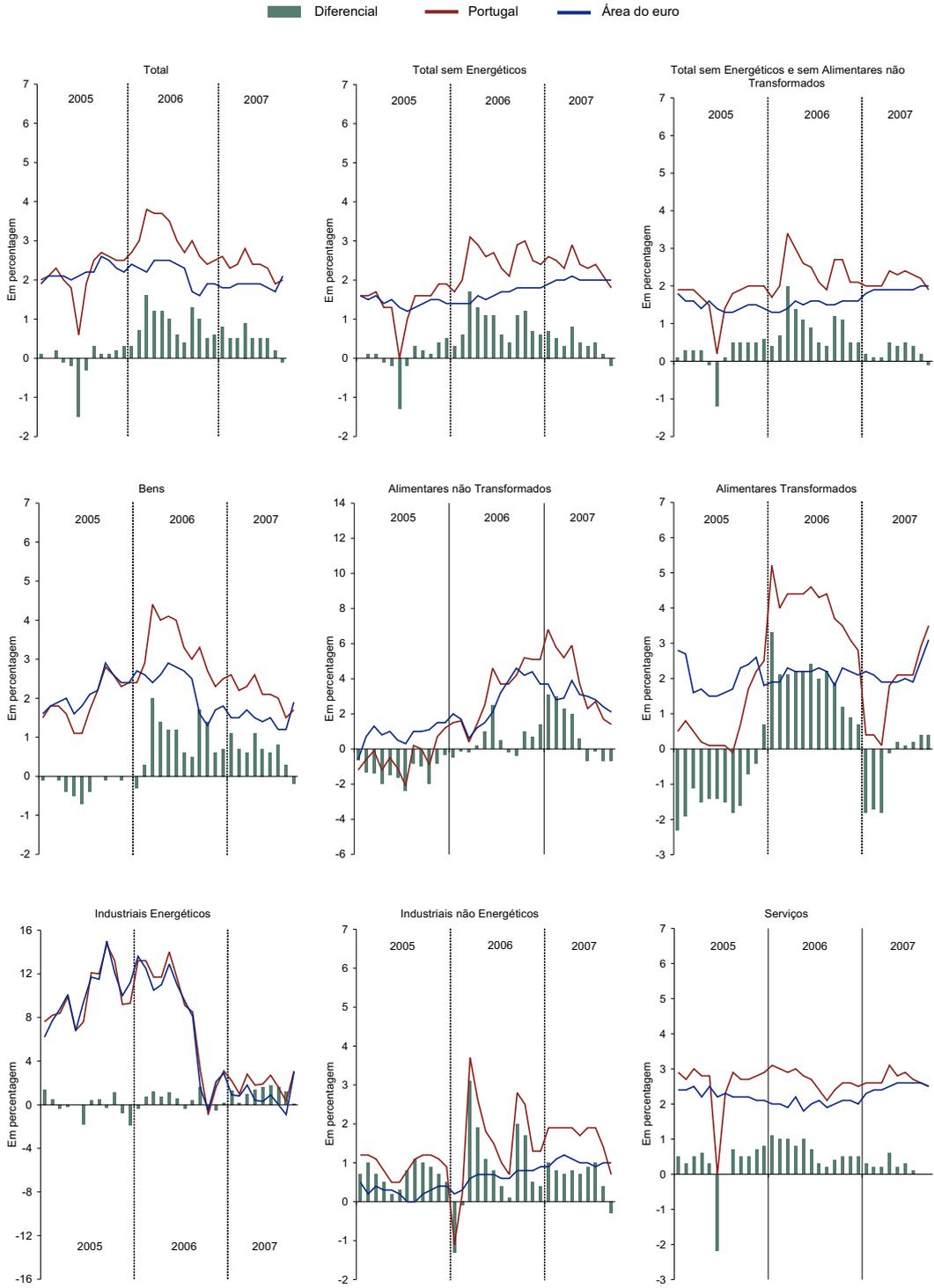


Fontes: *Consensus Economics* e cálculos do Banco de Portugal.

(40) De acordo com as previsões mais recentes da Comissão Europeia, na área do euro, os custos unitários do trabalho para o total da economia deverão registar um crescimento médio de 1.2 por cento em 2007, após 0.8 por cento em 2006.

Gráfico 6.4

ÍNDICE HARMONIZADO DE PREÇOS NO CONSUMIDOR
Taxas de variação homogênea e diferenciais



Fonte: Eurostat.
Nota: Diferencial expresso em pontos percentuais.

minuição em Agosto e Setembro, situando-se no último destes meses em -0.1 p.p (Gráfico 6.4). Em termos médios anuais, o diferencial de inflação registou uma redução de 0.3 p.p., entre Dezembro de 2006 e Setembro de 2007. Ao nível dos principais agregados, é de sublinhar o aumento do diferencial de inflação nos bens energéticos, determinada por uma desaceleração dos preços desta componente mais acentuada na área do euro do que em Portugal e, em sentido inverso, a redução significativa do diferencial nos bens alimentares transformados e, em menor grau, nos serviços.

7. BALANÇA DE PAGAMENTOS

7.1. Necessidades de financiamento em 2007

As necessidades líquidas de financiamento externo da economia portuguesa, medidas pelo défice conjunto das balanças corrente e de capital, deverão situar-se em 7.7 por cento do PIB em 2007, o que corresponde a uma diminuição de 0.9 p.p. face ao ano anterior (Quadro 7.1.1). Verifica-se, deste modo, uma interrupção da trajectória de agravamento do desequilíbrio externo da economia portuguesa, que se observava desde 2004. A diminuição das necessidades líquidas de financiamento reflecte o aumento da poupança interna e, em menor grau, uma ligeira descida da taxa de investimento (Gráfico 7.1.1). A actual estimativa para o défice conjunto das balanças corrente e de capital é inferior à divulgada no *Boletim Económico* do Verão, que apontava para um valor de 7.9 por cento do PIB, reflectindo em larga medida um menor agravamento do défice da balança de rendimentos do que o então previsto.

A redução do défice externo em 2007 reflectiu essencialmente o menor défice da balança corrente. Esta evolução resulta da melhoria do saldo da balança de bens e serviços, que mais do que compensa o aumento do défice da balança de rendimentos associado à progressiva deterioração da posição de investimento internacional da economia portuguesa e à subida das taxas de juro.

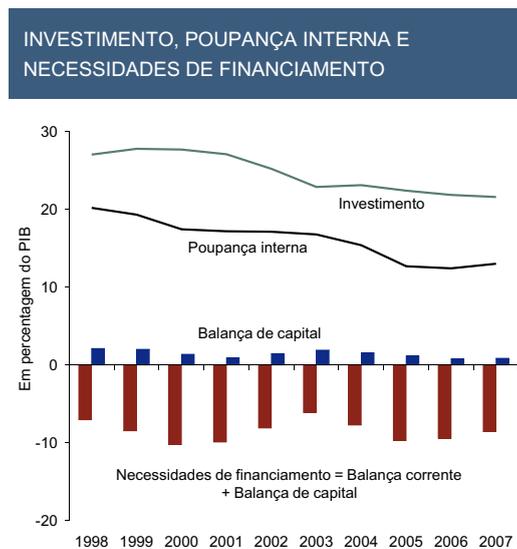
Quadro 7.1.1

BALANÇA CORRENTE E BALANÇA DE CAPITAL						
Saldos em percentagem do PIB						
				1º semestre ^(a)		
	2005	2006	2007 ^(b)	2005	2006	2007
Balança corrente	-9.7	-9.4		-10.4	-10.8	-9.1
Mercadorias	-11.2	-10.7		-11.1	-11.0	-9.5
Serviços	2.6	3.2		1.8	2.1	3.0
<i>dos quais:</i>						
Viagens e turismo	2.5	2.6		1.9	1.8	2.0
Rendimentos	-2.6	-3.5		-2.7	-3.5	-4.3
Transferências correntes	1.5	1.6		1.6	1.7	1.7
<i>das quais:</i>						
Remessas de emigrantes/imigrantes	1.2	1.2		1.0	1.0	1.2
Balança de capital	1.2	0.8		0.8	0.6	1.1
<i>Por memória:</i>						
Balança de bens e serviços	-8.7	-7.6	-6.2	-9.3	-8.9	-6.6
Balança corrente + balança de capital	-8.5	-8.6	-7.7	-9.6	-10.1	-8.0

Fontes: INE e Banco de Portugal.

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

Gráfico 7.1.1



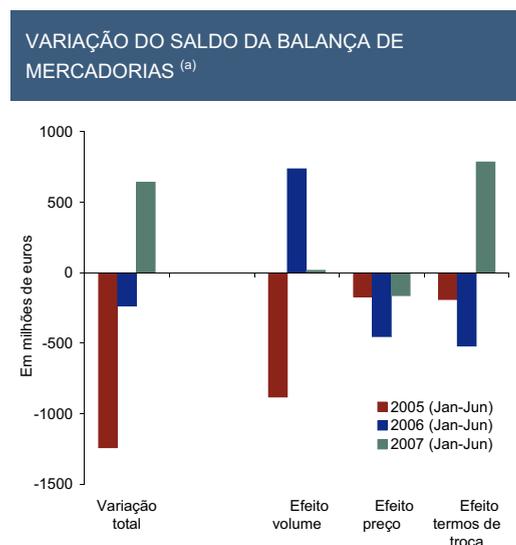
7.2. A balança de pagamentos no primeiro semestre de 2007

Na primeira metade de 2007, o défice conjunto das balanças corrente e de capital diminuiu para 8.0 por cento do PIB (10.1 por cento no primeiro semestre de 2006). Esta evolução do défice externo português traduziu uma melhoria do saldo de todas as principais rubricas, com excepção da balança de rendimentos.

Nos primeiros seis meses de 2007, a balança de mercadorias registou um défice acumulado de 9.5 por cento do PIB. A forte desaceleração dos preços das mercadorias importadas, em particular de combustíveis, resultou num ganho significativo de termos de troca neste período (Gráfico 7.2.1). Com efeito, de acordo com estimativas do Banco de Portugal, com base em informação fornecida pelo INE, as taxas de variação homóloga dos preços de exportação e importação de mercadorias situaram-se em 3.8 e 0.1 por cento, respectivamente, resultando num ganho de termos de troca de 3.7 p.p. no primeiro semestre de 2007. Excluindo combustíveis, observa-se igualmente um ganho de termos de troca de 2.3 p.p. (as variações dos preços de exportação e importação foram, neste caso, de 4.2 e 1.9 por cento, respectivamente). Apesar da desaceleração verificada, as exportações continuaram a crescer a um ritmo superior ao das importações, resultando num efeito volume favorável, mas significativamente inferior ao registado no primeiro semestre de 2006.

O saldo da balança corrente beneficiou igualmente do aumento do excedente da balança de serviços, reflectindo não só o crescimento significativo das exportações líquidas de serviços de turismo (14.3 por cento), mas também de outros serviços, como os relacionados com transportes e com a prestação de serviços técnico-profissionais. Por seu lado, o défice da balança de rendimentos voltou a apresentar um agravamento na primeira metade do ano, que traduz em grande parte uma deterioração do saldo dos rendimentos de créditos e empréstimos, consistente com a continuada acumulação de dívida externa líquida pelos sectores residentes e com o agravamento dos custos de financiamento. Finalmente, é de salientar o aumento do excedente da balança de capital, reflectindo essencialmente o maior fluxo de entrada de transferências públicas provenientes da União Europeia.

Gráfico 7.2.1



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) Uma variação positiva (negativa) significa um aumento (redução) do saldo da balança de mercadorias. Para uma descrição da metodologia utilizada na decomposição da variação do saldo da balança de mercadorias, veja-se o *Relatório Anual*, 2003, Banco de Portugal, p. 179.

7.3 A balança financeira no primeiro semestre de 2007

No primeiro semestre de 2007, a balança financeira registou uma entrada líquida de fundos de 7.9 por cento do PIB, valor que compara com 8.4 por cento no período homólogo de 2006 (Quadro 7.3.1). À semelhança do observado em anos anteriores, o sistema bancário residente continuou a intermediar, em larga medida, o financiamento externo da economia portuguesa, através da emissão de títulos a médio e longo prazo colocados junto de não residentes. Em anos anteriores esse financiamento era obtido através de sucursais e filiais localizadas no exterior e posteriormente canalizado para o território português através de posições interbancárias intra-grupo, reflectidas na balança de pagamentos na rubrica outro investimento. No primeiro semestre de 2007, as emissões de títulos ocorreram essencialmente através das casas-mãe em Portugal e, como tal, com um registo na balança de pagamentos em investimento de carteira por parte de não residentes.

Ainda no que diz respeito ao investimento de carteira, são igualmente de realçar os montantes elevados registados pelas aplicações de instituições financeiras não monetárias residentes. Este desenvolvimento (já observado em anos anteriores) reflecte, fundamentalmente, alterações de carteira das sociedades de seguros e de fundos de pensões, no sentido da detenção de uma maior proporção de títulos de dívida de médio e longo prazo. Estas alterações traduzem a exploração de oportunidades de diversificação de carteira, no âmbito das estratégias seguidas por estas instituições com vista a melhorar a adequação da sua carteira à duração das respectivas responsabilidades (tipicamente com maturidades muito longas). Por sua vez, a aquisição de títulos de dívida pública portuguesa por não residentes foi claramente inferior à verificada no ano anterior, em linha com a redução das necessidades de financiamento das administrações públicas.

Observou-se também uma significativa amortização de títulos de sociedades não financeiras colocados junto de investidores não residentes, essencialmente papel comercial, bem como a aquisição de obrigações e outros títulos de dívida a médio e longo prazo por parte de particulares residentes.

Quadro 7.3.1

BALANÇA FINANCEIRA

Em percentagem do PIB

	2006	Janeiro-Junho 2006			Janeiro-Junho 2007		
	Varição Líquida	Varição de Passivos	Varição de Activos	Varição Líquida	Varição de Passivos	Varição de Activos	Varição Líquida
Balança Corrente e de Capital	-8.6			-10.1			-8.1
Balança Financeira	7.8	25.6 (24.1)	-17.2 (-15.7)	8.4	25.1 (23.2)	-17.2 (-15.4)	7.9
Investimento Directo	2.0	4.1	-1.9	2.2	3.0	-3.7	-0.6
<i>excluindo Zona Franca da Madeira e de Santa Maria (Açores)</i>	1.8	3.9	-1.7	2.2	3.0	-3.6	-0.6
Investimento de Carteira	1.7	0.4	-13.3	-12.9	15.1	-9.3	5.8
Derivados Financeiros	-0.2	-3.7	3.4	-0.3	-3.5	3.9	0.4
Outro Investimento	3.0	24.8 (23.3)	-7.4 (-5.9)	17.4	10.4 (8.5)	-8.4 (-6.5)	2.0
Activos de Reserva	1.2		2.1	2.1		0.2	0.2
Por sector institucional residente:							
Autoridades Monetárias ^(a)	-3.3 (-3.0)	4.0 (2.6)	0.9	4.9 (3.4)	3.2 (1.3)	-0.4	2.9 (1.0)
Investimento de Carteira	0.1		0.9	0.9		2.7	2.7
Derivados Financeiros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outro Investimento	-4.6 (-4.3)	4.0 (2.6)	-2.2	1.9 (0.4)	3.2 (1.3)	-3.3	-0.1 (-2.0)
Activos de Reserva	1.2		2.1	2.1		0.2	0.2
Administrações Públicas	2.3	3.8	0.1	3.9	0.4	0.1	0.5
Investimento Directo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>excluindo Zona Franca da Madeira e de Santa Maria (Açores)</i>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investimento de Carteira	2.3	4.3	-0.1	4.2	2.5	-0.4	2.1
Derivados Financeiros	-0.1	-0.6	0.3	-0.3	-0.6	0.6	0.0
Outro Investimento	0.1	0.1	-0.1	0.0	-1.6	-0.1	-1.7
Outras Instituições Financeiras Monetárias ^(a)	12.3 (12.1)	18.4	-4.9 (-3.4)	13.5 (15.0)	18.7	-4.7 (-2.8)	14.0 (15.9)
Investimento Directo	0.0	0.4	0.0	0.4	0.5	-0.4	0.1
<i>excluindo Zona Franca da Madeira e de Santa Maria (Açores)</i>	0.0	0.4	0.0	0.4	0.5	-0.4	0.1
Investimento de Carteira	2.8	0.2	-4.6	-4.4	11.9	-3.1	8.7
Derivados Financeiros	-0.2	-2.3	2.1	-0.2	-2.2	2.4	0.3
Outro Investimento	9.7 (9.4)	20.0	-2.4 (-0.9)	17.6 (19.1)	8.5	-3.6 (-1.7)	4.9 (6.8)
Instituições Financeiras não Monetárias	-1.5	-1.0	-6.8	-7.8	2.8	-8.1	-5.3
Investimento Directo	0.7	0.8	-0.1	0.7	0.7	-0.3	0.3
<i>excluindo Zona Franca da Madeira e de Santa Maria (Açores)</i>	0.7	0.8	-0.1	0.7	0.7	-0.3	0.3
Investimento de Carteira	-2.4	-1.6	-7.5	-9.1	2.4	-7.1	-4.7
Derivados Financeiros	0.2	-0.5	0.7	0.2	-0.4	0.7	0.3
Outro Investimento	0.0	0.3	0.1	0.4	0.1	-1.3	-1.2
Sociedades não Financeiras e Particulares	-2.1	0.4	-6.5	-6.2	0.1	-4.3	-4.2
Investimento Directo	1.3	2.9	-1.8	1.1	1.9	-3.0	-1.0
<i>excluindo Zona Franca da Madeira e de Santa Maria (Açores)</i>	1.1	2.7	-1.7	1.1	1.9	-2.9	-1.0
Investimento de Carteira	-1.1	-2.6	-2.0	-4.6	-1.6	-1.4	-3.1
Derivados Financeiros	-0.2	-0.3	0.2	-0.1	-0.4	0.2	-0.1
Outro Investimento	-2.2	0.4	-2.9	-2.5	0.2	-0.1	0.0
Erros e Omissões	0.9			1.7			0.2

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: 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. (a) Os valores entre parêntesis no Outro Investimento das Autoridades Monetárias e das Outras Instituições Financeiras Monetárias encontram-se ajustados de operações de fim de ano de natureza temporária e revertidas nos primeiros dias do ano seguinte, entre estes dois sectores.

Deve acrescentar-se ainda que, no primeiro semestre de 2007, o saldo das operações de investimento directo, excluindo as operações associadas a empresas localizadas nas zonas francas da Madeira e dos Açores, correspondeu a uma saída líquida de fundos de 0.6 por cento do PIB. De facto, o aumento do investimento directo de Portugal no exterior foi acompanhado de uma diminuição do investimento directo do exterior em Portugal. À semelhança do sucedido em anos anteriores, a generalidade das operações de investimento directo registadas na balança financeira surge associada a Sociedades Gestoras de Participações Sociais (SGPS). Note-se que, nos anos mais recentes, a utilização das zonas francas para a realização, por não residentes, de investimentos em países terceiros terá sido muito reduzida.

8. CONCLUSÃO

A recuperação da economia portuguesa em 2007 apresenta traços comuns com o padrão observado nos seus últimos ciclos de expansão. Do lado da oferta, a aceleração da actividade traduz um maior contributo da produtividade total de factores, associado a uma maior utilização da capacidade produtiva disponível, ao habitual desfasamento cíclico da criação de emprego, bem como à gradual reestruturação empresarial, que potencia a criação líquida de empresas mais produtivas. Do lado da procura, a dinâmica das exportações e, posteriormente, do investimento, constituem os pilares em que se sustenta a actual fase de expansão da actividade económica.

O ciclo de recuperação que teve início em 2006 apresenta, no entanto, traços específicos, não só em termos dos choques que têm afectado a economia mas também na envolvente estrutural que determina a sua capacidade de reacção a esses choques. Importa, neste contexto, sublinhar alguns destes traços mais estruturais, no sentido de enquadrar o actual comportamento da economia portuguesa, bem como avaliar as perspectivas do reinício do processo de convergência real para os níveis de rendimento *per capita* da União Europeia.

Um primeiro traço estrutural da economia portuguesa no actual ciclo económico é a crescente integração financeira e económica global. No contexto da participação na área do euro, a crescente integração financeira da economia alargou o conjunto de possibilidades de escolha dos agentes económicos, permitindo em particular um aumento sustentado e de equilíbrio do nível de endividamento, bem como o alisamento das decisões de consumo face a choques temporários e idiossincráticos sobre o rendimento. No entanto, importa sublinhar que as restrições orçamentais intertemporais dos agentes se mantêm activas, pelo que o baixo nível da taxa de poupança das famílias deverá implicar uma moderação do consumo face à evolução do rendimento disponível corrente e permanente. O processo de integração económica tem-se caracterizado por um aumento do grau de abertura ao exterior, do peso do sector dos serviços no total das exportações de bens e serviços, do peso do comércio extra-comunitário no total das exportações, bem como do peso das máquinas e aparelhos no total das exportações de bens (em simultâneo com a diminuição do peso dos sectores dos têxteis, vestuário e calçado). A participação crescente da economia portuguesa no comércio mundial e a alteração do seu padrão de vantagens comparativas encontra-se associado à diminuição de barreiras internacionais ao comércio nos últimos anos e à crescente participação na economia mundial das economias de mercado emergentes e em desenvolvimento.

Um segundo traço estrutural que caracteriza o actual ciclo de expansão é a definição de um regime macroeconómico orientado para a estabilidade. Do lado da política monetária, a credibilidade e a orientação do BCE no sentido da estabilidade de preços traduz-se em expectativas de inflação ancoradas, o que contribui para criar um quadro nominal estável e previsível para as decisões dos agentes económicos. No que se refere à política orçamental, a existência de uma situação orçamental equili-

brada e sustentável contribui igualmente no sentido da criação de um quadro de estabilidade macroeconómica, ao diminuir a incerteza dos agentes económicos, nomeadamente com a criação de um quadro fiscal estável e previsível, ao permitir o funcionamento pleno dos estabilizadores automáticos, e ao facilitar a resposta a tendências estruturais com impacto orçamental, tal como o envelhecimento da população. O actual processo de consolidação das contas públicas constitui assim um desenvolvimento claramente favorável na economia portuguesa nos últimos anos, sendo de destacar, nomeadamente, que o saldo primário estrutural previsto para 2007 se deverá situar no nível mais elevado da última década. Neste contexto, importa sublinhar a importância da concretização plena dos compromissos assumidos no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento, nomeadamente a consecução do objectivo de médio prazo de um défice estrutural de 0.5 por cento em 2010.

Um terceiro traço estrutural do actual ciclo económico é o baixo nível de crescimento tendencial da economia quando comparado com os ciclos anteriores. Esta evolução decorre da interacção de um conjunto vasto de factores, incluindo os incentivos gerados pelo quadro institucional e estrutural acima apresentado. Apesar da dificuldade de uma avaliação quantitativa dos respectivos contributos, importa destacar vários factores, interligados entre si. Em primeiro lugar, a redução acumulada do investimento nos últimos anos implicou uma diminuição da taxa de investimento para níveis mínimos históricos em 2006, e deverá implicar no futuro próximo uma diminuição da intensidade capitalística da economia, cujo impacto será tanto maior quanto reflectir a evolução de investimentos com elevadas externalidades positivas sobre a economia. Em segundo lugar, a manutenção de um stock de capital humano com fortes debilidades estruturais condiciona igualmente o crescimento económico, particularmente num contexto como o actual de alterações tecnológicas enviesadas para os indivíduos com melhores qualificações. Finalmente, a rigidez prevalecente nos mercados de produto e de emprego aumenta a sua segmentação e dificulta a mobilidade de recursos, com consequências em termos do funcionamento destes mercados e dos incentivos aos agentes, em particular os mais jovens, em termos de formação e educação. Estes elementos tornaram-se particularmente relevantes no actual quadro de pressões concorrenciais a nível global, que exigem rápidas reafecções de recursos físicos e humanos.

Como acima referido, a evolução da economia portuguesa no futuro encontra-se condicionada não só pela combinação de choques que perturbam a economia em cada momento, mas também pelos incentivos gerados pelo enquadramento institucional e estrutural. Neste contexto, torna-se importante destacar o potencial impacto – embora em horizontes temporais distintos – de medidas que procurem alterar o actual quadro de fragilidades ao nível da qualidade dos recursos humanos e físicos, de persistência de barreiras à mobilidade de factores e de manutenção de segmentação em alguns mercados. Essas medidas criariam condições para promover, não só um maior crescimento económico em horizontes alargados, mas também uma melhor repartição do rendimento na economia.

No presente mais imediato, a actual turbulência nos mercados financeiros internacionais veio sublinhar de forma marcada a importância da transparência e da simetria de informação para a tomada de riscos pelos investidores e, em última análise, para o próprio funcionamento de uma economia de mercado. Tendo em conta a crescente integração internacional da economia portuguesa, o aumento da incerteza quanto ao enquadramento económico e financeiro global introduziu claros riscos descendentes quanto à evolução no futuro próximo das variáveis macroeconómicas mais sensíveis a estes desenvolvimentos, em particular as exportações e o investimento.

Caixa 1. A turbulência recente nos mercados financeiros internacionais

Origens e canais de transmissão aos mercados financeiros

Durante o Verão de 2007, observou-se uma reavaliação significativa e abrupta do risco por parte dos investidores, que se reflectiu num conjunto de perturbações nos mercados financeiros internacionais e conduziu a um aumento dos custos de financiamento. Estas perturbações resultaram da materialização de alguns factores de risco interligados entre si e que se tinham vindo a intensificar nos meses anteriores¹. Por um lado, a persistência em níveis historicamente baixos dos spreads nos mercados de dívida, bem como a diferenciação reduzida entre a rendibilidade de activos financeiros com diferentes graus de risco, sugeriam que os investidores poderiam não estar a avaliar correctamente os riscos envolvidos nas suas posições. Por outro lado, o aumento do recurso a instrumentos de transferência de risco de crédito nos últimos anos tinha tornado mais complexa a avaliação das exposições directas e indirectas a determinadas contrapartes. O paradigma tradicional que pressupunha a concessão de crédito e subsequente gestão do mesmo por uma instituição financeira tem vindo a ser gradualmente substituído por um paradigma de intermediação em que os bancos concedem crédito, estruturam produtos padronizados com base nesses créditos e, finalmente, vendem esses produtos a terceiros. Numa primeira análise, poderia considerar-se que este tipo de inovação financeira promoveria uma menor concentração de risco nos sistemas bancários. Contudo, dada a reduzida transparência nos instrumentos utilizados nas transferências de risco de crédito, o grau de complexidade na sua valorização e a incerteza quanto aos canais de propagação que lhe estão associados, o recente período de instabilidade evidenciou que os sistemas bancários se encontravam bastante mais expostos ao risco do que o anteriormente esperado.

A materialização destes riscos foi desencadeada pela preocupação crescente dos investidores com a evolução observada nos segmentos de crédito hipotecário residencial com maior risco (subprime) nos EUA, redundando num período de forte instabilidade e incerteza nos mercados financeiros². Nos últimos anos observou-se uma expansão continuada dos preços no sector imobiliário e uma forte concorrência no mercado de crédito hipotecário nesta economia. Estes desenvolvimentos, em paralelo com a disseminação do risco de crédito através da titularização dos créditos junto de investidores fortemente atraídos pela procura de rendimentos mais elevados, favoreceram um relaxamento dos critérios de concessão de crédito. Deve notar-se que mesmo no período mais recente, caracterizado por aumentos das taxas de juro, foi possível às famílias norte-americanas recorrer de forma crescente a contratos de crédito que pretendiam contornar as dificuldades resultantes do aumento dos encargos com o serviço da dívida, através da contratação de taxas de juro crescentes ou de períodos de carência de capital. Por outro lado, o aumento dos preços das habitações, pelo facto de implicar uma diminuição do rácio entre o valor da dívida e o valor da habitação, facilitava a renegociação da dívida, permitindo a melhoria das condições de financiamento e o aumento dos montantes em dívida de modo a obter liquidez adicional para efeitos de consumo. Neste contexto de diminuição da qualidade do crédito hipotecário residencial, em particular no segmento subprime, o aumento das taxas de juro e o abrandamento dos preços das habitações contribuíram para o aumento da taxa de incumprimento, o que originou dificuldades crescentes de solvência em instituições de crédito especializadas nesse segmento. Como consequência destes desenvolvimentos, observou-se uma diminuição dos ratings dos títulos que têm hipotecas de habitação como garantia e uma perda de confiança dos investidores nos mercados de crédito hipotecário residencial nos EUA, o que originou uma diminuição abrupta da liquidez nos mercados de títulos garantidos por activos em geral.

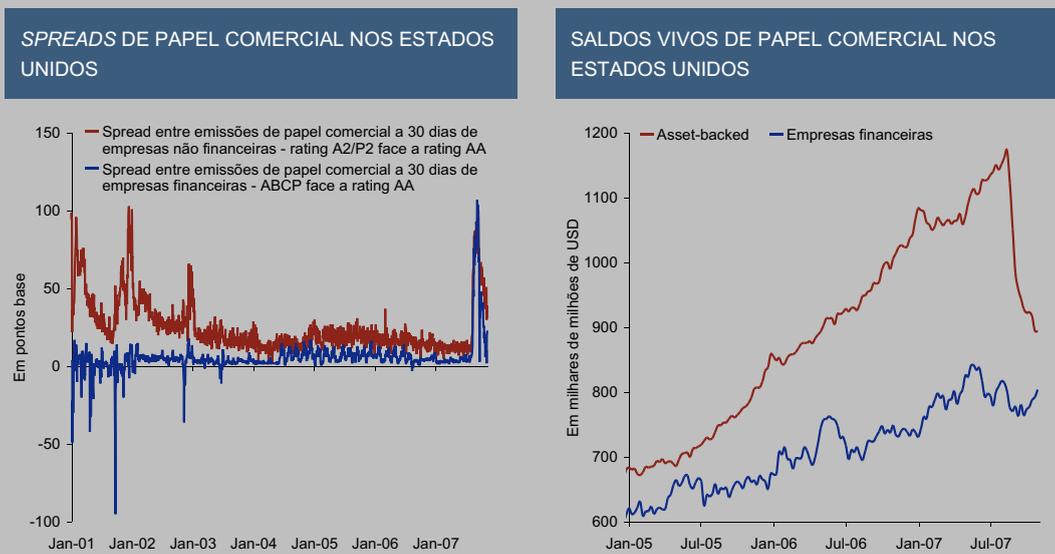
A transmissão destes problemas aos mercados de dívida internacionais revelou-se mais rápida e mais intensa do que o esperado³. Num quadro de aumento do grau de aversão ao risco dos investidores e de avaliação mais pru-

(1) Ver "Capítulo 2 Riscos Macroeconómicos e Financeiros", *Relatório de Estabilidade Financeira*, 2006, Banco de Portugal.

(2) O segmento subprime inclui essencialmente os clientes com maior nível de risco quer por auferirem um rendimento baixo ou por possuírem um historial de incumprimentos. Este segmento cresceu significativamente nos últimos anos e, no final de 2006, representava cerca de 15 por cento do total de crédito hipotecário residencial nos EUA. Se também for considerado o segmento intermédio entre o subprime e o prime (segmento Alt-A), que diz respeito essencialmente a clientes com um bom historial de crédito mas menos informação respeitante ao seu rendimento, este valor sobe para cerca de 25 por cento.

(3) Durante os primeiros meses de 2007, os problemas no segmento subprime norte-americano afectaram essencialmente investidores e instituições financeiras com exposição directa a este mercado. Considerando a relativamente reduzida dimensão deste segmento no crédito hipotecário total norte-americano, não se estimava que o montante das perdas fosse muito significativo em termos agregados. Por exemplo, em meados de Julho, a Reserva Federal estimava estas perdas em cerca de 50 a 100 mil milhões de USD, o que corresponde a cerca de 0,4-0,8 por cento do PIB nominal norte-americano. No *Global Financial Stability Report* de Setembro de 2007, o FMI apontava para uma estimativa de perdas entre 170 a 200 mil milhões de USD.

Gráfico 1



Fontes: Federal Reserve Board e Thomson Financial Datastream.

dente dos riscos assumidos, estas perturbações estenderam-se a certos segmentos de crédito às empresas, tendo começado a ser noticiadas no final de Julho dificuldades na concretização de operações de financiamento previamente planeadas, em particular para operações com um grau de alavancagem significativo (*leveraged buyouts*). Para além disso, a incerteza quanto à distribuição das perdas decorrentes da exposição directa ou indirecta ao mercado subprime, quer em instituições financeiras norte-americanas quer em bancos europeus, agravou-se substancialmente no início de Agosto. Estes problemas resultaram numa diminuição substancial da liquidez nos mercados de papel comercial, em particular no mercado norte-americano de ABCP (*asset-backed commercial paper*), que tinha registado um crescimento considerável ao longo dos últimos anos, tendo-se transmitido igualmente aos mercados europeus deste tipo de instrumento financeiro (Gráfico 1). Os créditos cedidos em operações de titularização são geralmente transferidos para veículos financeiros cujo financiamento tem sido assegurado, nalguns casos, através da emissão de títulos de curto prazo garantidos por activos de maturidade longa e reduzida liquidez. A diminuição abrupta da procura de papel comercial originou fortes dificuldades de refinanciamento destes veículos financeiros, parte dos quais beneficiava de linhas de crédito de suporte garantidas por bancos.

A situação nos mercados monetários e a actuação dos bancos centrais

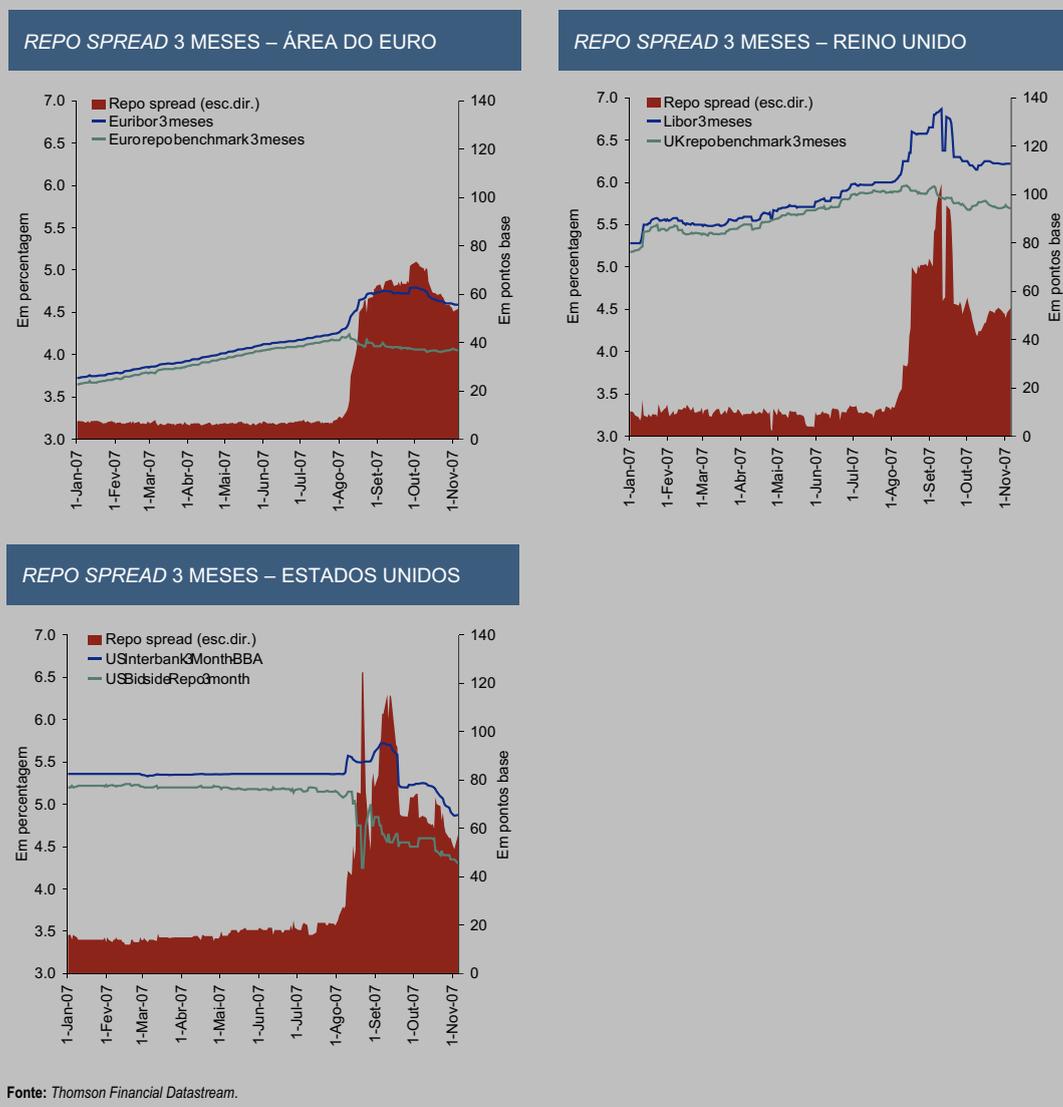
Neste contexto de necessidades de liquidez adicionais e aumento do risco de contraparte, os bancos passaram também a enfrentar constrangimentos substanciais no seu financiamento de mercado, designadamente no mercado monetário interbancário, onde se verificou no início de Agosto uma redução do número de transacções e um aumento do diferencial entre as taxas de juro dos prazos *overnight* e as taxas de referência de política monetária. Este diferencial reduziu-se com a intervenção de vários bancos centrais nos mercados monetários a partir do dia 9 de Agosto. Esta intervenção consistiu em sucessivas injeções de liquidez com o objectivo de promover o funcionamento regular destes mercados. Em particular, o BCE efectuou diversas operações ocasionais de regularização (*fine-tuning*) no prazo *overnight*, tendo também colocado no mercado montantes superiores aos montantes de referência nas operações principais de refinanciamento. Adicionalmente, o BCE efectuou duas operações de refinanciamento suplementares de prazo alargado a 3 meses. A Reserva Federal dos EUA aumentou também a liquidez disponível nos mercados monetários de curto prazo através de operações de mercado aberto de montantes superiores ao habitual. No dia 17 de Agosto, a Reserva Federal diminuiu a taxa de desconto em 50 p.b. e ajustou as condições deste financiamento para um prazo até 30 dias, renovável a pedido da contraparte. É de referir que estas medidas não pretenderam alterar a orientação da política monetária, nem auxiliar bancos específicos em di-

ficuldades, tratando-se de medidas técnicas para tentar garantir a normalização das condições de liquidez nos mercados e evitar que as condições monetárias se afastassem significativamente das pretendidas no âmbito da condução da política monetária⁴.

Estas decisões contribuíram para alguma regularização das condições de financiamento nos prazos mais curtos do mercado monetário, apesar de persistirem perturbações nos mercados monetários interbancários nos prazos superiores a 1 mês. Um sintoma da falta de confiança que permanecia nestes mercados é a manutenção de um elevado diferencial entre a taxa de juro praticada entre bancos em operações de empréstimo sem garantia e as taxas de juro correspondentes nas operações garantidas por colateral (taxa repo) nestes prazos, embora denotando alguma redução relativamente aos máximos observados (Gráfico 2).

A reavaliação do risco, a instabilidade nos mercados financeiros e a incerteza quanto aos impactos destas perturbações na actividade económica a médio prazo resultaram numa reavaliação da análise subjacente às decisões de política monetária. Neste contexto, a Reserva Federal norte-americana diminuiu em 50 pontos base a taxa de juro dos Fed Funds no dia 18 de Setembro, com o objectivo de mitigar os potenciais impactos negativos no cresci-

Gráfico 2



(4) É de referir que intervenções de natureza semelhante foram efectuadas por outros bancos centrais de economias avançadas, nomeadamente do Japão, do Canadá, da Suíça, da Noruega, da Austrália e da Nova Zelândia.

mento económico das perturbações observadas nos mercados financeiros. Por sua vez, o BCE decidiu manter inalteradas as taxas de juro oficiais nas reuniões de Setembro e Outubro, considerando que a incerteza prevalente nos mercados aconselhava que se aguardasse por informação adicional antes de retirar conclusões no que respeita à condução da política monetária. É de referir, contudo, que as autoridades monetárias de vários países que foram afectados em menor grau pela turbulência nos mercados financeiros e em que as pressões inflacionistas são mais intensas aumentaram as taxas de juro oficiais durante este período⁵.

Implicações sobre os mercados financeiros

Conforme referido, o movimento pronunciado de reavaliação dos riscos por parte dos investidores e a diminuição abrupta da liquidez em alguns mercados deram origem a fortes perturbações nos mercados financeiros internacionais durante o Verão de 2007.

Neste período registou-se um aumento dos prémios de risco nos mercados de dívida privada, que se tinham situado em níveis historicamente reduzidos durante um período muito prolongado. Entre o final de Julho e meados de Setembro, os spreads de títulos emitidos por empresas não financeiras aumentaram substancialmente (Gráfico 3). Estes aumentos foram ainda mais expressivos em títulos emitidos por bancos e, sobretudo, por outras instituições financeiras, o que constituiu um elemento distintivo deste período de turbulência por comparação com episódios anteriores⁶. Estes aumentos foram mais significativos nas maturidades mais longas, sugerindo maiores dificuldades de financiamento neste segmento. O aumento dos custos de financiamento das empresas foi mais expressivo nos Estados Unidos, apesar de na área do euro também se terem observado aumentos substanciais. Neste período observou-se igualmente uma maior diferenciação dos prémios de risco de acordo com os ratings, tendo-se registado aumentos mais significativos para empresas com piores notações. Na sequência da diminuição da taxa de juro de referência nos Estados Unidos a 18 de Setembro, verificou-se em geral uma diminuição dos prémios de risco no mercado de dívida privada, tendo posteriormente evidenciado alguma estabilização em níveis superiores aos observados em meados de Julho, tanto para as empresas não financeiras como para os bancos e seguradoras. No mercado de papel comercial norte-americano, onde os spreads tinham chegado a aumentar mais de 100 p.b. e onde os saldos vivos tinham diminuído de forma assinalável, assistiu-se igualmente a alguma reversão dos prémios de risco a partir de meados de Setembro, acompanhada por uma gradual recuperação dos montantes emitidos e por sinais de alguma estabilização dos saldos vivos a partir de Outubro.

As perdas nos mercados accionistas foram, de um modo geral, relativamente moderadas, nomeadamente por comparação com períodos recentes de fortes perturbações nos mercados financeiros, tais como a crise do Long-Term Capital Management (LTCM) em 1998, a bolha especulativa do sector tecnológico em 2000 ou o 11 de Setembro de 2001. Entre o final de Julho e meados de Agosto, a volatilidade nos mercados accionistas aumentou de forma assinalável, tendo-se registado reduções significativas nos preços, em particular das empresas do sector financeiro. No entanto, em meados de Outubro, as perdas registadas neste período encontravam-se quase integralmente revertidas em vários índices bolsistas. Os preços das acções de bancos e seguradoras também recuperaram a partir de meados de Setembro, na sequência da diminuição das taxas de juro por parte da Reserva Federal, ainda que de forma menos expressiva do que os índices para outros sectores, em particular na área do euro. A volatilidade nos mercados accionistas diminuiu no final de Setembro, apesar de ainda se encontrar em níveis superiores aos observados no primeiro semestre de 2007 (Gráfico 4). No final de Outubro, a divulgação de resultados de bancos relativos ao terceiro trimestre de 2007 originou um novo aumento da instabilidade nalguns segmentos dos mercados financeiros.

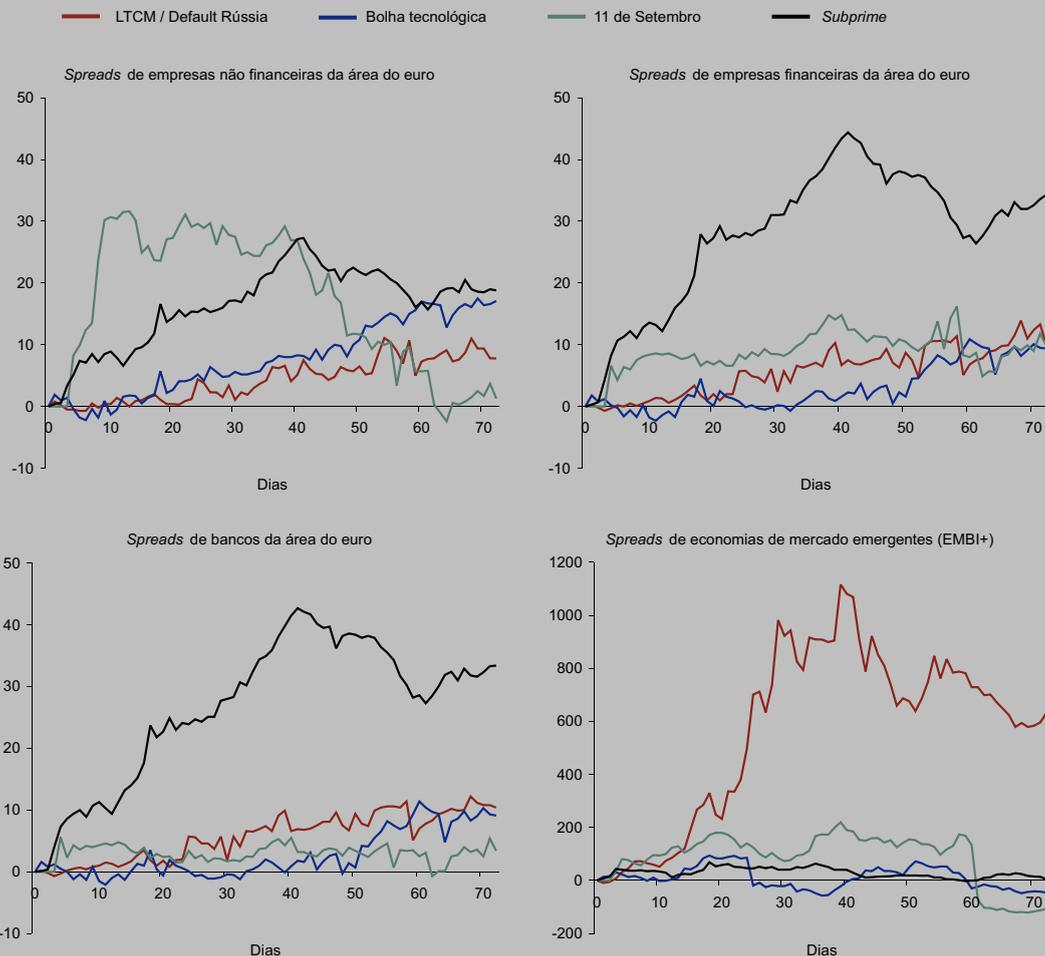
No que diz respeito aos mercados financeiros de economias de mercado emergentes, o impacto destas perturbações foi relativamente contido, em particular por comparação com crises anteriores. Por um lado, observaram-se apenas ligeiros aumentos dos spreads de títulos emitidos por estes países, que continuaram a situar-se em níveis historicamente reduzidos. Por sua vez, os índices accionistas destes países registaram algumas perdas num pri-

(5) Por exemplo, desde o início de Agosto de 2007, as taxas de juro oficiais apresentaram movimentos de subida nas seguintes economias: México, Chile, Peru, Suécia, Noruega, República Checa, Polónia, Rússia, África do Sul, Suíça, Austrália, China, Coreia do Sul e Taiwan.

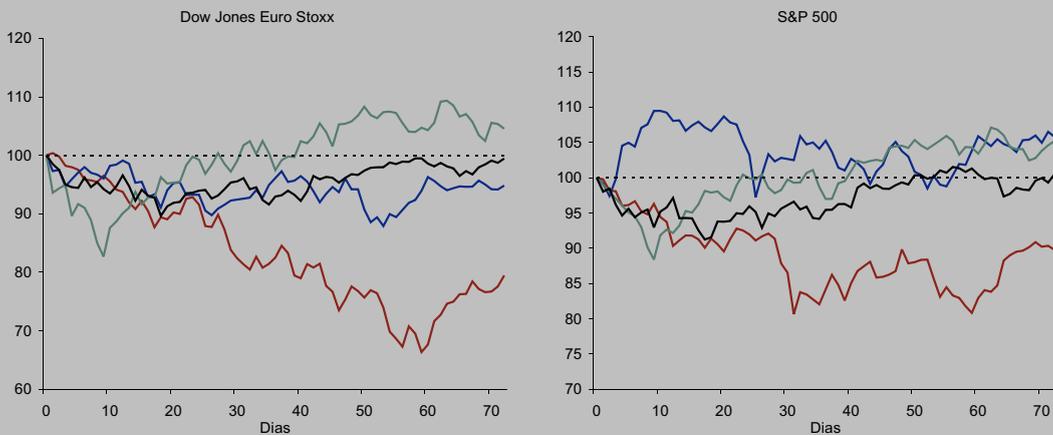
(6) Para uma análise dos impactos das perturbações nos mercados financeiros internacionais no sistema financeiro português ver artigo neste Boletim intitulado "O sistema bancário português no decurso de 2007".

Gráfico 3

MERCADOS DE DÍVIDA



MERCADOS ACCIONISTAS

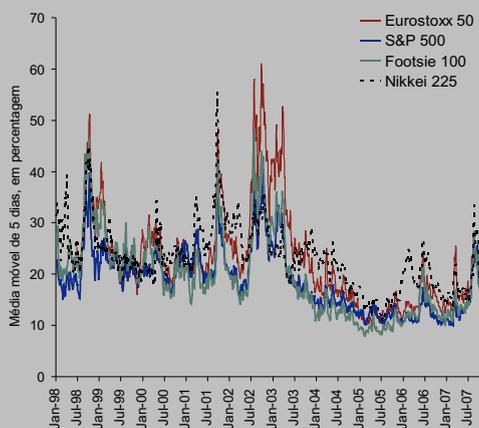


Fontes: Bloomberg, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch, JP Morgan e Banco de Portugal.

Notas: No eixo das abcissas considera-se o número de dias úteis decorridos desde o valor máximo observado imediatamente antes das perturbações observadas em cada período. Concretamente, na crise do LTCM foi considerado o dia 17/07/1998 como referência, na bolha tecnológica considerou-se o dia 10/03/2000, no 11 de Setembro foi considerado o dia 10/09/2001 e, finalmente, na crise do subprime foi considerado o dia 23/07/2007. Os spreads são diferenças, em pontos base, face ao dia de referência. Nos índices bolsistas, o dia de referência foi normalizado para o valor 100.

Gráfico 4

VOLATILIDADE IMPLÍCITA NOS PRINCIPAIS ÍNDICES ACCIONISTAS



Fontes: Bloomberg e Banco de Portugal.

Nota: Volatilidades implícitas anualizadas de opções sobre contratos de futuros. Para o Eurostoxx 50, apenas estão disponíveis valores desde 19 de Junho de 1998.

meio momento que foram rapidamente revertidas, tendo atingido novos máximos históricos em meados de Outubro.

O aumento da incerteza e da aversão ao risco durante o Verão de 2007 deram origem a um aumento da procura de activos com menor risco, traduzindo-se numa diminuição das taxas de rentabilidade dos títulos de dívida pública e num aumento dos preços de outros activos com risco reduzido, como por exemplo o ouro. A partir de meados de Setembro, as taxas de juro da dívida pública de médio e longo prazo evidenciaram alguma estabilização. No mercado cambial, o dólar terá assumido o tradicional papel de moeda de refúgio num período inicial e apreciado ligeiramente face à generalidade das principais moedas. Todavia, o euro registou uma forte apreciação face ao dólar desde meados de Agosto, reflectindo em parte as expectativas diferenciadas quanto às decisões de política monetária nas duas economias. Durante o período de maior turbulência assistiu-se à anulação de posições assumidas em carry trades⁷, que implicaram uma apreciação do yen face ao dólar, apesar de esta situação se ter gradualmente revertido posteriormente.

Implicações sobre os sistemas bancários

A persistência de dificuldades de financiamento para os bancos, em particular para aqueles que necessitem de recorrer regularmente a financiamento nos mercados por grosso, poderá afectar a sua actividade, sobretudo no que diz respeito à concessão de crédito. Estes constrangimentos têm-se feito sentir tanto em prazos curtos, nomeadamente nos mercados monetários e de papel comercial, como em prazos médios e longos, através de dificuldades na emissão de títulos de dívida e na colocação de operações de titularização⁸. Neste sentido, é provável que se venha a assistir à intensificação da concorrência na captação de depósitos, à medida que os bancos procurem substituir, em parte, o financiamento de mercado. As dificuldades de financiamento dos bancos, designadamente o seu maior custo, são susceptíveis de se reflectir num aumento do custo do crédito e em condições de aprovação de empréstimos mais exigentes. Neste quadro é expectável um reajustamento da estrutura de prazos do crédito

(7) Os carry trades são estratégias de investimento em que um investidor se endivida na moeda de um país com taxas de juro baixas para investir noutro país com taxas de juro mais elevadas. O nível quase nulo das taxas de juro no Japão ao longo dos últimos anos contribuiu para a intensificação do recurso a estas estratégias de investimento.

(8) As dificuldades sentidas pelo banco inglês Northern Rock são ilustrativas das potenciais implicações destes problemas sobre os bancos. Em meados de Setembro, este banco, que se encontrava bastante dependente do financiamento de mercado a curto prazo, foi forçado a recorrer a operações de cedência de liquidez de emergência junto do Banco de Inglaterra, tendo a divulgação desta informação dado origem a uma "corrida" aos depósitos por parte dos clientes.

concedido no sentido de uma redução da maturidade média, bem como um abrandamento do crédito ao sector privado. A rentabilidade dos bancos deverá também ser afectada pela instabilidade nos mercados financeiros, através de possíveis perdas nas suas carteiras de activos financeiros ou da diminuição dos resultados em operações financeiras, tais como a gestão de activos e a estruturação de operações. Adicionalmente, a incerteza que prevalece nos mercados financeiros não é favorável à realização de operações de fusão e aquisição, que nos últimos anos contribuíram de forma bastante positiva para os lucros dos bancos.

Vários bancos da área do euro admitiram ter registado algumas dificuldades no acesso a financiamento de mercado durante o terceiro trimestre de 2007, que deverão persistir pelo menos até ao final do ano, de acordo com os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito realizado pelo Eurosistema em Outubro de 2007⁹. Como consequência, alguns bancos consideram a possibilidade de restringir o volume de crédito concedido. Adicionalmente, os bancos inquiridos reportaram algum aperto nos critérios aplicados na aprovação de empréstimos, que se deverá intensificar durante o último trimestre do ano. A maior exigência na aprovação de empréstimos deverá afectar sobretudo os empréstimos concedidos a empresas, em particular empresas de grande dimensão e empréstimos destinados ao financiamento de fusões e aquisições e ao financiamento do investimento.

Implicações sobre a actividade económica

As perturbações nos mercados financeiros poderão afectar as decisões de consumo e investimento dos agentes económicos através de diversos canais de transmissão. Em primeiro lugar, a reavaliação dos prémios de risco e as dificuldades de financiamento dos bancos poderão implicar um aumento dos custos do financiamento na economia, critérios mais restritivos na aprovação de novos empréstimos e um consequente abrandamento na concessão de crédito ao sector privado. É de referir que o reajustamento abrupto do prémio de risco face ao seu nível reduzido no período anterior à turbulência nos mercados financeiros poderá ser perturbador no curto prazo, ainda que esta reavaliação constitua um desenvolvimento benigno numa perspectiva de médio prazo, na medida em que reflecta uma avaliação mais adequada dos riscos por parte dos investidores. Em segundo lugar, o aumento da incerteza e uma diminuição dos preços dos activos imobiliários ou financeiros poderão ter efeitos negativos na confiança dos agentes económicos. A este respeito, é de salientar que as perspectivas dos consumidores e dos empresários evidenciaram alguma deterioração em Setembro e Outubro, mais marcada no caso dos EUA. Os efeitos negativos na actividade económica dos factores acima referidos dependerão em última análise da sua interacção com os factores de vulnerabilidade nas diversas economias, em particular o crescimento excessivo dos preços das habitações, o grau de endividamento e a dependência de fluxos de capital internacionais, bem como da respectiva natureza.

Neste contexto, os efeitos da turbulência recente nos mercados financeiros na actividade económica mundial apresentam um elevado grau de incerteza, dependendo nomeadamente da persistência e magnitude destas perturbações no futuro próximo. No World Economic Outlook de Outubro de 2007, o FMI reviu moderadamente para baixo as projecções de crescimento da economia mundial para 2008 (de 5.2 para 4.8 por cento). As projecções para o crescimento económico em 2008 na área do euro diminuiram 0.4 p.p., para 2.1 por cento. As revisões foram mais significativas para a economia dos EUA (0.9 p.p., para 1.9 por cento) e para outras economias onde é esperado que os efeitos de spillover do abrandamento da economia norte-americana sejam maiores. As projecções menos favoráveis para a evolução da actividade nos EUA resultam em parte da turbulência recente nos mercados financeiros, nomeadamente de uma diminuição mais prolongada no investimento residencial resultante das dificuldades no mercado de crédito hipotecário e do efeito esperado do abrandamento dos preços das habitações no consumo privado. Este cenário baseia-se no pressuposto de que a liquidez nos mercados é gradualmente restabelecida e de normalização das condições no mercado interbancário no futuro próximo, considerando todavia a permanência dos spreads nos mercados de dívida num nível superior ao observado antes do último Verão. O FMI considerou que o balanço dos riscos das projecções se encontra claramente enviesado no sentido descendente, em particular tendo em conta a possibilidade de uma contracção mais significativa do crédito em resultado de alguma instabilidade remanescente nos mercados financeiros.

(9) Este inquérito incluiu um conjunto de questões extraordinárias, a fim de avaliar o impacto da deterioração das condições nos mercados de crédito sobre a actividade dos bancos da área do euro.

O SISTEMA BANCÁRIO PORTUGUÊS NO DECURSO DE 2007^{1,2}

1. APRECIÇÃO GLOBAL

A deterioração das perspectivas para o mercado de habitação nos Estados Unidos e a intensificação do incumprimento nas franjas mais vulneráveis (*subprime*) do mercado hipotecário residencial nesta economia catalisaram um conjunto de acontecimentos que resultaram, no Verão de 2007, na reversão abrupta do sentimento dos investidores nos mercados internacionais de dívida privada. Até ao final do primeiro semestre de 2007, o ambiente nos mercados de dívida foi muito favorável à tomada de posições num leque de activos crescentemente mais abrangente do ponto de vista da qualidade de crédito. Este fenómeno, designado usualmente por *search for yield* e que, nos últimos anos, tem suscitado algumas preocupações quanto à sua sustentabilidade, tinha vindo a reflectir-se na compressão dos diferenciais de taxa de juro na generalidade dos mercados e na maior propensão dos investidores para financiar investimentos com estruturas financeiras mais complexas e alavancadas. O período de instabilidade recente conduziu a uma reavaliação do preço requerido pelos investidores como compensação pelo risco assumido que, embora transversal a todos os mercados de dívida, tem sido particularmente aguda nos mercados em que intervêm instituições financeiras como contrapartes devedoras. Entre esses mercados encontram-se os mercados de obrigações, de titularização de créditos, de papel comercial e, inclusivamente, os mercados interbancários de curto prazo. Esta situação constitui um importante desafio para o sistema financeiro internacional, na medida em que é susceptível de colocar constrangimentos à gestão da posição de liquidez dos bancos nos mercados de financiamento por grosso. Deve ainda acrescentar-se que a quebra de confiança que lhe está subjacente não correspondeu a uma deterioração generalizada da situação financeira dos bancos nas principais economias desenvolvidas, nem teve, na sua origem, uma reavaliação quanto às perspectivas para o crescimento económico mundial, mas funda-se num aumento da incerteza quanto à dimensão e à distribuição das perdas decorrentes da exposição directa ou indirecta ao mercado *subprime* e ao mercado de *asset-backed commercial paper*.

No que se refere em particular aos bancos portugueses, no decurso de 2007, continuou a observar-se uma situação robusta, traduzida na manutenção da rentabilidade e dos níveis de incumprimento na carteira de crédito, apesar de os indicadores de solvabilidade terem apresentado alguma redução. De facto, as contas do conjunto do sistema bancário para o primeiro semestre revelam um crescimento dos resultados antes de interesses minoritários que se situa na ordem de 25 por cento, quando ajustados de um conjunto de operações especiais, não recorrentes, com impacto nos resultados do ano anterior. Num quadro em que, apesar da subida das taxas de juro, a actividade creditícia continuou a expandir-se a um ritmo significativo e se verificou uma forte actividade e crescimento dos preços nos mercados de acções, assistiu-se à expansão tanto das actividades de intermediação financeira mais tradicional como das actividades de banca de investimento ou de intermediação de operações no mercado de capitais. Com efeito, o crescimento dos resultados ficou a dever-se, sobretudo, aos ganhos nas carteiras de títulos e outras posições assumidas nos mercados de capitais, ao crescimento contido dos custos operacionais e, em menor grau, à dinâmica da margem financeira. É de referir que as comissões recebidas em termos líquidos registaram um forte crescimento quando se excluem os

(1) O conjunto das instituições analisadas corresponde aos treze grupos bancários que adoptaram as Normas de Internacionais de Contabilidade (NIC) na elaboração das respectivas demonstrações financeiras em 2005. Para mais detalhes sobre o universo das instituições em análise, assim como das fontes de informação utilizadas no presente artigo, veja-se a "Caixa 1.1 Dados sobre o sistema bancário utilizados no Relatório de Estabilidade Financeira 2005" do *Relatório de Estabilidade Financeira*, 2005, Banco de Portugal.

(2) A informação de mercado refere-se ao período até 31 de Outubro de 2007.

custos com comissões associados à preparação e garantia de boa execução de uma OPA entre instituições do sistema bancário.

No que diz respeito à liquidez, deve salientar-se que, numa primeira fase, compreendida entre a segunda semana e finais de Agosto, se assistiu à quase paralisação dos mercados europeus de dívida, nos quais os bancos portugueses têm presença enquanto contrapartes devedoras. Posteriormente, o acesso a esses mercados foi retomado, permitindo aos bancos a obtenção do financiamento necessário à expansão da actividade creditícia. Não obstante, tendo em conta o agravamento que persiste nas condições de preço na generalidade dos mercados de dívida e a aversão dos investidores para, de momento, assumirem posições em activos garantidos por empréstimos titularizados, não é de excluir que venha a ocorrer um abrandamento do crédito para níveis mais consentâneos com o crescimento dos depósitos. A este respeito, importa referir que as titularizações de crédito têm constituído uma fonte de liquidez, mas não contribuíram, de forma significativa, para a diminuição dos requisitos de capital regulamentar.

A informação qualitativa recolhida no âmbito do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito na Área do Euro aponta para que, de facto, esteja em curso algum aperto das condições de concessão de crédito ao sector privado. Estas restrições poderão traduzir-se num aumento de *spreads*, no encurtamento das maturidades ou mesmo na restrição dos montantes disponibilizados, em especial às maiores empresas, as quais têm registado os mais fortes crescimentos do crédito no período mais recente. Por sua vez, existem alguns sinais de que a própria estratégia de financiamento dos bancos junto de clientes esteja progressivamente a favorecer a captação de depósitos, com taxas de juro mais atractivas, em detrimento da colocação de fundos de investimento ou outros instrumentos de poupança fora de balanço.

Ainda assim, a informação referente ao terceiro trimestre, e já disponível publicamente para os principais grupos bancários domésticos, denota uma sustentação dos níveis de rentabilidade. Esta evolução está em linha com a manutenção dos preços nos mercados de acções em níveis próximos dos máximos históricos, em particular para os mercados emergentes, situação que tem reflexos positivos, embora diferenciados, no valor das carteiras de títulos dos diversos bancos. Por sua vez, até ao final do terceiro trimestre, o incumprimento na carteira de crédito manteve-se em níveis historicamente reduzidos, sendo de salientar ainda que no terceiro trimestre de 2007, e em contraste com alguns bancos internacionais, as perdas registadas pelos bancos portugueses no mercado *subprime* dos Estados Unidos são negligenciáveis, situação que resulta de uma exposição, directa e indirecta, muito reduzida a este mercado.

A manutenção do incumprimento da carteira de crédito em níveis particularmente baixos, quando comparado com fases similares de ciclos económicos anteriores, ocorre num quadro em que o grau de alavanca financeira é substancialmente mais elevado nos sectores das empresas e dos particulares. Este desenvolvimento tem sido possível no contexto da participação na área do euro e, em geral, de uma situação internacional caracterizada por níveis reduzidos de taxas de juro nominais e reais, o que, em conjugação com novas formas contratuais no mercado de crédito, tem permitido que os devedores encontrem maior flexibilidade para assegurarem o serviço da dívida. Contudo, no período mais recente, a reapreciação em alta do custo da dívida dos bancos nos mercados de capitais deverá condicionar este tipo de ajustamento do lado da oferta de crédito por parte dos bancos. Em particular, a reestruturação de dívidas de famílias e empresas em situação financeira mais desequilibrada fica mais dificultada, sendo um factor indutor de uma possível materialização mais intensa do incumprimento.

De acordo com as estimativas mais recentes, observou-se em 2007 uma aceleração da actividade económica, com destaque para a recuperação do investimento empresarial. Não obstante, no actual

contexto, os riscos para o enquadramento macroeconómico em que os bancos desenvolvem a sua actividade encontram-se enviesados para baixo. Com efeito, a reapreciação em alta do custo de financiamento dos bancos nos mercados por grosso constitui um factor potencialmente limitativo do investimento, seja por via da transmissão desse acréscimo de custo às taxas de juro dos empréstimos bancários, seja por via de uma menor disponibilidade de crédito ao sector privado induzida pelo lado da oferta.

Adicionalmente, deverá ter-se em conta que a instabilidade observada nos mercados de dívida, embora não tendo resultado de uma significativa revisão em baixa do crescimento das principais economias, reflecte a percepção de uma incerteza acrescida por parte dos intervenientes nos mercados de capitais. Neste sentido, pode suceder que a instabilidade nos mercados de capitais se venha a repercutir num menor crescimento económico. Simultaneamente, e muito em particular nos Estados Unidos, existe o risco de o recente abrandamento poder ser mais brusco do que o actualmente antevisto. Nesta economia, a forma como se desenrolar o ajustamento em curso do mercado de habitação e a intensidade com que o aperto das condições de financiamento no mercado hipotecário se vier a sentir deverão ser as condicionantes mais imediatas da despesa das famílias. Este aspecto é tão mais relevante dado o contexto de fortes desequilíbrios externos globais, que podem implicar um ajustamento abrupto das taxas de câmbio. Um cenário de ajustamento abrupto dos desequilíbrios macroeconómicos globais tenderia a agravar a actual situação de turbulência dos mercados financeiros internacionais, reforçando os seus impactos em termos reais. Existe, no entanto, uma elevada incerteza em torno destes cenários e em torno dos respectivos impactos sobre a economia a nível global.

Os efeitos de um processo de ajustamento deste tipo sobre a economia portuguesa resultam essencialmente de esta ser uma pequena economia aberta fortemente integrada económica e financeiramente, e muito menos de ajustamentos de natureza idiossincrática. Em particular, a situação no mercado imobiliário em Portugal contrasta com a situação de outras economias desenvolvidas, dado que a evidência disponível aponta para a inexistência de sobreavaliação neste mercado, tendo os preços da habitação crescido abaixo da inflação na presente década. Em suma, os canais de transmissão destes choques à economia portuguesa são essencialmente por via do comércio internacional, do encarecimento dos custos de financiamento ao sector privado e, em geral, do aumento da incerteza quanto ao enquadramento económico e financeiro global.

2. ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO E FINANCEIRO

No primeiro semestre de 2007, a actividade do sistema bancário português desenvolveu-se num quadro macroeconómico e financeiro globalmente favorável, semelhante ao observado em 2006³. O enquadramento financeiro alterou-se significativamente no decurso do terceiro trimestre de 2007, na sequência da marcada deterioração observada no segmento de alto risco (*subprime*) do crédito hipotecário norte-americano. Este desenvolvimento teve lugar num contexto em que a avaliação da exposição efectiva a este mercado se mostrou particularmente complexa, dado o recurso generalizado e disseminado a instrumentos de transferência de risco de crédito. Face ao elevado nível de integração dos mercados financeiros internacionais e à crescente sofisticação dos instrumentos utilizados, os desenvolvimentos no mercado norte-americano contagiaram os mercados financeiros ocidentais, em vários dos seus segmentos, com destaque para os mercados de títulos garantidos por activos⁴.

(3) Para maior detalhe sobre a conjuntura nacional e internacional em 2007, veja-se artigo "A Economia Portuguesa em 2007" no presente Boletim.

(4) Para uma análise detalhada dos desenvolvimentos financeiros no terceiro trimestre de 2007, veja-se a "Caixa 1 [A turbulência recente nos mercados financeiros e possíveis impactos](#)" no artigo "A Economia Portuguesa em 2007", neste Boletim.

Assim, na primeira metade do ano, a actividade económica mundial manteve um crescimento robusto, embora se tenha observado uma desaceleração em algumas economias mais avançadas. Em particular, o crescimento económico norte-americano apresentou-se relativamente fraco, caracterizando-se pela redução do investimento em habitação e pelo abrandamento do consumo privado (suscitado, em parte, pela desaceleração dos preços do imobiliário), em contraste com o maior crescimento das exportações e do investimento privado não residencial. Esta evolução consubstanciou-se numa redução das necessidades de financiamento do sector privado, contribuindo assim para alguma correcção do desequilíbrio externo norte-americano, embora este se mantenha elevado⁵.

Também na generalidade das economias da área do euro, o crescimento económico registou uma desaceleração, ainda que ligeira, no decurso do primeiro semestre de 2007. Por um lado, o abrandamento da economia norte-americana traduziu-se num crescimento mais moderado do que em 2006 das exportações europeias. Por outro lado, o investimento em capital fixo registou uma desaceleração no decurso do segundo trimestre (impulsionada pela queda do investimento em construção), tendo-se observado alguma aceleração do consumo privado. De um modo geral, no primeiro semestre de 2007, os mercados imobiliários nos países europeus que haviam verificado, no passado recente, uma expansão particularmente elevada mantiveram uma trajectória de arrefecimento progressivo, no contexto de uma política monetária gradualmente menos acomodatória⁶.

Em Portugal, a actividade económica acelerou no primeiro semestre de 2007, reflectindo um maior contributo da procura interna, essencialmente devido à aceleração do investimento, e um menor contributo (positivo) da procura externa líquida. No entanto, as condições no mercado de trabalho continuaram a deteriorar-se, verificando-se um aumento da taxa de desemprego e uma diminuição no emprego. Neste período, observou-se uma redução nas necessidades de financiamento das administrações públicas, enquanto que o crédito ao sector privado não financeiro tornou a crescer de forma significativa. As necessidades de financiamento deste sector continuaram a ser satisfeitas principalmente pelo sector não residente, através da intermediação do sistema bancário. Porém, em contraste com o observado em anos anteriores, em que este financiamento externo era predominantemente obtido nos mercados internacionais através da emissão de obrigações por sucursais e filiais no exterior dos grupos bancários portugueses, assistiu-se, na primeira metade do corrente ano, a um fluxo expressivo de emissões líquidas de dívida de instituições financeiras no mercado nacional, que foram maioritariamente tomadas por não residentes⁷. No seu conjunto, as necessidades de financiamento da economia portuguesa reduziram-se face ao primeiro semestre de 2006, em cerca de 2 pontos percentuais do PIB.

No primeiro semestre de 2007, a actividade do sistema bancário português desenvolveu-se num contexto de condições monetárias mais restritivas e de uma situação globalmente favorável nos mercados financeiros internacionais. As taxas de juro de longo prazo mantiveram uma trajectória ascendente, enquanto os *spreads* de dívida privada estreitaram-se ligeiramente face aos observados no segundo semestre de 2006. Os índices accionistas continuaram a registar um crescimento forte, não obstante a ocorrência de um período de alguma turbulência no final de Fevereiro/início de Março. Relativamente a Portugal, o índice PSI Geral registou uma valorização mais expressiva do que as registadas pelo S&P 500 e *Dow Jones Euro Stoxx*, em torno de 20 por cento (Gráfico 2.1). No tocante à

(5) Sobre riscos e vulnerabilidades a nível global para a estabilidade financeira, dos quais a persistência de desequilíbrios macroeconómicos globais é um exemplo, veja-se o "Capítulo 2. Riscos macroeconómicos e financeiros", *Relatório de Estabilidade Financeira*, 2006, Banco de Portugal.

(6) Para maior detalhe sobre a política monetária do BCE e condições monetárias e financeiras da economia portuguesa, no primeiro semestre de 2007, veja-se a "Secção 3 Políticas Macroeconómicas" do artigo "A Economia Portuguesa em 2007", neste Boletim.

(7) Esta alteração de procedimento por parte dos grupos bancários portugueses reflectiu-se numa alteração da natureza dos fluxos de financiamento externo registados na balança financeira correspondentes à referida intermediação do sistema bancário. Veja-se, sobre o assunto, a "Secção 7.3 A balança financeira no primeiro semestre de 2007" do artigo "A Economia Portuguesa em 2007", neste Boletim.

Gráfico 2.1



Fonte: Bloomberg.

Nota: Último valor - 31 de Outubro de 2007.

dívida pública, o *spread* das obrigações do Tesouro português face à dívida pública alemã permaneceu sem alterações significativas.

Na primeira metade do ano, os indicadores de mercado relativos a bancos portugueses mantiveram uma evolução globalmente positiva, prosseguindo as tendências evidenciadas no decurso do ano anterior. O índice PSI referente aos serviços financeiros apresentou uma valorização superior a 30 por cento, acima da verificada pelo PSI Geral (Gráfico 2.2). De um modo geral, os preços das acções dos bancos portugueses acompanharam esta tendência (Gráfico 2.3). Refira-se que a evolução das cotações neste segmento do mercado foi influenciada, desde Março de 2006, pela oferta pública de aquisição do Millenium BCP sobre o BPI, anunciada naquela data e encerrada em Maio de 2007 sem

Gráfico 2.2



Fonte: Bloomberg.

Nota: Último valor - 31 de Outubro de 2007.

Gráfico 2.3



Fonte: Bloomberg.

Nota: Último valor - 31 de Outubro de 2007.

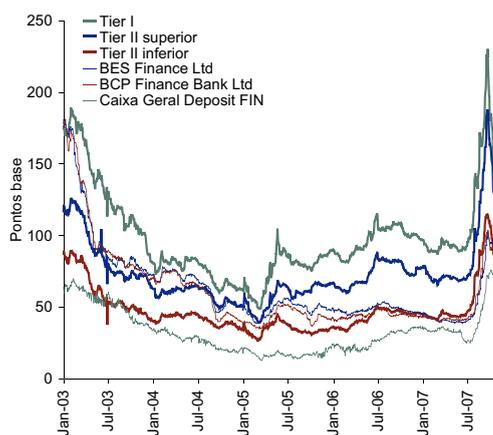
efeitos sobre a estrutura do sistema bancário português. No decurso do primeiro semestre de 2007, os *spreads* na dívida a taxa fixa dos bancos portugueses face a obrigações do Tesouro permaneceram relativamente estáveis, em níveis baixos (Gráfico 2.4). Adicionalmente, as agências de *rating* efectuaram revisões positivas das notações atribuídas a alguns dos principais grupos bancários portugueses. Assim, em Março, a *Standard & Poor's* efectuou um *upgrade* das notações de *rating* atribuídas ao Santander Totta e ao BES, tendo atribuído um *outlook* positivo ao grupo Millennium BCP. No mês seguinte, a Moody's procedeu a uma revisão das metodologias utilizadas na análise dos *ratings* de que resultou uma revisão positiva dos *ratings* de vários bancos portugueses⁸. Em Maio, a Fitch efectuou uma revisão do *outlook* da CGD, no seguimento da revisão do *outlook* da República Portuguesa de negativo para estável. Mais recentemente, no final de Agosto, a *Standard & Poor's* atribuiu um *outlook* positivo à CGD, reflectindo a melhoria na rentabilidade e da qualidade dos activos.

Conforme referido anteriormente, no terceiro trimestre do ano assistiu-se a uma significativa alteração na situação dos principais mercados financeiros internacionais. Esta alteração consubstanciou-se num aumento acentuado da volatilidade dos mercados financeiros internacionais e da incerteza entre os seus intervenientes e na diminuição substancial da liquidez nos mercados de financiamento por grosso das instituições financeiras.

Em Portugal, a turbulência dos mercados financeiros e monetários materializou-se de forma similar à observada na generalidade dos mercados internacionais, através do reajustamento em alta dos prémios de risco, tendo-se registado um aumento da procura de activos com menor risco. Observou-se inicialmente uma diminuição das taxas de rentabilidade do Tesouro português, ao mesmo tempo que o diferencial face à dívida pública alemã se alargou⁹. A trajectória ascendente das taxas de juro a lon-

Gráfico 2.4

SPREADS DE TÍTULOS DE DÍVIDA SUBORDINADA COM TAXA FIXA EMITIDOS POR BANCOS EUROPEUS



Fontes: Bloomberg, JP Morgan e Banco de Portugal.
 Nota: Os *spreads* apresentados referem-se a três níveis distintos de subordinação da dívida, em que o Tier I representa o maior grau de subordinação (i.e., o que comporta mais risco), enquanto que o Tier II inferior representa o menor grau de subordinação da dívida. Último valor - 31 de Outubro de 2007.

(8) Para maior detalhe sobre a revisão de metodologias efectuada pela Moody's, veja-se a "Secção 4.4 Risco de mercado", *Relatório de Estabilidade Financeira*, Banco de Portugal, 2006. Os bancos portugueses cujos *ratings* observaram uma revisão positiva foram os seguintes: CGD, Millenium BCP, Montepio Geral, BES, BPI, Santander Totta, BANIF e BPN.

(9) Para maior detalhe, veja-se a "Secção Condições Monetárias e Financeiras da Economia Portuguesa" do artigo "A Economia Portuguesa em 2007", neste Boletim.

Quadro 2.1

SPREADS DE TÍTULOS EMITIDOS POR BANCOS EUROPEUS COM TAXA DE JURO FIXA^(a)

	Subordinado (S/N)	Maturidade	Rating Bloomberg Composite ^(b)	31-12-06	23-07-07	31-10-07			
				Spread (p.p.)	Spread (p.p.)	Spread (p.p.)	Varição desde 31/12/2006 (p.p.)	Varição desde 23/07/2007 (p.p.)	Varição face ao máximo ^(c) (p.p.)
BBV INT'L FIN (CAYMAN)	S	24/12/2009	AA-	0.42	0.49	0.74	0.32	0.25	-0.14
ING BANK NV	S	15/06/2010	AA-	0.25	0.23	0.38	0.13	0.15	-0.53
SANTANDER CENT HISP ISSU	S	05/07/2010	AA-	0.34	0.28	0.55	0.21	0.27	-2.05
SANTANDER CENT HISP ISSU	S	14/03/2011	AA-	0.37	0.31	0.65	0.28	0.35	-1.88
ING BANK NV	S	19/12/2035	AA-	0.64	0.60	0.73	0.09	0.14	0.00
CAIXA GERAL DEPOSIT FIN	S	12/10/2009	A+	0.37	0.37	0.74	0.37	0.37	-0.33
BANK OF IRELAND	S	10/02/2010	A+	0.30	0.34	0.79	0.48	0.45	-0.15
BBV INTL FINANCE LTD	S	25/02/2010	A+	0.31	0.30	0.71	0.40	0.41	-1.05
ABN AMRO BANK NV	S	28/06/2010	A+	0.31	0.23	0.50	0.19	0.28	-0.61
POPULAR CAPITAL SA	S	29/10/2049	A+	1.83	1.50	1.56	-0.26	0.07	-0.66
BCP FINANCE BANK LTD	S	29/03/2011	A	0.43	0.46	0.91	0.48	0.45	-1.43
BES FINANCE LTD	S	17/05/2011	A	0.45	0.45	0.97	0.52	0.51	-1.25
SNS BANK NEDERLAND	S	15/04/2011	A	0.33	0.40	0.60	0.27	0.20	-0.39
HYPOVEREINS FINANCE NV	S	25/02/2008	A-	0.38	0.35	0.94	0.56	0.58	-1.87
BANCO INTERCONTINENTAL	S	29/05/2008	NR	1.20	1.80	3.01	1.81	1.21	0.00
BANKINTER SA	S	18/12/2012	NR	0.53	0.58	0.94	0.41	0.35	0.00
BANCO SANTANDER SA	N	15/03/2009	AAA	0.23	0.17	0.41	0.17	0.23	-0.10
BANCO SANTANDER SA	N	19/12/2008	AAA	0.16	0.17	0.36	0.20	0.20	-0.13
BANCO SANTANDER SA	N	10/09/2010	AAA	0.15	0.20	0.36	0.21	0.16	-0.14
RABOBANK NEDERLAND	N	02/07/2010	AA+	0.02	0.02	0.12	0.09	0.09	-0.20
BANCO ESPANOL DE CREDITO	N	23/02/2011	AA+	0.19	0.26	0.40	0.20	0.13	-0.11
BANCO ESPANOL DE CREDITO	N	12/05/2010	AA+	0.16	0.21	0.37	0.21	0.16	-0.15
CAIXA GERAL DE DEPOSITOS	N	18/06/2008	AA	0.27	0.15	0.50	0.23	0.35	-0.17
CAIXA GERAL DE DEPOSITOS	N	18/10/2012	AA-	0.35	0.42	0.65	0.31	0.24	-0.03
BANK OF IRELAND	N	22/10/2010	AA-	0.34	0.37	0.61	0.27	0.24	-0.05
BCP FINANCE BANK LTD	N	31/03/2024	A+	0.68	0.56	0.56	-0.12	0.00	-0.74
BCP FINANCE BANK LTD	N	22/12/2008	A+	0.33	0.24	0.67	0.34	0.43	-0.13
BES FINANCE LTD	N	25/03/2010	A+	0.40	0.38	0.66	0.27	0.28	-0.14
SNS BANK NEDERLAND	N	12/11/2014	A+	0.38	0.47	0.71	0.33	0.25	0.00
BANCO BPI SA CAYMAN	N	14/11/2035	A	0.64	0.56	0.41	-0.23	-0.16	-0.98
BANCO PORTUGUES DE INVES	N	05/10/2009	A	1.82	1.94	2.38	0.55	0.44	-0.19
BCP FINANCE BANK LTD	N	12/07/2011	A	1.71	1.96	2.19	0.48	0.24	-0.21
SNS BANK NEDERLAND	N	14/02/2008	A	0.27	0.26	0.74	0.47	0.48	-0.26
SNS BANK NEDERLAND	N	28/05/2014	A	1.96	1.94	2.52	0.56	0.58	-0.24
BAYER HYPO- VEREINSBANK	N	17/03/2014	NR	0.24	0.28	0.39	0.15	0.11	-0.25
EUROHYPO SA DUBLIN	N	12/03/2009	NR	0.34	0.37	0.69	0.35	0.32	-0.22
BES FINANCE LTD	N	12/02/2009	NR	0.35	0.27	0.67	0.32	0.40	-0.11
BANCO SABADELL SA	N	15/06/2015	NR	0.28	0.41	0.51	0.22	0.10	-0.06
BANCO SABADELL SA	N	26/01/2011	NR	0.19	0.25	0.43	0.24	0.18	-0.09
BANCO POP VERONA NOVARA	N	21/01/2009	NR	0.33	0.33	0.65	0.32	0.32	-0.14
Média				0.51	0.52	0.82	0.31	0.29	-0.43

Fontes: Bloomberg e Banco de Portugal.

Notas: (a) Amostra de bancos construída tendo em consideração bancos de dimensão próxima da dos bancos portugueses considerados. Para além disso, as obrigações apresentadas neste quadro têm ratings e maturidades próximas dos títulos de bancos portugueses analisados, a fim de garantir a comparabilidade dos spreads. (b) Bloomberg Composite - média dos ratings Moody's e S&P's. (c) Máximo observado desde o início de 2002.

go prazo foi retomada em meados de Setembro, tendo o prémio de risco subjacente à dívida pública portuguesa voltado a níveis semelhantes aos observados desde meados de 2005.

Também os *spreads* relativos à dívida de empresas portuguesas registaram acréscimos significativos. Em linha com o ocorrido na maioria dos mercados, os prémios de risco associados à dívida de empresas não financeiras registaram um aumento expressivo desde o final de Julho, tendo igualmente a variação observada sido menos acentuada do que para as instituições financeiras. No final de Outubro, os *spreads* de obrigações de empresas não financeiras situavam-se em níveis próximos dos observados no terceiro trimestre de 2006 (Gráfico 2.5).

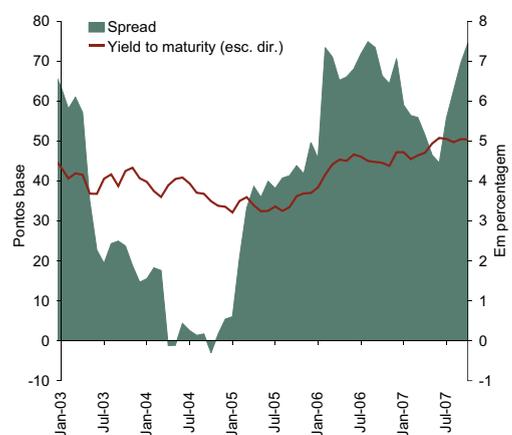
No caso das instituições financeiras portuguesas, a evolução observada pelos prémios de risco dos respectivos títulos acompanhou, de um modo geral, o aumento verificado pela generalidade dos bancos europeus, aproximando-se dos níveis de final de 2002 (Quadro 2.1 e Gráficos 2.4 e 2.6).

Entre meados de Setembro e meados de Outubro, os *spreads* das obrigações emitidas por bancos portugueses acompanharam a tendência geral de alguma diminuição, mantendo-se, no entanto, bastante acima dos níveis de final de Julho de 2007. Na segunda metade de Outubro, no entanto, a divulgação de resultados de várias empresas, em particular de bancos, relativos ao terceiro trimestre de 2007 e, também, a forte subida do preço do petróleo originaram um novo acréscimo da instabilidade nalguns segmentos dos mercados financeiros internacionais. Este desenvolvimento traduziu-se novamente em aumentos dos *spreads* de dívida privada e em flutuações acentuadas dos preços das acções. Em finais de Outubro, a evolução dos preços das acções dos bancos portugueses foi especialmente afectada pela proposta de fusão apresentada, no dia 25, pelo BPI ao Millenium BCP. Apesar dos termos inicialmente propostos pelo BPI não terem sido aceites pelo Millenium BCP, no dia 30, as duas instituições disponibilizaram-se para encetar conversações tendo em vista um acordo quanto ao projecto de fusão.

Entre o início e o final do terceiro trimestre do ano, o índice PSI Geral reduziu-se aproximadamente 12 por cento. No mesmo período, a queda do índice PSI referente aos serviços financeiros foi mais marcada, atingindo quase 20 por cento. Posteriormente, à semelhança do que sucedeu com a generalidade dos índices accionistas internacionais, assistiu-se a alguma reversão das perdas registadas no

Gráfico 2.5

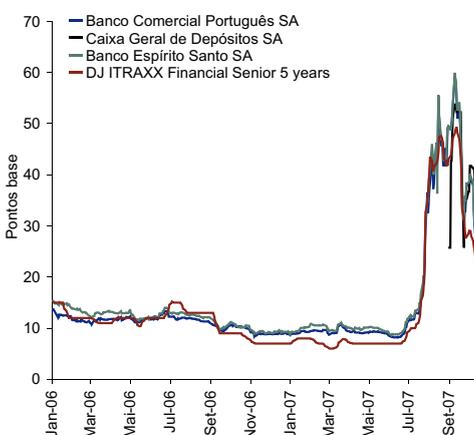
SPREADS DE OBRIGAÇÕES DE EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS PORTUGUEASAS



Fonte: Lehman Brothers.
Nota: Último valor - Outubro de 2007.

Gráfico 2.6

CREDIT DEFAULT SWAP SPREADS DE BANCOS PORTUGUESES (5 ANOS SENIOR)



Fontes: Reuters, e Bloomberg.
Nota: Último valor - 31 de Outubro de 2007.

período de maior turbulência (Gráfico 2.1). A recuperação do índice PSI Geral, todavia, tem sido mais moderada do que a registada noutros mercados, apresentando, ainda assim, para o conjunto do ano, uma variação positiva superior às do S&P 500 e do *Dow Jones Euro Stoxx*. No caso particular das empresas de serviços financeiros, a valorização acumulada do respectivo índice accionista, desde o início do ano e até ao final de Outubro, cifrava-se em 18 por cento.

A exposição dos bancos portugueses ao mercado hipotecário *subprime* é praticamente inexistente, seja de forma directa ou indirecta. O impacto da turbulência nos mercados financeiros internacionais sobre o sistema bancário português tem sido evidenciado essencialmente através do financiamento nos mercados por grosso. À semelhança dos seus congéneres europeus, os bancos portugueses participantes no Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito de Outubro indicaram ter verificado algumas dificuldades de financiamento nos mercados por grosso, no decurso do terceiro trimestre de 2007. Estas dificuldades foram observadas quer no mercado monetário interbancário sem garantia para operações de prazo superior a uma semana, quer nos mercados de dívida a curto e a médio e longo prazos, quer ainda nos de titularização de empréstimos. Em geral, os bancos portugueses anteciparam uma melhoria gradual da situação no mercado monetário e nos mercados de dívida, no decurso do último trimestre do ano. Previram, contudo, um ligeiro agravamento das dificuldades nos mercados de titularização de créditos, sobretudo de empréstimos para aquisição de habitação. Neste contexto, as instituições inquiridas perspectivaram, para o quarto trimestre, um aperto nos respectivos critérios e condições de aprovação de empréstimos ao sector privado não financeiro (que terá sido também observado no terceiro trimestre), consubstanciado quer em *spreads* mais elevados quer, eventualmente, na restrição dos montantes concedidos.

As perturbações verificadas nos mercados financeiros internacionais não tiveram um impacto visível sobre o sentimento económico de consumidores e empresários em Portugal, que manteve, de um modo geral, as tendências observadas anteriormente.

3. EVOLUÇÃO DO SISTEMA BANCÁRIO NO DECURSO DE 2007

3.1. Actividade

Em Junho de 2007, a actividade do sistema bancário, avaliada pelo activo total em base consolidada dos grupos considerados na análise, aumentou cerca de 12 por cento, em termos homólogos (Quadro 3.1.1). O crédito a clientes (incluindo o cedido em operações de titularização) continuou a apresentar o contributo mais importante para a expansão do activo, crescendo a uma taxa superior à dos empréstimos concedidos pelos bancos residentes ao sector privado não financeiro residente, evidenciando, deste modo, a importância crescente da actividade das filiais no exterior dos grupos bancários portugueses.

No mercado nacional, o crédito bancário ao sector privado não financeiro registou uma ligeira aceleração, reflectindo, sobretudo, um maior crescimento do crédito a sociedades não financeiras. Os empréstimos a particulares mantiveram uma trajectória de desaceleração, traduzindo a evolução dos empréstimos para aquisição de habitação, uma vez que os empréstimos para consumo e outros fins acentuaram o respectivo ritmo de crescimento¹⁰.

(10) A evolução do crédito bancário é analisada em maior detalhe na "Secção 3.5. *Risco de Crédito*".

Quadro 3.1.1

BALANÇO DO SISTEMA BANCÁRIO

Base consolidada

	Milhões de euros				Em percentagem do activo total				Taxa de variação homóloga (em percentagem)			
	2005		2006		2005		2006		2005		2006	
	Dez	Jun	Dez	Jun	Dez	Jun	Dez	Jun	Dez	Jun	Dez	Jun
Caixa e disponibilidades em bancos centrais	6 205	5 498	6 907	4 802	2.0	1.7	2.0	1.4	-17.9	20.0	11.3	-12.7
Disponibilidades e aplicações em outras instituições de crédito	30 876	27 848	31 442	27 585	10.1	8.8	9.3	7.8	23.3	6.0	1.8	-0.9
Crédito líquido a clientes	199 873	207 980	222 898	235 354	65.3	65.8	65.9	66.7	9.4	8.3	11.5	13.2
Activos financeiros ao justo valor através de resultados	18 150	20 527	20 137	23 171	5.9	6.5	6.0	6.6	40.7	13.1	11.0	12.9
Activos financeiros disponíveis para venda	14 037	16 667	17 965	21 305	4.6	5.3	5.3	6.0	-5.2	21.7	28.0	27.8
Investimentos detidos até à maturidade	718	746	663	583	0.2	0.2	0.2	0.2	38.0	15.6	-7.6	-21.8
Derivados de cobertura	816	1 051	1 096	1 643	0.3	0.3	0.3	0.5	17.8	-25.8	34.3	56.3
Activos titularizados e não desreconhecidos	14 186	14 580	15 391	17 617	4.6	4.6	4.6	5.0	16.7	42.8	8.5	20.8
Investimento em filiais	3 475	3 752	4 070	2 988	1.1	1.2	1.2	0.8	33.0	10.6	17.1	-20.4
Activos tangíveis e intangíveis	3 886	3 939	4 232	4 275	1.3	1.2	1.3	1.2	7.6	2.8	8.9	8.5
Outros activos	13 768	13 266	13 269	13 714	4.5	4.2	3.9	3.9	40.5	-8.5	-3.6	3.4
Total do activo	305 989	315 853	338 070	353 037	100.0	100.0	100.0	100.0	12.3	9.4	10.5	11.8
Recursos de bancos centrais	6 215	8 450	1 739	1 977	2.0	2.7	0.5	0.6	75.5	45.1	-72.0	-76.6
Recursos de outras instituições de crédito	38 840	43 776	42 921	45 146	12.7	13.9	12.7	12.8	16.6	17.0	10.5	3.1
Recursos de clientes e outros empréstimos	149 139	146 871	156 633	153 692	48.7	46.5	46.3	43.5	4.5	4.7	5.0	4.6
Passivos financeiros de negociação	4 306	5 626	5 397	6 967	1.4	1.8	1.6	2.0	66.3	37.9	25.3	23.8
Responsabilidades representadas por títulos	62 807	65 207	81 254	93 419	20.5	20.6	24.0	26.5	12.8	8.6	29.4	43.3
Passivos subordinados	9 973	9 789	9 890	9 623	3.3	3.1	2.9	2.7	0.9	-3.2	-0.8	-1.7
Derivados de cobertura	956	1 371	1 744	2 645	0.3	0.4	0.5	0.7	70.1	15.2	82.4	92.8
Passivos por activos não desreconhecidos	2 363	2 681	4 130	4 852	0.8	0.8	1.2	1.4	n.d.	174.5	74.8	81.0
Outros passivos	13 608	11 988	12 641	11 862	4.4	3.8	3.7	3.4	35.9	-12.8	-7.1	-1.0
Total do passivo	288 208	295 759	316 349	330 183	94.2	93.6	93.6	93.5	11.5	8.1	9.8	11.6
Capital	17 782	20 095	21 721	22 855	5.8	6.4	6.4	6.5	26.8	32.8	22.2	13.7
Total do passivo e capital	305 989	315 853	338 070	353 037	100.0	100.0	100.0	100.0	12.3	9.4	10.5	11.8

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: n.d. - não disponível.

O desempenho favorável dos mercados accionistas no decurso da primeira metade do ano reflectiu-se num crescimento significativo do valor de carteira de instrumentos de capital. No mesmo período, terão ocorrido aquisições líquidas de títulos de dívida.

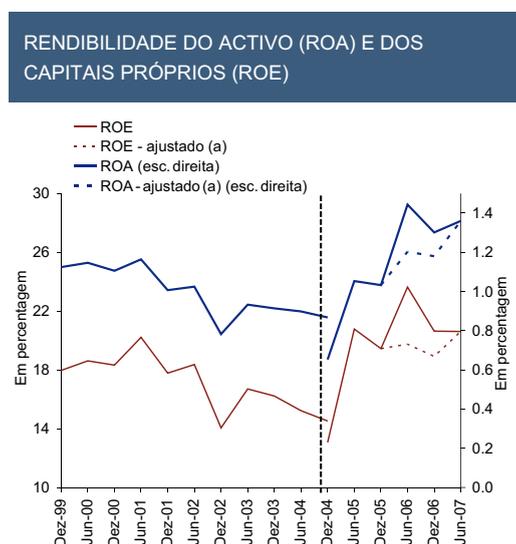
As responsabilidades representadas por títulos voltaram a apresentar o maior contributo para o financiamento das instituições em análise. Por sua vez, os recursos de clientes, principal elemento do passivo dos bancos, mantiveram um crescimento em torno de 5 por cento, em termos homólogos¹¹.

A informação divulgada até à data de fecho deste artigo para os principais grupos bancários domésticos aponta para a manutenção, no decurso do terceiro trimestre do ano, das tendências observadas no primeiro semestre, nomeadamente uma expansão do activo alicerçada essencialmente na concessão de crédito.

3.2. Rendibilidade

Os indicadores de rendibilidade do sistema bancário, em base consolidada, verificaram uma diminuição ligeira no primeiro semestre de 2007 face ao mesmo período do ano anterior (Quadro 3.2.1). Porém, a variação observada reflecte essencialmente um efeito de base associado ao nível particularmente elevado apresentado pelos indicadores de rendibilidade de um dos principais grupos bancários na primeira metade de 2006. De facto, os resultados do primeiro semestre de 2006 reflectiram, em larga medida, operações de carácter não recorrente associadas à reestruturação das participações das empresas que integram o grupo e operam na área seguradora. Quando se exclui o efeito destas operações ocorridas no ano anterior, quer a rendibilidade do activo (ROA) quer a dos capitais próprios (ROE) do sistema bancário apresentaram uma subida (Gráfico 3.2.1).

Gráfico 3.2.1



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: A quebra de série apresentada corresponde à alteração das normas contabilísticas, a qual implicou, adicionalmente, uma redefinição do conjunto de instituições bancárias analisado. (a) O indicador ajustado obtém-se após dedução aos resultados do impacto da operação de reestruturação de participações em empresas na área seguradora realizada por um dos principais grupos bancários.

(11) Uma análise mais aprofundada da evolução do financiamento do sistema bancário e sua articulação com o risco de liquidez encontra-se na "Secção 3.4. Risco de liquidez".

Quadro 3.2.1

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS^(a)

Base consolidada

	Em milhões de euros				Em percentagem do activo médio ^(b)				Taxa de variação homóloga (em percentagem)	
	2005		2006		2005		2006		2006	2007
	Ano	1º S	Ano	1º S	Ano	1º S	Ano	1º S	1º S	1º S
1. Juros e rendimentos similares	13 977	8 043	17 258	10 184	4.84	5.22	5.45	5.97	19.8	26.6
2. Juros e encargos similares	8 601	5 163	11 273	6 908	2.98	3.35	3.56	4.05	26.4	33.8
3. Margem financeira (1-2)	5 375	2 880	5 985	3 276	1.86	1.87	1.89	1.92	9.6	13.8
4. Rendimentos de instrumentos de capital	217	138	164	150	0.08	0.09	0.05	0.09	-23.1	8.0
5. Rendimentos de serviços e comissões líquidos	2 212	1 194	2 473	1 236	0.77	0.77	0.78	0.72	14.3	3.6
6. Resultados de activos e passivos financeiros avaliados ao justo valor	505	-118	-40	273	0.17	-0.08	-0.01	0.16	-	-
7. Resultados de activos financeiros disponíveis para venda	663	230	455	403	0.23	0.15	0.14	0.24	149.1	75.6
8. Resultados de reavaliação cambial	53	281	498	113	0.02	0.18	0.16	0.07	-	-59.8
9. Resultados de alienação de outros activos financeiros	366	505	758	168	0.13	0.33	0.24	0.10	381.6	-66.7
9.a Resultados de alienação de outros activos financeiros - ajustado	366	196	448	168	0.13	0.13	0.14	0.10	86.6	-14.1
10. Outros resultados líquidos de exploração	417	283	596	256	0.14	0.18	0.19	0.15	-14.4	-9.8
10.a Outros resultados líquidos de exploração - ajustado	417	263	577	256	0.14	0.17	0.18	0.15	-20.4	-3.0
11. Produto de actividade (3+4+5+6+7+8+9+10)	9 809	5 393	10 890	5 876	3.40	3.50	3.44	3.44	16.6	9.0
11.a Produto de actividade - ajustado (3+4+5+6+7+8+9a+10a)	9 809	5 064	10 561	5 876	3.40	3.28	3.33	3.44	9.5	16.0
12. Custos com o pessoal	3 300	1 614	3 348	1 603	1.14	1.05	1.06	0.94	8.8	-0.7
13. Gastos gerais administrativos	1 956	957	2 020	1 030	0.68	0.62	0.64	0.60	4.7	7.6
14. Amortizações do exercício	465	215	445	228	0.16	0.14	0.14	0.13	-3.5	6.1
15. Provisões líquidas de reposições e anulações	187	55	129	116	0.06	0.04	0.04	0.07	82.9	110.3
16. Perdas de imparidade e outras correcções de valor líquidas	1 138	478	1 069	715	0.39	0.31	0.34	0.42	-18.5	49.6
17. Apropriação de result. de associadas e empreendimentos conjuntos (equi. patrimonial)	217	152	231	139	0.08	0.10	0.07	0.08	62.3	-8.9
17.a Apropriação de result. de associadas e empreendimentos conjuntos (equi. patrimonial) - ajustado	217	110	189	139	0.08	0.07	0.06	0.08	17.4	25.9
18. Resultado antes de impostos e de interesses minoritários (11-12-13-14-15-16+17)	2 981	2 226	4 109	2 322	1.03	1.44	1.30	1.36	50.2	4.3
18.a Resultado antes de impostos e de interesses minoritários - ajustado (11a-12-13-14-15-16+17a)	2 981	1 855	3 737	2 322	1.03	1.20	1.18	1.36	25.1	25.2
19. Imposto sobre os lucros do exercício	401	319	722	395	0.14	0.21	0.23	0.23	19.0	23.8
20. Resultado antes de interesses minoritários (18-19)	2 580	1 907	3 387	1 927	0.89	1.24	1.07	1.13	57.1	1.1
20a. Resultado antes de interesses minoritários - ajustado (18a-19)	2 580	1 535	3 015	1 927	0.89	1.00	0.95	1.13	26.5	25.5
21. Interesses minoritários (líquidos)	383	341	579	343	0.13	0.22	0.18	0.20	123.2	0.6
22. Resultado líquido (20-21)	2 197	1 566	2 807	1 584	0.76	1.02	0.89	0.93	47.6	1.2
22.a Resultado líquido - ajustado (20a-21)	2 197	1 194	2 436	1 584	0.76	0.77	0.77	0.93	12.6	32.6

Fonte: Banco de Portugal.

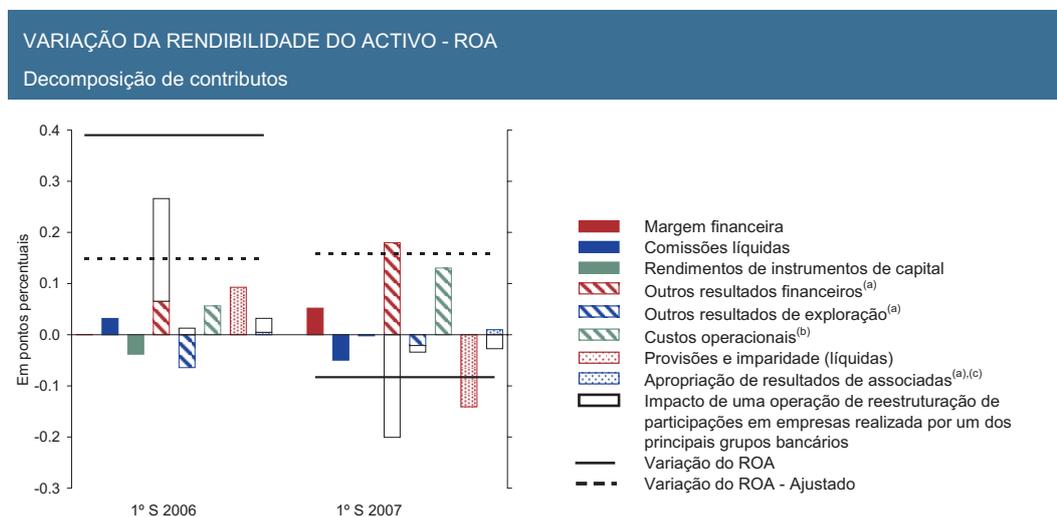
Notas: (a) O ajustamento efectuado em algumas das rubricas (nomeadamente nas linhas 9, 10 e 17) refere-se à dedução do efeito da operação de reestruturação de participações em empresas no sector segurador realizada por um dos principais grupos bancários considerados na análise no primeiro semestre de 2006. Note-se, no entanto, que não se efectuou o correspondente ajustamento nas rubricas de imposto sobre os lucros do exercício e de Interesses minoritários (líquidos) (linhas 19 e 21). (b) Os dados relativos aos semestres são anualizados.

De acordo com os resultados já apresentados relativos aos três primeiros trimestres do ano, os principais grupos bancários domésticos terão mantido níveis de rentabilidade relativamente elevados, apesar do impacto negativo dos desenvolvimentos observados nos mercados financeiros no decurso do terceiro trimestre do ano.

O referido aumento da rentabilidade do activo, no primeiro semestre, ficou a dever-se, sobretudo, à evolução muito positiva dos resultados associados à detenção de carteiras e posições assumidas nos mercados de capitais bem como a um crescimento muito ténue dos custos operacionais e, ainda que em menor grau, ao aumento da margem financeira. Em sentido contrário devem destacar-se o aumento significativo das dotações de provisões e imparidade, bem como o crescimento mais moderado das comissões líquidas. A evolução das comissões líquidas ficou a dever-se essencialmente a custos assumidos por uma instituição na preparação de uma oferta pública de aquisição, enquanto as comissões recebidas continuaram a apresentar um forte crescimento (Gráfico 3.2.2).

Quando ajustados do impacto da mencionada operação de reestruturação de participações realizada por um grupo bancário no primeiro semestre de 2006 (que afectou significativamente os resultados de alienação de outros activos financeiros), os rendimentos da carteira de títulos e investimentos financeiros proporcionaram o contributo positivo mais importante para a evolução do ROA¹². Este desenvolvimento verificou-se num contexto de trajectória ascendente das taxas de juro do mercado monetário, de prémios de risco ainda reduzidos e de subida das cotações das acções nos mercados internacionais. Deste modo, tanto os instrumentos de dívida como os de capital nas carteiras de títulos do sistema bancário contribuíram significativamente para o aumento dos resultados. Este aumento terá sido parcialmente contrariado, em termos agregados, pelo contributo negativo associado aos

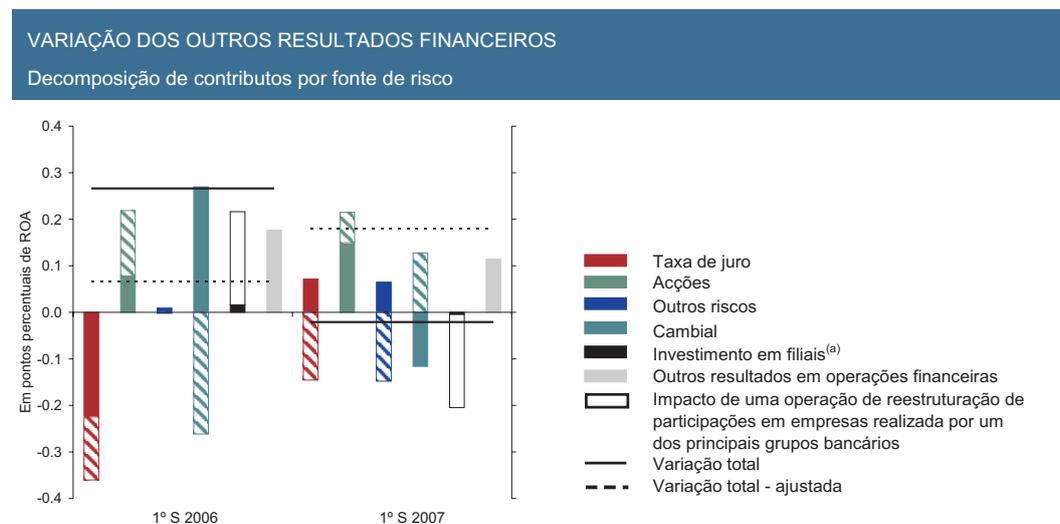
Gráfico 3.2.2



Notas: A rentabilidade do activo é calculada considerando o resultado antes de impostos e de interesses minoritários. (a) Exclui resultados associados a uma operação de reestruturação de participações em empresas (nomeadamente da área seguradora) realizada por um dos principais grupos considerados. (b) Os custos operacionais incluem os custos com o pessoal, os gastos gerais administrativos e as amortizações. (c) Apropriação de resultados de associadas e empreendimentos conjuntos (equivalência patrimonial).

(12) Esta acepção de rendimentos da carteira de títulos e de investimentos financeiros corresponde à soma dos "Resultados de activos e passivos financeiros avaliados ao justo valor através de resultados", dos "Resultados de activos financeiros disponíveis para venda", dos "Resultados de alienação de outros activos financeiros" e dos "Resultados de reavaliação cambial".

Gráfico 3.2.3



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: A rentabilidade do activo é calculada considerando o resultado antes de impostos e de interesses minoritários; As séries a tracejado correspondem ao impacto dos instrumentos derivados associados a cada fonte de risco. (a) Exclui resultados associados a uma operação de reestruturação de participações em empresas (nomeadamente da área seguradora) realizada por um dos principais grupos considerados.

instrumentos derivados, habitualmente utilizados para reduzir a exposição a flutuações nos mercados financeiros¹³ (Gráfico 3.2.3).

Para o aumento da rentabilidade, concorreu também o crescimento moderado dos custos operacionais, em que se destacou a virtual estabilização dos custos com o pessoal. Esta evolução resultou, em grande medida, da diminuição dos encargos com reformas antecipadas (que haviam assumido um valor significativo no primeiro semestre de 2006), a qual compensou, na quase totalidade, o aumento das remunerações com empregados (excluindo encargos sociais), em torno de 6 por cento. Deste modo, o rácio *cost to income* prosseguiu a tendência decrescente evidenciada nos períodos anteriores¹⁴ (Gráfico 3.2.4).

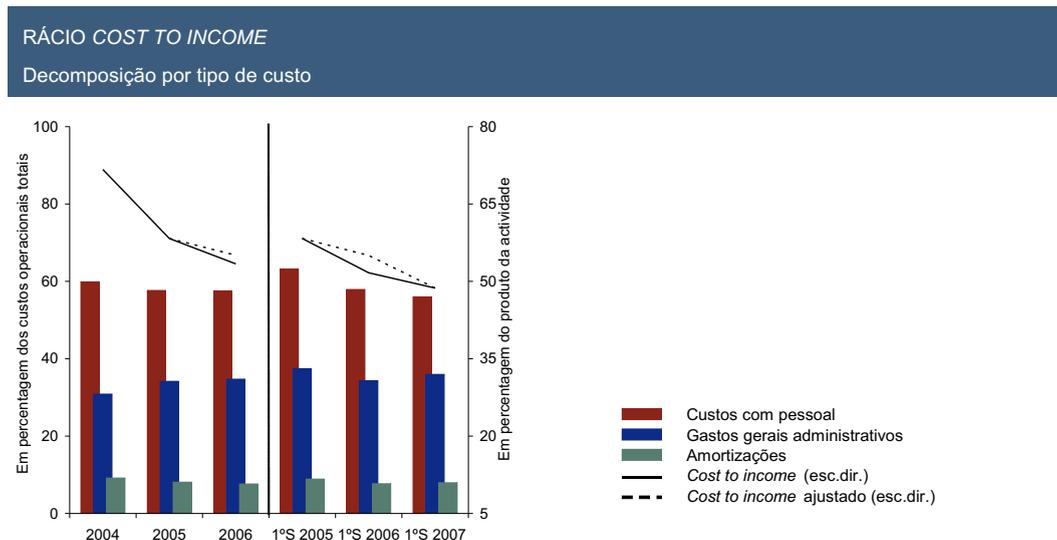
A margem financeira registou um acréscimo de 14 por cento no primeiro semestre de 2007 face ao período homólogo de 2006, verificando-se, deste modo, um aumento do respectivo contributo para o ROA. Reflectindo a subida das taxas de juro do mercado monetário, na sequência do aumento das taxas de intervenção do BCE, as taxas de juro médias implícitas nos saldos totais das principais operações bancárias apresentaram acréscimos consideráveis, assistindo-se a um aumento do diferencial entre as taxas de juro implícitas dos activos e dos passivos (Quadro 3.2.2). Este desenvolvimento esteve essencialmente relacionado com o forte crescimento que o crédito líquido a clientes continuou a registar (sendo este activo um dos que proporciona mais elevadas taxas de remuneração), limitado pelo facto de, no período em apreço, o financiamento ter sido assegurado, em grande medida, pela emissão de títulos de dívida, face ao crescimento moderado que caracterizou a evolução dos recursos de clientes. Note-se, ainda assim, que o efeito volume foi determinante para o aumento global da margem financeira, em termos líquidos¹⁵.

(13) Com a introdução das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) em 2005, uma parte significativa dos activos bancários passou a ser registada a justo valor, facto que tornou mais sensíveis as demonstrações financeiras das instituições bancárias a flutuações nos mercados financeiros.

(14) O indicador *cost to income* corresponde ao rácio entre os custos operacionais (definidos como o somatório dos custos com pessoal, dos custos administrativos e das amortizações do exercício) e o produto da actividade.

(15) Isto significa que, apesar de o diferencial entre a taxa de remuneração média dos saldos totais dos activos e a taxa de remuneração média dos passivos ter aumentado, foi o crescimento superior dos activos face ao dos passivos remunerados com juros que teve um impacto mais significativo para a variação positiva da margem financeira.

Gráfico 3.2.4



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: A quebra de série apresentada corresponde à alteração das normas contabilísticas, a qual implicou, adicionalmente, uma redefinição do conjunto de instituições bancárias analisadas. (a) O indicador ajustado obtém-se após dedução aos resultados do impacto da operação de reestruturação de participações em empresas na área seguradora realizada por um dos principais grupos bancários.

Quadro 3.2.2

TAXAS DE JURO MÉDIAS IMPLÍCITAS DAS PRINCIPAIS RUBRICAS DO BALANÇO^(a)
Em percentagem

	2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007
	Jun	Dez	Jun										
Activos remunerados com juros	5.78	5.44	4.56	4.24	4.12	3.88	3.51	3.30	4.33	4.22	4.31	4.56	5.14
Dos quais:													
Activos interbancários ^(b)	4.46	4.09	3.00	2.79	2.47	2.23	1.91	1.77	2.38	2.69	3.05	3.71	3.81
Activos não interbancários													
Crédito	6.64	6.26	5.36	4.94	4.84	4.60	4.19	4.00	4.74	4.56	4.65	4.86	5.48
Títulos	5.43	5.05	4.31	4.08	4.11	3.96	3.62	2.94	5.17	4.85	4.51	4.52	5.37
Passivos remunerados com juros	3.86	3.59	2.79	2.61	2.45	2.28	2.01	1.87	2.35	2.32	2.43	2.71	3.18
Dos quais:													
Passivos interbancários ^(c)	4.77	4.42	3.19	3.00	2.65	2.42	2.13	2.02	3.19	2.89	3.19	3.58	4.35
Passivos não interbancários													
Depósitos	3.03	2.81	2.27	2.10	1.97	1.80	1.53	1.45	1.65	1.60	1.64	1.80	2.13
Títulos	4.51	4.12	3.41	3.17	3.14	3.12	2.81	2.46	3.21	3.03	3.15	3.72	4.00
Passivos subordinados	5.75	5.48	4.70	4.53	4.35	4.30	4.03	3.72	4.79	4.61	4.73	4.82	5.37
Diferenciais (pontos percentuais):													
Activos remunerados-passivos remunerados	1.92	1.86	1.77	1.63	1.68	1.60	1.50	1.43	1.98	1.90	1.88	1.84	1.96
Crédito-depósitos	3.61	3.45	3.09	2.84	2.87	2.81	2.66	2.56	3.09	2.96	3.01	3.05	3.35

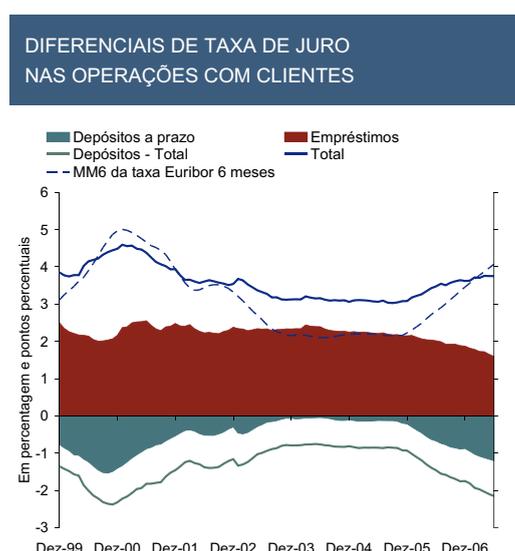
Fonte: Banco de Portugal.

Notas: A quebra de série apresentada corresponde à alteração das normas contabilísticas a qual implicou, adicionalmente, uma redefinição do conjunto de instituições bancárias analisado. (a) Taxas de juro média implícita calculadas como o rácio entre o fluxo de juros acumulado no ano e o stock médio 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. (c) Inclui recursos obtidos em bancos centrais e outras instituições de crédito.

Neste contexto, a margem de taxa de juro total nas operações com clientes voltou a registar um aumento muito ligeiro no primeiro semestre de 2007 (Gráfico 3.2.5). Este aumento do diferencial total com clientes traduziu, sobretudo, o acréscimo da margem de juro das operações passivas, mantendo-se a tendência de estreitamento do diferencial de juro das operações activas, observado em todos os segmentos do crédito concedido ao sector privado não financeiro. Este comportamento do diferencial verifica-se normalmente nos períodos de subida das taxas de juro do mercado monetário devido ao desfazamento observado na transmissão da variação destas taxas às taxas de juro de saldo das operações com clientes¹⁶.

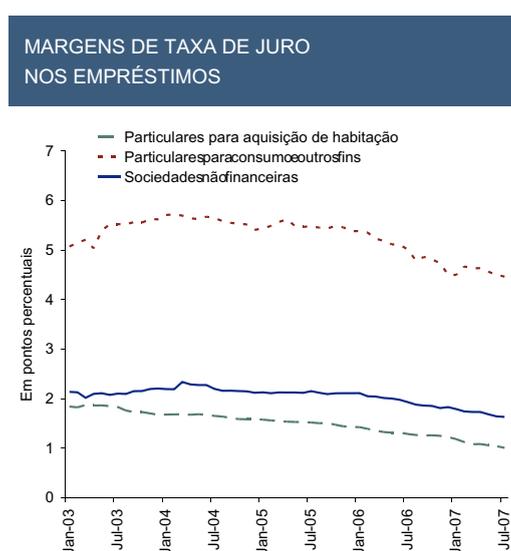
Para além deste efeito, outros factores terão contribuído para o alargamento do diferencial total com clientes. Nas operações passivas, o aumento do diferencial reflecte igualmente o peso significativo que as responsabilidades à vista assumem no total dos depósitos, uma vez que este tipo de recursos apresenta tipicamente uma remuneração substancialmente mais baixa que os demais depósitos e menor sensibilidade às variações das taxas de juro do mercado monetário. Relativamente às operações activas, de acordo com os resultados dos Inquéritos aos Bancos sobre o Mercado do Crédito de Abril e Junho de 2007, a concorrência entre instituições de crédito, evidenciada sobretudo nos segmentos do mercado de crédito destinados a particulares para aquisição de habitação e a sociedades não financeiras, terá continuado a impelir o estreitamento das margens de juro, sobretudo com respeito aos clientes de risco médio. Também no segmento dos empréstimos a particulares para consumo e outros fins se verificou uma compressão do diferencial de taxa de juro (Gráfico 3.2.6). Para além do factor concorrencial indicado pelos bancos participantes no referido Inquérito, é de assinalar o crescimento significativo no primeiro semestre dos empréstimos para consumo e outros fins de prazo superior a 5 anos, em linha com o observado em 2006, os quais estão geralmente associados à aquisição de bens de consumo duradouro, nomeadamente automóveis. Para esta maturidade, as taxas de juro praticadas são, em regra, inferiores às dos prazos mais curtos. Assim, a redução da margem global de juro neste segmento do mercado de crédito terá continuado a resultar, em parte, desta alteração na

Gráfico 3.2.5



Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Os diferenciais por tipo de operação foram calculados como a diferença entre as taxas de juro de saldos e uma média móvel de seis meses da Euribor a 6 meses. O diferencial total corresponde à diferença entre a taxa de juro dos empréstimos e a taxa de juros dos depósitos.

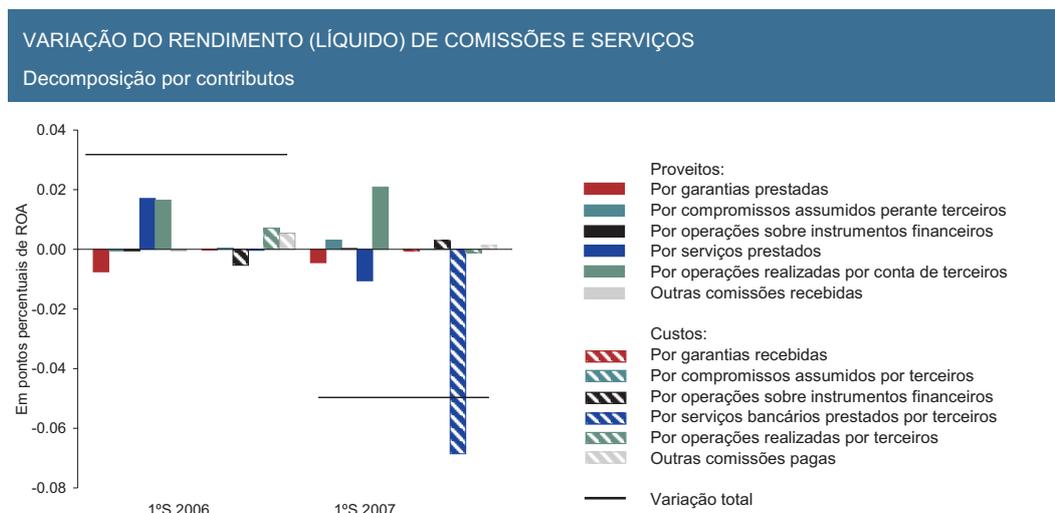
Gráfico 3.2.6



Nota: Margens calculadas como a diferença entre as taxas de juro de saldos e uma média móvel de seis meses da Euribor a 6 meses.

(16) Note-se que esta evolução não reflecte necessariamente um alargamento do diferencial respeitante às taxas das novas operações.

Gráfico 3.2.7



Fonte: Banco de Portugal.

composição por prazos do saldo total de empréstimos destinados a consumo e outros fins que não habitação. Adicionalmente, alguns empréstimos deste tipo contratados com maturidade mais longa poderão ter associadas garantias reais, o que permitirá a prática de diferenciais de juro menores do que os tipicamente aplicados nesta categoria de empréstimos.

Contribuindo negativamente para a evolução da rentabilidade no primeiro semestre de 2007 face a idêntico período do ano anterior, salienta-se a evolução das provisões e perdas de imparidade, que verificaram um aumento assinalável, de cerca de 55 por cento. No mesmo sentido, e contrariamente ao observado nos últimos anos, o contributo das comissões e outros resultados de intermediação para a evolução do ROA foi negativo. Com efeito, o crescimento destes rendimentos situou-se em 4 por cento, bastante aquém do verificado pelo activo médio (cerca de 10 por cento). No entanto, o fraco crescimento desta componente foi determinado, em grande medida, pelo aumento das comissões pagas por serviços prestados por terceiros, onde os custos referentes à oferta pública de aquisição (OPA) do Millenium BCP ao BPI tiveram um impacto substancial (Gráfico 3.2.7). Excluindo os custos de comissões relacionados com a OPA, a evolução do rendimento (líquido) de comissões e serviços, no primeiro semestre de 2007, estaria em linha com a evolução observada nos últimos períodos, em torno de 10 por cento.

No terceiro trimestre do ano, a evolução da rentabilidade dos principais grupos bancários domésticos terá sido negativamente influenciada pelos resultados associados à carteira de títulos e, em alguns casos, a aumentos nas dotações com imparidade, em particular do crédito. No entanto, a evolução favorável observada nos mercados de acções das economias emergentes terá, ainda que de forma menos abrangente, beneficiado a carteira de títulos dos bancos.

3.3 Adequação de fundos próprios

Em Junho de 2007, o rácio de adequação global de fundos próprios do conjunto das instituições analisadas, em termos consolidados, situou-se em 10,2 por cento (10,9 e 11,5 por cento, respectivamente, em Dezembro e Junho de 2006) (Quadro 3.3.1). A redução deste rácio desde Junho de 2006 esteve associada, por um lado, a uma alteração, no segundo semestre de 2006, da regulamentação relativa

Quadro 3.3.1

ADEQUAÇÃO DE FUNDOS PRÓPRIOS							
Base consolidada, em milhões de euros							
	2003	2004	2005		2006		2007
	Dez	Dez	Jun	Dez	Jun	Dez	Jun
1. Fundos próprios							
1.1. Fundos próprios de base	11 629	13 729	13 947	14 891	16 928	17 851	17 212
1.2. Fundos próprios complementares	7 615	8 337	9 872	10 776	10 151	9 914	9 663
1.3. Deduções	2 365	2 092	2 685	1 948	1 695	2 405	1 097
1.4. Fundos próprios suplementares	0	1	0	0	0	0	11
Total dos fundos próprios	16 880	19 975	21 135	23 719	25 384	25 360	25 789
2. Requisitos de fundos próprios							
2.1. Risco de crédito, de contraparte e transacções incompletas	13 208	15 096	15 489	16 213	17 153	17 968	19 431
2.2. Riscos de posição	261	488	573	493	451	468	565
2.3. Riscos de liquidação	34	53	72	67	65	70	0
2.4. Riscos cambiais	81	41	60	57	52	92	116
2.5. Risco operacional							35
2.6. Outros requisitos	0	1	0	1	0	2	48
Total dos requisitos de fundos próprios	13 584	15 679	16 194	16 830	17 721	18 599	20 194
3. Rácios (em percentagem)							
3.1. Fundos próprios/Requisitos totais	124.3	127.4	130.5	140.9	143.2	136.4	127.7
3.2. Fundos próprios/(Requisitos totais x 12.5)	9.9	10.2	10.4	11.3	11.5	10.9	10.2
3.3. Fundos próprios de base/(Requisitos totais x 12.5)	6.8	7.0	6.9	7.1	7.6	7.7	6.8

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: A quebra de série apresentada corresponde a uma alteração dos modelos de reporte prudencial. Deste modo, a análise da evolução dos fundos próprios e dos requisitos deve restringir-se aos agregados totais, não sendo possível no tocante aos elementos que os constituem.

a deduções de participações e instrumentos financeiros detidos pelas instituições bancárias em empresas relacionadas com o sector segurador, que afectou os fundos próprios e, por outro lado, a uma aceleração dos requisitos de fundos próprios no primeiro semestre de 2007. Considerando apenas os fundos próprios de base, o rácio verificou igualmente uma redução, para o que contribuiu também a alteração no método de dedução das referidas participações introduzida no primeiro semestre de 2007.

No final do primeiro semestre, o crescimento dos fundos próprios totais foi de 1.6 por cento em termos homólogos. Esta evolução foi negativamente condicionada pela já referida alteração regulamentar, pela qual as participações e instrumentos mencionados passaram a integrar o conjunto de deduções totais efectuadas aos fundos próprios totais, com um impacto estimado no rácio de adequação global de fundos próprios ligeiramente superior a 0.5 pontos percentuais em Dezembro de 2006 e Junho de 2007^{17,18}. Em sentido contrário, contribuiu a evolução favorável dos mercados financeiros, que afectou positivamente os resultados e as reservas de reavaliação. Já em 2007, verificou-se uma alteração no tratamento prudencial das deduções referidas que, apesar de não ter impacto ao nível do montante total dos fundos próprios, afectou a sua composição, uma vez que as deduções acima mencionadas passaram a afectar directamente os fundos próprios de base e os fundos próprios complementares.

(17) Pelo Aviso nº12/2006, a detenção de participações, directas ou indirectas, que criem ligações duradouras ou que representem pelo menos 20 por cento, ou dos direitos de voto ou do capital de empresas de seguros, empresas de resseguros e sociedades gestoras de participações no sector dos seguros, assim como os instrumentos financeiros referidos na alínea b do nº 1 do nº 9º-D do Aviso nº 12/92, detidos junto dessas mesmas entidades, passaram a ser deduzidos aos fundos próprios totais, pelo respectivo valor líquido de inscrição no activo.

(18) Esta estimativa teve como pressupostos que as normas prudenciais em questão permaneciam inalteradas face a Junho de 2006, e que as instituições não alteraram as suas decisões na sequência da nova regulamentação.

res^{19,20}. Esta alteração contribuiu num valor ligeiramente superior a 0.3 pontos percentuais para a diminuição do rácio de adequação dos fundos próprios de base.

Os requisitos totais de fundos próprios registaram um aumento de 14 por cento, em termos homólogos, que reflectiu, essencialmente, o crescimento dos requisitos relativos ao risco de crédito, de contraparte e transacções incompletas (similares aos anteriormente definidos requisitos de rácio de solvabilidade)²¹. O aumento destes requisitos esteve associado à expansão do crédito bancário, sendo de evidenciar o crescimento dos empréstimos a sociedades não financeiras e a particulares para consumo e outros fins. Estes segmentos de negócio têm associados maiores requisitos de capital, quando comparados com o segmento de empréstimos a particulares para aquisição de habitação, tipicamente com garantia real. Por sua vez, este último segmento, não obstante o abrandamento que vem observando desde o primeiro semestre de 2006, continua a apresentar taxas de crescimento robustas, contribuindo também de forma significativa para o aumento dos activos ponderados pelo risco.

3.4. Risco de liquidez

No final de Junho de 2007, a posição de liquidez das instituições bancárias domésticas era relativamente semelhante à verificada no final do mês homólogo de 2006. Com efeito, os respectivos *gaps* de liquidez revelavam, no seu conjunto, uma virtual estabilização face aos verificados em Junho de 2006, mantendo-se positivo o *gap* relativo ao horizonte até 1 mês e negativos (de forma mais significativa com o alongar das maturidades) os relativos a horizontes iguais ou superiores a 3 meses²². Num contexto de estabilidade nos mercados internacionais de financiamento por grosso, os *gaps* observados não seriam susceptíveis de condicionar os preços, as quantidades e as estruturas temporais das operações bancárias. Contudo, dado o surgimento de dificuldades de financiamento nestes mercados, decorrentes da instabilidade nos mercados financeiros internacionais, as instituições terão alterado algumas condições no seu relacionamento com os clientes, já no decurso do terceiro trimestre do ano. Esta alteração ter-se-á traduzido num aumento da restritividade das condições de oferta do crédito ao sector privado não financeiro, bem como em estratégias mais competitivas de captação de depósitos de clientes.

No período de 12 meses terminado em Junho de 2007 mantiveram-se, no essencial, os principais traços de evolução da estrutura de financiamento das instituições bancárias portuguesas no decurso dos últimos anos, e que se integram em tendências observadas a nível internacional. De facto, manteve-se uma significativa discrepância entre os fluxos associados ao crédito a clientes e aos recursos obtidos junto dos mesmos. Esta evolução tem sido gerida pelas instituições bancárias através do re-

(19) O Aviso nº4/2007, que faz parte da transposição da Directiva Comunitária n.º 2006/48/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2006, relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício, alterou o método de dedução das participações e instrumentos financeiros detidos pelas instituições bancárias em empresas relacionadas com o sector segurador, que passaram a ser deduzidas 50 por cento aos fundos próprios de base e 50 por cento aos fundos próprios complementares (depois de aplicados os limites para a elegibilidade dos fundos próprios complementares em função dos fundos próprios de base).

(20) Em Junho de 2007, a comparação temporal dos elementos que constituem os fundos próprios foi igualmente condicionada pela alteração dos mapas de reporte prudencial, introduzidos pela Instrução nº 23/2007, na sequência de um projecto do Comité das Autoridades de Supervisão Bancária (CEBS). Este projecto visa o desenvolvimento de um modelo de reporte comum a diferentes países para o rácio de adequação e fundos próprios, em consonância com o novo quadro legislativo comunitário relativo ao regime de adequação de fundos próprios. Na sequência desta alteração, algumas componentes dos diferentes mapas prudenciais deixaram de ter correspondência directa com as definições dos modelos anteriores.

(21) A alteração das designações das rubricas de requisitos de fundos próprios está relacionada com a introdução de novos mapas de reporte prudencial mencionada anteriormente.

(22) O *gap* de liquidez define-se pela diferença entre os activos disponíveis e as responsabilidades exigíveis em cada classe de maturidade residual e fornece uma indicação sobre as necessidades de financiamento que as instituições bancárias têm que suprir no horizonte temporal considerado (em percentagem do activo total deduzido dos activos de elevada liquidez). Para uma descrição detalhada dos indicadores de liquidez usualmente utilizados nas análises do Banco de Portugal veja-se "Caixa 4.1 Acompanhamento do risco de liquidez do sistema bancário", *Relatório de Estabilidade Financeira*, 2004, Banco de Portugal.

curso acrescido ao financiamento de mercado, principalmente através da emissão de títulos de dívida (sem carácter de subordinação). De igual forma, a realização de operações de titularização de créditos tem contribuído para a obtenção de fundos a médio e longo prazo pelos principais grupos bancários portugueses. O financiamento em mercado monetário (em termos líquidos de aplicações) tem sido usado na gestão da liquidez numa base mais conjuntural, permitindo a acomodação, geralmente no primeiro semestre de cada ano e numa base temporária, de desequilíbrios associados ao comportamento sazonal que algumas das rubricas patrimoniais costumam exibir. Neste contexto, note-se que a importância deste recurso no total do financiamento diminuiu claramente face ao observado no início da década (Gráficos 3.4.1 e 3.4.2).

Conforme referido, em Junho de 2007, comparativamente ao mês homólogo do ano anterior, os *gaps* de liquidez dos bancos domésticos registaram, em termos agregados, variações de reduzida expressão, pese embora seja de assinalar que o *gap* relativo ao horizonte mais longo de maturidade residual se tenha alargado novamente, em linha com a tendência verificada desde o final de 2004 (Gráfico 3.4.3)²³.

No essencial, a evolução do *gap* relativo ao horizonte de 1 ano tem subjacente o aumento das amortizações previstas de passivos titulados, que deverão implicar o refinanciamento das emissões a médio e longo prazo ocorridas nos últimos anos (Gráfico 3.4.4). Face a Junho de 2006, verificou-se um aumento das amortizações previstas para todos os horizontes temporais, em particular para o horizonte de 3 a 12 meses.

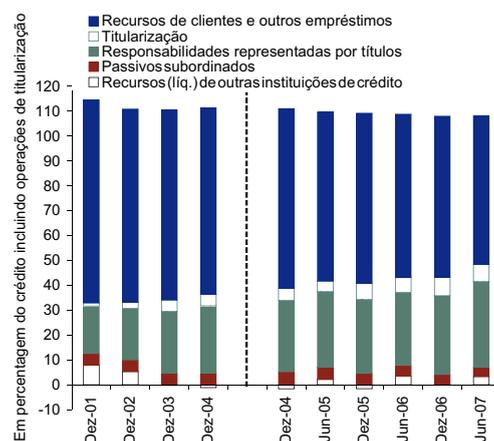
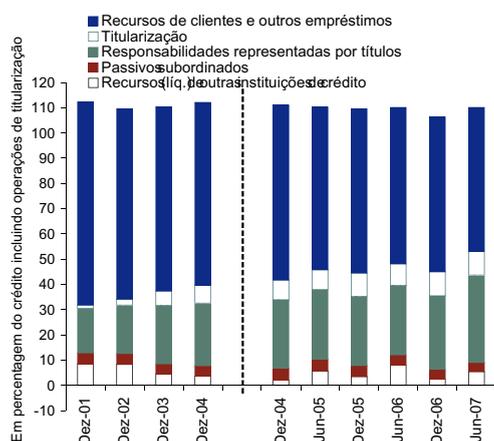
A relativa estabilidade dos *gaps* de liquidez das instituições domésticas foi observada no contexto de um novo aumento do rácio entre crédito e recursos de clientes. Esta evolução não é qualitativamente

Gráfico 3.4.1

Gráfico 3.4.2

FONTES DE LIQUEZ DO SISTEMA BANCÁRIO

FONTES DE LIQUEZ DO SISTEMA BANCÁRIO
Bancos domésticos



Fonte: Banco de Portugal.
Notas: Os recursos (líquidos) de outras instituições de crédito incluem recursos líquidos face a bancos centrais. As titularizações incluem operações desreconhecidas e não desreconhecidas. A quebra de série apresentada corresponde à alteração das normas contabilísticas, a qual implicou, adicionalmente, uma redefinição do conjunto de instituições bancárias analisado.

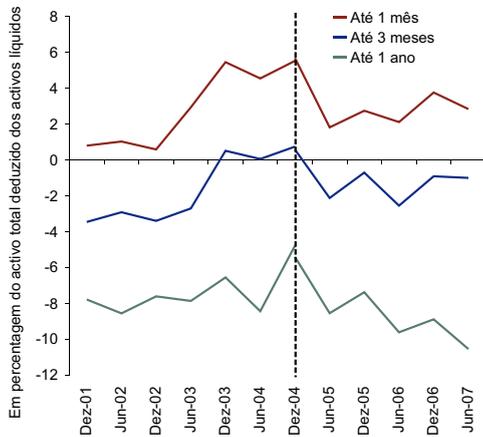
Fonte: Banco de Portugal.
Notas: Os recursos (líquidos) de outras instituições de crédito incluem recursos líquidos face a bancos centrais. As titularizações incluem operações desreconhecidas e não desreconhecidas. A quebra de série apresentada corresponde à alteração das normas contabilísticas, a qual implicou, adicionalmente, uma redefinição do conjunto de instituições bancárias analisado.

(23) Considerando a estrutura de activos e passivos de curto prazo (até 1 ano) por maturidades residuais, a análise de *gaps* permite uma caracterização mais completa da situação de liquidez das instituições bancárias, por comparação com outros indicadores usualmente utilizados na análise de liquidez, como o rácio entre crédito e depósitos e o rácio de cobertura de passivos interbancários por activos de elevada liquidez, nomeadamente por levar em linha de conta um conjunto alargado de activos e passivos materialmente relevantes na determinação das necessidades de financiamento da sua actividade. Uma descrição detalhada dos indicadores de liquidez utilizados nesta secção é apresentada na "Caixa 4.1 Acompanhamento do risco de liquidez do sistema bancário", *Relatório de Estabilidade Financeira*, 2004, Banco de Portugal.

Gráfico 3.4.3

GAP DE LIQUIDEZ EM ESCALAS CUMULATIVAS DE MATURIDADE

Bancos domésticos

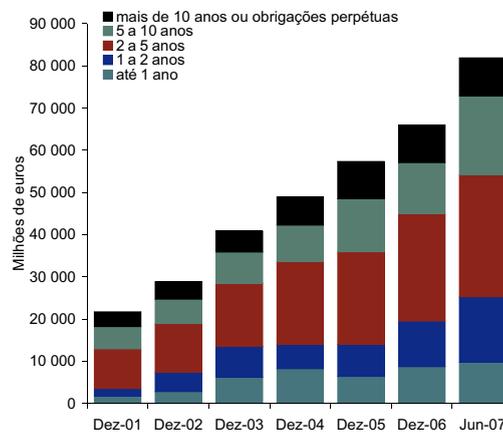


Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Gap de liquidez definido como (Activos líquidos - Passivos voláteis)/(Activo - Activos líquidos)x100 em cada escala cumulativa de maturidade residual. A quebra de série apresentada corresponde à alteração das normas contabilísticas, a qual implicou, adicionalmente, uma redefinição do conjunto de instituições bancárias analisado.

Gráfico 3.4.4

ESTRUTURA DE MATURIDADE RESIDUAL DO SALDO VIVO DE OBRIGAÇÕES DE GRUPOS BANCÁRIOS



alterada quando se incluem no cálculo do indicador os créditos objecto de titularização e uma estimativa da detenção, pelos seus clientes, de títulos emitidos pelas instituições (Gráfico 3.4.5).

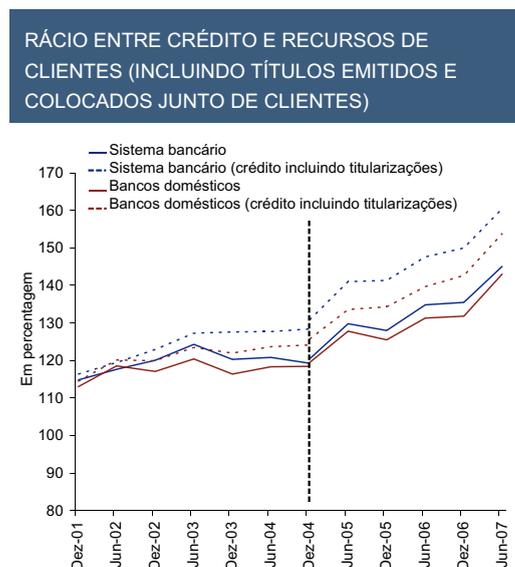
O crédito a clientes registou em Junho de 2007 uma taxa de variação homóloga próxima de 13 por cento²⁴. Por sua vez, os recursos de clientes mantiveram uma taxa de variação homóloga próxima de 5 por cento (Gráfico 3.4.6). Os recursos captados junto de residentes (essencialmente depósitos) cresceram a uma taxa próxima de 3 por cento. Por seu turno, os depósitos de clientes não residentes registaram uma taxa de variação de 13 por cento, reflectindo também a expansão da actividade desenvolvida no exterior pelos principais grupos bancários portugueses.

A divergência estrutural entre a evolução do crédito e a dos recursos de clientes, num contexto de relativa estabilidade das restantes componentes do activo, tem sido colmatada, no essencial, através do recurso acrescido ao financiamento por via da emissão de títulos. Diferentemente do sucedido até ao final de 2006, têm-se destacado em 2007 as emissões realizadas em mercado nacional, em detrimento das emissões através de filiais e sucursais no exterior (Gráfico 3.4.7). Tal esteve associado, por um lado, à alteração, em 2006, da legislação portuguesa que enquadra a emissão de obrigações hipotecárias. Essa alteração veio facilitar a emissão de títulos garantidos por créditos hipotecários que constituem um património autónomo, ainda que permaneçam no balanço do banco, permitindo aos bancos obter financiamento com custos inferiores face a outras formas de dívida titulada, tais como a emissão de obrigações através de programas EMTN (*Euro-Medium Term Notes*)²⁵. Por outro lado, o facto de o Banco Central Europeu ter deixado de aceitar, para efeitos de colateral em operações de política monetária, os títulos de bancos emitidos em *off-shore* posteriormente a 1 de Janeiro

(24) A importância deste crescimento para a evolução do activo é analisada na "Secção 3.1 *Actividade*". Na "Secção 3.5 *Risco de crédito*" é aprofundada a análise à evolução do crédito, tanto em termos sectoriais como em termos da sua qualidade.

(25) Uma vez que a cada emissão é afecto um conjunto de créditos hipotecários, oferecem-se assim garantias acrescidas de reembolso. Assim, as obrigações hipotecárias têm associado um prémio de risco de crédito menor, sendo também objecto de um tratamento prudencial favorável em termos de solvabilidade no quadro do novo regime prudencial comunitário, o que reforça a sua elegibilidade como instrumento financeiro para os bancos enquanto investidores.

Gráfico 3.4.5



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: A quebra de série apresentada corresponde à alteração das normas contabilísticas a qual implicou, adicionalmente, uma redefinição do conjunto de instituições bancárias analisado.

de 2007 veio reduzir a receptividade do mercado aos títulos emitidos através de filiais e sucursais no exterior.

Adicionalmente, as instituições bancárias têm recorrido à realização de operações de cedência de créditos por via de operações de titularização (Gráfico 3.4.8). No final do primeiro semestre de 2007, o financiamento associado à realização destas operações representava cerca de 11 por cento do crédito concedido ao sector privado não financeiro (9.5 por cento em Junho de 2006). O activo subjacente à generalidade das operações realizadas continuou a ser o crédito a particulares para aquisição de habitação (cerca de 20 por cento do crédito para aquisição de habitação encontrava-se titularizado em Junho de 2007).

Em Junho de 2007, a variação do financiamento (líquido de aplicações) em mercado monetário, junto de outras instituições de crédito, foi, em termos homólogos, marginalmente positiva para o agregado das instituições domésticas (tendo-se verificado, para as não domésticas, uma significativa redução²⁶) (Quadro 3.4.1).

Neste contexto, verificou-se, para as instituições domésticas, uma estabilização, em termos homólogos, do rácio de cobertura de passivos interbancários por activos de elevada liquidez onde, para além dos activos interbancários, se incluem os títulos de dívida elegíveis para operações de política monetária (cujo valor aumentou cerca de 12 por cento) (Gráfico 3.4.9).

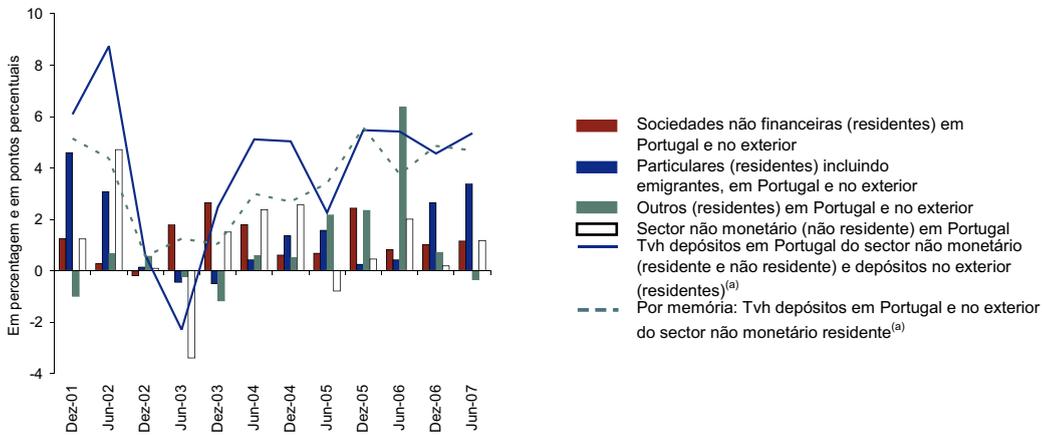
No contexto da turbulência vivida nos mercados financeiros internacionais, a gestão da liquidez das instituições bancárias tornou-se particularmente complexa, tendo em conta a importância dos recursos obtidos nos mercados por grosso no total do financiamento dos bancos, em linha com a crescente integração financeira da economia portuguesa e com as tendências internacionais²⁷. De facto, as ins-

(26) Em 2006, um dos principais grupos bancários não domésticos a operar em Portugal procedeu à alienação dos títulos que haviam resultado de operações de titularização de crédito realizadas pelo referido grupo em anos anteriores e eram utilizados como garantia em operações de política monetária. Esta alienação permitiu diminuir significativamente o recurso do grupo a operações de refinanciamento de prazo alargado (três meses) junto do Banco Central.

(27) No final de Junho de 2007, o saldo do financiamento das instituições domésticas portuguesas junto dos mercados por grosso representava cerca de 40 por cento da dívida total destas instituições, sendo constituída essencialmente por títulos a médio e longo prazo.

Gráfico 3.4.6

DEPÓSITOS DO SECTOR NÃO MONETÁRIO
Contributos para a taxa de variação homóloga

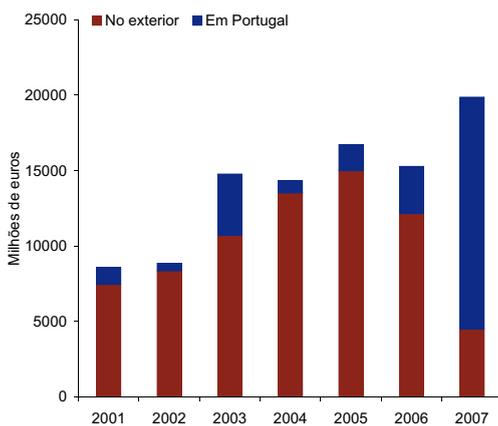


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (a) Excluindo passivos por liquidez recebida com operações de titularização não desreconhecidas do balanço, registados sob a forma de depósitos (e equiparados) de OIFAF.

Gráfico 3.4.7

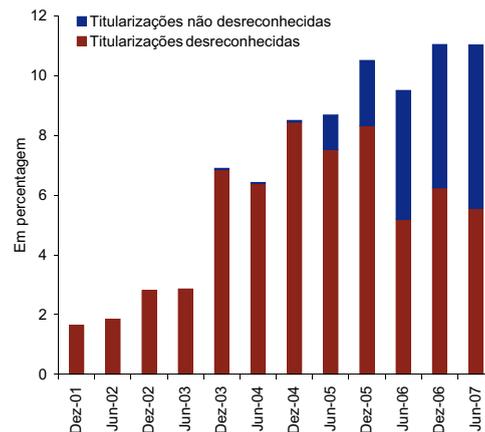
EMISSIONES DE OBRIGAÇÕES DE GRUPOS BANCÁRIOS
Por mercado de colocação



Fontes: Dealogic Bondware, Bloomberg e Datastream.

Gráfico 3.4.8

EVOLUÇÃO DOS EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS EM OPERAÇÕES DE TITULARIZAÇÃO
Em percentagem do crédito concedido ao sector privado não financeiro



Fonte: Banco de Portugal.

Quadro 3.4.1

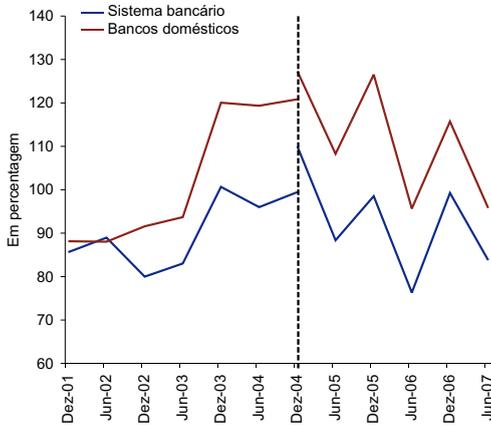
POSIÇÃO DOS BANCOS PORTUGUESES FACE A OUTRAS INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO E BANCOS CENTRAIS

	Milhões de euros				Taxa de variação (em percentagem)			
	2005		2006		2005		2006	
	Dez	Jun	Dez	Jun	Dez	Jun	Dez	Jun
Sistema bancário								
Recursos (líq.) de outras instituições de crédito	7 974	18 880	6 311	14 736	87.2	52.3	-20.8	-22.0
Caixa e disponibilidades em bancos centrais	6 205	5 498	6 907	4 802	-17.9	20.0	11.3	-12.7
no país	5 657	4 805	6 256	4 097	-19.7	15.9	10.6	-14.7
no estrangeiro	548	693	651	705	6.7	59.6	18.8	1.7
Disponibilidades e aplicações em outras instituições de crédito	30 876	27 848	31 442	27 585	23.3	6.0	1.8	-0.9
no país	5 748	4 525	5 763	5 031	34.1	-3.4	0.3	11.2
no estrangeiro	25 127	23 319	25 679	22 554	21.1	8.0	2.2	-3.3
Recursos de bancos centrais	6 215	8 450	1 739	1 977	75.5	45.1	-72.0	-76.6
no país	5 464	7 337	8	14	69.0	41.6	-99.9	-99.8
no estrangeiro	751	1 113	1 731	1 963	142.9	73.0	130.6	76.4
Recursos de outras instituições de crédito	38 840	43 776	42 921	45 146	16.6	17.0	10.5	3.1
no país	5 384	5 545	4 077	3 928	33.1	30.3	-24.3	-29.2
no estrangeiro	33 457	38 234	38 843	41 228	14.3	15.2	16.1	7.8
Bancos domésticos								
Recursos (líq.) de outras instituições de crédito	-3 036	6 754	-263	7 468	7.6	77.1	-91.3	10.6
Caixa e disponibilidades em bancos centrais	5 548	4 927	6 200	4 119	-20.2	19.9	11.8	-16.4
no país	5 022	4 258	5 576	3 440	-22.2	15.5	11.0	-19.2
no estrangeiro	526	669	624	679	5.4	58.1	18.8	1.4
Disponibilidades e aplicações em outras instituições de crédito	25 780	21 772	27 037	24 873	19.2	4.4	4.9	14.2
no país	4 795	3 469	4 700	4 184	40.4	-10.4	-2.0	20.6
no estrangeiro	20 985	18 298	22 337	20 689	15.2	7.7	6.4	13.1
Recursos de bancos centrais	851	1 705	1 736	1 970	-15.8	130.4	104.1	15.5
no país	110	600	8	14	-84.2	451.8	-92.6	-97.7
no estrangeiro	740	1 105	1 728	1 956	138.0	75.0	133.4	77.1
Recursos de outras instituições de crédito	27 441	31 747	31 238	34 490	10.9	13.2	13.8	8.6
no país	4 610	5 065	3 569	3 694	33.0	32.5	-22.6	-27.1
no estrangeiro	22 833	26 685	27 669	30 807	7.3	10.2	21.2	15.4

Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 3.4.9

RÁCIO DE COBERTURA DOS PASSIVOS INTERBANCÁRIOS POR ACTIVOS DE ELEVADA LIQUIDEZ



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Rácio de cobertura definido como o rácio entre activos de elevada liquidez (activos interbancários e títulos de dívida elegíveis para operações de política monetária) e passivos interbancários. A quebra de série apresentada corresponde à alteração das normas contabilísticas, a qual implicou, adicionalmente, uma redefinição do conjunto de instituições bancárias analisado.

tituições viram dificultado o financiamento junto das fontes habituais, nomeadamente o mercado monetário interbancário (sem garantia), os mercados de dívida titulada e a realização de operações de titularização. De um modo geral, estes mercados registaram perturbações significativas, que se traduziram na redução das quantidades transaccionadas bem como no aumento dos respectivos preços. Até ao final de Outubro verificou-se alguma reversão dos efeitos mencionados, tendo algumas instituições retomado a emissão de títulos de dívida em mercado. A informação disponível sugere, porém, que quantidades e preços permanecem em patamares diferentes aos observados no período anterior à turbulência. O mercado monetário da área do euro acompanhou em geral esta evolução, subsistindo, contudo, diferenciais significativos entre as taxas de juro das operações interbancárias nos prazos superiores a um mês e as taxas de juro quer das operações colateralizadas, quer de referência do Banco Central Europeu.

As respostas ao Inquérito aos Bancos sobre o Mercado do Crédito de Outubro confirmam as dificuldades de financiamento no mercado por grosso e a sua repercussão nos critérios de aprovação de empréstimos a particulares e a empresas, no terceiro trimestre do ano. Adicionalmente, as instituições reportantes indicaram a expectativa de manutenção de dificuldades na obtenção de financiamento no decurso do último trimestre do ano, o que deverá implicar impactos adicionais quer sobre os *spreads* de taxa de juro, quer sobre os montantes, quer ainda sobre a estrutura de prazos que os bancos oferecerão aos seus clientes.

O impacto da turbulência deverá reflectir-se não apenas nas condições praticadas nos empréstimos, existindo também alguma evidência de que as instituições venham a adoptar estratégias mais activas de captação de depósitos. Estas estratégias, que se deverão traduzir em alguma compressão da margem dos depósitos, relativamente às taxas do mercado monetário, deverão ter alguma correspondência no lado da oferta, atendendo ao contexto de maior aversão ao risco por parte dos aforradores. Refira-se que, no decurso do período de maior turbulência, se verificaram resgates de unidades de participação em fundos de investimento em montantes significativos.

Para efeitos de acompanhamento dos impactos da turbulência nos mercados financeiros sobre os bancos portugueses, o Banco de Portugal tem promovido contactos regulares com as instituições. Estas, de um modo geral, têm indicado a não existência de dificuldades particulares na gestão das respectivas posições de liquidez para os próximos meses, em grande medida reflectindo o facto de parte substancial dos programas de emissão de dívida para 2007 ter sido concretizada antes do início do período de turbulência e por terem melhorado entretanto as condições de acesso aos mercados internacionais de obrigações hipotecárias e papel comercial.

3.5. Risco de crédito

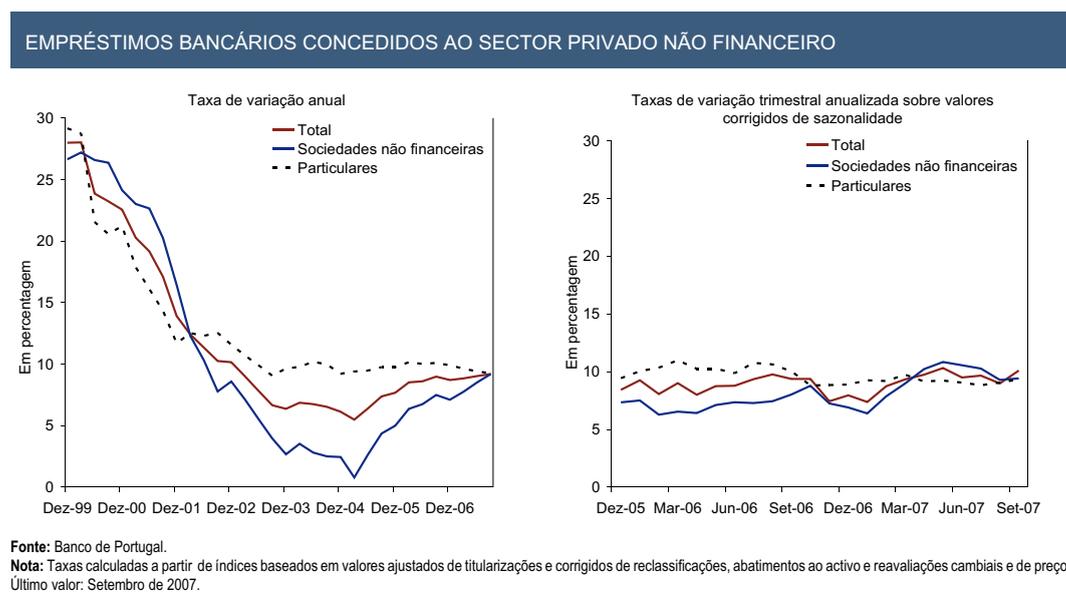
Evolução da exposição

Em Junho de 2007, dois terços do activo do sistema bancário correspondia a crédito a clientes. Conforme referido anteriormente, o crescimento observado no semestre reflectiu, por um lado, alguma aceleração do crédito concedido no mercado nacional ao sector privado não financeiro e, por outro, o contributo crescente da actividade local das filiais no exterior dos grupos bancários portugueses.

No decurso do primeiro semestre de 2007, o crédito bancário ao sector privado não financeiro residente registou uma ligeira aceleração (de 8.7 por cento no final de 2006 para 9.0 por cento em Junho, mantendo uma taxa próxima em Setembro, de 9.2 por cento). Esta evolução reflectiu um maior crescimento do crédito a sociedades não financeiras do que no ano anterior e um ligeiro abrandamento dos empréstimos a particulares (Gráfico 3.5.1).

De acordo com a informação da Central de Responsabilidades de Crédito (CRC), a dívida de sociedades não financeiras junto de instituições de crédito residentes registou uma aceleração em Junho de 2007, face quer a Junho quer a Dezembro do ano anterior. Esta aceleração foi mais expressiva no

Gráfico 3.5.1



caso dos empréstimos de montantes elevados que deverão estar associados a empresas de maior dimensão (Quadro 3.5.1²⁸).

Segundo os bancos portugueses participantes nos Inquéritos sobre o Mercado de Crédito de Abril e de Julho de 2007, ter-se-á verificado, ao longo do primeiro semestre do ano, um aumento ligeiro da procura de empréstimos por empresas não financeiras. Subjacentes a esta evolução da procura, continuaram a estar a reestruturação de dívida, necessidades de financiamento de existências e de fundo de maneo e, em menor grau, o financiamento de fusões e aquisições e de processos de reestruturação empresarial. Num contexto de concorrência entre instituições bancárias, a redução dos *spreads* aplicados aos clientes de risco médio terá permitido moderar o efeito da subida continuada das taxas de juro no custo global do financiamento bancário às empresas não financeiras. Também beneficiando de prémios de risco favoráveis, as empresas não financeiras portuguesas emitiram montantes significativos de obrigações e de papel comercial, no primeiro semestre de 2007, os quais representaram, em termos líquidos, quase 75 por cento das emissões líquidas de dívida efectuada no conjunto do ano anterior. Reflectindo estes desenvolvimentos, a dívida financeira total deste sector situava-se, no final de Junho de 2007, 8.5 por cento acima do valor de Junho do ano precedente²⁹ (o que compara com 5.7 por cento, em Dezembro de 2006). Ao longo do semestre, assistiu-se igualmente

Quadro 3.5.1

CRÉDITO A EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS, POR DIMENSÃO DAS EXPOSIÇÕES ^(a)								
Taxas de variação homóloga (em percentagem) ^(b)								
	2005		2006		2007	Por memória (Jun 2007):		
	Jun	Dez	Jun	Dez	Jun	Limite inferior ^(e)	Saldo médio (10 ³ €)	Peso do saldo no total (%)
Total	4.5	5.8	7.3	7.3	9.5			
Grandes exposições (percentil 90) ^(c)	4.3	5.7	7.1	7.3	9.7	450	3 900	89
<i>das quais:</i>								
exposições muito grandes (percentil 99) ^(c)	4.0	6.1	7.1	7.7	10.5	6 011	24 948	59
<i>das quais:</i>								
maiores exposições (percentil 99.5) ^(c)	3.2	5.6	7.0	7.7	11.2	11 331	41 988	49
Exposições de retalho ^(d)	5.9	6.4	8.5	7.1	8.3	-	53	11

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: (a) Indicadores baseados na informação da Central de Responsabilidades de Crédito (CRC). Correspondem a crédito concedido por bancos, caixas económicas, caixas de crédito agrícola mútuo, instituições financeiras de crédito, sociedades de *factoring*, sociedades de locação financeira, sociedades emittentes ou gestoras de cartões de crédito, sociedades financeiras de aquisições a crédito e outros intermediários financeiros residentes. Inclui créditos cedidos em operações de titularização. Abrange o crédito concedido a sociedades não financeiras e a algumas entidades colectivas que não integram o sector institucional das sociedades não financeiras (pertencendo, assim, a outros sectores institucionais residentes). (b) Para o cálculo das taxas de variação homóloga, os limites inferiores de cada grupo de exposições foram definidos aplicando sucessivamente, aos valores de Junho de 2007, as taxas de variação das exposições totais, em cada período. As taxas de variação são calculadas com base nos saldos em fim de período, sem qualquer ajustamento. (c) Percentis definidos com base no número de empresas ordenadas segundo o montante da exposição total. (d) Exposições cujos montantes são menores do que o limite inferior das grandes exposições. Correspondem a 90 por cento das empresas com dívida junto das instituições participantes na CRC. (e) Montante da exposição de menor valor do conjunto das exposições consideradas no percentil. Em milhares de euros.

(28) As taxas de variação apresentadas no Quadro 3.5.1 para o total diferem das incluídas no Quadro 8 da publicação *Indicadores de Conjuntura* e do Quadro 3.5.2 por várias razões: (i) consideram-se não apenas os empréstimos concedidos por bancos, caixas económicas e caixas de crédito agrícola mútuo mas também os empréstimos concedidos por outras instituições financeiras não monetárias residentes que participam na Central de Responsabilidades de Crédito (veja-se a nota (a) ao Quadro 3.5.1); (ii) no conjunto de empresas não financeiras não estão excluídas algumas entidades colectivas que não integram o sector institucional das sociedades não financeiras (fazendo parte de outros sectores institucionais residentes); (iii) as taxas de variação são calculadas com base nos saldos em fim de período, que incluem créditos desconhecidos cedidos em operações de titularização mas não corrigidos de reclassificações, abatimentos ao activo e reavaliações cambiais e de preço.

(29) Inclui empréstimos concedidos por instituições de crédito residentes e não residentes, empréstimos/suprimentos concedidos por empresas não residentes do mesmo grupo económico (excluindo os concedidos a sociedades não financeiras com sede na zona franca da Madeira) e títulos de dívida (papel comercial e obrigações) emitidos por sociedades não financeiras na posse de outros sectores.

te a um fluxo expressivo de emissões de acções por parte de sociedades não financeiras, maioritariamente não cotadas³⁰.

Em termos sectoriais, é de realçar o aumento, observado no primeiro semestre de 2007, do contributo do crédito concedido à construção para a variação total dos empréstimos a sociedades não financeiras, num contexto em que a actividade do sector se manteve relativamente fraca (Quadro 3.5.2). Por seu turno, os empréstimos concedidos a empresas de serviços de actividade imobiliária e de outros prestados principalmente a empresas (onde se incluem as sociedades gestoras de participações sociais) continuaram a crescer a taxas muito superiores à do total.

No terceiro trimestre do ano, de acordo com o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito de Outubro, a procura de empréstimos bancários por empresas não financeiras não se terá alterado globalmente. Porém, observou-se um acréscimo significativo do contributo da reestruturação de dívida para o aumento da procura, passando o financiamento de fusões e aquisições e de reestruturação empresarial a contribuir para a redução da mesma. Por seu turno, o financiamento do investimento deixou de ser apontado como um factor indutor de menor procura de crédito por parte das empresas não financeiras.

Conforme as respostas àquele Inquérito, os critérios aplicados pelos bancos na aprovação de empréstimos a empresas ter-se-ão tornado mais restritivos no terceiro trimestre de 2007. Foram apontados como principais factores contribuindo para a maior restritividade da oferta o aumento do custo de capital e das restrições de balanço dos bancos (com especial relevo para as condições enfrentadas no financiamento de mercado), uma deterioração dos riscos apercebidos e a redução da concorrência com origem no mercado de capitais (sugerindo maior dificuldade também por parte das empresas

Quadro 3.5.2

EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS POR OUTRAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS MONETÁRIAS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS^(a)

Desagregação sectorial, taxa de variação anual em fim de período

	2003	2004	2005	2006		2007		Peso no total Dez 2006
	Dez	Dez	Dez	Jun	Dez	Jun	Set	
Total	2.7	2.4	5.0	6.7	7.1	8.5	9.2	100.0
Por sector de actividade^(b):								
Agricultura, produção animal, caça, silvicultura e pesca	7.8	5.0	4.5	9.6	9.2	10.7	11.7	1.5
Indústrias extractivas	15.4	-6.7	0.6	-8.5	-2.8	6.7	5.6	0.4
Indústrias transformadoras	0.5	-3.8	-3.0	-1.8	0.7	4.8	6.5	13.2
Produção e distribuição de electricidade, gás e água	4.8	-2.0	37.9	15.8	-11.5	-8.6	-2.1	2.1
Construção	3.8	6.0	10.7	6.9	5.3	8.9	10.7	19.8
Serviços	2.6	3.2	4.2	8.5	9.8	9.7	9.7	63.0
<i>dos quais:</i>								
Actividades imobiliárias	11.6	13.9	11.9	10.6	12.5	15.0	17.1	19.3
Outras actividades de serviços prestados principalmente a empresas	-6.1	-1.7	6.7	14.8	14.4	16.7	14.9	14.4
Comércio, alojamento e restauração	4.6	2.0	3.1	6.0	7.1	4.6	3.5	18.5
Transportes, correios e telecomunicações	3.7	-4.5	-10.6	-0.3	0.8	-3.6	-1.3	5.5

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: (a) As taxas de variação são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos bancários em fim de período e transacções calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações. São igualmente ajustados de operações de titularização e corrigidos de abatimentos ao activo e reavaliações cambiais e de preço. (b) A afectação dos empréstimos por sector de actividade é estimada com base na estrutura da Central de Responsabilidades de Crédito.

(30) Veja-se "Secção Condições monetárias e financeiras da economia portuguesa" no artigo sobre "A Economia Portuguesa em 2007", neste Boletim

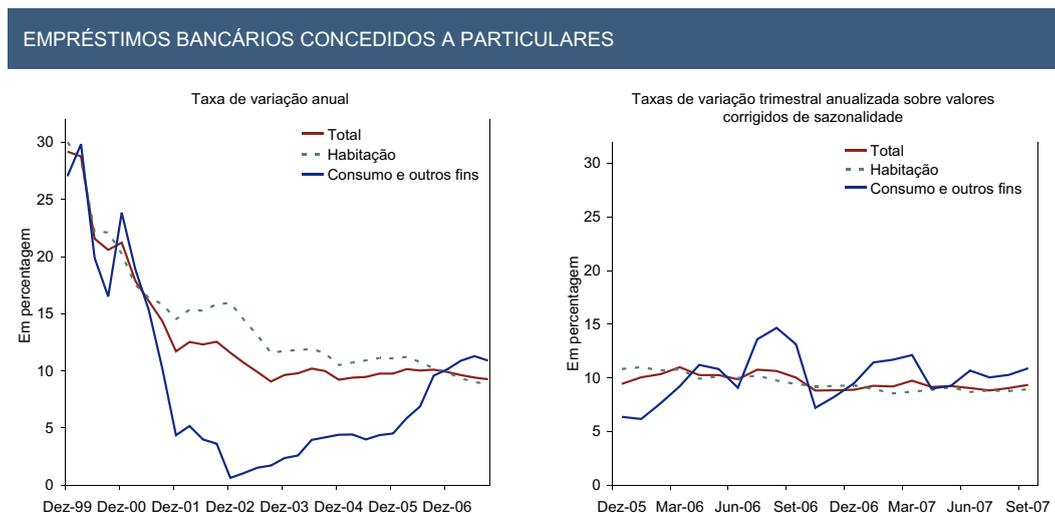
não financeiras em financiar-se neste mercado). Adicionalmente, os riscos associados a perspectivas para sectores de actividade ou empresas específicas ter-se-ão tornado mais relevantes.

Para o último trimestre do ano, os bancos participantes no Inquérito sobre o Mercado de Crédito perspectivaram algumas dificuldades quanto às fontes habituais de financiamento, na sequência da situação de instabilidade observada nos mercados financeiros internacionais, ainda que em menor grau do que o verificado no terceiro trimestre. Indicaram ainda que estas dificuldades no financiamento tenderão a reflectir-se em critérios de aprovação de empréstimos ligeiramente mais restritivos, quer em termos de *spreads* quer mesmo de montantes disponíveis. Segundo os bancos inquiridos, este aperto poderá ser mais marcado no segmento das grandes empresas. O impacto será mais visível no que se refere ao financiamento de projectos de investimento, de fusões e aquisições e de outros processos de reestruturação empresarial.

Por seu turno, os empréstimos a particulares mantiveram uma trajectória de desaceleração ao longo do primeiro semestre do ano, consistente com a subida das taxas de juro e o nível relativamente elevado atingido pelo endividamento das famílias portuguesas. Neste segmento do mercado de crédito, continuou a observar-se um abrandamento dos empréstimos para aquisição de habitação (para uma taxa em torno de 9 por cento) (Gráfico 3.5.2). Pelo contrário, o crédito para consumo e outros fins cresceu a taxas superiores a 10 por cento ao longo da primeira metade do ano, mantendo um crescimento elevado em Setembro (em torno de 11 por cento). É de salientar o aumento da importância relativa neste tipo de crédito, quer dos empréstimos com prazo superior a 5 anos quer dos descobertos bancários.

Segundo os grupos bancários portugueses participantes no Inquérito sobre o Mercado de Crédito, a procura de empréstimos bancários por particulares terá continuado a aumentar no decurso do corrente ano, quer para aquisição de habitação quer para consumo e outros fins. No primeiro semestre, as condições de oferta não se terão alterado significativamente face ao final de 2006, apesar das pressões exercidas pela concorrência entre instituições bancárias e de outras instituições financeiras não bancárias naqueles dois segmentos do mercado. Com efeito, não obstante a desaceleração observada, o fluxo total de crédito bancário concedido a particulares na primeira metade do ano foi ainda próximo do registado no período homólogo de 2006. É de realçar, no entanto, a diminuição do número e

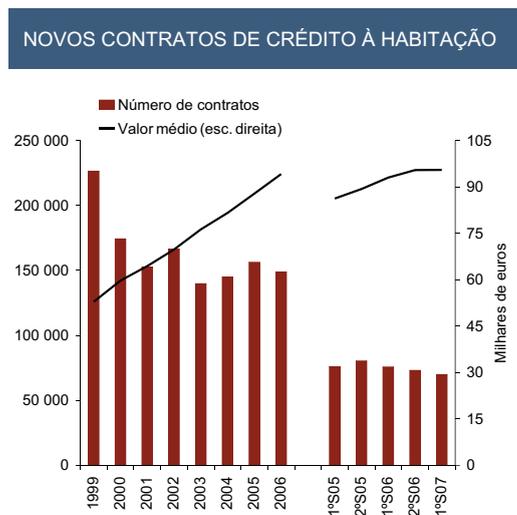
Gráfico 3.5.2



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Taxas calculadas a partir de índices baseados em valores ajustados de titularizações e corrigidos de reclassificações, abatimentos ao activo e reavaliações cambiais e de preço. Último valor: Setembro de 2007.

Gráfico 3.5.3



Fonte: Direcção Geral do Tesouro.

do montante de novos contratos de crédito à habitação, mantendo-se o valor médio por contrato praticamente ao nível do segundo semestre de 2006 (superior ao registado no semestre homólogo) (Gráfico 3.5.3)³¹.

De acordo com as respostas ao Inquérito sobre o Mercado de Crédito de Outubro, os critérios de aprovação de empréstimos a particulares seguidos pelos principais grupos bancários portugueses ter-se-ão tornado ligeiramente mais restritivos no terceiro trimestre, quer para aquisição de habitação quer para consumo e outros fins. A turbulência nos mercados financeiros internacionais traduziu-se num aperto, ainda que ligeiro, da generalidade das condições de oferta de crédito bancário a particulares, realçando-se o alargamento de *spreads*, sobretudo nos empréstimos avaliados como sendo de maior risco.

Para o último trimestre do ano, as instituições inquiridas projectam uma maior restritividade nas condições de concessão de crédito a particulares, reflectindo as dificuldades antecipadas no financiamento dos bancos nos mercados por grosso, seja nos mercados monetários e de dívida seja por via de operações de titularização (ainda que em menor grau do que no terceiro trimestre). Em termos gerais, o impacto sobre as condições de financiamento dos particulares deverá ser mais importante nos *spreads* do que nos montantes de empréstimos concedidos a este sector.

Qualidade da carteira de crédito

Ao longo dos últimos anos, o incumprimento do sector privado não financeiro reduziu-se para níveis particularmente baixos quando comparados com os observados em fases similares de ciclos económicos anteriores. Este desenvolvimento é partilhado, de uma forma geral, pelas restantes economias avançadas e ocorre num contexto em que o grau de alavancagem financeira das empresas e de endividamento dos particulares é superior ao observado em fases idênticas dos ciclos económicos anteriores, mas em que o nível das taxas de juro é estruturalmente mais baixo. No caso português, esta trajectória foi favorecida, entre 2003 e 2005, pela descida das taxas de juro para níveis bastante reduzidos, que se mantiveram por um período relativamente prolongado. Posteriormente, num contexto

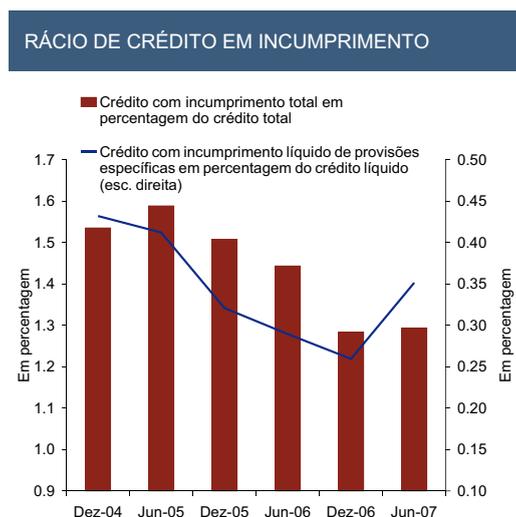
(31) Note-se que esta informação respeita não apenas às aquisições de uma nova habitação, mas também à realização de novos contratos para substituição de empréstimos obtidos anteriormente em condições menos vantajosas.

de subida progressiva das taxas de juro, os bancos ajustaram as condições de oferta de crédito à capacidade corrente de empresas e particulares assegurarem o serviço da dívida.

No final do primeiro semestre de 2007, o peso do crédito com incumprimento no crédito total situava-se em 1.30 por cento, abaixo do valor de Junho do ano anterior (1.44 por cento) (Gráfico 3.5.4)³². Quando se considera o crédito líquido de provisões específicas, o rácio entre crédito com incumprimento e crédito total (líquido) aumentou para um valor superior ao de Junho de 2006 (embora ainda inferior ao de Junho de 2005), reflectindo, em parte, uma diminuição do rácio de provisionamento específico do crédito (para 73 por cento, que compara com cerca de 80 por cento em Junho de 2006) (Gráfico 3.5.5). Este desenvolvimento ocorreu não obstante o aumento significativo verificado na dotação de imparidade e de provisões, sobretudo no segundo trimestre do ano, continuando os níveis de provisionamento acima dos mínimos regulamentares em cerca de 15 por cento.

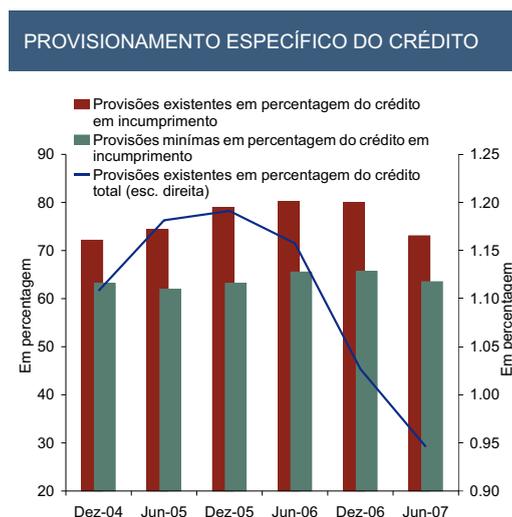
No decurso dos três primeiros trimestres do ano, o rácio de incumprimento do crédito a particulares manteve-se relativamente estável, situando-se em 1.77 por cento, no final de Setembro, abaixo do valor homólogo anterior (Gráfico 3.5.6). No entanto, a evolução do peso de crédito vencido e outros de cobrança duvidosa no crédito total tem reflectido, em parte significativa, montantes elevados de créditos a particulares abatidos ao activo, os quais representavam, no final de Setembro de 2007, em termos anuais, cerca de 20 por cento do crédito vencido então registado no activo. Refira-se que, à semelhança dos abatimentos ao activo, também as vendas de créditos vencidos se reflectem numa redução do rácio de crédito vencido do sector sem que essa redução traduza, efectivamente, uma diminuição do respectivo incumprimento. Este facto foi especialmente importante em 2006, ano em que, apesar do fluxo anual de novos créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa de particulares ter apresentado um aumento expressivo (elevando este indicador para um nível próximo do registado em 2003), o rácio de incumprimento do sector diminuiu significativamente. Esta evolução reflectiu, em larga medida, as vendas de créditos de particulares verificadas no conjunto do ano (as quais ascenderam a cerca de 10 por cento do montante total de crédito vencido e outros de cobrança duvidosa registado no balanço, no início do ano) (Gráfico 3.5.7).

Gráfico 3.5.4



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 3.5.5

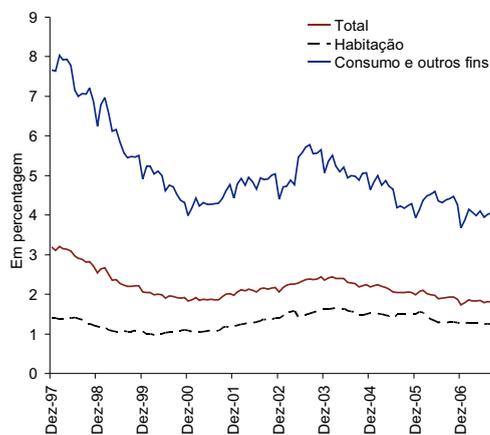


Fonte: Banco de Portugal.

(32) O conceito prudencial de crédito com incumprimento compreende o crédito vencido há mais de 90 dias e o crédito de cobrança duvidosa reclassificado como vencido para efeitos de provisionamento, nos termos definidos pelo Aviso nº3/95. Para mais detalhes, consultar Instrução nº 16/2004 e Aviso nº 3/95 em www.bportugal.pt/servs/sibap/sibap_p.htm.

Gráfico 3.5.6

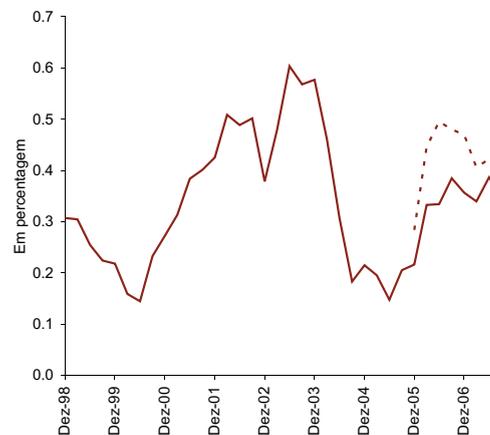
RÁCIOS DE INCUMPRIMENTO NO CRÉDITO A PARTICULARES RESIDENTES



Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Crédito e juros vencidos e outros créditos de cobrança duvidosa em percentagem do total do crédito ao sector na carteira bancária. Último valor: Setembro de 2007.

Gráfico 3.5.7

ESTIMATIVA DE NOVOS CRÉDITOS VENCIDOS E OUTROS DE COBRANÇA DUVIDOSA Particulares



Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Estimativa do fluxo anual (terminado no trimestre) de novos créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa, calculada ajustando a variação do saldo de crédito vencido e outros de cobrança duvidosa de abatimentos ao activo, em percentagem dos empréstimos bancários (corrigidos de titularização). A partir de Dezembro de 2005, também ajustada de estimativas de vendas de créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa não abatidos ao activo para fora do sistema bancário (a tracejado).

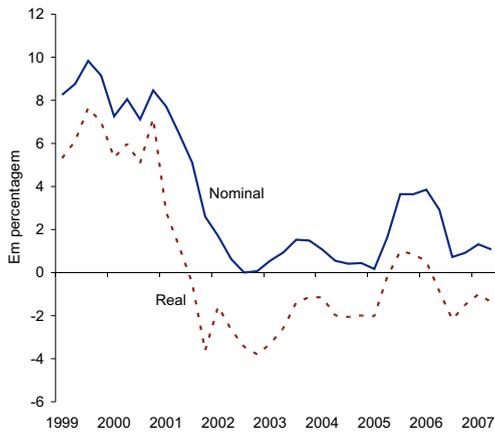
O nível elevado do endividamento dos particulares, maioritariamente associado ao financiamento da habitação, em conjunto com a subida significativa das taxas de juro dos saldos de crédito a particulares (aproximadamente 165 pontos base, em termos acumulados entre Outubro de 2005 e Setembro de 2007, no caso do crédito para aquisição de habitação) ter-se-á traduzido em aumentos substanciais dos encargos com o serviço da dívida de uma parte significativa das famílias portuguesas. Este desenvolvimento tenderá a repercutir-se em acréscimos do incumprimento deste sector, sobretudo por parte dos estratos mais vulneráveis, como sejam famílias com menor riqueza financeira, rendimentos tendencialmente mais baixos e maior propensão a transitar para situações de desemprego ou de emprego com salário menor. No entanto, o impacto desses acréscimos na situação do sistema bancário deverá ser relativamente limitado. Por um lado, a probabilidade de incumprimento neste segmento do mercado de crédito é tipicamente baixa, reflectindo a importância elevada que a habitação própria tem na hierarquia de necessidades das famílias. Por outro lado, o crédito à habitação tem geralmente associadas garantias reais cujo valor excede o montante total do empréstimo, o que lhe proporciona uma taxa de recuperação elevada, em caso de incumprimento. Adicionalmente, a evidência disponível para Portugal sugere a inexistência de valorizações excessivas dos preços dos activos imobiliários, susceptíveis de induzir correcções negativas significativas no valor destes activos³³. De facto, com base no índice Confidencial Imobiliário, verifica-se que a variação acumulada dos preços da habitação em Portugal foi, desde 2001, aproximadamente de 10 por cento, cerca de metade da registada pelos preços no consumidor (Gráfico 3.5.8).

No final de Setembro de 2007, o rácio de incumprimento na carteira de crédito a sociedades não financeiras situava-se em 1.71 por cento, ligeiramente abaixo do nível observado um ano antes (Gráfico 3.5.9). O processo de reestruturação de dívidas envolvendo empresas com maiores dificuldades

(33) Sobre o assunto, veja-se "Caixa 6.1 Preços de habitação em Portugal e fundamentos macroeconómicos: evidência de regressão de quantis", *Relatório de Estabilidade Financeira*, 2005, Banco de Portugal.

Gráfico 3.5.8

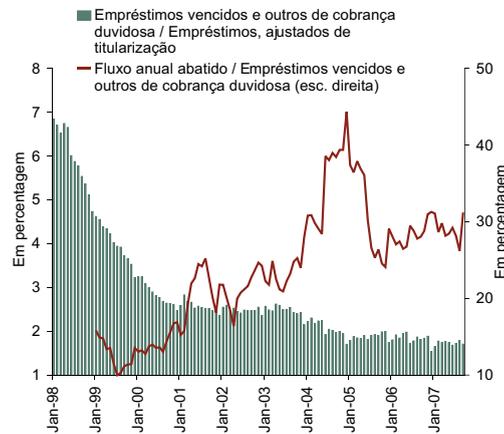
ÍNDICE CONFIDENCIAL IMOBILIÁRIO
Taxa de variação homóloga



Fontes: INE e Newsletter Confidencial Imobiliário.

Gráfico 3.5.9

RÁCIOS DE INCUMPRIMENTO NOS EMPRÉSTIMOS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS RESIDENTES

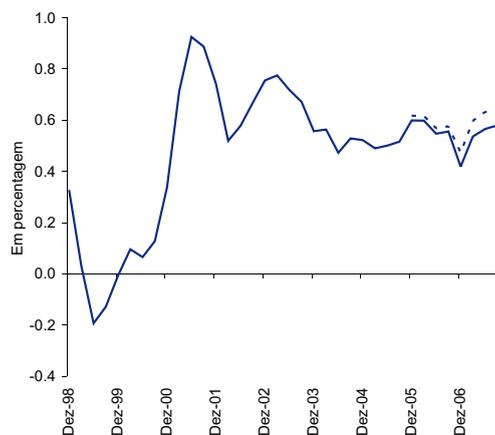


Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Último valor: Setembro de 2007.

em assegurar o serviço da dívida terá continuado a contribuir para a contenção quer do rácio de incumprimento deste sector quer do montante de novos créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa. Com efeito, em Setembro de 2007, o fluxo anual de novos créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa, embora situando-se num nível superior ao observado em Setembro do ano anterior, mantinha-se ainda abaixo dos valores registados no decurso de 2003 (Gráfico 3.5.10).

Gráfico 3.5.10

ESTIMATIVA DE NOVOS CRÉDITOS VENCIDOS E OUTROS DE COBRANÇA DUVIDOSA
Sociedades não financeiras



Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Estimativa do fluxo anual (terminado no trimestre) de novos créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa, calculada ajustando a variação do saldo de crédito vencido e outros de cobrança duvidosa de abatimentos ao activo, em percentagem dos empréstimos bancários (corrigidos de titularização). A partir de Dezembro de 2005, também ajustada de estimativas de vendas de créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa não abatidos ao activo para fora do sistema bancário (a tracejado).

O principal factor indicado pelos bancos portugueses participantes no Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito como contribuindo para a procura de crédito neste segmento continuou a ser, em 2007, a reestruturação da dívida. Em 2006, havia sido indicado que a procura de crédito por parte de empresas associada a reestruturação de dívida reflectia essencialmente dois tipos distintos de motivações. Por um lado, a alteração de condições contratuais por iniciativa das próprias empresas (como sejam a maturidade ou as garantias exigidas), bem como a consolidação de passivos com o objectivo de reduzir o custo global de financiamento. Esta situação assumia alguma relevância no caso das grandes empresas, cujo poder negocial lhes permitia obter condições mais favoráveis nas suas operações com os bancos. Por outro lado, a renegociação de condições por iniciativa da instituição bancária, o que se verificava no caso de empresas com dificuldades em assegurar o cumprimento do serviço da dívida; isto é, empresas que já haviam registado incumprimento ou em que esse incumprimento era iminente com elevada probabilidade. Esta situação respeitava principalmente a empréstimos concedidos a pequenas e médias empresas.

Em 2007, a manutenção da importância da reestruturação de dívida como factor indutor de maior procura de crédito sugere que continuarão a existir dificuldades financeiras em algumas empresas, sobretudo em sectores mais negativamente afectados pelos processos de ajustamento dos desequilíbrios macroeconómicos e de reestruturação sectorial em curso na economia portuguesa.

Quadro 3.5.3

INDICADORES DE INCUMPRIMENTO DO CRÉDITO A EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS, POR DIMENSÃO DAS EXPOSIÇÕES^(a) Em percentagem

	2004		2005		2006		2007	
	Dez	Jun	Dez	Jun	Dez	Jun	Dez	Jun
Exposição total								
Número de devedores com incumprimento ^(b)	11.2	11.9	11.5	11.9	11.3	12.5		
Crédito e juros vencidos ^(c)	2.0	2.0	1.8	1.8	1.5	1.6		
Saldo total dos devedores com incumprimento ^(c)	7.9	7.3	8.0	8.9	8.0	7.8		
Grandes exposições (percentil 90)^(d)								
Número de devedores com incumprimento ^(e)	9.7	10.8	9.4	10.6	9.7	10.9		
Crédito e juros vencidos ^(f)	1.5	1.5	1.3	1.3	1.1	1.2		
Saldo total dos devedores com incumprimento ^(f)	7.3	6.6	7.5	8.4	7.6	7.2		
<i>das quais:</i>								
exposições muito grandes (percentil 99)^(d)								
Número de devedores com incumprimento ^(e)	6.1	6.9	5.6	6.7	6.2	8.2		
Crédito e juros vencidos ^(f)	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3		
Saldo total dos devedores com incumprimento ^(f)	6.0	4.3	6.5	7.2	6.4	5.3		
<i>das quais:</i>								
maiores exposições (percentil 99.5)^(d)								
Número de devedores com incumprimento ^(e)	5.3	5.6	4.4	5.4	5.3	7.1		
Crédito e juros vencidos ^(f)	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2		
Saldo total dos devedores com incumprimento ^(f)	5.9	3.5	6.5	7.1	6.3	4.6		
Exposições de retalho^(g)								
Número de devedores com incumprimento ^(e)	10.3	10.8	10.5	10.8	10.4	11.4		
Crédito e juros vencidos ^(f)	6.1	6.2	5.9	5.6	4.9	5.2		
Saldo total dos devedores com incumprimento ^(f)	12.4	12.8	11.6	12.4	11.7	12.7		

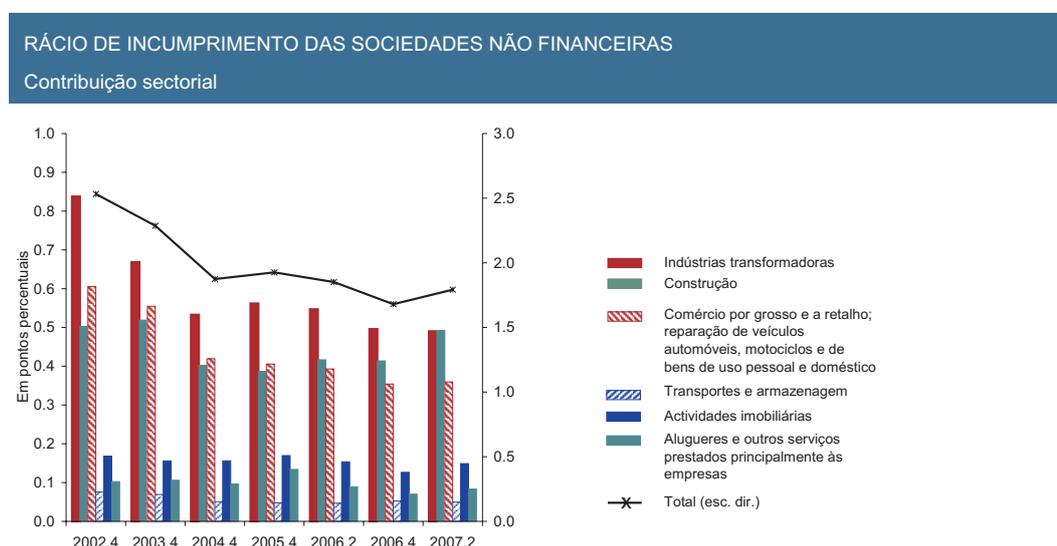
Fonte: Banco de Portugal.

Notas: (a) Indicadores baseados na informação da Central de Responsabilidades de Crédito (CRC). Correspondem a crédito concedido por bancos, caixas económicas, caixas de crédito agrícola mútuo, instituições financeiras de crédito, sociedades de *factoring*, sociedades de locação financeira, sociedades emitentes ou gestoras de cartões de crédito, sociedades financeiras de aquisições a crédito e outros intermediários financeiros residentes. Inclui créditos cedidos em operações de titularização. Os valores relativos ao número total de devedores com incumprimento e aos montantes de crédito e juros vencidos diferem dos valores correspondentes apresentados nos quadros do capítulo B.9 do *Boletim Estatístico* devido à não exclusão de algumas entidades colectivas que não integram o sector institucional das sociedades não financeiras (fazendo parte de outros sectores institucionais residentes). (b) Em percentagem do número de empresas com dívidas a instituições financeiras participantes na CRC. (c) Em percentagem do crédito total concedido por instituições financeiras participantes na CRC a empresas não financeiras residentes. (d) Percentis definidos com base no número de empresas ordenadas segundo o montante da exposição total. (e) Em percentagem do número de devedores desta carteira. (f) Em percentagem do crédito total desta carteira. (g) Exposições cujos montantes são menores do que o limite inferior das grandes exposições. Correspondem a 90 por cento das empresas com dívida junto das instituições participantes na CRC.

De acordo com a informação da Central de Responsabilidades de Crédito, verificou-se um aumento do número dos devedores com incumprimento em Junho de 2007, face a Junho e a Dezembro de 2006. No entanto, o montante de exposição total a devedores com incumprimento reduziu-se, o que reflecte a concentração do aumento de incumprimento em empresas de pequena e média dimensão. A diminuição dos rácios de incumprimento (isto é, do montante de crédito e juros vencidos em percentagem do crédito total), observada apesar do aumento do número de devedores com incumprimento, foi evidenciada tanto nas carteiras dos maiores devedores como na das exposições a retalho. Nesta última verificou-se, contudo, um acréscimo, ainda que ligeiro, do peso da dívida em risco (i.e., do saldo total dos devedores com incumprimento, em percentagem do crédito total) (Quadro 3.5.3).

Por ramos de actividade, saliente-se o agravamento do incumprimento por parte das empresas no sector da construção, no primeiro semestre de 2007, o que elevou o respectivo rácio para 2.5 por cento no final de Junho (Gráfico 3.5.11).

Gráfico 3.5.11



Fonte: Banco de Portugal.



ARTIGOS

Um Modelo de Economia Aberta da Área do Euro e dos Estados Unidos

Custo de Financiamento das Empresas Portuguesas

A Regressividade do Subsídio de Desemprego: Identificação Através do Efeito de Rendimento da Alteração Legislativa de Julho de 1999

A Especialização das Exportações nas Últimas Quatro Décadas: Uma Comparação Entre Portugal e Outros Países da Coesão

UM MODELO DE ECONOMIA ABERTA DA ÁREA DO EURO E DOS ESTADOS UNIDOS*

Sandra Gomes**

João Sousa**

1. INTRODUÇÃO

Neste artigo apresentamos um modelo dinâmico estocástico de equilíbrio geral (*DSGE*) da área do euro e dos Estados Unidos, desenvolvido em Alves, Gomes e Sousa (2007). O modelo incorpora os recentes desenvolvimentos na chamada Nova Macroeconomia de Economia Aberta. Assim, o modelo possui um conjunto de características semelhantes a outros modelos desenvolvidos noutras instituições (como o *Global Economy Model (GEM)* do FMI), bem como noutros bancos centrais (por exemplo, o *New Area Wide Model* do BCE).

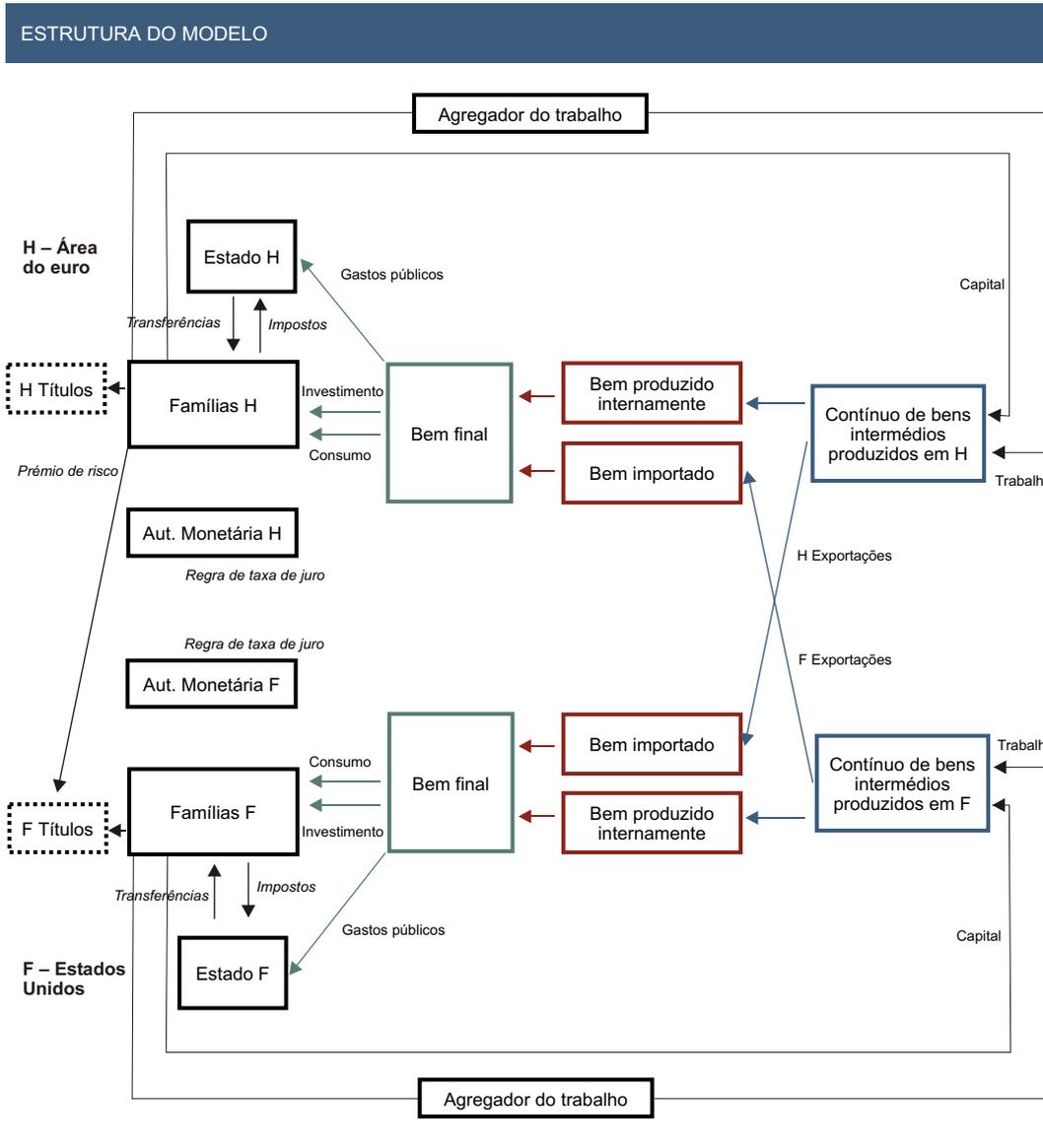
O objectivo principal do modelo é o de fornecer uma representação teoricamente consistente do funcionamento da economia da área do euro. Tal instrumento permite analisar a transmissão de vários choques às principais variáveis macroeconómicas da área do euro. A versão do modelo utilizada foi calibrada com parâmetros obtidos em estudos semelhantes. Numa fase posterior a estimação do modelo permitirá identificar os choques estruturais que constituem uma informação importante para a análise de política monetária. Este tipo de modelos tem ganho uma popularidade crescente, tanto nos meios académicos como em instituições de política económica, dado que estão em maior consonância com o pensamento académico actual que os modelos macroeconómicos tradicionais e ao mesmo tempo possuem propriedades empíricas desejáveis. Uma vantagem do modelo apresentado aqui relativamente a modelos tradicionais é a de ser obtido a partir de princípios microeconómicos, bem fundamentados em termos teóricos. Assim, o modelo estará menos sujeito a problemas de estabilidade como aqueles apontados na famosa crítica de Lucas (ver Lucas, 1976). Uma desvantagem destes modelos é a sua complexidade não permitir que tenham um nível de detalhe tão grande como os modelos macro tradicionais. O modelo apresentado aqui reflecte esta simplificação.

Uma característica distintiva do modelo apresentado neste artigo é o facto de considerar uma economia aberta que, como pode ser inferido dos resultados, parece ser uma questão importante mesmo num contexto de uma grande economia como a da área do euro. Isto é confirmado pelos resultados de outros estudos, como o de Adolfson *et al.* (2005) onde, após compararem as propriedades empíricas de um modelo de economia fechada com as de um modelo de economia aberta para a área do euro, os autores encontram diferenças no mecanismo de transmissão da política monetária nos dois casos. Uma outra conclusão é a de que os choques de economia aberta são muito relevantes para explicar flutuações no produto e na inflação no curto e médio prazos. No caso do nosso modelo, a inclusão de aspectos de economia aberta, em particular a taxa de câmbio, altera significativamente a forma como as variáveis macroeconómicas reagem a certos choques. Este aspecto é particularmente evidente no caso da resposta da inflação a um choque de política monetária que tende a ser bastante mais forte no nosso modelo de economia aberta do que em modelos semelhantes de economia fechada.

* As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade dos autores não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal. Agradecemos os comentários e sugestões de Isabel Horta Correia, José Ferreira Machado e Nuno Alves.

** Departamento de Estudos Económicos, Banco de Portugal.

Gráfico 1



jectivo de inflação $\hat{\pi}_{EA,t}$ e de um termo adicional que constitui um *markup* sobre o custo marginal real $\widehat{RMC}_{EA,t}^{EA}$. σ , D , e D são parâmetros. Uma expressão semelhante é obtida para as exportações.

A tecnologia produtiva para cada bem intermédio i é Cobb-Douglas, combinando serviços de capital $K_{EA,t}^S i$ com trabalho doméstico $L_{EA,t} i$:

$$Y_{EA,t} i = N_{EA,t} K_{EA,t}^S(i) z_{EA,t} L_{EA,t}(i)^\alpha$$

onde $N_{EA,t}$ é um choque tecnológico neutral que se assume ser estacionário mas persistente. $z_{EA,t}$ é o nível do progresso tecnológico. Note-se que se assume que pode existir progresso tecnológico, ou seja, que $z_{EA,t}$ para além de ser estocástico contém uma raiz unitária. Tal implica que as variáveis

reais do modelo tenham uma raiz unitária e têm que ser estacionarizadas dividindo o seu nível por $Z_{EA,t}$.

No que diz respeito ao sector do bem final, existe um único bem produzido em cada país que pode ser utilizado tanto para fins de consumo (privado e público) como para investimento. O sector do bem final é de concorrência perfeita e a sua função produção consiste em simplesmente combinar o agregado de bens intermédios produzidos internamente $Y_{EA,t}^{EA}$ para a área do euro com o agregado de bens intermédios importados $Y_{US,t}^{EA}$ num bem final $Y_{EA,t}^F$. A tecnologia utilizada nesta produção é uma função produção de elasticidade constante (CES):

$$Y_{EA,t}^F = (d_F)^{\frac{1}{1-F}} Y_{EA,t}^{EA \frac{1}{1-F}} (1 - d_F)^{\frac{1}{1-F}} Y_{US,t}^{EA \frac{1}{1-F}}, \quad 0 < d_F < 1$$

onde $\frac{1}{1-F}$ é a elasticidade de substituição entre bens domésticos e importações e d_F é um parâmetro que determina o grau de preferência em relação a produtos domésticos (*home bias*) na produção do bem final (neste caso, quanto mais elevado for d_F , maior a preferência por bens da área do euro). τ_t é um custo de ajustamento quadrático que se incorre sempre que a proporção entre bens internos e externos é alterada. O objectivo é reduzir a transmissão dos preços externos aos preços domésticos.

Em cada país existe uma família representativa cuja utilidade depende positivamente da quantidade consumida e da detenção de moeda (que fornece serviços de transacção) e negativamente do número de horas trabalhadas (dado que mais horas trabalhadas implica uma redução do tempo de lazer). No que diz respeito ao consumo, assume-se que existem hábitos internos no consumo³. As famílias decidem quanto consumir e gastar e fixam o seu salário. No modelo seguimos Erceg, Henderson e Levin (2000) ao assumir que, em cada período, as famílias têm uma probabilidade constante de não conseguirem reoptimizar o seu salário. Quando as famílias não estão a reoptimizar o salário, actualizam-no com base na inflação passada, o objectivo de inflação e uma compensação adicional para o crescimento tendencial da produtividade. As famílias que reoptimizam os salários, escolhem o seu salário procurando aproximadamente igualar o valor actual (medido em unidades de consumo) do retorno marginal de trabalhar com o custo marginal de trabalhar (*i.e.* a desutilidade de trabalhar) acrescido de um markup. Como resultado, o salário real agregado é uma função do valor esperado e passado do salário, e de valores esperados, correntes e passados da inflação. As famílias detêm e cedem mediante uma remuneração o capital às empresas de bens intermédios. Assume-se que existem custos de ajustamento quando há variações no investimento. As famílias podem também alterar o grau de utilização do *stock* de capital (*i.e.* o nível de serviços de capital que é cedido), apesar de essas alterações implicarem também um custo de ajustamento.

O intermediário financeiro incluído no modelo tem um papel bastante passivo como em Christiano, Eichenbaum e Evans (2005). As empresas de bens intermédios financiam a massa salarial junto do intermediário financeiro o que gera uma procura de fundos. A oferta de fundos decorre dos depósitos das famílias no intermediário financeiro o que aumenta a oferta de moeda.

O modelo inclui um sector do Estado simples, não incluindo qualquer regra fiscal. O Estado em cada país compra o bem final $P_{EA,t} G_{EA,t}$, faz transferências às famílias $TR_{EA,t}$ e obtém impostos das fa-

(3) Quando existem hábitos no consumo, um aumento do consumo corrente baixa a utilidade marginal do consumo no período actual e aumenta a do próximo período. O facto de os hábitos serem considerados internos significa que o hábito depende do consumo individual passado.

mílias (tanto sobre as remunerações, $w_t W_{EA,t} \frac{L_{EA,t}}{n}$, onde w_t é a taxa de imposto sobre o salário nominal $W_{EA,t}$ e $\frac{L_{EA,t}}{n}$ é o número de horas trabalhadas *per capita* na área do euro; como sobre as despesas de consumo, $c_t P_{EA,t} C_{EA,t}$, onde c_t é a taxa de imposto sobre o consumo $P_{EA,t} G_{EA,t}$. O orçamento de Estado em cada período está equilibrado o que implica:

$$P_{EA,t} G_{EA,t} - TR_{EA,t} - c_t P_{EA,t} C_{EA,t} - w_t W_{EA,t} \frac{L_{EA,t}}{n} = 0$$

assume-se que os gastos públicos são exógenos, ou seja, que as aquisições do Estado $\hat{g}_{EA,t}$ log-linearizadas e estacionarizadas seguem um processo autoregressivo da seguinte forma:

$$\hat{g}_{EA,t} = \rho^G \hat{g}_{EA,t-1} + e_{EA,t}^G$$

onde $e_{EA,t}^G$ é um choque de gastos públicos.

No que diz respeito à autoridade monetária, assume-se que o banco central fixa a taxa de juro de curto prazo de acordo com uma regra de Taylor generalizada. Em termos log-linearizados:

$$\hat{R}_{EA,t} = \rho^R \hat{R}_{EA,t-1} + (1 - \rho^R) \left[\alpha \hat{\pi}_{EA,t} + \beta \hat{\pi}_{EA,t-1} + \gamma \hat{gdp}_{EA,t}^F + \delta \hat{gdf}_{EA,t}^F + \eta \hat{R}_{EA,t-1} \right] + \hat{e}_{EA,t}^R$$

o $\rho^R < 1$, ou seja, a taxa de juro de curto prazo $\hat{R}_{EA,t}$ é estabelecida em função do seu valor no período anterior (*interest rate smoothing*), do objectivo de inflação $\hat{\pi}_{EA,t}$, desvios da inflação relativamente ao objectivo $\hat{\pi}_{EA,t} - \hat{\pi}_{EA,t-1}$ e de desvios do PIB relativamente ao seu valor de estado estacionário $\hat{gdp}_{EA,t}^F$. Como em Smets e Wouters (2003), dois termos adicionais são incluídos, nomeadamente a variação da inflação e do produto relativamente ao período anterior. Finalmente, $\hat{e}_{EA,t}^R$ é o choque de política monetária que se assume ser independente e identicamente distribuído ao longo do tempo (i.i.d.).

Finalmente, os mercados financeiros internacionais são incompletos e a detenção de títulos externos implica o pagamento de um prémio de risco que é especificado de acordo com o proposto por Benigno (2001). Isto conduz à seguinte relação modificada da paridade descoberta de taxas de juro:

$$E_t \hat{S}_t - \hat{R}_{US,t} - \hat{R}_{EA,t} = \hat{b}_{US,t}^{EA} + \hat{s}_t^S$$

onde a variação esperada na taxa de câmbio do euro face ao dólar $E_t \hat{S}_t - \hat{S}_{t-1}$ é função do diferencial de taxa de juro entre as duas economias no período anterior $\hat{R}_{US,t} - \hat{R}_{EA,t}$ mais um prémio de risco $\hat{b}_{US,t}^{EA}$ que é proporcional aos activos externos líquidos da área do euro $\hat{b}_{US,t}^{EA}$. \hat{s}_t^S é um choque à paridade descoberta de taxas de juro.

3. CALIBRAÇÃO

O modelo é calibrado para a área do euro e os Estados Unidos assumindo uma frequência trimestral. O quadro 1 no anexo 1 sumaria a calibração realizada indicando as fontes dos valores dos parâmetros. A maior parte dos valores foram obtidos da versão calibrada do *New Area Wide Model* de Coenen, McAdam e Straub (2007) que em grande medida se baseia nos valores estimados no modelo de economia fechada da área do euro de Smets e Wouters (2003). Os valores dos restantes parâmetros foram assumidos ou obtêm-se implicitamente dos valores já calibrados. A única exceção é o parâmetro do prémio de risco que é obtido de Adolfson *et al.* (2007). Nos parâmetros assumidos seguimos de perto a literatura. Nos casos em que a literatura não dava indicações claras mantivemos as diferenças entre as duas economias num nível mínimo, isto é, apenas considerámos valores diferentes para as duas economias no caso em que a literatura fornecia indicações claras nesse sentido. As principais diferenças na calibração das duas economias dizem respeito à dimensão da população, taxas de imposto (com uma taxa de imposto sobre o trabalho de quase 46 por cento na área do euro e 30 por cento nos Estados Unidos e uma taxa de imposto sobre o consumo de 18 por cento na área do euro e próximo de 8 por cento nos Estados Unidos), à proporção de importações, sendo que a proporção dos bens dos Estados Unidos nas importações da área do euro (18 por cento) é maior do que vice-versa (13 por cento) e também aos parâmetros que governam o *home bias*.

4. RESPOSTA DO MODELO A CHOQUES

Nesta secção ilustramos as propriedades do modelo comparando as funções resposta a impulso de um conjunto de variáveis a vários choques⁴. Nomeadamente, consideram-se as respostas das seguintes variáveis: PIB, consumo, investimento, horas trabalhadas, salário real, taxa de juro de curto prazo (trimestral, anualizada), inflação (taxa de variação homóloga), taxa de câmbio real, exportações e importações. Consideram-se choques de política monetária, choques tecnológicos, choques de gastos públicos e um choque no prémio de risco. Para efeitos ilustrativos, para os primeiros três choques apresentamos uma comparação com as respostas a impulso obtidas com uma versão do modelo Smets-Wouters (2003), calibrado com valores semelhantes aos utilizados no caso do modelo de economia aberta. Refira-se que nas secções abaixo, as variáveis estão expressas como desvios percentuais do estado estacionário com a exceção da taxa de juro, da inflação e da taxa de câmbio real que estão expressas em desvios em pontos percentuais face ao estado estacionário.

4.1. Choque de política monetária

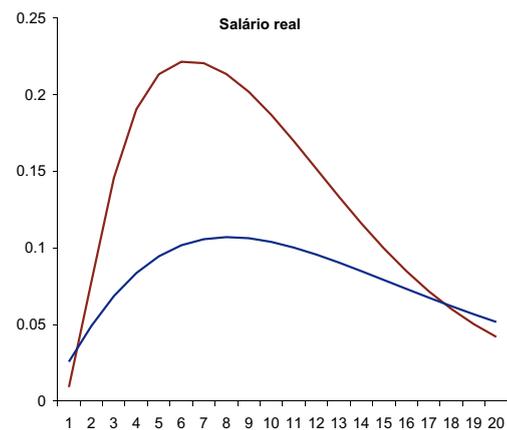
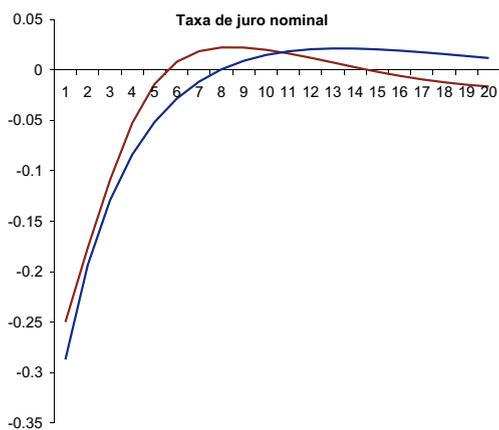
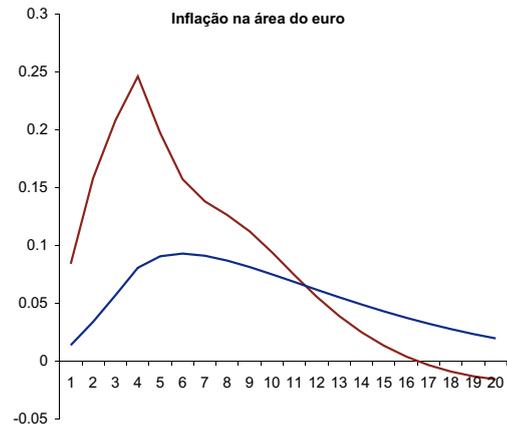
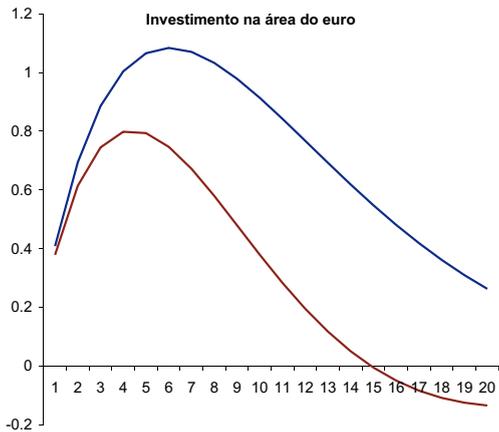
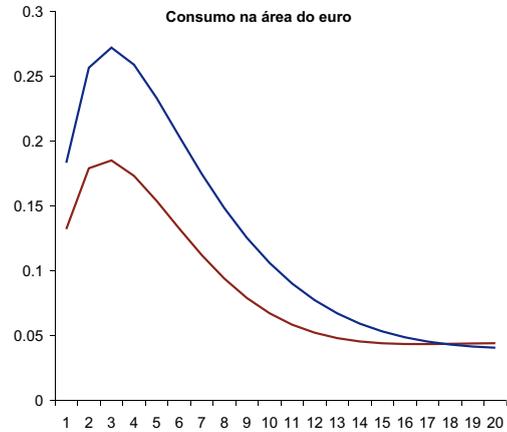
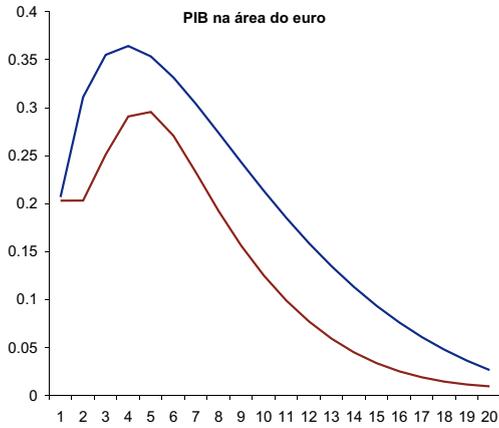
O Gráfico 2 apresenta as respostas dinâmicas de várias variáveis a um choque de política monetária a um período, *i.e.* uma variação exógena em $\hat{R}_{EA,t}^R$ que é i.i.d. O choque é calibrado de forma a que a taxa de juro anualizada na área do euro caia 25 pontos base no momento de impacto do choque. Uma vez que o choque atinge a economia, a taxa de juro nominal passa a ser determinada endogenamente pela regra de política monetária.

De acordo com o modelo, a taxa de juro de política permanece abaixo do estado estacionário durante um período de quase dois anos. Ao mesmo tempo, a diminuição da taxa de juro estimula a procura. O

(4) Todos os resultados foram obtidos com *Dynare*, que é uma aplicação para o *software Matlab* que permite a simulação e estimação de modelos *DSGE*. O código *Dynare* utilizado pode ser obtido junto dos autores.

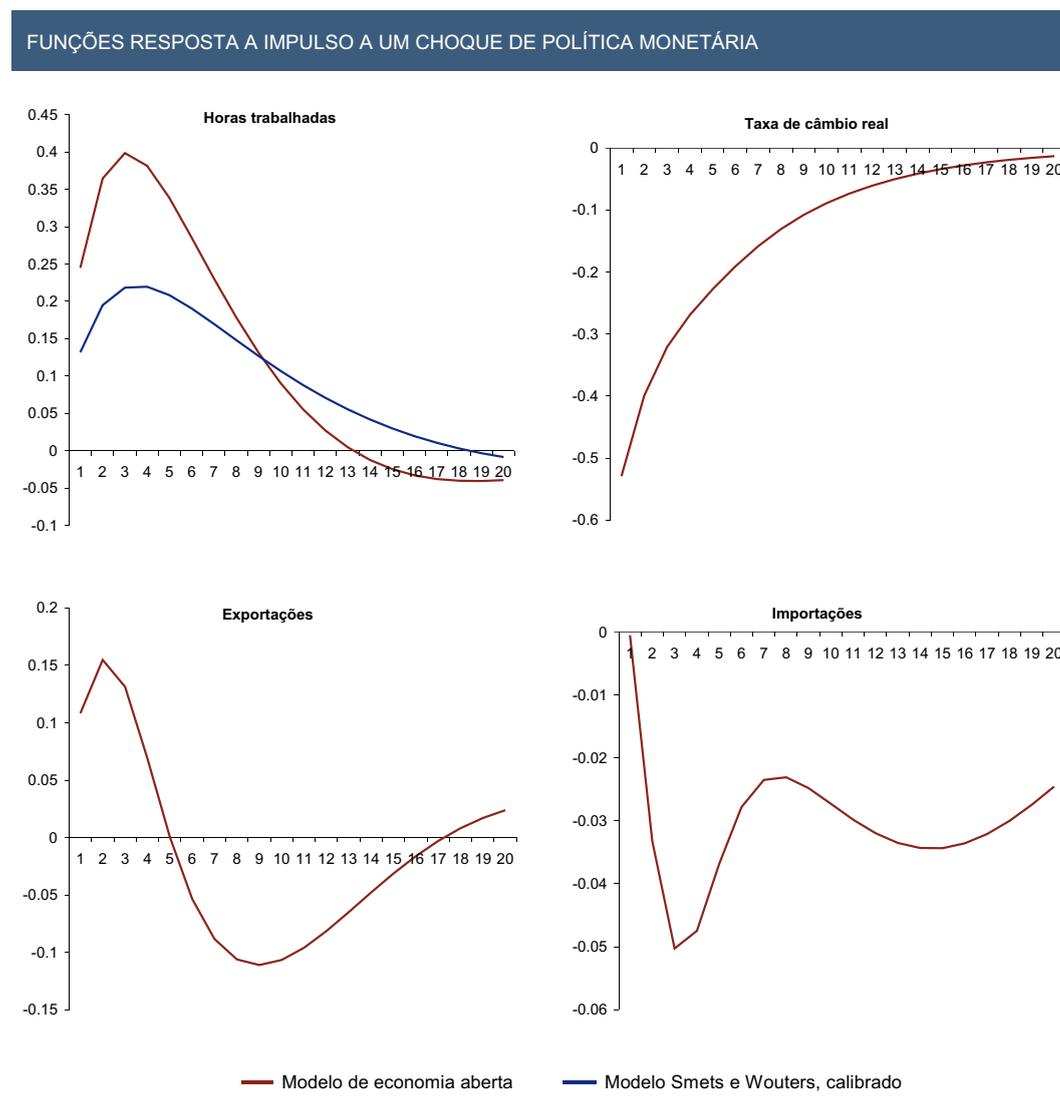
Gráfico 2 (continua)

FUNÇÕES RESPOSTA A IMPULSO A UM CHOQUE DE POLÍTICA MONETÁRIA



— Modelo de economia aberta — Modelo Smets e Wouters, calibrado

Gráfico 2 (continuação)



choque de política monetária conduz a um aumento do PIB, do consumo e do investimento na área do euro que é posteriormente revertido de forma gradual. Como esperado, o investimento real tem uma resposta mais reactiva que o consumo. O impacto máximo no PIB ocorre cerca de 6 trimestres após o choque. O facto de a economia necessitar de algum tempo para regressar ao estado estacionário reflecte a rigidez nominal introduzida no modelo que aumenta a propagação do choque. De facto, a existência de hábitos no consumo, preços e salários rígidos e custos de ajustamento no investimento conduzem a respostas persistentes das variáveis macroeconómicas ao choque de política monetária que ocorre em apenas um período.

O facto de o modelo ser de economia aberta introduz um novo canal de transmissão da política monetária, nomeadamente via alterações da taxa de câmbio. A diminuição da taxa de juro da área do euro juntamente com uma resposta ao choque fraca por parte da autoridade monetária dos Estados Unidos, conduz a uma depreciação real do euro. A taxa de câmbio nominal deprecia no momento do choque e posteriormente retorna ao estado estacionário de forma gradual. A depreciação implica um ganho de competitividade que se traduz numa diminuição de importações e, inicialmente, num aumento de exportações que mais tarde é revertido.

Após o choque, o número de horas trabalhadas aumenta, dado que as empresas pretendem produzir mais de forma a satisfazer a procura acrescida. A maior procura de trabalho gera pressões ascendentes nos salários nominais. O efeito sobre os salários reais vai depender da rigidez nominal (tanto nos salários como nos preços), do poder de mercado dos trabalhadores bem como dos parâmetros da função utilidade (que definem a desutilidade do trabalho). No modelo, os salários reais aumentam após a descida não antecipada das taxas de juro, o que está em linha com os factos estilizados para a área do euro (Peersman e Smets, 2001, Alves *et al.*, 2006). Note-se que o aumento das horas trabalhadas e do salário real contribuem para a expansão do consumo. No que diz respeito à inflação, a taxa de variação anual aumenta após o choque e posteriormente regressa, de forma gradual, ao estado estacionário.

Em termos da comparação com o modelo de economia fechada, pode-se constatar que a resposta do PIB é semelhante nos dois modelos, embora com alguma diferença em termos de nível. O consumo e o investimento também tendem a aumentar mais após o choque de política monetária no caso do modelo de economia fechada. Uma diferença interessante tem a ver com a resposta da inflação. No modelo de economia aberta, a inflação aumenta muito mais em resposta ao choque de política monetária do que no modelo de economia fechada. Este resultado parece estar relacionado com a depreciação nominal da moeda que ocorre em resposta ao choque de política monetária. Assim, no caso de choques de política monetária, a dimensão de economia aberta parece desempenhar um papel importante na resposta das variáveis.

4.2. Choque tecnológico

O Gráfico 3 mostra as respostas a impulso a um choque tecnológico transitório mas persistente (*i.e.* um aumento exógeno em $\frac{N}{EA,t}$). O choque é calibrado de forma a que o efeito máximo sobre o PIB na área do euro seja de um por cento (em desvios face ao estado estacionário).

As funções resposta a impulso do modelo a um choque tecnológico positivo mostram que tanto o consumo como o investimento aumentam após o choque⁵. Tal como em Smets e Wouters (2003) e Alves *et al.* (2006), as horas trabalhadas caem inicialmente em resposta ao choque tecnológico. Uma explicação para este comportamento é que, dado que o choque tecnológico torna o trabalho mais produtivo, poderá ser mais lucrativo para as empresas utilizar uma menor quantidade deste factor produtivo (aumentando ainda assim a produção) dado que o salário real vai aumentar. Refira-se que, dado que o modelo é de equilíbrio geral, esta diminuição das horas trabalhadas corresponde à decisão óptima das famílias dadas as restrições a que estão sujeitas.

O choque tecnológico conduz a uma expansão temporária da capacidade produtiva da economia e baixa o custo marginal da produção. Assim, as empresas pretendem baixar os seus preços mas, dado que apenas uma fracção das empresas consegue reoptimizar em cada período, esta descida de preço acontece apenas gradualmente. A diminuição da inflação explica porque é que a taxa de juro de curto prazo diminui enquanto que o PIB está a aumentar. A taxa de câmbio real aprecia inicialmente mas posteriormente deprecia para um nível inferior ao estado estacionário para o qual converge a prazo. A apreciação real da taxa de câmbio explica o aumento das importações. As exportações da área do euro também aumentam dado que se observa uma expansão na economia dos Estados Unidos.

(5) Dado que no curto prazo o choque tecnológico conduz a uma maior queda na inflação trimestral do que na taxa de juro trimestral a taxa de juro real aumenta no curto prazo. Este movimento em parte explica a queda inicial do PIB e do investimento.

Gráfico 3 (continua)

FUNÇÕES RESPOSTA A IMPULSO A UM CHOQUE TECNOLÓGICO

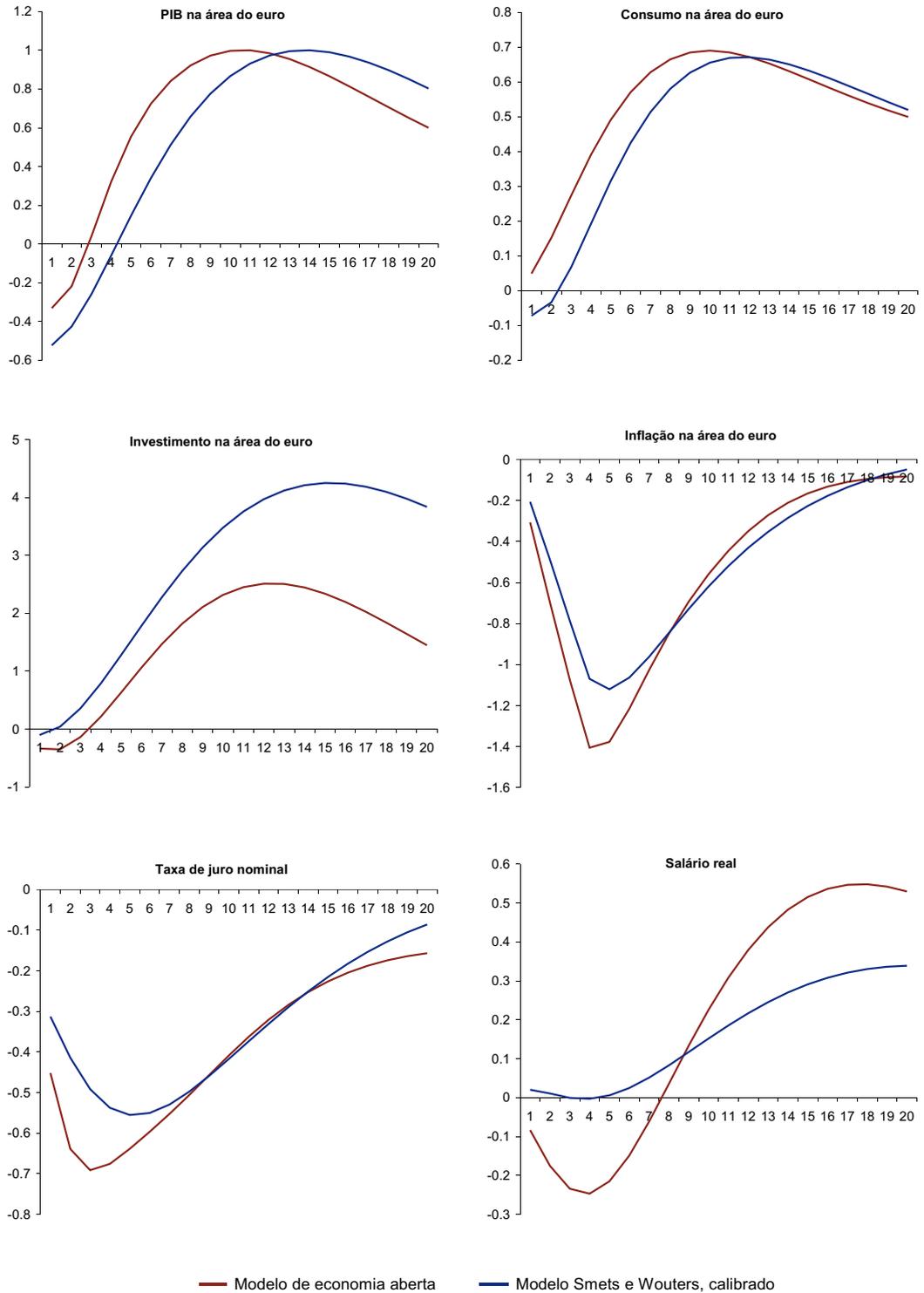
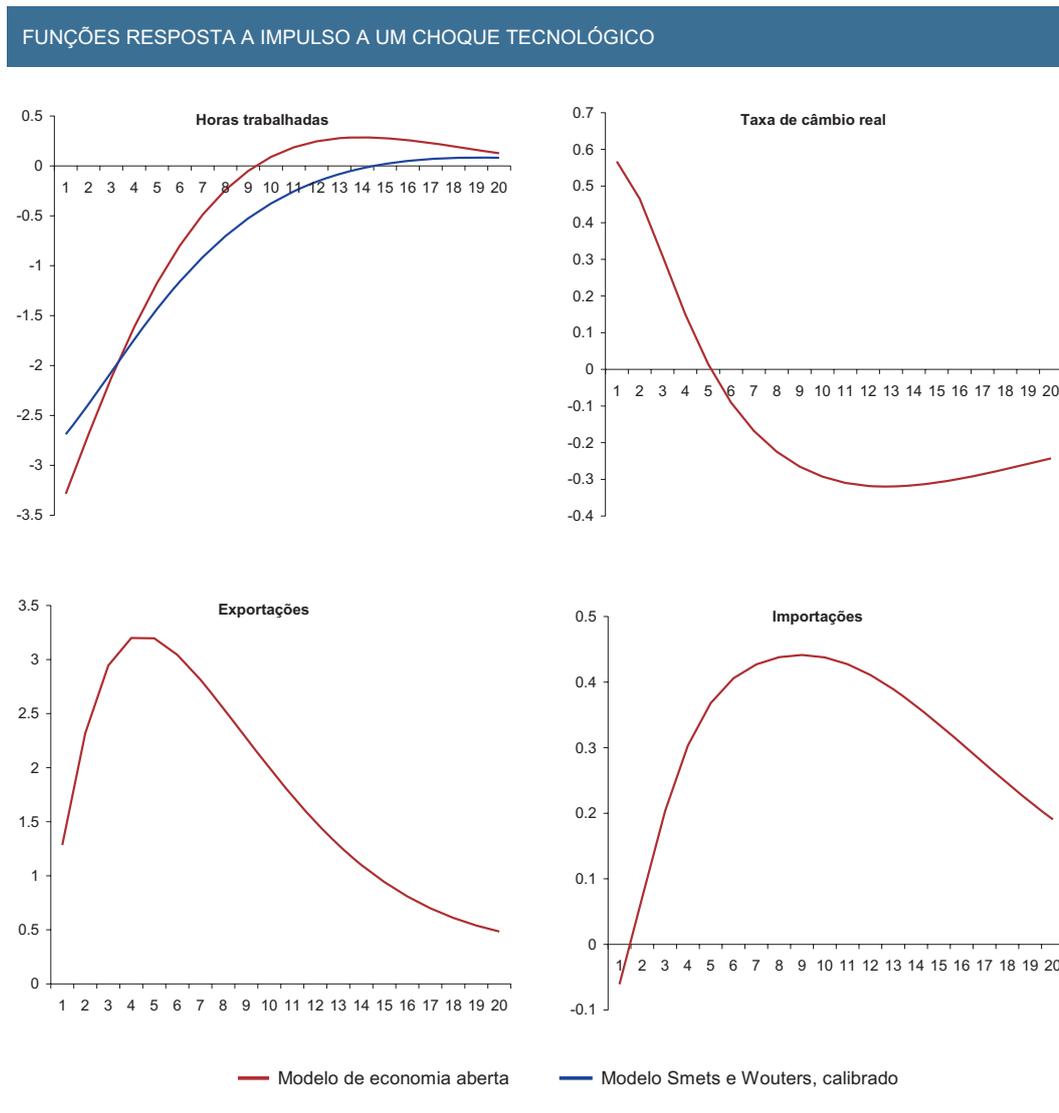


Gráfico 3 (continuação)



Em termos da comparação com o modelo de economia fechada, as respostas do modelo de economia aberta e fechada são globalmente similares, não obstante a existência de algumas diferenças em termos da magnitude da resposta. Este é particularmente o caso do investimento, que parece ser mais reactivo na versão de economia fechada do modelo, e também o caso do salário real que no modelo de economia aberta diminui no primeiro ano e meio após o choque enquanto que na versão de economia fechada o salário real aumenta continuamente.

4.3. Choque de gastos públicos

O choque de gastos públicos é calibrado de forma a que o rácio de gastos públicos sobre o produto aumente em um ponto percentual no impacto. Os gastos públicos são modelados como um processo autoregressivo com um coeficiente de 0.9. O aumento nos gastos públicos conduz a um aumento inicial no PIB mas conduz a uma redução do consumo e do investimento (ver Gráfico 4). Apesar de o efeito no consumo contrastar com o obtido na literatura sobre VARs (onde geralmente o consumo não reage ou aumenta face a um aumento não antecipado de gastos públicos, ver Adão e Brito, 2006, por exemplo), este resultado é obtido em mode-

Gráfico 4 (continua)

FUNÇÕES RESPOSTA A IMPULSO A UM CHOQUE DE GASTOS PÚBLICOS

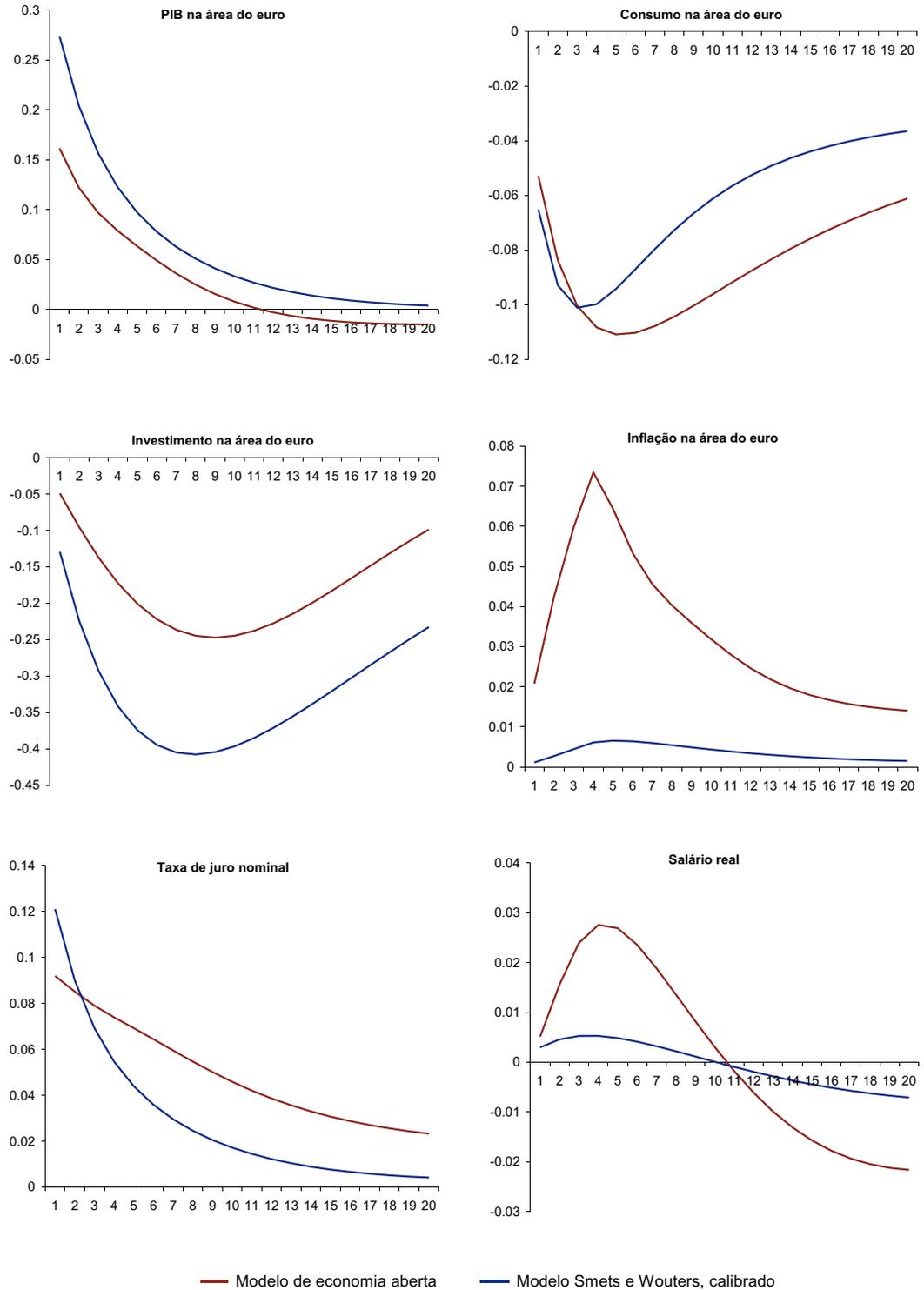
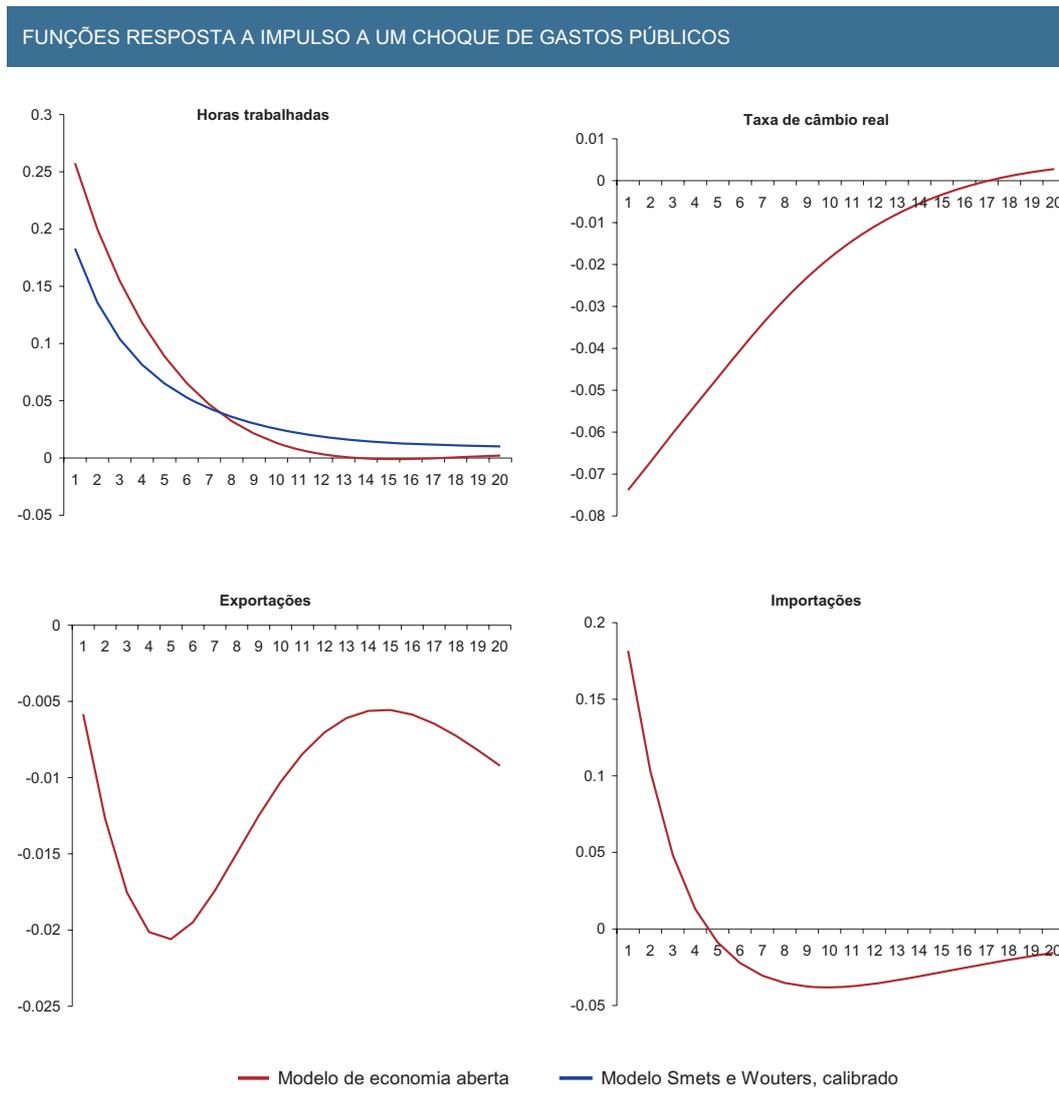


Gráfico 4 (continuação)



los Neo-Keynesianos com agentes Ricardianos. A explicação para este comportamento é que o aumento dos gastos públicos diminui o valor actual do rendimento após impostos e assim gera um efeito riqueza negativo que conduz a uma queda do consumo. Adicionalmente, o choque implica um aumento no número de horas trabalhadas e inicialmente um aumento do salário real⁶. A taxa de câmbio real face ao dólar deprecia ligeiramente. As exportações têm uma diminuição pouco significativa enquanto que as importações aumentam inicialmente, sendo este movimento revertido mais tarde. A inflação aumenta ligeiramente o que, juntamente com o aumento do PIB, conduz a um aperto da política monetária.

Em comparação com o modelo de economia fechada, as principais diferenças nas funções resposta a impulso ocorrem no caso do investimento, que diminui menos no modelo de economia aberta, e no caso da inflação, que parece reagir mais ao choque, provavelmente reflectindo a depreciação da taxa de câmbio. Refira-se no entanto que a resposta da inflação é muito pequena.

(6) De referir que, dada a restrição que o orçamento de Estado tem de ser equilibrado em todos os períodos, o choque positivo inicial nos gastos públicos é em grande medida compensado por uma diminuição das transferências para o sector privado. Adicionalmente, existe um efeito de pequena dimensão resultante de um aumento das receitas de imposto sobre o trabalho (dado que o salário real aumenta) que mais do que compensa a diminuição das receitas de imposto resultantes da queda do consumo.

4.4. Choque à paridade descoberta de taxas de juro

O choque, que pode ser interpretado como um choque de prémio de risco, é aplicado à equação da paridade descoberta de taxa de juro modificada. O choque de economia aberta é definido de forma a que a taxa de câmbio real do euro deprecie um por cento no impacto, como se pode ver no Gráfico 5. Inicialmente, a taxa de câmbio real conduz a um efeito riqueza negativo associado à deterioração dos termos de troca o que causa uma queda no consumo e no investimento na área do euro. Ao mesmo tempo a depreciação real provoca um aumento da procura dirigida a bens domésticos. Assim, as exportações da área do euro aumentam enquanto que as importações diminuem. O aumento da procura de bens produzidos na área do euro traduz-se num aumento das horas trabalhadas. O salário real inicialmente diminui mas recupera após um período de cerca de um ano. Dado o aumento da inflação, a autoridade monetária reage aumentando as taxas de juro.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os modelos dinâmicos de equilíbrio geral têm sido utilizados cada vez mais pelos bancos centrais para modelar e prever tendo mesmo em alguns países substituído os tradicionais modelos macroeconómicos de grande escala. No entanto, a utilização destes modelos para a análise de política encontra-se ainda numa fase que se pode considerar ser ainda de aprendizagem. Este artigo pretende contribuir para aumentar o conhecimento sobre estes modelos nomeadamente tendo em conta os efeitos de economia aberta. Os resultados sugerem que esta dimensão é de facto importante, nomeadamente para aferir o impacto de choques de política monetária. Um estudo subsequente procurará estimar o modelo para a área do euro e os Estados Unidos, de forma a testar se os resultados obtidos se mantêm quando confrontados com os dados. Refinamentos futuros do modelo para introduzir outros canais de transmissão de choques na economia podem ser contemplados (por exemplo, uma caracterização mais detalhada da parte externa do modelo, um sector do Estado mais elaborado, mercados financeiros mais desenvolvidos ou fricções no mercado de trabalho para permitir a existência de desemprego).

Gráfico 5 (continua)

FUNÇÕES RESPOSTA A IMPULSO A UM CHOQUE À PARIDADE DESCOBERTA DE TAXAS DE JURO

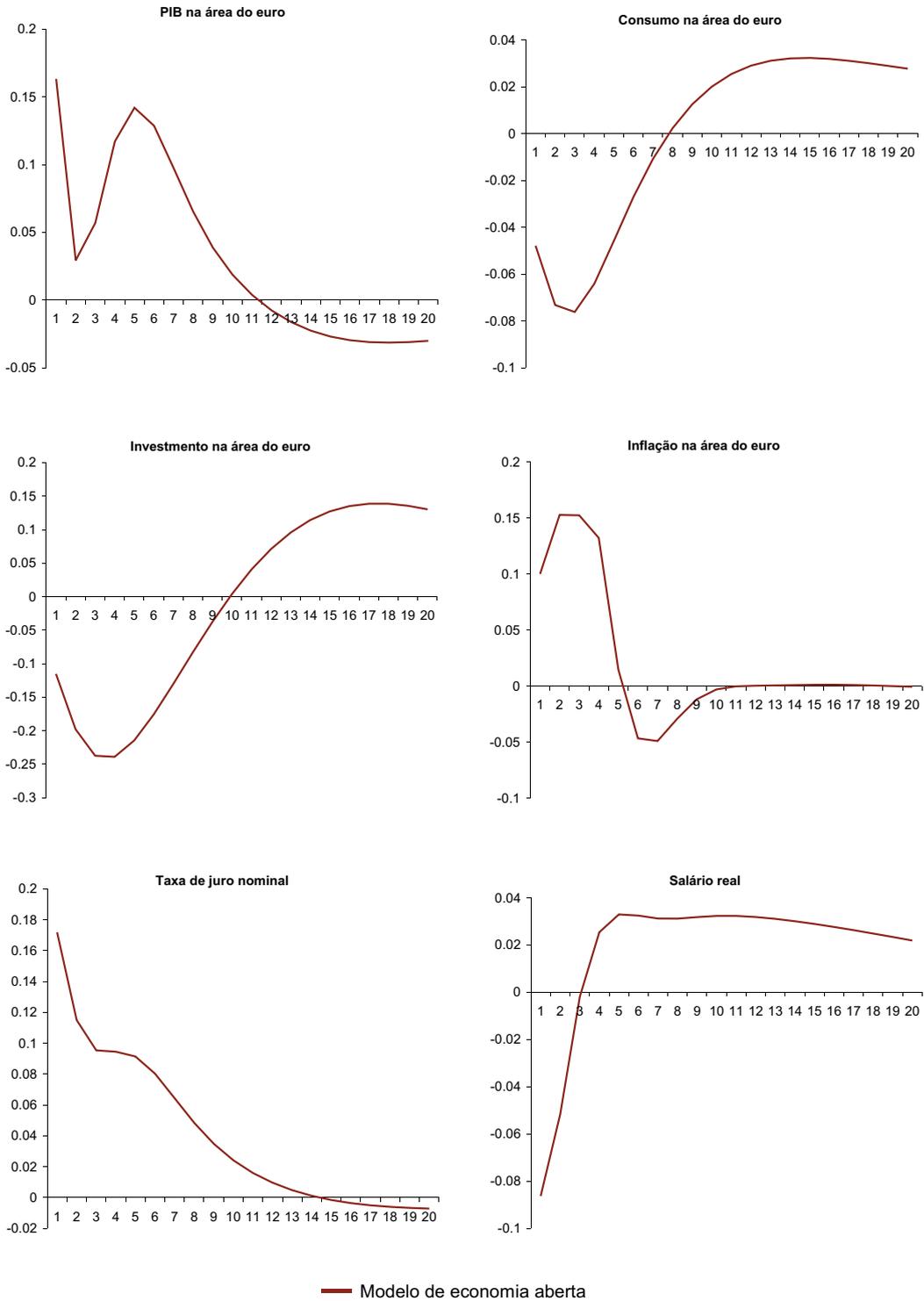
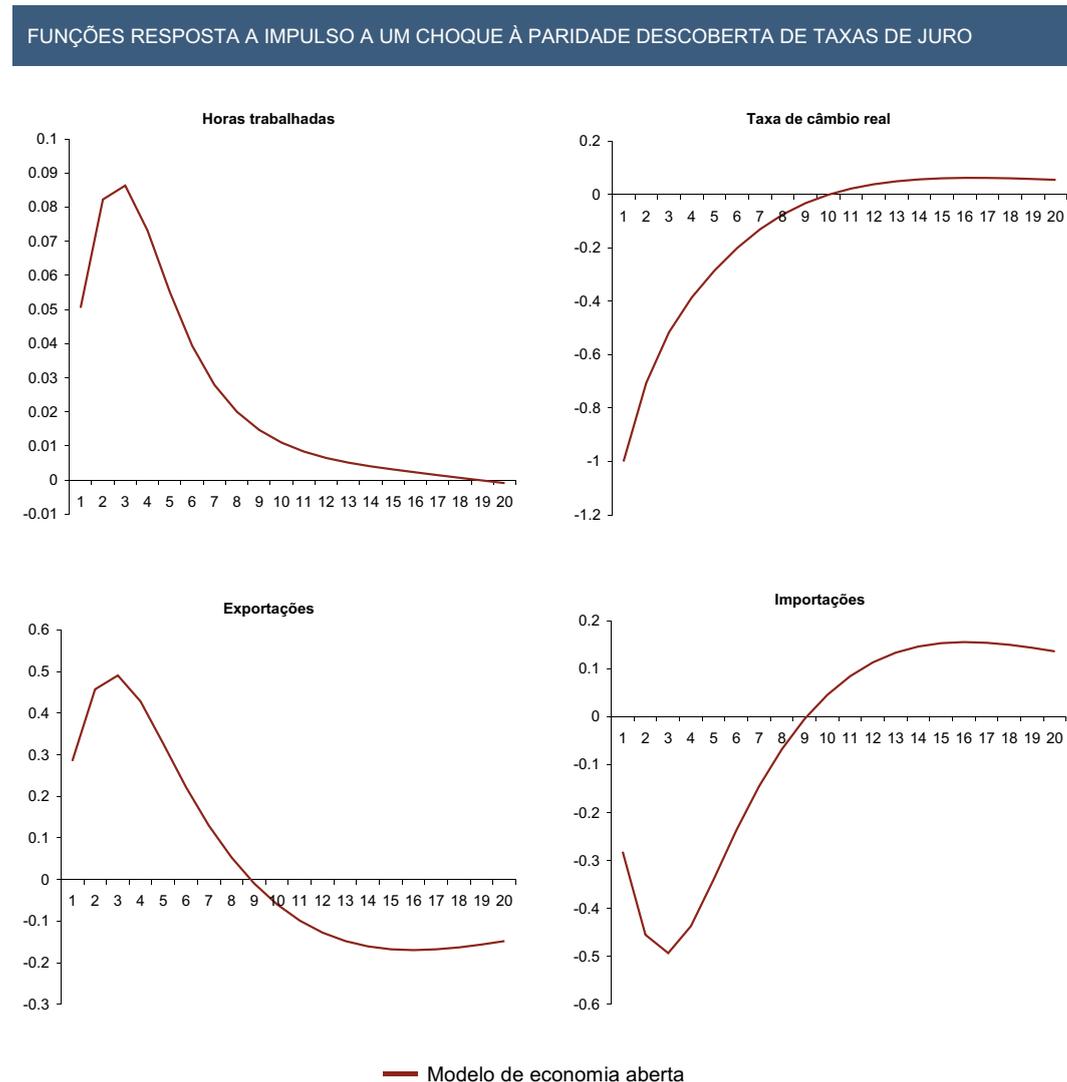


Gráfico 5 (continuação)



REFERÊNCIAS

- Adão e Brito (2006), “The Effects of a Government Consumption Shock”, *Economic Bulletin*, Spring, Banco de Portugal.
- Adolfson, M. S. Laséen, J. Lindé e M. Villani (2005), “Empirical properties of Closed and Open Economy Models of the Euro area”, *Macroeconomic Dynamics*, a publicar.
- Adolfson, M. S. Laséen, J. Lindé e M. Villani (2007), “Bayesian Estimation of an Open Economy DSGE Model with Incomplete Pass-Through”, *Journal of International Economics*, 72, pp. 481-511.
- Alves, N., J. B. Brito, S. Gomes e J. Sousa (2006), “The Transmission of Monetary and Technology Shocks in the Euro Area”, *Working Paper No. 2*, Banco de Portugal .
- Alves, N., Gomes, S. e J. Sousa (2007), “An open economy model of the euro area and the US ”, *Working Paper No. 18* , Banco de Portugal.

- Altig, D., Christiano, L., Eichenbaum, M. e Linde, J. (2005), "Firm-specific capital, nominal rigidities and the business cycle", CEPR *Discussion Paper* No. 4858.
- Benigno, P. (2001), "Price stability with imperfect financial integration", CEPR *Discussion Paper* No. 2854.
- Calvo, G. (1983), Staggered prices in a utility-maximizing framework, *Journal of Monetary Economics*, 12(3), 383-398.
- Christiano, L., M. Eichenbaum e C. Evans (2005), "Nominal Rigidities and the Dynamic Effects of a Shock to Monetary Policy", *Journal of Political Economy*, 113(1), 1-45.
- Christiano, L. J., Motto, R. e Rostagno, M. (2005), "Financial Factors in Business Cycles", manuscript.
- Coenen, G. e P. McAdam (2005), "Tax Reform and Labour Market Reform in the Euro Area: A Macroeconomic Assessment", paper presented at the conference DSGE Modeling at Policy Institutions: Progress and Prospects, US Federal Reserve.
- Coenen, G., P. McAdam e R. Straub (2007), "Tax Reform and Labour-Market Performance in the Euro Area: A Simulation-Based Analysis Using the New Area-Wide Model", ECB *Working Paper* No. 747.
- Corsetti, G. e Dedola, L. (2005), "A macroeconomic model of international price discrimination," *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 67(1), pages 129-155.
- Corsetti, G., Dedola, L. e Leduc, S. (2006) "DSGE models with high exchange rate volatility and low pass-through", *International Finance Discussion Papers* of the Federal Reserve Board, no. 845; CEPR dp 5377.
- Erceg, Christopher J., Henderson, Dale W., e Levin, Andrew T. (2000), "Optimal monetary policy with staggered wage and price contracts", *Journal of Monetary Economics*, 46(2), 281-313.
- Lucas, R. (1976), "Econometric Policy Evaluation: a Critique", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 1, pp. 19-46.
- Peersman, G. e F. Smets (2003), "The Monetary Transmission Mechanism in the Euro Area: Evidence from VAR Analysis", in *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Eds. Angeloni, Kashyap e Mojon.
- Smets, F. e R. Wouters (2003), "An estimated dynamic stochastic general equilibrium model of the euro area", *Journal of the European Economic Association*, 1(5), 1087-1122.

Anexo 1 CALIBRAÇÃO

Os valores dos parâmetros estão apresentados no Quadro 1. As duas economias têm uma dimensão ligeiramente diferente, nomeadamente a área do euro possui 42 por cento da população total das duas economias (área do euro mais os Estados Unidos). A função utilidade é calibrada com o mesmo valor dos parâmetros nas duas economias. Em particular, o parâmetro da persistência dos hábitos b é fixado em 0.6 tanto na área do euro como nos Estados Unidos.

Em ambas as economias o factor de deconto dos consumidores é fixado em 0.99 e a taxa de crescimento per capita da tecnologia z_{EA} em 1.004 em termos brutos e trimestrais (*i.e.* cerca de 1.6 por cento em termos da taxa anual). Juntamente com uma inflação anual de 2 por cento isto implica uma taxa de juro nominal de 1.65 por cento em termos trimestrais nas duas economias. A taxa de depreciação é calibrada em 0.025 por trimestre.

No que diz respeito à função de produção Cobb-Douglas, o parâmetro é fixado em 0.3 em ambas as economias enquanto que o parâmetro na função CES ρ_F é fixado em 2 tanto na área do euro como nos Estados Unidos. Isto implica uma elasticidade de substituição intratemporal entre bens domésticos e importados de 1.5. O rácio do consumo no produto é calibrado em 0.6 na área do euro e 0.62 nos Estados Unidos.

No que diz respeito aos preços, a duração média dos contratos de preço é fixada em 10 trimestres no sector doméstico ($\delta_D=0.9$) e 1.4 trimestres no sector exportador ($\delta_X=0.3$). O grau de indexação de preços δ_D é fixado em 0.5 em ambas as economias. O *markup* de preços é fixado em 0.3 tanto no sector doméstico como no sector importador nas duas economias δ_D e δ_M .

A duração dos salários é em média de 4 trimestres ($\delta_W=0.75$) e o grau de indexação salarial é fixado em 0.75 δ_W nas duas economias. O *markup* de salários é fixado em 0.3 δ_W . As horas trabalhadas *per capita* $\frac{L_{EA}}{n}$ são calibradas de forma a que as famílias passem cerca de 30 por cento do seu tempo a trabalhar.

O parâmetro da função do custo de ajustamento de importações é 2.5 em ambas as economias e o parâmetro da função do prémio de risco (*i.e.* a primeira derivada do prémio de risco), ρ , é calibrado para -0.1 segundo as estimativas de Adolfson *et al.* (2005). A proporção de importações na produção interna é fixada em 18 por cento no caso da área do euro enquanto que no caso dos Estados Unidos esse peso depende do valor de outros parâmetros e é de 13 por cento. d_F e d_F^* são obtidos através da resolução de um sistema não-linear utilizando os valores calibrados de outros parâmetros (ver Alves, Gomes e Sousa, 2007).

A taxa de imposto no consumo é de 0.183 na área do euro e 0.077 nos Estados Unidos. A taxa de imposto no rendimento do trabalho (incluindo as contribuições para a segurança social) é 0.46 na área do euro e 0.3 nos Estados Unidos.

Os parâmetros assumidos para a regra de política monetária são próximos dos estimados em Smets e Wouters (2003), nomeadamente um coeficiente de 1.5 na inflação e de 0.1 no PIB, variações da inflação e variações do produto. Como em Coenen, McAdam e Straub, escolhemos um parâmetro de 0.9 para o parâmetro de *smoothing* que está próximo do valor estimado em Smets e Wouters (2003).

No que diz respeito aos coeficientes autoregressivos dos choques, assumimos um elevado grau de persistência nos casos dos choques tecnológicos, de gastos públicos e da paridade descoberta da taxa de juro e nenhuma persistência no choque de política monetária.

Quadro 1

PARÂMETROS CALIBRADOS E PRINCIPAIS RÁCIOS

		Área do euro		Estados Unidos	Fonte
Dimensão da população	n	0.42	1	n 0.58	CMS
Inflação (taxa bruta)	EA	$1.02^{*0.25}$	US	$1.02^{*0.25}$	Pressuposto
Horas <i>per capita</i>	$\frac{L_{EA}}{n}$	0.285	$\frac{L_{US}}{1}$	n 0.285	Pressuposto
Rácio consumo / produto	$\frac{C_{EA}}{Y_{EA}^F}$	0.6	$\frac{C_{US}}{Y_{US}^F(t, n)}$	0.62	CMS
Proporção dos gastos públicos	$\frac{G_{EA}}{Y_{EA}^F}$	0.21	$\frac{G_{US}}{Y_{US}^F(t, n)}$	0.20	Implícito (US)
Proporção do investimento	$\frac{i_{EA}}{Y_{EA}^F}$	0.188	$\frac{i_{US}}{Y_{US}^F(t, n)}$	0.179	Implícito (US)
Proporção das importações	$\frac{Y_{US}^{EA}}{Y_{EA}^F}$	0.18	$\frac{Y_{US}^{EA}}{Y_{US}^F(t, n)}$	0.13	Implícito (US)
Crescimento da produtividade (taxa bruta)	z_{EA}	$1.016^{*0.25}$	z_{US}	$1.016^{*0.25}$	Pressuposto
Factor de desconto		$1.03^{*0.25}$	*	$1.03^{*0.25}$	CMS
Taxa de depreciação		0.025		0.025	Pressuposto
Taxa de imposto ao consumo	c	0.183	*	0.077	CMS
Taxa de imposto sobre o rendimento do trabalho	w	0.459	*	0.296	CMS
Proporção do rendimento de capital no valor acrescentado		0.3	*	0.3	Pressuposto
Parâmetro da persistência dos hábitos	b	0.6	b^*	0.6	CMS
Custos de ajustamento das importações		2.5	*	2.5	CMS
Parâmetro da função CES	F	2	*	2	CMS
Parâmetro da função CES	d_F	0.83	d_F^*	0.87	Implícito
Markup nos bens	D		*		
Markup nos salários	w	0.3	w^*	0.3	CMS
Markup nos preços de importação	M		M^*		
Grau de indexação de preços	D	0.5	D^*	0.5	CMS
Grau de indexação de salários	w	0.75	w^*	0.75	CMS
Parâmetros da função Calvo					
Preços domésticos	D	0.9	*	0.9	
Preços de exportação	x	0.3	x^*	0.3	CMS
Salários	w	0.75	w^*	0.75	
	R	0.9	R^*	0.9	
		1.5	*	1.5	
Parâmetros da regra de Taylor	Y	0.1	Y^*	0.1	Pressuposto
		01	*	0.1	
	Y	0.1	Y^*	0.1	
Processos dos choques					
		Área do euro		Estados Unidos	Fonte
Choque AR, taxa de juro	R	0	*	0	Pressuposto
Choque AR, gastos públicos	G	0.9	G^*	0.9	Pressuposto
Choque AR, tecnológicos	z	0.9	z^*	0.9	Pressuposto
Outros parâmetros					
					Fonte
Detenções estacionárias de títulos dos Estados Unidos	b_{US}^{EA}		0		Pressuposto
Preço relativo Estados Unidos/Área do euro	ρ_{US}		1		Implícito
Prémio de risco	()		-0.1		Adolfson <i>et al.</i> (2005)
Choque AR, taxas de câmbio	s		0.9		Pressuposto

CMS-Coenen, McAdam e Straub (2007).

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:

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

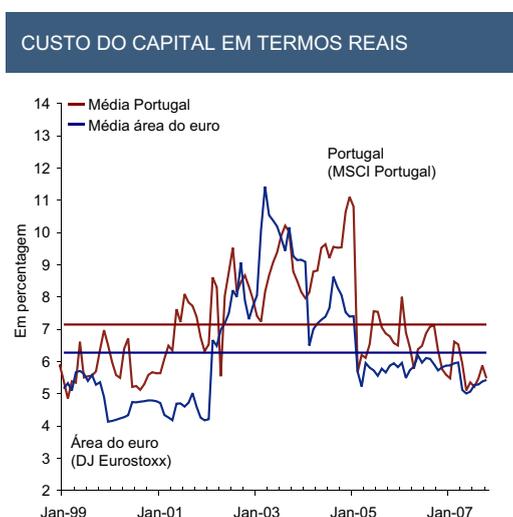
Em que g corresponde à taxa de crescimento dos dividendos esperada para os próximos quatro anos. A expressão (2) tem uma interpretação análoga à expressão (1), sendo que, uma flutuação das expectativas de crescimento dos resultados para o horizonte mais curto (g), para um mesmo *dividend yield*, só é 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



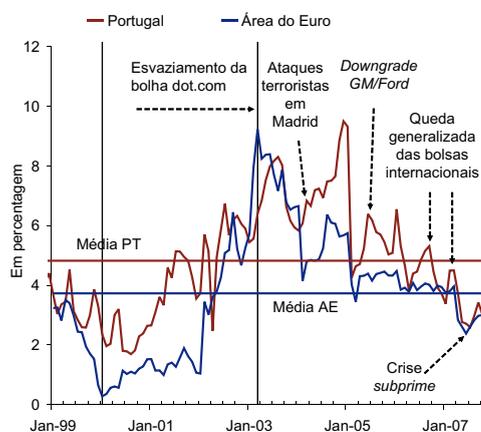
Fontes: Thomson Financial Datastream, Consensus Economics e cálculos do Banco de Portugal.

- (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.

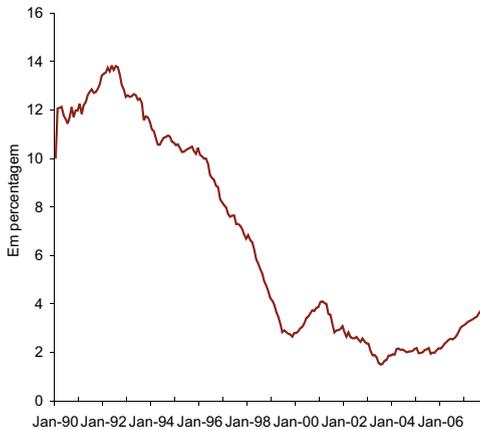
No Gráfico 4 apresenta-se o custo em termos reais do recurso ao financiamento bancário por parte das empresas em Portugal em comparação com o da área do euro nas duas categorias de prazo acima referidas no período posterior a Janeiro de 1999. A linha vertical em Janeiro de 2003 assinala a quebra de série 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

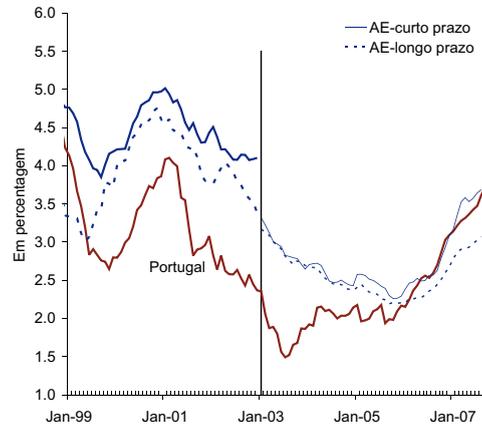
CUSTO DOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS A EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS PORTUGUESAS – EM TERMOS REAIS



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



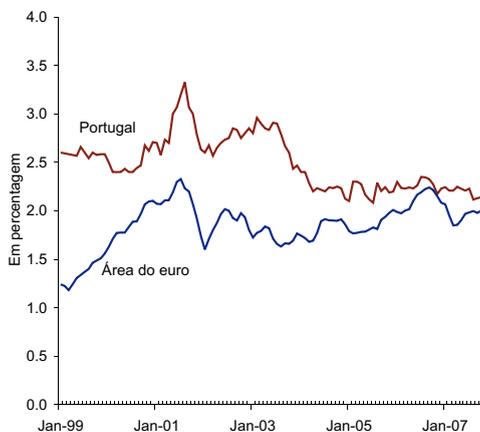
Fontes: BCE, Consensus Economics e cálculos do Banco de Portugal.

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



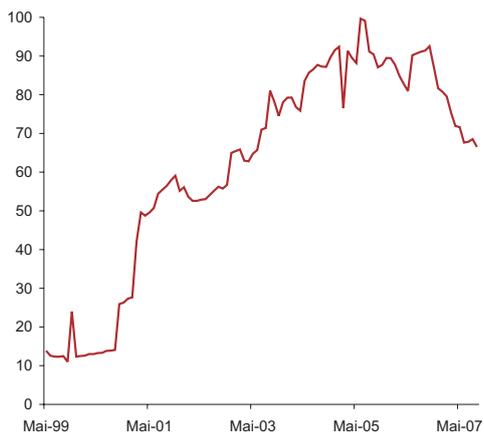
3.3.2. Dívida a médio e longo prazo

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.

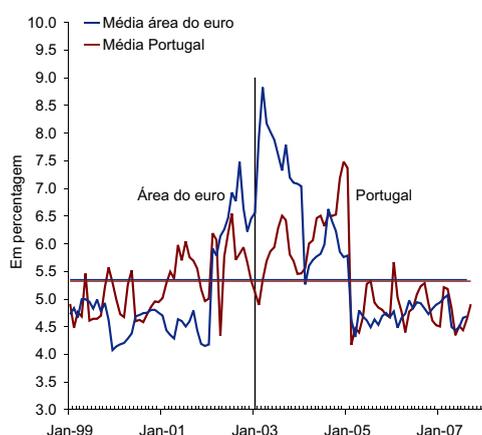
No Gráfico 9, apresenta-se, a título ilustrativo, um indicador sintético do custo em termos reais do conjunto do financiamento das empresas não financeiras portuguesas no período compreendido entre Janeiro de 1999¹³ e Setembro de 2007, bem como um indicador equivalente calculado para a área do euro com 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.

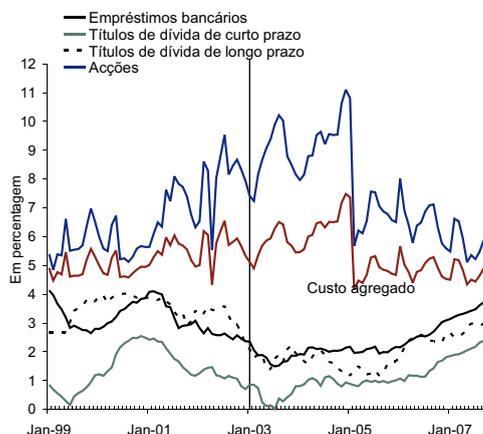
Nota: A linha vertical em Janeiro de 2003 assinala a quebra de série nas taxas de juro dos empréstimos bancários com a introdução das estatísticas harmonizadas das IFM.

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

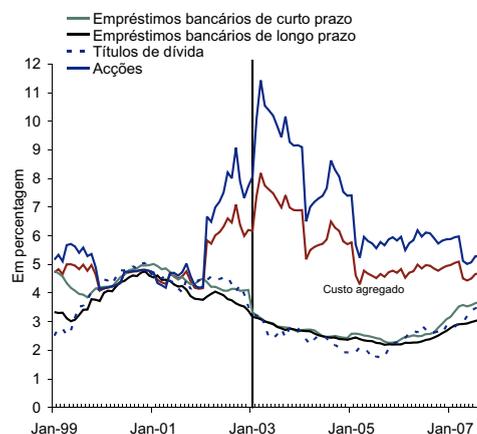


Fontes: BCE, Consensus Economics, Lehman Brothers, Thomson Financial Datastream e cálculos do Banco de Portugal.

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 (acções 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.

A REGRESSIVIDADE DO SUBSÍDIO DE DESEMPREGO: IDENTIFICAÇÃO ATRAVÉS DO EFEITO DE RENDIMENTO DA ALTERAÇÃO LEGISLATIVA DE JULHO DE 1999*

Mário Centeno**

Álvaro A. Novo**

1. INTRODUÇÃO

O desenho óptimo de um sistema de apoio ao desemprego deve considerar o equilíbrio entre duas vertentes de sinal contrário no bem-estar da economia: (i) permitir aos trabalhadores suavizar o consumo em períodos adversos no mercado de trabalho (desemprego) e, portanto, proporcionar uma mais eficaz procura de emprego¹, e (ii) limitar o incentivo à redução da oferta de trabalho. A primeira função é atingida pela atribuição de um seguro de desemprego, que permite ao trabalhador manter uma percentagem do seu rendimento anterior ao desemprego. Mas é precisamente esse seguro que, ao alterar o preço relativo do lazer, tem impacto negativo no incentivo à procura de emprego². Esta dimensão corresponde ao efeito de substituição do subsídio de desemprego (SD). Contudo, o subsídio de desemprego resulta também num efeito de rendimento, isto é, alarga o conjunto de escolhas de consumo disponível para o desempregado. Este efeito tenderá a ser tanto maior quanto maior a restrição de liquidez do desempregado. Se empiricamente esta proposição for relevante, então o sistema de apoio ao desemprego está a preencher um dos seus objectivos primários.

Neste artigo, é feita a avaliação do impacto do SD na duração do desemprego, utilizando a reforma legislativa de Julho de 1999, que introduziu um aumento exógeno no período de atribuição do SD. A vantagem analítica de utilizar esta reforma prende-se com a possibilidade de construção de um ambiente quase-experimental (laboratorial) para a avaliação.

Os resultados obtidos mostram que a extensão do período de atribuição do SD prolonga as durações de desemprego, mas o seu efeito diminui, em geral, com o grau de restrições de liquidez (indexados pelos quintis dos salários anteriores ao período de desemprego). Desta forma, identifica-se a existência de um efeito de rendimento não-distorcionário do SD, gerado pela diminuição das restrições de liquidez dos desempregados. O comportamento dos indivíduos com salários no primeiro quintil constitui uma excepção a este resultado; estes indivíduos são os que prolongam menos os seus períodos de desemprego, o que é consistente com o modelo não-estacionário de procura de emprego. Em conjunto, estes resultados apontam para que a extensão dos períodos de atribuição do subsídio introduza elementos regressivos no sistema de apoio ao desemprego, beneficiando significativamente menos os indivíduos na parte inferior da distribuição de rendimentos do trabalho. Em termos de política económica, os resultados sugerem que o período de atribuição do SD deveria ser encurtado, bem como ser uma função decrescente dos salários no período anterior ao desemprego, à semelhança da componente financeira do actual sistema.

* As opiniões expressas não reflectem necessariamente a posição do Banco de Portugal ou do IISS. Todos os erros são de nossa responsabilidade. Gostaríamos de agradecer ao Instituto de Informática da Segurança Social (IISS) pela disponibilização dos dados.

** Departamento de Estudos Económicos, Banco de Portugal.

(1) Belzil (2001), Centeno (2004) e Centeno e Novo (2006b) apresentam evidência, respectivamente, para o Canadá e Estados Unidos, de que uma maior cobertura financeira no apoio ao desemprego resulta em melhores empregos, medidos em termos de ganhos salariais e estabilidade do emprego.

(2) Outro aspecto menos desejável do sistema de apoio ao desemprego é o efeito de *crowding-out* sobre outras formas privadas de poupança (seguro), mas que é, na prática, de difícil contabilização.

2. LITERATURA: TEORIA E EVIDÊNCIA EMPÍRICA

2.1. Teoria

Os principais resultados teóricos que motivam o exercício empírico neste artigo são derivados do modelo não-estacionário de procura de emprego apresentado em Mortensen (1986). No contexto deste modelo, o facto de se observarem períodos de desemprego mais longos em resposta ao aumento dos períodos de atribuição do SD deverá estar associado à existência de um efeito de substituição – através da alteração do preço relativo do lazer - e de um efeito de rendimento (não-distorcionário) para os agentes que enfrentam restrições de liquidez. O efeito de rendimento introduz heterogeneidade no impacto do SD na duração do desemprego entre indivíduos com e sem restrições. Se o efeito de rendimento for importante, o impacto total do SD torna-se menos distorcionário do que se pensava previamente, um resultado enfatizado recentemente em Chetty (2007).

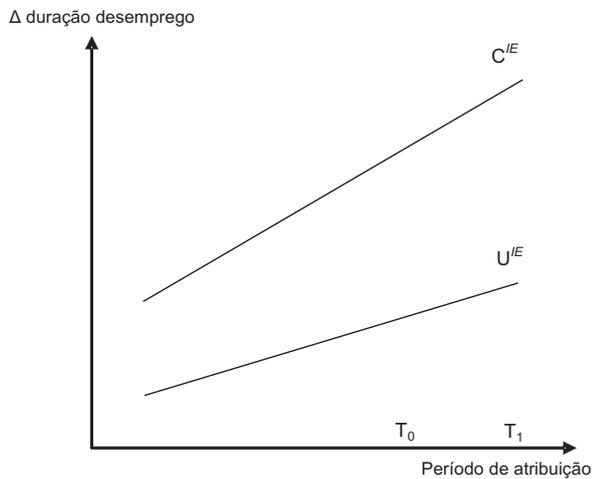
A intuição para o efeito rendimento é a seguinte: considere-se um trabalhador com restrições de liquidez como sendo aquele que apenas tem capacidade para auto-financiar o período de procura de emprego por um período finito de tempo. Isto implica que os trabalhadores com restrições de liquidez têm uma maior dificuldade em alisar o seu consumo entre os estados de emprego e desemprego. É para estes trabalhadores que o SD pode criar um efeito de rendimento e este efeito actua para além, e independentemente, do efeito de substituição. Quando um trabalhador com restrições de liquidez utiliza o SD para manter o seu nível de consumo, os aumentos na generosidade do subsídio reduzem a pressão para encontrar trabalho, sem que haja alteração dos preços relativos do lazer e do trabalho, portanto de forma não-distorcionária. Pelo contrário, se o trabalhador não tiver restrições de liquidez, o canal do efeito de rendimento é menos relevante, dado que o SD é uma parcela pequena da sua riqueza ao longo da vida. O Gráfico 1 ilustra este efeito de forma estilizada. Após um aumento do período de atribuição do SD, de T_0 para T_1 , o efeito de rendimento levará a um aumento maior na duração do desemprego para indivíduos com restrições de liquidez (C^E) do que para aqueles que não têm restrições (U^E).

Repare-se que, no Gráfico 1, o impacto do aumento da generosidade do SD é crescente com a duração do desemprego. Isto resulta ainda da não-estacionaridade do processo de procura de emprego pelo trabalhador. No início do período de desemprego, uma extensão do período de atribuição envolve somente pequenos desincentivos imediatos para os trabalhadores; o impacto será mais visível no período imediatamente anterior ao limite dos subsídios vigente no sistema antigo. Isto é assim porque o prolongamento dos subsídios adia o pico na taxa da saída do desemprego que é característico de um sistema com os subsídios limitados no tempo; Katz e Meyer (1990) e Lalive *et al.* (2006) apresentam evidência empírica destes efeitos.

Em van den Berg (1990), o modelo de Mortensen (1986) é estendido com a inclusão de outras variáveis exógenas, para além da duração do período de atribuição do SD, nomeadamente a taxa de chegada de ofertas de emprego e a distribuição de ofertas salariais. Todas estas variáveis podem causar não-estacionaridade se os seus valores forem dependentes da duração do desemprego. A literatura do modelo não-estacionário de procura de emprego, revista recentemente em Eckstein e van den Berg (2007), sinaliza a importância que estas variáveis têm sobre a distribuição da duração do desemprego, através do seu impacto no salário de reserva. As variáveis exógenas determinam o ambiente de procura de emprego ao nível individual e, como demonstrado em Addison, Centeno e Portugal (2004) para uma amostra de agregados familiares europeus, este ambiente é bastante heterogéneo entre os desempregados. Em particular, a evidência empírica mostra que os trabalhadores de baixos

Gráfico 1

EFEITO DE RENDIMENTO



Nota: Ilustração dos impactos na duração do desemprego no seguimento de um aumento do período de atribuição do subsídio de desemprego. *Ceteris paribus*, a reacção dos indivíduos com restrições de liquidez, C^E , é superior, para todas as durações, à dos indivíduos sem restrições de liquidez, U^E . A diferença entre as duas curvas identifica o efeito de rendimento.

salários, os mais velhos e os menos educados têm uma taxa de chegada de empregos mais baixa. Por sua vez, estas características individuais estão altamente correlacionadas com a existência de restrições de liquidez. Se os indivíduos com mais restrições enfrentarem piores condições no mercado de trabalho, o modelo prevê que reagirão menos ao aumento da generosidade do SD.

Em resumo, num ambiente não-estacionário, os indivíduos com maiores restrições podem ter dificuldades em ajustar o seu comportamento ao aumento da generosidade. Como Cahuc e Zylberberg (2006) afirmam, embora os indivíduos de baixos rendimentos devam ser os mais sensíveis aos aumentos dos subsídios, são ao mesmo tempo os que têm uma menor margem de manobra, o que os pode impedir de usufruir em pleno dos subsídios adicionais. Assim, a posição relativa das duas curvas no Gráfico 1 pode ser alterada e a identificação do efeito rendimento torna-se numa questão empírica.

2.2. Literatura empírica

Há uma vasta literatura empírica que estima os efeitos do SD sobre a oferta de trabalho, começando com o estudo seminal de Ehrenberg e Oaxaca (1976). Nickell (1979) e Lancaster (1979) mostraram que subsídios mais elevados estão associados com desemprego mais longo, no que foram seguidos por um conjunto de resultados novos, mostrando como este efeito opera. Meyer (1990) e Katz e Meyer (1990) foram os primeiros a mostrar que a taxa de saída do desemprego é fortemente afectada pela aproximação da data limite do SD, o que é entendido como evidência de que o salário de reserva decresce com a duração do desemprego.

Recentemente, diversos estudos têm aplicado novos desenvolvimentos na literatura econométrica para explorar os contextos quase-experimentais gerados por reformas legislativas em diversos países europeus. Contudo, a maioria dos estudos pressupõem respostas homogéneas, como em van

Ours e Vodopivec (2006) e Lalive *et al.* (2006). A regressão de quantis é aplicada por Kyyra e Wilke (2007) ao estudo de uma reforma do SD na Finlândia e por Fitzenberger e Wilke (2007) à caracterização da duração do desemprego na Alemanha. Todos estes estudos mostram que os trabalhadores desempregados têm maiores taxas de saída em sistemas menos generosos.

A evidência de impactos heterogéneos do SD é escassa. Gruber (1997) e Browning e Crossley (2001) apresentam evidência de que os indivíduos com restrições de liquidez beneficiam mais do SD para alisarem o consumo entre os estados de emprego e desemprego. Chetty (2007) mostra que o SD aumenta a duração do desemprego principalmente por causa do efeito de rendimento e não tanto pela distorção dos incentivos.

3. METODOLOGIA

No contexto de um modelo não-estacionário de procura de emprego espera-se que uma extensão do período de atribuição do SD aumente a duração do desemprego de forma heterogénea entre os desempregados, e que o impacto seja maior quanto mais próximo se estiver do limite anterior do período de atribuição. Se este for o caso, então o efeito predominante da extensão deve ser sentido na parte superior da distribuição de durações do desemprego. Ou seja, esperam-se impactos diferenciados ao longo da distribuição, o que pode ser identificado com o recurso à regressão de quantis.

3.1. A regressão de quantis

A regressão de quantis, introduzida por Koenker e Bassett (1978), especifica e estima uma família de funções lineares quantílicas condicionais, $Q_{y|x}(\tau|x) = X\beta(\tau)$, onde Q é o quantil de Y condicional em X , um vector de variáveis explicativas, e τ é um quantil da distribuição de Y no intervalo $[0, 1]$. Neste sentido, a regressão de quantis é similar ao método de mínimos quadrados, que também especifica uma função linear de Y condicional em X , em concreto, a função da média condicional, $E[Y|X = x] = x\beta$.

A regressão de quantis tem uma vantagem descritiva sobre o método dos mínimos quadrados – fornece diversas estatísticas sobre a função de distribuição condicional, em vez de apenas uma característica, nomeadamente, a média. Na verdade, com estimativas pontuais de $\beta(\tau)$, a regressão de quantis permite caracterizar e distinguir os efeitos das variáveis explicativas nos diferentes quantis da distribuição. Desta forma, se o efeito da extensão do período de atribuição se faz sentir sobretudo nas durações longas, então, por exemplo, o β do percentil 75 deverá ser superior ao β do percentil 25.

Adicionalmente, do ponto de vista metodológico, a regressão de quantis é particularmente útil para o estudo dos processos de duração que se exploram neste artigo. Aplicações recentes da regressão de quantis a modelos de duração podem ser encontradas em Koenker e Biliias (2001), Machado e Portugal (2002), Centeno e Novo (2006a), Fitzenberger e Wilke (2007) e Kyyra e Wilke (2007).

3.2. O efeito do tratamento nos quantis

O conceito de efeito do tratamento nos quantis foi proposto por Lehmann (1975). Em termos práticos, a definição de Lehmann é de muito simples implementação. Na verdade, é pedagógico estabelecer um paralelo com o efeito médio do tratamento na duração do desemprego subsidiado. Este é calculado como a diferença da média da duração do desemprego do grupo de tratamento (aquele que foi sujeito à política ou intervenção que se pretende estudar) para a média do grupo de controlo (aquele que não foi sujeito a essa política ou intervenção). No caso do efeito do tratamento na mediana, por exem-

plo, começa-se por calcular empiricamente a mediana das durações de desemprego do grupo de tratamento; repete-se o procedimento para o grupo de controlo. A diferença das duas durações medianas dá-nos o efeito do tratamento na mediana da distribuição das durações de desemprego subsidiado. A sua interpretação é também muito simples e diz-nos que a duração é n dias mais alta (mais baixa se o n for negativo) do que seria na ausência do tratamento. Para os outros percentis da distribuição, o procedimento e a interpretação são iguais. Relativamente ao efeito médio do tratamento, o efeito do tratamento nos quantis tem uma vantagem descritiva já que nos permite caracterizar o impacto da política ao longo da distribuição de durações de desemprego subsidiado.

A observação de indivíduos pertencentes aos grupos de tratamento e controlo nos períodos anterior e posterior à reforma legislativa permite refinar a estimativa do efeito do tratamento nos quantis. A existência simultânea de observações anteriores e posteriores à reforma para o grupo de controlo permite-nos estimar o impacto da envolvente macroeconómica do mercado de trabalho na duração do desemprego. Se assumirmos que essa envolvente afectaria de igual modo o grupo de tratamento na ausência da extensão do SD, então deveremos descontar este valor à evolução temporal estimada para o grupo de tratamento. Por outras palavras, podemos dizer que o simples cálculo da diferença de comportamento entre o período anterior e posterior à reforma para o grupo de tratamento poderia estar contaminado com efeitos não atribuíveis à reforma (efeitos macroeconómicos). Assim, à diferença para o grupo de tratamento deve-se subtrair a diferença na duração do desemprego do grupo de controlo, resultando no cálculo da diferença-das-diferenças do efeito do tratamento em cada quantil.

4. A REFORMA DO SISTEMA DE SUBSÍDIO DE DESEMPREGO

4.1. A extensão do período de atribuição do SD

Em 1999, a legislação portuguesa do SD estabelecia apenas um critério de elegibilidade para receber SD, nomeadamente, um mínimo de 540 dias de contribuições sociais nos 24 meses anteriores ao desemprego. O montante dos subsídios era função da média dos últimos 12 salários. O Gráfico 2 representa o montante de SD expresso em termos da taxa bruta de reposição do rendimento (TBR), ou seja, da percentagem do rendimento médio anterior que é repostado pelo SD.

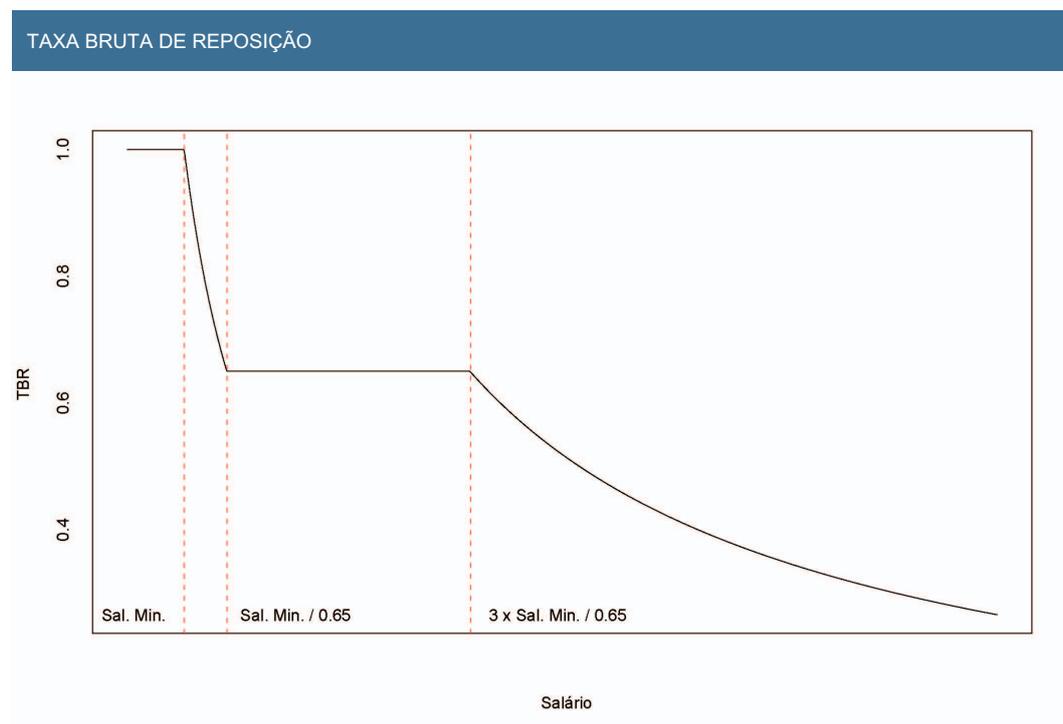
A análise que se segue centra-se nos desempregados com TBRs de 65 por cento, o que se traduz aproximadamente em salários mensais médios que variam entre 1.5 e 4.5 salários mínimos³. Esta escolha permite garantir um impacto homogéneo do efeito de substituição do SD, eliminando consequentemente uma fonte possível de comportamento diferenciado entre os indivíduos, ao mesmo tempo que se mantém uma variabilidade substancial nos salários recebidos⁴.

Uma característica peculiar do sistema de SD vigente em 1999 consistia na determinação do período de atribuição exclusivamente em função da idade do indivíduo no início do período de desemprego. Em Julho de 1999, o período de atribuição aumentou para alguns grupos etários da população. Anteriormente à reforma, a legislação portuguesa dividia os trabalhadores em 8 grupos etários com períodos de atribuição diferentes. A reforma tornou esses períodos mais longos para 6 dos 8 grupos, deixando as durações de dois grupos inalteradas (Quadro 1). A duração dos subsídios antes da reforma variava de um mínimo de 10 meses para aqueles que tinham menos de 25 anos, a um máximo de 30 meses para aqueles com 55 ou mais anos. A nova legislação alterou o limite inferior para 12

(3) Nos dados, alguns rácios não são exactamente iguais a 65 por cento, tendo-se preservado as observações com TBRs no intervalo [63, 67] por cento.

(4) Para a Alemanha, Fitzenberger e Wilke (2007) apresentam evidência de diferentes desincentivos ao trabalho atribuíveis a distintas TBRs; e *ceteris paribus* trabalhadores com TBRs superiores têm períodos de desemprego mais longos.

Gráfico 2



Nota: A taxa bruta de reposição (TBR) é calculada como o rácio do subsídio de desemprego para o rendimento antes de impostos. Indivíduos com rendimentos médios nos 12 meses anteriores ao desemprego inferiores ao salário mínimo têm TBRs de 100 por cento; indivíduos com rendimentos médios superiores a 4.5 salários mínimos recebem subsídios de desemprego no valor de 3 salários mínimos.

Quadro 1

PERÍODOS DE ATRIBUIÇÃO (EM MESES) ANTES E DEPOIS DE JULHO DE 1999

Antes		Depois	
Idade (anos) ^(a)	Período de atribuição	Idade (anos) ^(a)	Período de atribuição
[15, 24]	10	[15, 29]	12
[25, 29]	12	[30, 39]	18
[30, 34]	15	[40, 44]	24
[35, 39]	18	[45, 64]	30(+8) ^(b)
[40, 44]	21		
[45, 49]	24		
[50, 54]	27		
[55, 64]	30		

Notas: (a) Idade no início da período de desemprego. (b) Para os desempregados com 45 ou mais anos, podem ser adicionados 2 meses de subsídios por cada 5 anos de contribuições sociais durante os últimos 20 anos.

meses, enquanto que o limite superior passou a ser aplicado a indivíduos com 45 ou mais anos e pode chegar até 38 meses.

A metodologia utilizada para avaliação do impacto da alteração legislativa consiste na definição de dois grupos da população com diferente exposição à legislação: (i) o grupo etário dos 30 aos 34 anos, cujo período de atribuição do subsídio de desemprego aumentou de 15 para 18 meses e (ii) o grupo etário dos 35 aos 39 anos, cujo período de atribuição se manteve inalterado nos 18 meses. O primeiro grupo é identificado como o grupo de tratamento e o segundo como o grupo de controlo.

Estes dois grupos são particularmente comparáveis dada a sua proximidade em termos de idade e ao facto de, após a reforma, partilharem exactamente o mesmo período de atribuição. De facto, o grupo de tratamento (dos [30, 34]) tem características, com impacto na sua dinâmica do mercado de trabalho, muito semelhantes às do grupo de controlo (dos [35, 39]), por exemplo, em termos de educação e de estado civil. No caso presente, esta comparabilidade *ex-ante* ganha importância adicional devido à limitada informação disponível na base de dados acerca das características dos trabalhadores.

4.2. As condições económicas

No momento da reforma, o mercado de trabalho português e a economia viviam momentos excepcionais (Quadro 2). O crescimento do PIB excedia os 4 por cento e o crescimento do emprego ultrapassava os 2 por cento. A taxa de desemprego situava-se em 5 por cento, abaixo do valor estimado para a taxa natural de desemprego, definido como o nível da taxa de desemprego que não gera pressões inflacionistas.

O ciclo económico começou mudar a partir do segundo semestre de 2001, com taxas de crescimento do PIB e do emprego a caírem. Esta inversão é também visível na evolução da taxa de desemprego.

Vale a pena notar que as boas condições económicas que prevaleciam no momento da reforma são favoráveis para a estratégia de identificação empírica adoptada neste artigo. De facto, a evolução económica sugere que a mudança de política não foi endogenamente motivada pelos desenvolvimentos do mercado de trabalho. Para além disso, os indivíduos na amostra são aqueles que tipicamente sofrem menos com as flutuações no mercado de trabalho e também não enfrentam decisões de entrada na reforma, comuns aos trabalhadores mais velhos. Isto torna o exercício de construção do contrafactual para avaliação da mudança legislativa mais convincente, já que esta não foi condicionada por tendências no mercado de trabalho ou por questões relacionadas com o envelhecimento da população.

Quadro 2

A ECONOMIA PORTUGUESA ANTES E DEPOIS DE JULHO DE 1999				
Ano	Taxa de crescimento do PIB	Taxa de crescimento do emprego	Taxa de desemprego	Desemprego de longa duração (%)
1997	4.2	1.9	5.8	43.6
1998	4.7	2.3	5.0	45.4
1999	3.9	1.9	4.4	41.2
2000	3.9	2.3	3.9	43.8
2001	2.0	1.5	4.0	40.0
2002	0.8	0.5	5.0	37.3
2003	-1.2	-0.4	6.3	37.7
2004	1.1	0.1	6.7	46.2

Fontes: Conta nacionais, INE; Inquérito ao Emprego, INE.

5. DADOS

Este estudo utiliza dados administrativos recolhidos pelo Instituto de Informática da Segurança Social (IISS). A base de dados regista todos os períodos de desemprego subsidiado iniciados entre 1 de Janeiro de 1998 e 30 de Junho de 2003. O exercício empírico incide apenas sobre os períodos de desemprego cobertos por subsídio de desemprego, outras formas de subsídio tal como o subsídio social de desemprego, não foram consideradas. Na base de dados é possível seguir todos os eventos de desemprego subsidiado até terminarem, sendo que o seu fim pode acontecer antes do fim do período de atribuição (por cessação do subsídio, normalmente associada a uma transição para um emprego) ou na data limite do período de atribuição do SD. A base de dados contém informação muito detalhada sobre o montante e a duração do período subsidiado, bem como sobre o salário que o trabalhador recebia antes de entrar no desemprego. As variáveis socio-demográficas disponíveis estão limitadas ao género, idade, nacionalidade e local de residência. Contudo, a disponibilidade do salário anterior permite ultrapassar parcialmente a insuficiência de detalhes sobre as características individuais dos desempregados. O Quadro 3 sumaria as principais variáveis utilizadas neste estudo, para o período anterior à reforma.

Após a imposição da restrição colocada na TBR ([63,67] por cento), a amostra tem 40,982 experiências de desemprego subsidiado. O grupo de tratamento tem 23,226 observações, das quais 3,145 são do período anterior a Julho de 1999. O grupo de controlo tem 3,631 observações no período anterior e 14,125 no período posterior à alteração legislativa. Importa notar que as diferenças nas médias de 12 meses de salários entre o grupo de tratamento e controlo não são estatisticamente significativas.

No Quadro 4 calcula-se o impacto da alteração legislativa utilizando o método da diferença-das-diferenças. Este cálculo é efectuado através da comparação das durações médias de desemprego subsidiado para cada um dos grupos definidos (tratamento e controlo), nos períodos antes e depois da reforma. O impacto estimado corresponde a um aumento na duração do desemprego subsidiado para

Quadro 3

VALORES MÉDIOS REFERENTES AO PERÍODO ANTERIOR À REFORMA		
	Tratamento	Controlo
Idade (em anos)	31.88	36.94
Proporção de mulheres	0.34	0.35
Salário real anterior ^(a)		
Amostra completa	696.27	726.42
1º quintil de salários	496.08	500.55
2º quintil de salários	583.11	581.83
3º quintil de salários	681.58	681.69
4º quintil de salários	838.11	842.51
5º quintil de salários	1 160.99	1 191.24
Mínimo	353.10	350.10
Máximo	1 487.55	1 561.98
Número de observações	3 145	3 631

Fontes: IISS. Cálculos dos autores.

Nota: (a) O salário anterior de cada indivíduo é calculado como a média dos últimos 12 salários reportados no período que antecede o desemprego em 2 meses. Salários reais expressos em euros de 1999.

Quadro 4

IMPACTO NA DURAÇÃO DO DESEMPREGO SUBSIDIADO: ESTIMATIVAS DIFERENÇA-DAS-DIFERENÇAS

	Tratamento		Controlo	
	Antes	Depois	Antes	Depois
Duração média do desemprego (em meses)	210.58	291.16	321.95	319.68
Diferenças		80.57		-2.27
Diferença-das-diferenças			82.84	
Número de observações	3 145	20 081	3 631	14 125

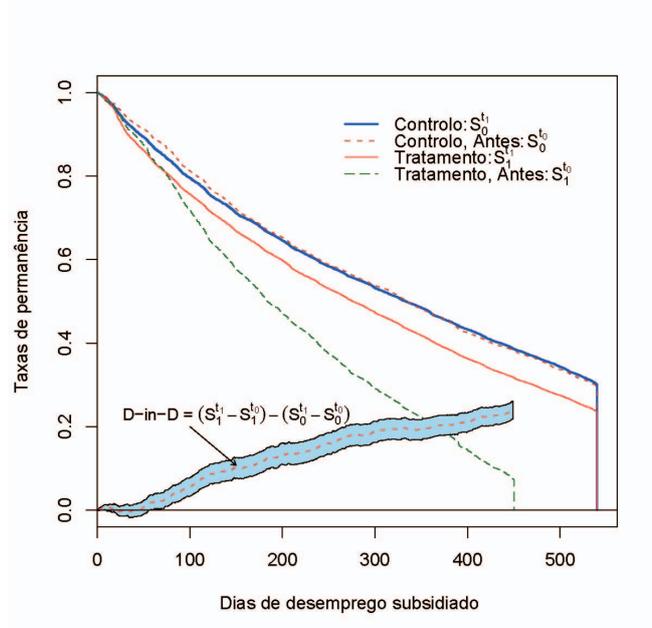
Fontes: IISS. Cálculos dos autores.

o grupo de tratamento de aproximadamente 83 dias. A interpretação deste resultado é imediata: se não se tivesse prolongado a duração do período de atribuição do SD, os indivíduos com idades entre os 30 e 34 anos, que beneficiaram de uma extensão de 90 dias, teriam tido, em média, menos 83 dias de desemprego subsidiado.

A análise das taxas de permanência no desemprego subsidiado confirma este resultado de forma muito clara (Gráfico 3). A diferença das taxas de permanência para o grupo do tratamento sugere que a reforma prolongou significativamente os períodos de desemprego. Já para o grupo de controlo as diferenças nas taxas de permanência no desemprego são virtualmente imperceptíveis. Este resultado reforça a evidência favorável à exogeneidade da reforma e à qualidade do contexto quase-experimental em que se realiza o exercício empírico. Usando as diferenças observadas no grupo de contro-

Gráfico 3

TAXAS DE PERMANÊNCIA NO DESEMPREGO



Fontes: IISS. Cálculos dos autores.

Nota: Estimativas obtidas com base no estimador de Kaplan-Meier. O impacto da legislação é medido pela diferença das taxas de permanência entre os 4 grupos e representada pela linha D-in-D, na parte inferior do gráfico, com o intervalo de confiança a 95 por cento.

lo para eliminar o impacto de efeitos agregados comuns aos dois grupos, calcula-se o simples estimador da diferença-das-diferenças. As estimativas, representadas pela curva D-in-D, confirmam que os indivíduos que beneficiaram da extensão do SD têm um significativo aumento na duração do desemprego subsidiado, já que as suas taxas de permanência aumentaram para todas as durações. É interessante notar ainda que, como previsto pela teoria para o caso de uma extensão do período de atribuição do SD, o impacto é maior para as durações mais longas (ou seja, mais perto do anterior limite de atribuição).

6. EFEITO DE RENDIMENTO: EVIDÊNCIA DE INFERÊNCIA CAUSAL

O modelo teórico de procura de emprego apresentado estabelece um impacto heterogéneo do sistema de SD na duração do desemprego subsidiado, resultante da presença do efeito de rendimento. Para a identificação empírica desse efeito recorreremos à exploração dos dados utilizando a regressão de quantis e dividindo a amostra segundo uma aproximação ao grau de restrição de liquidez dos indivíduos.

6.1. Restrições de liquidez: Medição

A identificação do efeito de rendimento baseia-se na existência de diferentes níveis de restrição de liquidez entre os indivíduos. Para captar estas diferenças, a amostra é dividida em três grupos, usando a média de 12 meses dos salários do período anterior ao desemprego como um índice para a incidência dessas restrições. O recurso aos salários justifica-se porque os dados não contêm informação sobre os activos financeiros dos desempregados, o que seria uma medida mais directa do seu grau de restrição de liquidez. A qualidade dos salários no período anterior ao desemprego como um índice para a distribuição da poupança na economia portuguesa pode ser avaliada com base nos dados do Inquérito ao Património e Endividamento das Famílias (IPEF) de 2000.

O Quadro 5 mostra os activos financeiros detidos pelos indivíduos pertencentes a cada um dos grupos definidos pelo 1º quintil, os 2º e 3º quintis, e os 4º e 5º quintis dos salários na amostra completa de desempregados com 30 a 39 anos. Para cada um dos três grupos, que referiremos como “salários baixos”, “intermédios” e “altos”, as duas últimas colunas reportam o nível médio de activos financeiros, respectivamente, em (i) percentagem do nível médio de activos financeiros para a amostra do

Quadro 5

SALÁRIOS MENSAIS E NÍVEIS DE ACTIVOS FINANCEIROS						
Grupo	Mínimo	Nível salarial (em euros, 2000)			Activos financeiros expressos em termos de:	
		Mediano	Máximo		Nível médio de activos ^(a)	Salário mediano ^(b)
1º quintil	358.15	533.00	551.73		0.18	2.90
2º e 3º quintis	551.74	634.50	757.76		0.34	4.52
4º e 5º quintis	757.77	980.68	1 655.10		0.87	7.51

Fontes: IPEF, 2000. Cálculos dos autores.

Notas: (a) Nível médio de activos financeiros expresso em percentagem do nível médio de activos financeiros para a amostra de indivíduos do IPEF com idades entre [30, 39] anos. (b) Nível médio de activos financeiros expresso em percentagem do nível de salário mediano de cada grupo.

IPEF com idades [30, 39], e (ii) percentagem do nível de salário mediano de cada grupo. Os três grupos diferem claramente em termos do seu nível de detenção de activos financeiros, sugerindo que os salários anteriores são um bom índice para diferenciar o grau de restrições de liquidez que enfrentam. Por exemplo, o grupo com “salários baixos” tem activos financeiros valorizados em somente 2.9 salários medianos do respectivo grupo, enquanto que os restantes grupos têm activos avaliados em 4.5 e 7.5 vezes o salário mediano do respectivo grupo.

6.2. Efeitos do tratamento nos quantis

A qualidade do contexto quase-experimental foi confirmada na análise precedente. Podem, contudo, existir factores que condicionem a avaliação do impacto da reforma, mas que possam ser controlados com recurso à regressão de quantis. A razão principal para usar este método é procurar revelar as potenciais respostas heterogéneas às mudanças na duração do período de atribuição do SD ao longo da distribuição da duração do desemprego subsidiado. Este resultado, que decorre directamente do modelo não-estacionário de procura de emprego, pode assim ser testado empiricamente.

O modelo de regressão de quantis utilizado pressupõe que o logaritmo dos dias de desemprego subsidiado, $\log(T)$, tem funções dos quantis condicionais lineares, Q , que podem ser escritas, para cada um dos quantis τ da seguinte forma:

$$Q_{\log(T)}(\tau) = \beta_0(\tau) + \beta_1(\tau) \text{Após} + \beta_2(\tau) \text{Tratado} + \beta_3(\tau) \text{Após} \times \text{Tratado} + X'\lambda(\tau)$$

onde *Após* é uma variável indicador para o período posterior a Julho de 1999, *Tratado* é uma variável indicador para o grupo etário afectado pela nova legislação, e, conseqüentemente, o coeficiente de *Após* \times *Tratado* identifica o impacto da legislação. Adicionalmente, o vector X inclui a seguinte lista de variáveis: logaritmo do salário médio no período anterior ao desemprego; logaritmo da idade do indivíduo no começo do período do desemprego; um indicador do género (mulher); variável indicador para os distritos de residência; e variável indicador para o mês em que o período de desemprego se iniciou. Este modelo é estimado para cada um dos três grupos definidos pelos quintis de salários.

Os resultados da estimação são apresentados de forma concisa no Gráfico 4. Cada coluna apresenta as estimativas da regressão de quantis para cada um dos 3 grupos (respectivamente, da esquerda para a direita, “salários baixos”, “intermédio” e “altos”)⁵. Cada painel descreve as estimativas pontuais do coeficiente associado com a respectiva variável para cada quantil. Limita-se a atenção aos quantis no intervalo [0.15, 0.70], ignorando-se, na prática, as durações muito curtas (menos de 60 dias) e as durações mais longas (mais de 470 dias). As áreas sombreadas representam intervalos de confiança a 90 por cento.

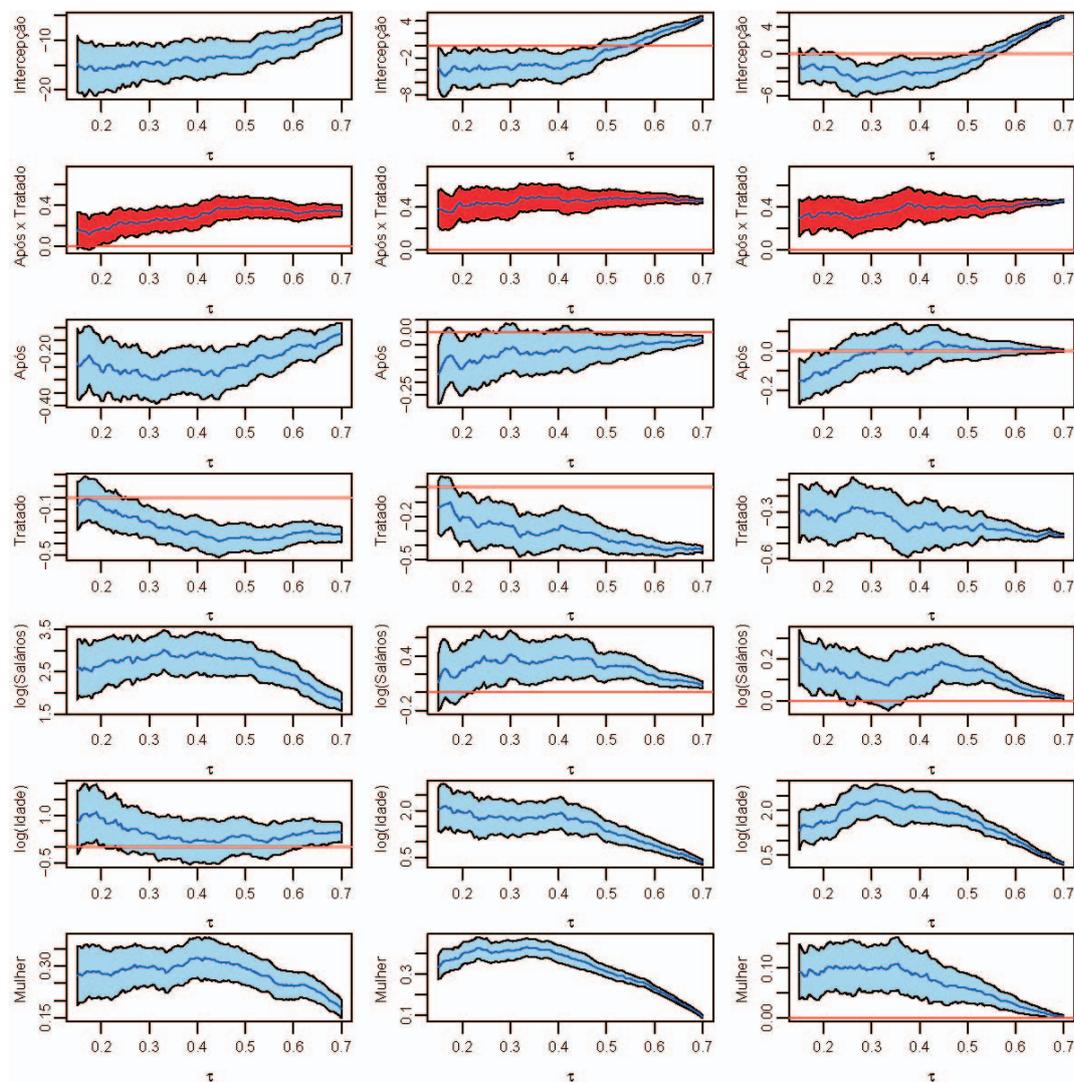
A observação da 2ª linha do Gráfico 4 permite novamente concluir que a política induziu claramente períodos de desemprego mais longos. A estimativa para o impacto da política é estatisticamente significativa, dado que os intervalos de confiança a 90 por cento não incluem o zero.

Para evidenciar as diferenças do impacto do tratamento entre os diferentes graus de restrição de liquidez, apresentam-se estas três curvas num só gráfico (Gráfico 5). Os indivíduos com maiores restrições (“salários baixos” antes do desemprego) foram os que menos reagiram em todas as durações, embora o impacto do tratamento aumente ao longo do período de desemprego. Para o grupo “intermédio”, o impacto é o maior, com estimativas pontuais ligeiramente acima de 0.4, *i.e.*, um aumento da duração de desemprego de cerca de 40 por cento. Finalmente, o grupo com menores restrições (“salários altos”) tem um impacto superior ao observado para os indivíduos com “salários baixos”, mas

(5) Para preservar o espaço, omitem-se do gráfico os resultados das variáveis indicador para o mês e para os distritos.

Gráfico 4

ESTIMATIVAS DE REGRESSÃO DE QUANTIS POR GRAU DE RESTRIÇÃO DE LIQUIDEZ



Fontes: IISS. Cálculos dos autores.

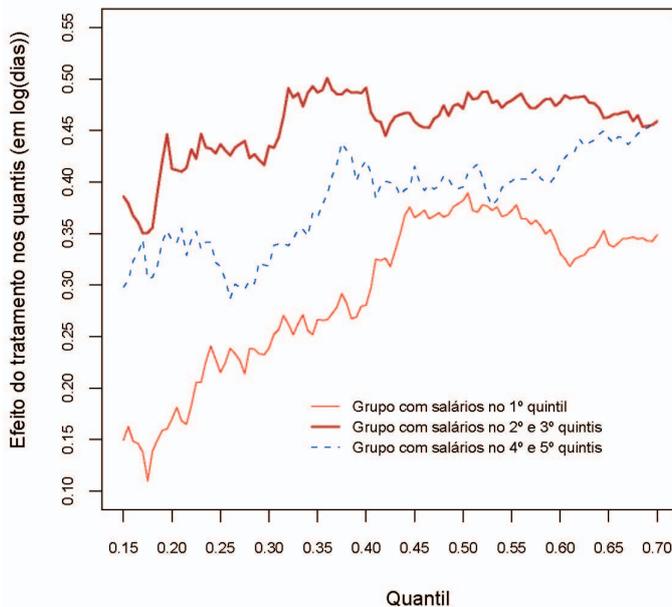
Nota: Modelos de regressão de quantis para a variável dependente log(duração) por grau de restrição de liquidez. A primeira coluna apresenta as estimativas para indivíduos com salários anteriores ao desemprego pertencentes ao 1º quintil; a segunda coluna para indivíduos com salários situados no 2º e 3º quintil da distribuição de salários; e a terceira coluna para indivíduos com salários no 4º e 5º quintil da distribuição de salários.

sempre inferior ao do grupo “intermédio”. O gráfico confirma assim a existência de dois níveis de heterogeneidade: entre graus de restrições de liquidez e, dentro de cada grupo, ao longo da distribuição do desemprego subsidiado.

Estes resultados podem ser interpretados da seguinte forma. Em primeiro lugar, o facto de se obter um comportamento diferenciado entre os grupos com “salários intermédios” e “altos” constitui evidência favorável à existência de um efeito de rendimento no sistema de SD: para todas as durações do desemprego, e em resposta ao mesmo incentivo, o impacto é superior no grupo com maiores restrições de liquidez.

Gráfico 5

IMPACTO PERCENTUAL DO TRATAMENTO NOS QUANTIS DA DISTRIBUIÇÃO DAS DURAÇÕES DO DESEMPREGO SUBSIDIADO



Fontes: IISS. Cálculos dos autores.

Nota: A variação no logaritmo aproxima o impacto percentual na duração do desemprego, por exemplo, o percentil 40 da distribuição de durações de desemprego dos indivíduos com maiores restrições de liquidez aumentou aproximadamente 25 por cento devido à extensão do período de atribuição.

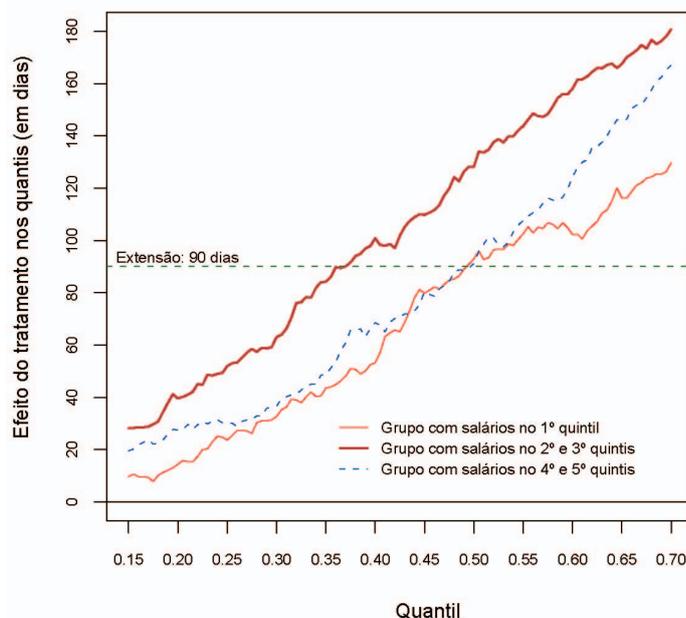
Em segundo lugar, o comportamento dos indivíduos com “salários baixos” é duplamente interessante. Note-se que, como descrito na secção 2, a existência do efeito rendimento levaria a esperar que estes indivíduos registassem o maior aumento na duração do desemprego. Contudo, como também foi referido, no contexto do modelo não-estacionário de procura de emprego, os factores que reflectem a deterioração das condições do mercado de trabalho, condicionam o comportamento dos desempregados. Estes factores traduzem-se em taxas de chegada de emprego e numa distribuição de oferta de salários que se deterioram mais rapidamente para trabalhadores com salários baixos. Este fenómeno terá dominado o efeito de rendimento associado ao alívio das restrições de liquidez proporcionado pelo SD.

6.3. O custo financeiro e o impacto redistributivo da reforma

Avaliar o custo financeiro da reforma é de grande interesse económico. Em última análise, para as finanças públicas do país, períodos de desemprego subsidiado mais longos acarretam um aumento na carga financeira do sistema e períodos de não-emprego adicionais, com a consequente perda de receita fiscal. Com a finalidade de avaliar os custos adicionais induzidos pela alteração do sistema é necessário calcular o impacto em termos de dias adicionais subsidiados. Isto pode ser feito usando o princípio da equivariância a transformações monótonas dos quantis, o que permite transformar em dias os impactos estimados em $\log(\text{dias})$.

Gráfico 6

IMPACTO EM DIAS DO TRATAMENTO NOS QUANTIS DA DISTRIBUIÇÃO DAS DURAÇÕES DO DESEMPREGO SUBSIDIADO



Fontes: IJSS. Cálculos dos autores.

Nota: A mediana da distribuição das durações de desemprego para indivíduos com maiores restrições de liquidez aumentou 93 dias. A leitura para outros percentis da distribuição de durações de desemprego subsidiado é feita de forma semelhante.

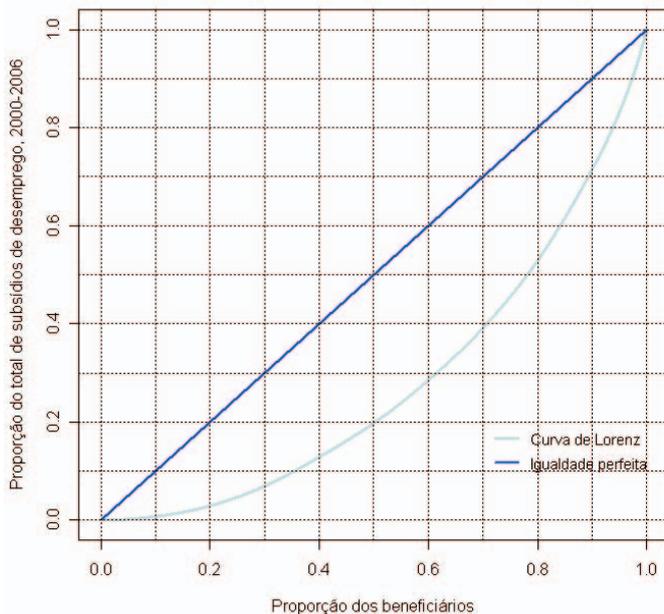
O Gráfico 6 apresenta o impacto do tratamento expresso em dias. Para os grupos com “salários baixos” e “altos”, a duração mediana aumentou aproximadamente 90 dias, mas para o grupo com “salários intermédios” o aumento foi próximo de 130 dias.

A carga financeira adicional para o sistema público de SD é calculada a partir destas estimativas para o impacto em dias. Assim, para cada duração do desemprego e para cada grupo, calcula-se o montante médio de SD diário recebido pelos desempregados. Por exemplo, para o grupo de “salários baixos” e para indivíduos que saíram do sistema na duração mediana do desemprego, o montante de SD diário pago foi, em média, de 10.91 euros. Em seguida, este valor é multiplicado pelo impacto na duração, expresso em dias. Para este mesmo grupo a extensão do período de desemprego foi de 93 dias. Desta forma, os gastos adicionais foram de 1 014.45 euros. Para os restantes grupos, na mediana das durações do desemprego, o impacto financeiro estimado foi de 1 830.61 e 1 907.33 euros, respectivamente para os grupos com “salários intermédios” e “altos”. Estes valores representam um aumento substancial dos custos com o sistema, que expressos em termos do SD médio pago aos desempregados no grupo com “salários baixos” representam, respectivamente, 82.4 e 85.9 por cento⁶. Ou seja, com o montante adicional gasto num destes grupos, poder-se-ia subsidiar um período completo de desemprego com duração mediana para um indivíduo do grupo de “salários baixos”.

(6) Ver Centeno e Novo (2007) para mais detalhes, em particular, para o cálculo noutras percentis da distribuição de durações do desemprego subsidiado.

Gráfico 7

CURVA DE LORENZ PARA A DISTRIBUIÇÃO DOS SUBSÍDIOS DE DESEMPREGO PAGOS ENTRE 2000 E 2006



Nota: O valor da área entre as duas curvas, denominado por Coeficiente de Gini, mede o grau de desigualdade na distribuição do rendimento de reposição (subsídio de desemprego); quanto maior o coeficiente de Gini, que varia entre 0 e 1, maior a desigualdade. Para o caso presente o valor é de 0.43, enquanto que o coeficiente de Gini para a distribuição de salários de trabalhadores por conta de outrem para o mesmo período foi de 0.34.

Estes cálculos revelam que a maioria dos recursos financeiros adicionais foram dirigidos aos desempregados que antes do desemprego auferiam os salários mais elevados. Para além das diferenças nos montantes dos subsídios, este resultado está associado ao menor prolongamento do período de desemprego subsidiado dos indivíduos com salários mais baixos. Dado que as TBR's são iguais para todos os indivíduos considerados nesta amostra, este fenómeno traduz-se na regressividade do sistema de subsídios de desemprego. Assim sendo, as transferências de rendimento promovidas pelo sistema favorecem os indivíduos de maiores rendimentos.

O sistema de SD contém características regressivas extensíveis ao conjunto dos indivíduos beneficiários do subsídio de desemprego. Na realidade, as durações de desemprego subsidiado mais longas são observadas para os indivíduos com maiores rendimentos salariais anteriores ao desemprego. Assim, o facto dos indivíduos com maiores rendimentos serem também aqueles que mais prolongam a sua passagem pelo desemprego subsidiado acentua o fenómeno de concentração das despesas com o subsídio. O Gráfico 7 apresenta a curva de Lorenz, utilizada como medida de concentração (ou desigualdade); quanto maior a área entre as duas curvas maior a desigualdade. No período de 2000 a 2006, essa área, medida pelo coeficiente de Gini, é de 0.43 (sendo que 0 indica igualdade perfeita e 1 desigualdade perfeita). O actual sistema de apoio ao desemprego gera um grau de desigualdade no acesso ao SD superior ao da distribuição dos salários, cujo valor médio no mesmo período ronda 0.34. A informação disponível parece mostrar que 10 por cento dos desempregados recebem cerca de 30 por cento das despesas com o subsídio, enquanto que os 35 por cento de desempregados menos subsidiados recebem apenas 10 por cento das despesas realizadas pelo sistema.

7. CONCLUSÕES

Este artigo estuda o impacto de um aumento do período de atribuição do SD na duração do desemprego subsidiado. As agendas para a reforma do SD apontam, sem excepção, para uma redução significativa desse período a fim de limitar os problemas de “risco moral” induzidos pelo sistema e que conduzem, em última análise, a durações de desemprego mais longas. Contudo, a presença de um efeito de rendimento (não-distorcionário) do SD tem sido negligenciado nestas análises. Este efeito de rendimento, associado à existência de restrições de liquidez, gera um impacto heterogéneo do SD ao longo da distribuição de salários. Neste artigo enfatiza-se o facto de estes efeitos operarem num ambiente não-estacionário de procura de emprego, o que influencia fortemente o comportamento observado dos indivíduos com piores perspectivas no mercado de trabalho, geralmente aqueles que enfrentam também restrições de liquidez mais apertadas.

A identificação destes efeitos baseia-se na reforma do sistema português de SD introduzida em Julho de 1999, que aumentou significativamente os períodos de atribuição para alguns grupos etários, enquanto mantinha constante o mesmo limite para outros grupos etários adjacentes. Neste exercício de avaliação considerou-se como grupo de tratamento os indivíduos no grupo etário dos 30 aos 34 anos, que beneficiou de uma extensão de 15 para 18 meses, e como grupo de controlo os indivíduos com idade entre os 35 e os 39 anos, cujo período de atribuição permaneceu constante (exactamente em 18 meses).

A evidência aponta para um impacto heterogéneo na duração do desemprego subsidiado e para a existência de um importante efeito de rendimento. Os indivíduos com “salários baixos” (1º quintil) aumentaram menos as suas durações de desemprego, o que constitui um resultado interessante à luz dos modelos não-estacionários de procura de emprego.

Este resultado mostra que um sistema de SD em que se aumente a duração do período de atribuição pode introduzir um carácter regressivo do ponto de vista fiscal, já que o aumento desse período acaba por beneficiar menos os indivíduos com salários mais baixos. Dada a menor reacção ao aumento do período de atribuição registada para os indivíduos com menores salários, e que são mais afectados pela não-estacionaridade no mercado de trabalho, o peso das despesas com este grupo decresce.

Os resultados acima descritos sugerem a importância de alterar as regras de concessão do SD. Neste contexto, uma proposta seria reduzir os períodos de atribuição do SD e tornar esses períodos uma função decrescente com as remunerações anteriores ao desemprego. Complementarmente, para alcançar um impacto mais elevado do efeito de rendimento, é preferível aumentar a generosidade financeira do SD para os indivíduos com maiores restrições de liquidez, em vez de lhes conceder períodos mais longos de atribuição de SD, dos quais eles acabam por não beneficiar.

Referências

- Addison, J., Centeno, M. e Portugal, P. (2004), “Reservation wages, search duration, and accepted wages in Europe”, *Working Paper* 13-04, Banco de Portugal.
- Belzil, C., 2001, “Unemployment insurance and subsequent job duration: Job matching versus unobserved heterogeneity”, *Journal of Applied Econometrics*, 16, pp. 619-636.
- Browning, M. e Crossley, T. (2001), “Unemployment insurance levels and consumption changes”, *Journal of Public Economics* 80(1), pp. 1–23.

- Cahuc, P. e Zylberberg, A. (2006), "The Natural Survival of Work", MIT Press, Cambridge, MA.
- Centeno, Mário (2004), "The match quality gains from unemployment insurance", *Journal of Human Resources*, 39(3), pp. 839-863.
- Centeno, Mário e Novo, Álvaro A. (2006a), "The impact of unemployment insurance generosity on match quality distribution", *Economic Letters* 93, pp. 235-241.
- Centeno, Mário e Novo, Álvaro A. (2006b), "The impact of unemployment insurance on the job match quality: A quantile regression approach", *Empirical Economics*, 31, pp. 905-919.
- Centeno, Mário e Novo, Álvaro A. (2007), "Identifying Unemployment Insurance Income Effects with a Quasi-Natural Experiment", *Working Paper 2007-10*, Banco de Portugal.
- Chetty, R. (2007), "Why do unemployment benefits raise unemployment durations? The role of borrowing constraints and income effects", NBER 11760.
- Eckstein, Z. e van den Berg, G. J. (2007), "Empirical labor search: A survey", *Journal of Econometrics* 136(2), pp. 531-564.
- Ehrenberg, R. e Oaxaca, R. (1976), "Unemployment insurance, duration of unemployment, and subsequent wage gain", *American Economic Review* 66(5), pp. 754-766.
- Fitzenberger, B. e Wilke, R. (2007), "New insights on unemployment duration and post unemployment earnings in Germany: Censored Box-Cox quantile regression at work", IZA 2609.
- Gruber, J. (1997), "The consumption smoothing benefits of unemployment insurance", *American Economic Review* 87(1), pp. 192-205.
- Katz, L. F. e Meyer, B. D. (1990), "Unemployment insurance, recall expectations, and unemployment outcomes", *Quarterly Journal of Economics* 105, pp. 973-1002.
- Koenker, R. (2005), *Quantile regression*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Koenker, R. e Bassett, G. (1978), "Regression quantiles", *Econometrica* 46, pp. 33-50.
- Koenker, R. e Biliias, Y. (2001), "Quantile regression for duration data: A reappraisal of the Pennsylvania reemployment bonus experiments", *Empirical Economics* 26, 199-220.
- Kyyra, T. e Wilke, R. (2007), "Reduction in the long-term unemployment of the elderly: A success story from Finland revisited", *Journal of the European Economic Association* 5(1), pp. 154-182.
- Lalive, R., van Ours, J. C. e Zweimueller, J. (2006), "How changes in financial incentives affect the duration of unemployment", *Review of Economic Studies* 73, pp. 1009-1038.
- Lancaster, T. (1979), "Econometric methods for the duration of unemployment", *Econometrica* 47(4), pp. 939-956.
- Lehmann, E. (1975), *Nonparametrics: Statistical Methods Based on Ranks*, Holden-Day, San Francisco.
- Machado, J. e Portugal, P. (2002), "Exploring transition data through quantile regression methods: An application to U.S. unemployment duration", in Y. Dodge, ed., "Statistical data analysis based on the L1 norm and related methods", Birkhauser Verlag, Basel.
- Marimon, R. e Zilibotti, F. (1999), "Unemployment vs. mismatch of talents: Reconsidering unemployment benefits", *The Economic Journal* 109, 266-291.
- Meyer, B. D. (1990), "Unemployment insurance and unemployment spells", *Econometrica* 58(4), pp. 757-782.

- Mortensen, D. (1986), "Job search and labor market analysis", in O. Ashenfelter e R. Layard, eds, "*Handbook of Labor Economics*", Vol. 2, North-Holland, Amsterdam, pp. 849–919.
- Nickell, S. J. (1979), "The effect of unemployment and related benefits on the duration of unemployment", *Economic Journal* 89(353), pp. 34–49.
- van den Berg, G. J. (1990), "Nonstationarity in job search theory", *The Review of Economic Studies* 57(2), pp. 255–277.
- van Ours, J. C. e Vodopivec, M. (2006), "How changes in benefits entitlement affect job-finding: Lessons from the Slovenian "Experiment", *Journal of Labor Economics* 24(2), pp. 351–378.

A ESPECIALIZAÇÃO DAS EXPORTAÇÕES NAS ÚLTIMAS QUATRO DÉCADAS: UMA COMPARAÇÃO ENTRE PORTUGAL E OUTROS PAÍSES DA COESÃO*

João Amador**

Sónia Cabral**

José Ramos Maria**

1. INTRODUÇÃO

Durante as últimas quatro décadas, a abertura ao comércio aumentou e os padrões de comércio internacional evoluíram significativamente. Diversos artigos têm estudado alterações nos padrões de especialização¹. Na perspectiva de um país individual é interessante identificar as modificações no padrão de comércio porque estas poderão fornecer indicações sobre as alterações estruturais subjacentes na economia, designadamente na sua estrutura de produção. Por outro lado, a magnitude e rapidez destas alterações é um indicador indirecto da flexibilidade da economia em realocar recursos entre sectores. Assim, a análise da evolução do padrão de especialização é relevante para melhor compreender o crescimento das economias. Este tipo de análise pode ser reforçado tomando um conjunto de países como referencial de comparação, estudando assim o seu comportamento relativo. Este artigo analisa a especialização sectorial relativa das exportações portuguesas face aos outros países inicialmente beneficiários do Fundo de Coesão da UE (Espanha, Grécia e Irlanda)². O artigo adopta uma perspectiva de identificação de factos, utilizando extensivamente o tradicional índice de Balassa (1965) para analisar o conteúdo tecnológico das exportações de bens manufacturados destes países. A evolução da especialização sectorial das exportações portuguesas depende naturalmente de aspectos bem identificados na literatura do comércio internacional, tais como dotações de factores produtivos, tecnologias, preferências dos consumidores, estruturas de mercado e factores geográficos. No entanto, o artigo não procura testar a relevância destes determinantes nem de qualquer modelo específico de comércio, mas sim identificar factos estilizados num período longo de tempo.

Os resultados baseiam-se na base de dados CEPII-Chelem, cobrindo o período de 1967 a 2004. Os 120 sectores da indústria transformadora disponíveis são agregados em quatro categorias de acordo com a classificação da OCDE das indústrias transformadoras por intensidade tecnológica: alta-tecnologia, média-alta-tecnologia, média-baixa-tecnologia e alta-tecnologia. Durante as últimas quatro décadas, a estrutura portuguesa de exportações convergiu para a estrutura mundial, registando-se assim uma redução no nível global de especialização de Portugal. No entanto, ainda subsistem diferenças significativas face à média mundial. A mesma evolução é observada na Grécia e, em muito

* Os autores agradecem os comentários de Nuno Alves, Mário Centeno, Jorge Correia da Cunha e Ana Cristina Leal. As opiniões expressas no artigo são as dos autores e não coincidem necessariamente com as do Banco de Portugal. Este artigo apresenta alguns dos resultados incluídos em Amador *et al.* (2007a).

** Departamento de Estudos Económicos.

(1) Veja-se De Benedictis *et al.* (2006) para uma resenha recente da literatura empírica sobre dinâmica de especialização no comércio internacional.

(2) O Fundo de Coesão, que se iniciou em 1994, é um instrumento estrutural que ajuda os Estados-Membros da União Europeia (UE) a reduzir as disparidades económicas e sociais e a estabilizar as suas economias. Os Estados-Membros elegíveis são aqueles cujo produto nacional bruto (PNB) *per capita* seja inferior a 90 por cento da média da UE. Quatro Estados-Membros (Espanha, Grécia, Portugal e Irlanda) eram elegíveis para o Fundo de Coesão até ao final de 2003. A avaliação de médio-prazo da Comissão Europeia de 2003 considerou a Irlanda (PNB médio de 101 por cento) não elegível para o Fundo de Coesão a partir de 1 de Janeiro de 2004.

maior grau, em Espanha, que é o país menos especializado deste grupo. Inversamente, a Irlanda apresenta o maior nível de especialização nas exportações e existe evidência de um aumento durante este período. Um elemento marcante da evolução do comércio internacional português foi a diminuição continuada do peso dos produtos de baixa-tecnologia nas exportações durante as últimas quatro décadas. Esta redução foi particularmente acentuada nos produtos alimentares e nos têxteis e calçado. No entanto, Portugal ainda é relativamente mais especializado do que a média mundial nesta categoria tecnológica. Por outro lado, registou-se um acentuado aumento do peso do sector de média-alta-tecnologia nas exportações portuguesas, em particular veículos a motor e alguns tipos de maquinaria desde os anos noventa. Pelo contrário, a economia portuguesa manteve uma forte desvantagem comparativa nos produtos de alta-tecnologia durante todo o período analisado.

O artigo está organizado da seguinte forma. Na secção seguinte descreve-se brevemente a metodologia e a base de dados utilizada. A Secção 3 estuda a evolução do padrão de exportação da economia portuguesa. Esta secção começa por examinar a estrutura de exportações de Portugal nas últimas quatro décadas, utilizando os pesos de cada sector no total das exportações portuguesas de manufacturas. A análise é posteriormente desenvolvida através da utilização do índice de Balassa (1965). Este indicador, que procura identificar vantagens comparativas reveladas, tem sido extensivamente utilizado na literatura empírica do comércio internacional³. A ênfase é colocada no comportamento dos índices agrupados por conteúdo tecnológico e em como as diferenças entre os países são explicadas pelos contributos dos diferentes subsectores. Esta secção termina com uma análise da forma da distribuição do indicador para inferir sobre o nível global de especialização dos quatro países considerados. A secção 4 apresenta algumas conclusões.

2. DADOS E METODOLOGIA

A análise empírica incluída neste artigo é baseada na informação contida na base de dados CEP II – CHELEM, que reporta fluxos bilaterais de comércio de bens em termos nominais (a unidade é o dólar americano). O período analisado começa em 1967 e acaba em 2004, com uma desagregação por produtos a quatro dígitos da classificação ISIC (rev.3), que inclui 120 produtos da indústria transformadora. Estes 120 produtos manufacturados estão agregados de acordo com a sua intensidade tecnológica, de acordo com a classificação da OCDE de intensidade em I&D⁴. Esta classificação tecnológica inclui quatro sectores principais: alta-tecnologia, média-alta-tecnologia, média-baixa-tecnologia e baixa-tecnologia; e um segundo nível de desagregação incluindo vinte subsectores. Esta classificação standard permite uma boa análise da evolução do padrão de exportações nos últimos quarenta anos. No entanto, esta decomposição relativamente alargada pode levar à inclusão de actividades com diferentes níveis tecnológicos numa mesma categoria⁵. Por outro lado, todas as alterações registadas dentro de cada categoria, como por exemplo a melhoria da qualidade e da tecnologia das actividades existentes, não são identificadas com esta classificação. Adicionalmente, tal como em todas as classificações ao nível da indústria, a existência de heterogeneidade entre empresas em cada sector não é tomada em consideração.

A literatura empírica do comércio internacional sugere diversos métodos para avaliar a especialização de um dado país, a maioria dos quais com o objectivo de identificar as vantagens comparativas reve-

(3) Em Amador *et al.* (2007b) é introduzido um índice alternativo – designado por B* - com propriedades cardinais adequadas para uma análise comparativa dos países dentro de um mesmo sector. De forma a garantir a comparabilidade com outros estudos, este índice alternativo não foi adoptado neste artigo.

(4) A classificação da OCDE das indústrias transformadoras segundo a sua intensidade tecnológica baseia-se na análise das despesas em I&D de 12 países da OCDE no período 1991-99 (veja-se OECD (2005)).

(5) Veja-se Peneder (2003) para uma análise das principais classificações utilizadas em estudos económicos aplicados e Lall *et al.* (2005) para uma discussão dos problemas associados às diferentes classificações de produtos, em particular aquelas relativas a intensidades tecnológicas.

ladas *ex-post* pelo comércio internacional. Os métodos baseados apenas nos fluxos comerciais podem ser divididos em dois grandes grupos. O primeiro grupo utiliza apenas informação sobre exportações, enquanto o segundo usa informação sobre exportações e importações. O indicador mais utilizado no primeiro grupo é o índice sugerido por Balassa (1965), enquanto o mais popular no segundo grupo é o índice de Lafay (1992)⁶. A análise deste artigo insere-se no primeiro grupo e utiliza essencialmente o índice de Balassa.

O índice de Balassa pode ser definido da seguinte forma. Assuma-se que a economia mundial é composta por N países e m produtos. As exportações do país i do produto j são dadas por x_{ij} e as exportações totais do país i são dadas por $X_i = \sum_{j=1}^m x_{ij}$. As exportações mundiais do produto j correspondem a $x_{Wj} = \sum_{i=1}^N x_{ij}$, enquanto as exportações mundiais totais resultam tanto da soma de todos os produtos como da soma de todos os países, *i.e.* $X_W = \sum_{j=1}^m x_{Wj} = \sum_{i=1}^N X_i$. Utilizando estruturas de exportação relativas, o índice de Balassa (1965) pode ser escrito como:

$$B_{ij} = \frac{\frac{x_{ij}}{X_i}}{\frac{x_{Wj}}{X_W}} \quad \text{país } i = 1, 2, \dots, N; \text{ produto } j = 1, 2, \dots, m \quad (1)$$

De acordo com (1), se o peso do sector j no total das exportações do país i é superior ao peso equivalente do sector j nas exportações mundiais, *i.e.* $(\frac{x_{ij}}{X_i}) > (\frac{x_{Wj}}{X_W})$, então $B_{ij} > 1$ e o país i é classificado como tendo uma vantagem comparativa *revelada* no sector j . Note-se também que, para cada sector j , o denominador $\frac{x_{Wj}}{X_W}$ pode ser decomposto como uma média ponderada de todos os $\frac{x_{ij}}{X_i}$, onde os pesos dependem dos países e são dados por $\frac{X_i}{X_W}$. A partir daqui o denominador será simplesmente designado por “média mundial”.

Em cada momento do tempo, as diferenças na especialização das exportações entre países podem ser analisadas decompondo o diferencial dos índices de Balassa em cada categoria tecnológica da seguinte forma:

$$(B_{PT,J} - B_{i,J}) = \sum_j \alpha_j (B_{PT,j} - B_{i,j}) \quad \text{onde } \alpha_j = \frac{x_{Wj}}{X_{WJ}} \text{ e } \sum_j \alpha_j = 1 \quad (2)$$

onde PT designa Portugal e i os outros países; J representa o sector mais agregado (sectores de baixa, média-baixa, média-alta e alta tecnologia) e j todos os subsectores de cada agregado J ; α_j é um conjunto de pesos que não são dependentes do país⁷. Se, por exemplo, o índice de Balassa no agregado principal J em Portugal é superior ao do país i , então $(B_{PT,J} - B_{i,J}) > 0$ e esta diferença pode ser decomposta nos contributos de todos os subsectores. Neste exemplo, terá de existir pelo menos um subsector j que verifique a condição $(B_{PT,j} - B_{i,j}) > 0$, o que implica simplesmente um peso desse produto no total das exportações portuguesas mais elevado do que no outro país. Assim, cada termo

(6) O índice de Lafay, definido como o contributo de um produto para o saldo comercial global, é um indicador de especialização baseado num único país e não apresenta a sua posição relativa face aos restantes. Deste modo, não é o indicador mais apropriado para a análise aqui proposta. Mesmo que as exportações líquidas possam ser teoricamente a melhor medida das vantagens comparativas reveladas, o índice de Balassa permite realizar comparações entre países relativamente a um referencial comum, o que não acontece com o índice de Lafay. No entanto, a maior parte da análise foi replicada utilizando o índice de Lafay e, no caso português, os principais resultados mantiveram-se globalmente inalterados. Contudo, tal situação não deve ser vista como um resultado geral para todos os países. A métrica mais adequada para avaliar os padrões de especialização e as motivações teóricas subjacentes constituem um tópico muito extenso na literatura de comércio internacional. Para uma discussão veja-se Bowen (1983), Yeats (1985), Ballance *et al.* (1987), Vollrath (1991) e Iapadre (2001).

(7) No entanto, os pesos variam ao longo do tempo.

$\alpha_j(B_{PT,j} - B_{i,j})$ pode ser visto como o contributo do subsector j para o diferencial registado no agregado J .

A utilização do índice de Balassa, que segue uma distribuição assimétrica com um limite inferior de 0, um limite superior variável e uma média variável, tanto em termos dos países como ao longo do tempo, tem sido sujeito a várias críticas, levando alguns autores a propor versões modificadas. No entanto, a versão original do índice de Balassa mantém a sua popularidade e tem sido amplamente utilizada na literatura⁸. Dada a elevada assimetria tipicamente presente no índice B_{ij} tradicional, a transformação sugerida por Laursen (1998) é muito útil quando se pretende analisar toda a distribuição do indicador de especialização. Laursen (1998) designou este novo índice como “Vantagem Comparativa Revelada Simétrica”, que é definido como:

$$BS_{ij} = \frac{B_{ij} - 1}{B_{ij} + 1}$$

Note-se que BS_{ij} varia entre -1 e 1 e apresenta um valor limiar de 0, deixando inalterados a ordenação e o referencial de especialização dos sectores dentro de cada país⁹. Os níveis de BS_{ij} não têm uma interpretação intuitiva, com excepção de $BS_{ij} = 0$ que implica $B_{ij} = 1$.

3. O PADRÃO DE ESPECIALIZAÇÃO DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS AO LONGO DE QUATRO DÉCADAS

Esta secção começa por examinar a estrutura de exportações da economia portuguesa, *i.e.* o numerador da equação (1). O padrão de especialização das exportações portuguesas alterou-se significativamente ao longo das últimas quatro décadas. No primeiro nível de desagregação sectorial, o aspecto mais marcante é a diminuição continuada ao longo do tempo do peso do sector de baixa-tecnologia no total das exportações portuguesas de manufacturas (Gráfico 1(a)). Pelo contrário, o aumento mais significativo registou-se no sector de média-alta-tecnologia. Comparando o início e o fim da amostra num segundo nível de desagregação sectorial, verificou-se uma redução do peso nas exportações de todos os subsectores de baixa-tecnologia e, em muito menor grau, de todos os produtos químicos (incluindo farmacêuticos), e um aumento do peso no total de exportações de todos os outros subsectores (Quadro 1).

As exportações de produtos de baixa-tecnologia, que representavam 76 por cento das exportações portuguesas de manufacturas em 1967-69, diminuíram para 42.4 por cento no período 2000-04. Esta redução foi comum a todos os subsectores, mas especialmente acentuada em “Produtos alimentares, bebidas e tabaco” e em “Têxteis, vestuário, couros e calçado” (Gráfico 1(b)). No primeiro caso, registou-se uma redução contínua do seu peso nas exportações portuguesas até ao início dos anos noventa, estabilizando posteriormente em cerca de 6.5 por cento do total (23.5 por cento em 1967-69). Relativamente a “Têxteis, vestuário, couros e calçado”, a perda de importância no total das exportações só é visível a partir de 1993, uma vez que estas exportações ainda ganharam peso no total de vendas ao exterior até esta data. Desde então, a perda de importância deste tipo de produtos foi bas-

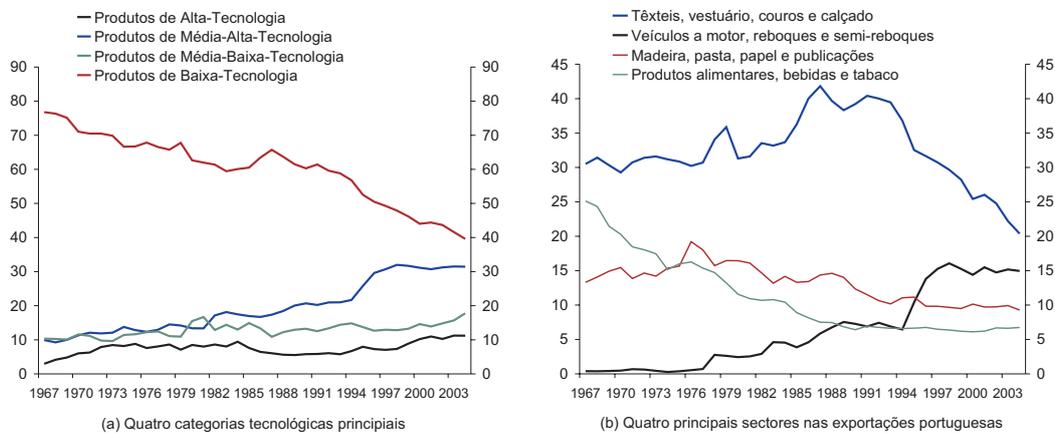
(8) Versões modificadas do índice de Balassa original podem ser encontradas, por exemplo, em Proudman e Redding (1997, 2000) e em Amador *et al.* (2007b). Uma lista de referências onde a versão original foi utilizada encontra-se em Hinloopen e Marrewick (2001). Veja-se Widgrén (2005) para uma aplicação a países asiáticos, americanos e europeus, e Shafaeddin (2004) e Hinloopen e Marrewick (2004) para aplicações à China. Richardson e Zhang (1999) apresentam as vantagens comparativas reveladas dos EUA por parceiro comercial. Uma aplicação recente num contexto diferente pode ser encontrada em Hidalgo *et al.* (2007). De Benedictis e Tambari (2002), que examinam em pormenor as características do B_{ij} e a sugestão de Proudman e Redding (1997, 2000), acabam por utilizar a formulação do índice original. Vollrath (1991), que analisa medidas alternativas de vantagem comparativa revelada afirma que, de entre as medidas que utilizam apenas informação sobre exportações, o índice de Balassa tradicional é um dos “mais satisfatórios”.

(9) Veja-se Laursen (1998) para uma discussão detalhada desta transformação, Dalum *et al.* (1998) para uma aplicação deste indicador a vinte países da OCDE e Vollrath (1991) para uma transformação logarítmica alternativa.

Gráfico 1

ESTRUTURA DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE MANUFACTURAS POR INTENSIDADE TECNOLÓGICA

Em percentagem das exportações totais



Fonte: Base de dados CEPPI-Chelem e cálculos dos autores.

tante acentuada, o que deverá reflectir, pelo menos em parte, o acréscimo de concorrência de alguns países em desenvolvimento¹⁰. Apesar da substancial redução do seu peso, os produtos de baixa-tecnologia constituem ainda a categoria tecnológica mais importante na estrutura das exportações portuguesas de manufacturas em 2000-04.

Em contrapartida, verificou-se um aumento significativo das exportações de produtos de média-alta-tecnologia: o seu peso nas exportações portuguesas de manufacturas aumentou de 9.7 por cento em 1967-69 para 31.2 por cento em 2000-04. Em particular, registou-se um crescimento muito acentuado das exportações de “Veículos a motor, reboques e semi-reboques”, especialmente na segunda metade da década de noventa. Esta evolução foi muito influenciada por acréscimos da capacidade exportadora resultantes da entrada em funcionamento de unidades de produção industrial associadas a projectos de investimento directo estrangeiro. Adicionalmente, registou-se um aumento das exportações portuguesas de “Máquinas e aparelhos eléctricos n.e.” e de “Outras máquinas e equipamentos, n.e.”, com um peso agregado no total das exportações portuguesas de 11.5 por cento no período 2000-2004 (3.7 por cento no período 1967-69)¹¹. Embora de forma marginal, o único subsector de média-alta-tecnologia que perdeu algum peso ao longo das últimas quatro décadas foi o de “Produtos químicos, excepto farmacêuticos”, especialmente devido à evolução observada a partir da segunda metade dos anos oitenta. No período 2000-04, o conjunto dos produtos de média-alta-tecnologia surge como o segundo sector mais importante nas exportações portuguesas.

O peso nas exportações portuguesas dos sectores de média-baixa-tecnologia e de alta-tecnologia também aumentou ao longo das últimas quatro décadas, mas em muito menor grau do que o sector de média-alta-tecnologia. No sector de alta-tecnologia, registou-se um aumento do peso de todos os subsectores, com excepção de “Produtos farmacêuticos”. A subida mais acentuada verificou-se nas exportações de “Equipamento de rádio, TV e comunicações” (de 1.9 por cento em 1967-69 para 6.1

(10) Por exemplo, Cabral e Esteves (2006), utilizando uma amostra de 96 mercados individuais (país/produto), que representam cerca de 70 por cento das exportações portuguesas de manufacturas, concluíram que os maiores ganhos de quota nos mercados onde Portugal registou as perdas de quota mais expressivas, nomeadamente têxteis, vestuário e calçado, foram alcançados, essencialmente, por países em desenvolvimento da Ásia e da Europa Central e de Leste.

(11) As exportações portuguesas de máquinas e equipamentos apresentaram taxas de crescimento elevadas em 2006 e no primeiro semestre de 2007, contribuindo significativamente para o comportamento favorável das exportações totais.

Quadro 1

ESTRUTURA DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE MANUFACTURAS POR INTENSIDADE TECNOLÓGICA
Em percentagem das exportações totais

	1967-69	1970-74	1975-79	1980-84	1985-89	1990-94	1995-99	2000-04
Produtos de Alta-Tecnologia	4.0	7.7	7.9	8.5	6.1	6.0	7.7	10.8
Aeronáutica e aeroespacial	0.2	0.1	0.2	0.5	0.2	0.3	0.4	0.7
Produtos farmacêuticos	1.5	1.3	1.0	0.9	0.7	0.5	0.8	1.2
Equipamento de escritório e informática	0.3	1.2	1.2	1.6	0.8	0.5	0.4	1.8
Equipamento de rádio, TV e comunicações	1.9	4.3	4.5	4.6	3.6	3.9	5.2	6.1
Instrumentos médicos, ópticos e de precisão	0.2	0.7	1.1	0.9	0.6	0.8	1.1	1.0
Produtos de Média-Alta-Tecnologia	9.7	12.5	13.5	16.0	18.2	20.9	30.0	31.2
Máquinas e aparelhos eléctricos n.e.	1.5	2.3	2.3	1.7	2.9	5.2	7.0	5.7
Veículos a motor, reboques e semi-reboques	0.4	0.5	1.6	3.5	6.1	7.0	14.2	15.0
Produtos químicos, excepto farmacêuticos	5.3	6.3	5.1	6.6	5.3	4.2	3.8	4.5
Equipamento ferroviário e equip. transporte n.e.	0.3	0.6	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4
Outras máquinas e equipamentos, n.e.	2.2	2.9	4.2	3.9	3.8	4.3	4.5	5.8
Produtos de Média-Baixa-Tecnologia	10.2	10.7	11.5	14.4	12.7	13.7	13.1	15.6
Refinados do petróleo, petroquímica e comb. nuclear	1.3	2.2	1.5	5.3	2.9	3.2	2.1	2.1
Produtos da borracha e do plástico	1.2	1.0	0.6	0.7	1.2	1.6	2.2	3.3
Outros produtos minerais não metálicos	3.0	2.7	2.7	3.0	3.7	4.7	4.1	3.8
Construção e reparação naval	0.1	0.8	1.4	0.7	0.9	0.5	0.3	0.2
Metalurgia de base	2.1	1.4	2.8	2.2	1.8	1.3	1.5	2.9
Fabricação prod. metálicos, excl. maquinaria	2.5	2.5	2.6	2.5	2.2	2.4	2.8	3.3
Produtos de Baixa-Tecnologia	76.0	69.2	67.0	61.1	63.1	59.3	49.2	42.4
Manufacturas n.e. e reciclagem	7.6	6.1	2.4	2.6	2.1	2.4	2.2	2.7
Madeira, pasta, papel e publicações	14.2	14.7	16.9	14.9	14.1	11.1	10.0	9.7
Produtos alimentares, bebidas e tabaco	23.5	17.3	14.9	10.9	7.6	6.7	6.5	6.5
Têxteis, vestuário, couros e calçado	30.7	31.0	32.9	32.7	39.4	39.2	30.5	23.4

Fonte: Base de dados CEPIL-Chelem e cálculos dos autores.

por cento em 2000-04). No sector de média-baixa-tecnologia, a evolução dos diversos subsectores foi mais semelhante, com o maior aumento a ocorrer nas exportações de “Produtos da borracha e do plástico” (de 1.2 por cento em 1967-69 para 3.3 por cento em 2000-04).

Apesar da estrutura portuguesa de exportações se ter alterado significativamente ao longo das últimas décadas, esta evolução deve ser analisada em comparação com o ocorrido a nível mundial, onde se verificaram igualmente mudanças substanciais no mesmo período. Em particular, o conteúdo tecnológico do comércio mundial aumentou de forma acentuada nos últimos quarenta anos. O peso das exportações mundiais de produtos de alta-tecnologia aumentou cerca de 15 pontos percentuais, representando mais de 25 por cento do total no período 2000-04, enquanto o peso das exportações de baixa e média-baixa-tecnologia diminuiu cerca de 9 e 7 pontos percentuais, respectivamente.

Em termos gerais, a estrutura das exportações portuguesas de manufacturas convergiu para a média mundial ponderada, *i.e.* o denominador de (1). Este facto pode ser ilustrado através da evolução dos índices Balassa sectoriais incluídos no Quadro 2. Os produtos com um peso nas exportações portuguesas acima do verificado na média mundial tenderam a apresentar uma redução, enquanto os produtos com menor peso em Portugal do que na média mundial tenderam a aumentar. A excepção mais relevante é o sector de alta-tecnologia: o índice Balassa neste sector foi de 0.4 tanto em 1967-69 como em 2000-04, sugerindo a manutenção de uma forte desvantagem comparativa da economia portuguesa nestes produtos. Em particular, o subsector português de “Produtos farmacêuticos” apresentou uma evolução contrária à observada na média mundial, sobretudo após o período 1970-74. O mesmo comportamento é evidente no subsector de média-alta-tecnologia “Produtos químicos, excepto farmacêuticos”, mas em muito menor grau.

Quadro 2

	1967-69	1970-74	1975-79	1980-84	1985-89	1990-94	1995-99	2000-04
Produtos de Alta-Tecnologia	0.4	0.7	0.7	0.6	0.4	0.3	0.3	0.4
Aeronáutica e aeroespacial	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.3
Produtos farmacêuticos	0.9	0.9	0.7	0.7	0.5	0.3	0.3	0.4
Equipamento de escritório e informática	0.2	0.7	0.6	0.6	0.2	0.1	0.1	0.3
Equipamento de rádio, TV e comunicações	0.6	1.2	1.1	1.0	0.6	0.6	0.6	0.6
Instrumentos médicos, ópticos e de precisão	0.1	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
Produtos de Média-Alta-Tecnologia	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.8	0.9
Máquinas e aparelhos eléctricos n.e.	0.5	0.8	0.7	0.5	0.8	1.3	1.5	1.2
Veículos a motor, reboques e semi-reboques	0.0	0.0	0.1	0.3	0.5	0.6	1.2	1.3
Produtos químicos, excepto farmacêuticos	0.6	0.7	0.6	0.7	0.6	0.5	0.4	0.5
Equipamento ferroviário e equip. transporte n.e.	0.5	0.7	0.4	0.4	0.3	0.4	0.8	0.7
Outras máquinas e equipamentos, n.e.	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.6
Produtos de Média-Baixa-Tecnologia	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
Refinados do petróleo, petroquímica e comb. nuclear	0.3	0.5	0.3	0.7	0.6	0.9	0.7	0.6
Produtos da borracha e do plástico	0.7	0.6	0.3	0.3	0.5	0.6	0.8	1.1
Outros produtos minerais não metálicos	1.8	1.6	1.5	1.7	2.2	2.7	2.6	2.6
Construção e reparação naval	0.1	0.4	0.7	0.5	0.8	0.5	0.4	0.3
Metalurgia de base	0.2	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5
Fabricação prod. metálicos, excl. maquinaria	0.9	0.9	0.8	0.9	0.8	0.9	1.0	1.3
Produtos de Baixa-Tecnologia	2.5	2.4	2.6	2.5	2.5	2.4	2.1	2.0
Manufacturas n.e. e reciclagem	2.2	1.8	0.8	0.9	0.6	0.7	0.7	0.9
Madeira, pasta, papel e publicações	2.2	2.5	3.3	3.1	2.8	2.2	2.1	2.3
Produtos alimentares, bebidas e tabaco	2.1	1.6	1.6	1.2	1.0	0.9	0.9	1.1
Têxteis, vestuário, couros e calçado	3.3	3.5	3.9	4.0	4.4	4.3	3.7	3.1

Fonte: Base de dados CEPPII-Chelem e cálculos dos autores.

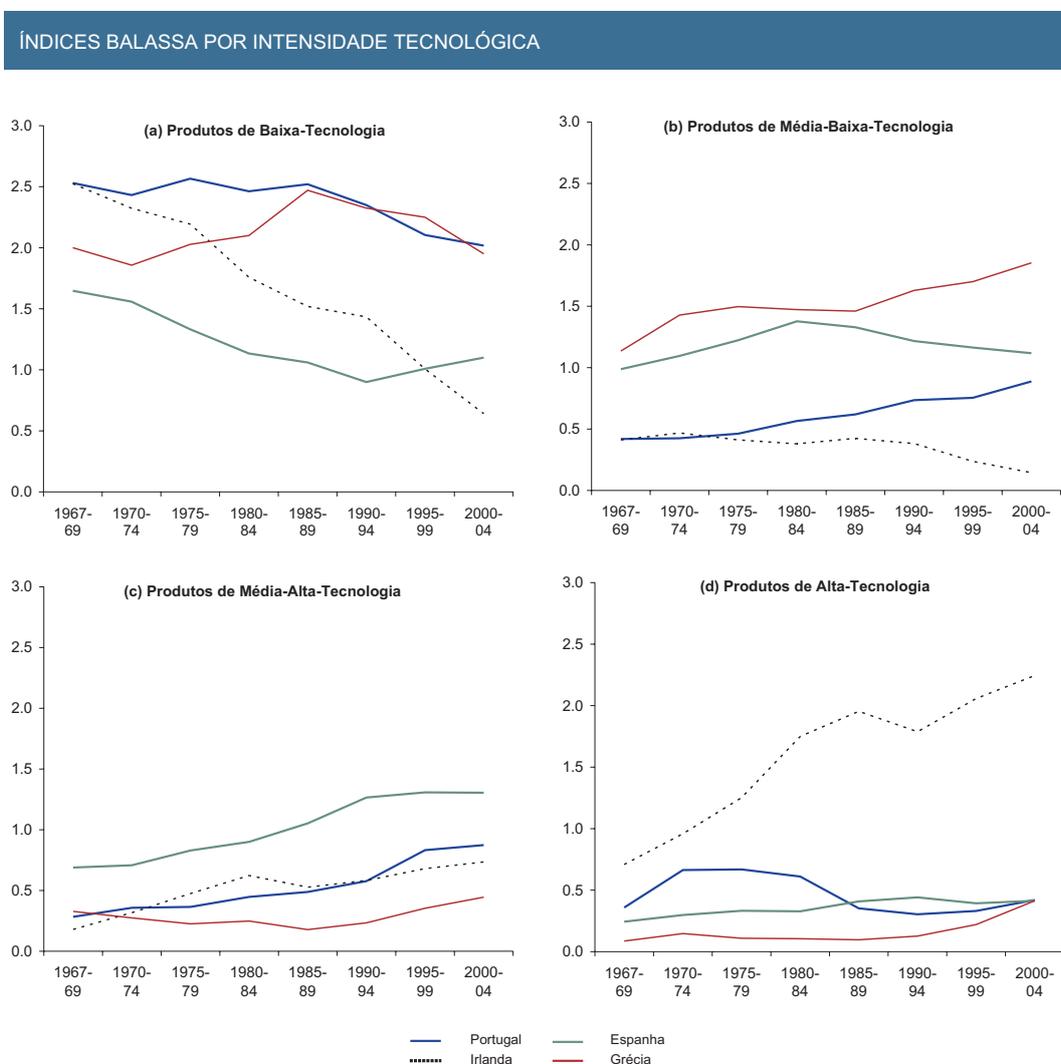
Nota: Todos os índices Balassa superiores a 1 estão sombreados na tabela.

Portugal revela uma clara e sustentada vantagem comparativa no sector de baixa-tecnologia desde 1967 (Quadro 2). Os subsectores de “Têxteis, vestuário, couros e calçado” e de “Madeira, pasta, papel e publicações” apresentam índices Balassa muito elevados durante todo o período. No último caso, observa-se mesmo um ligeiro aumento do índice do primeiro para o último período da amostra. O subsector de média-baixa-tecnologia “Outros produtos minerais não metálicos” apresenta igualmente coeficientes de especialização elevados ao longo de todo o período, observando-se uma tendência ascendente desde os anos oitenta. Esta evolução traduz-se num aumento da diferença face à média mundial do início para o fim da amostra. Outros subsectores evidenciam $B_{ij} > 1$ mas apenas na última década da amostra: “Fabricação produtos metálicos, excluindo maquinaria”, “Produtos da borracha e do plástico”, “Máquinas e aparelhos eléctricos n.e.” e “Veículos a motor, reboques e semi-reboques”. Finalmente, registou-se uma vantagem comparativa temporária no subsector de “Equipamento de rádio, TV e comunicações” nos anos setenta. Todos os restantes subsectores apresentam índices inferiores a 1.

No período 2000-2004, e apesar da estrutura das exportações portuguesas ter convergido, em geral, para a média mundial ao longo das últimas décadas, ainda subsistem diferenças significativas. A proporção do sector de baixa-tecnologia nas exportações portuguesa é ainda cerca do dobro do observado na média mundial, concentrada sobretudo em “Têxteis, vestuário, couros e calçado” e em “Madeira, pasta, papel e publicações”, que inclui produtos da cortiça onde Portugal tem uma quota de

mercado particularmente elevada¹². Nos sectores de média-alta e de média-baixa-tecnologia, o índice Balassa mantém-se inferior a 1 em termos agregados, mas a diferença face à média mundial não é muito significativa e apresenta uma tendência decrescente ao longo das últimas duas décadas. No período 2000-04, as exportações portuguesas encontram-se mais especializadas do que a média mundial em alguns subsectores de média-baixa-tecnologia, como “Outros produtos minerais não metálicos” e, em menor grau, “Fabricação produtos metálicos, excluindo maquinaria” e “Produtos da borracha e do plástico”. As exportações portuguesas revelam igualmente uma vantagem comparativa em alguns subsectores de média-alta-tecnologia, como sejam “Veículos a motor, reboques e semi-reboques” e “Máquinas e aparelhos eléctricos n.e.”. No que respeita ao sector de alta-tecnologia, a diferença face à estrutura de exportações mundial é ainda considerável: o peso deste sector no total de exportações portuguesas é menos do que 1/2 do observado na média mundial, com todos os subsectores a apresentarem índices muito reduzidos. Em termos gerais, as principais tendências

Gráfico 2



Fonte: Base de dados CEPIL-Chelem e cálculos dos autores.

(12) O índice Balassa pode também ser expresso em termos de quotas de mercado das exportações. No caso de outras obras de madeira; artigos de cortiça, de espartaria e cestaria (ISIC 2029), cerca de 12 por cento das exportações mundiais são provenientes de Portugal, o que compara uma quota de mercado média total de 0.5 por cento em 2000-04.

identificadas nas exportações portuguesas ao longo das últimas duas décadas foram a diminuição da especialização em produtos de baixa-tecnologia e o aumento da importância dos sectores de média-baixa e média-alta-tecnologia.

A análise da estrutura relativa de exportações de Portugal pode ser aprofundada através da comparação directa com as de Espanha, Grécia e Irlanda. Os Gráficos 2(a) a 2(d) apresentam a evolução dos índices Balassa dos principais sectores ao longo dos últimos quarenta anos nestes quatro países e o Quadro 3 inclui a informação a um nível mais detalhado para o período 2000-04. De modo a examinar as diferenças entre as estruturas de exportação destes países em cada momento do tempo, o diferencial dos índices Balassa dos quatro sectores principais foi desagregado de acordo com a decomposição (2) como descrito na Secção 2. Os Gráficos 3(a) a 3(l) apresentam os resultados destas decomposições.

No sector de baixa-tecnologia, os principais aspectos podem ser sintetizados da seguinte forma: (i) Portugal regista o coeficiente de especialização mais elevado na maioria dos períodos, embora numa trajectória descendente desde meados dos anos oitenta; (ii) a evolução ocorrida na Grécia é muito similar à observada em Portugal desde meados dos anos oitenta; (iii) Espanha detém o menor índice até aos anos noventa, sendo o único país onde se observa uma tendência ascendente na última década; (iv) tendo começado com um índice Balassa quase idêntico ao português, a Irlanda apresenta a trajectória descendente mais acentuada durante todo o período, registando o menor índice no período

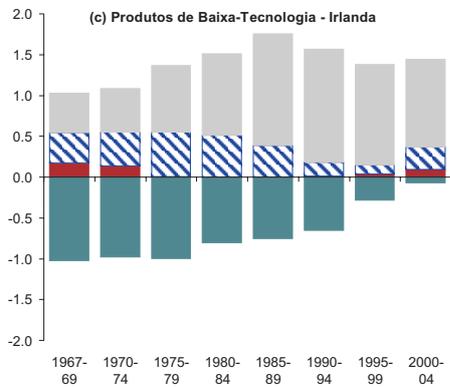
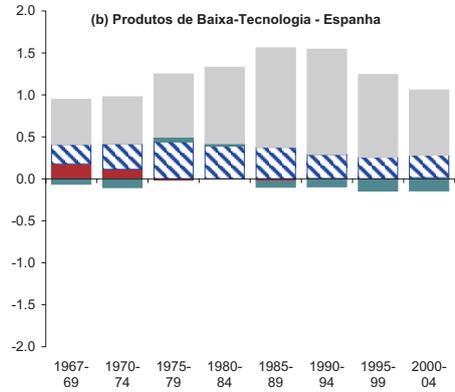
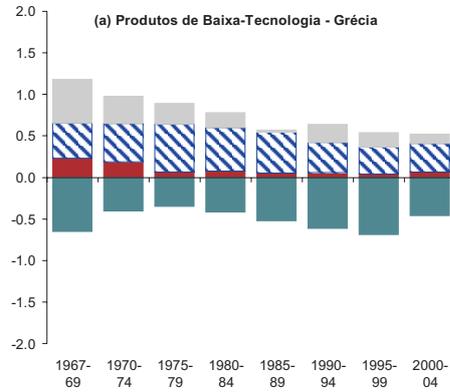
Quadro 3

EXPORTAÇÕES DE MANUFACTURAS POR INTENSIDADE TECNOLÓGICA (PESOS EM PERCENTAGEM DO TOTAL DE EXPORTAÇÕES E ÍNDICES BALASSA)									
Média 2000-2004									
	Pesos no total de exportações					Índices Balassa			
	Mundo	Portugal	Espanha	Irlanda	Grécia	Portugal	Espanha	Irlanda	Grécia
<i>Por memória:</i>									
Quota no total de exportações mundiais de manufacturas	100.0	0.5	2.2	1.5	0.2				
Produtos de Alta-Tecnologia	26.0	10.8	10.6	57.7	10.6	0.4	0.4	2.2	0.4
Aeronáutica e aeroespacial	2.6	0.7	1.3	0.5	1.3	0.3	0.5	0.2	0.5
Produtos farmacêuticos	3.4	1.2	3.4	21.1	4.7	0.4	1.0	6.2	1.4
Equipamento de escritório e informática	6.1	1.8	1.3	22.0	0.8	0.3	0.2	3.6	0.1
Equipamento de rádio, TV e comunicações	10.1	6.1	3.3	8.0	2.9	0.6	0.3	0.8	0.3
Instrumentos médicos, ópticos e de precisão	3.8	1.0	1.4	6.1	1.0	0.3	0.4	1.6	0.3
Produtos de Média-Alta-Tecnologia	35.6	31.2	46.6	26.3	15.9	0.9	1.3	0.7	0.4
Máquinas e aparelhos eléctricos n.e.	4.6	5.7	3.7	2.3	2.8	1.2	0.8	0.5	0.6
Veículos a motor, reboques e semi-reboques	11.9	15.0	26.8	0.6	1.7	1.3	2.2	0.0	0.1
Produtos químicos, excepto farmacêuticos	8.6	4.5	7.9	21.2	6.6	0.5	0.9	2.5	0.8
Equipamento ferroviário e equip. transporte n.e.	0.6	0.4	0.9	0.0	0.1	0.7	1.5	0.1	0.3
Outras máquinas e equipamentos, n.e.	9.8	5.8	7.3	2.1	4.6	0.6	0.7	0.2	0.5
Produtos de Média-Baixa-Tecnologia	17.5	15.6	19.6	2.5	32.5	0.9	1.1	0.1	1.9
Refin.do petróleo, petroquímica e comb. nuclear	3.7	2.1	3.1	0.3	10.3	0.6	0.8	0.1	2.8
Produtos da borracha e do plástico	2.9	3.3	3.5	0.7	3.2	1.1	1.2	0.2	1.1
Outros produtos minerais não metálicos	1.5	3.8	3.6	0.5	3.1	2.6	2.4	0.3	2.1
Construção e reparação naval	0.8	0.2	1.1	0.0	0.9	0.3	1.3	0.0	1.1
Metalurgia de base	6.1	2.9	5.2	0.5	12.3	0.5	0.9	0.1	2.0
Fabricação prod. metálicos, excl. maquinaria	2.6	3.3	3.1	0.6	2.7	1.3	1.2	0.2	1.0
Produtos de Baixa-Tecnologia	20.9	42.4	23.1	13.5	41.0	2.0	1.1	0.6	2.0
Manufacturas n.e. e reciclagem	3.2	2.7	2.4	0.7	1.3	0.9	0.8	0.2	0.4
Madeira, pasta, papel e publicações	4.2	9.7	4.1	4.0	2.5	2.3	1.0	1.0	0.6
Produtos alimentares, bebidas e tabaco	6.1	6.5	9.5	7.9	16.1	1.1	1.6	1.3	2.7
Têxteis, vestuário, couros e calçado	7.5	23.4	7.1	0.8	21.1	3.1	0.9	0.1	2.8

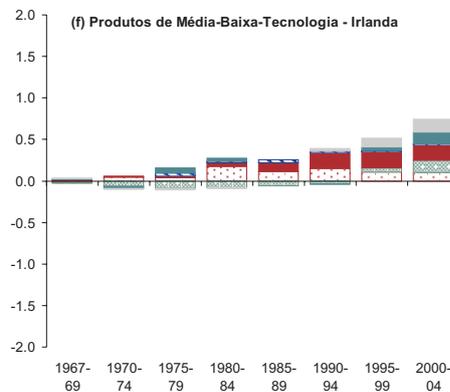
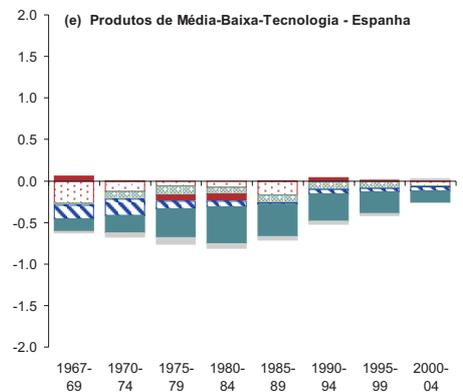
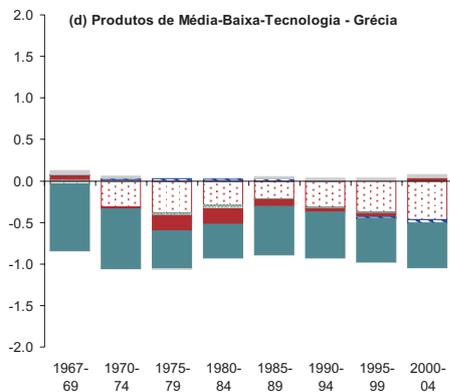
Fonte: Base de dados CEPIL-Chelem e cálculos dos autores.

Gráfico 3 (continua)

DIFERENCIAL DOS ÍNDICES BALASSA FACE A PORTUGAL $\alpha_j(B_{PT,j} - B_{i,j})$



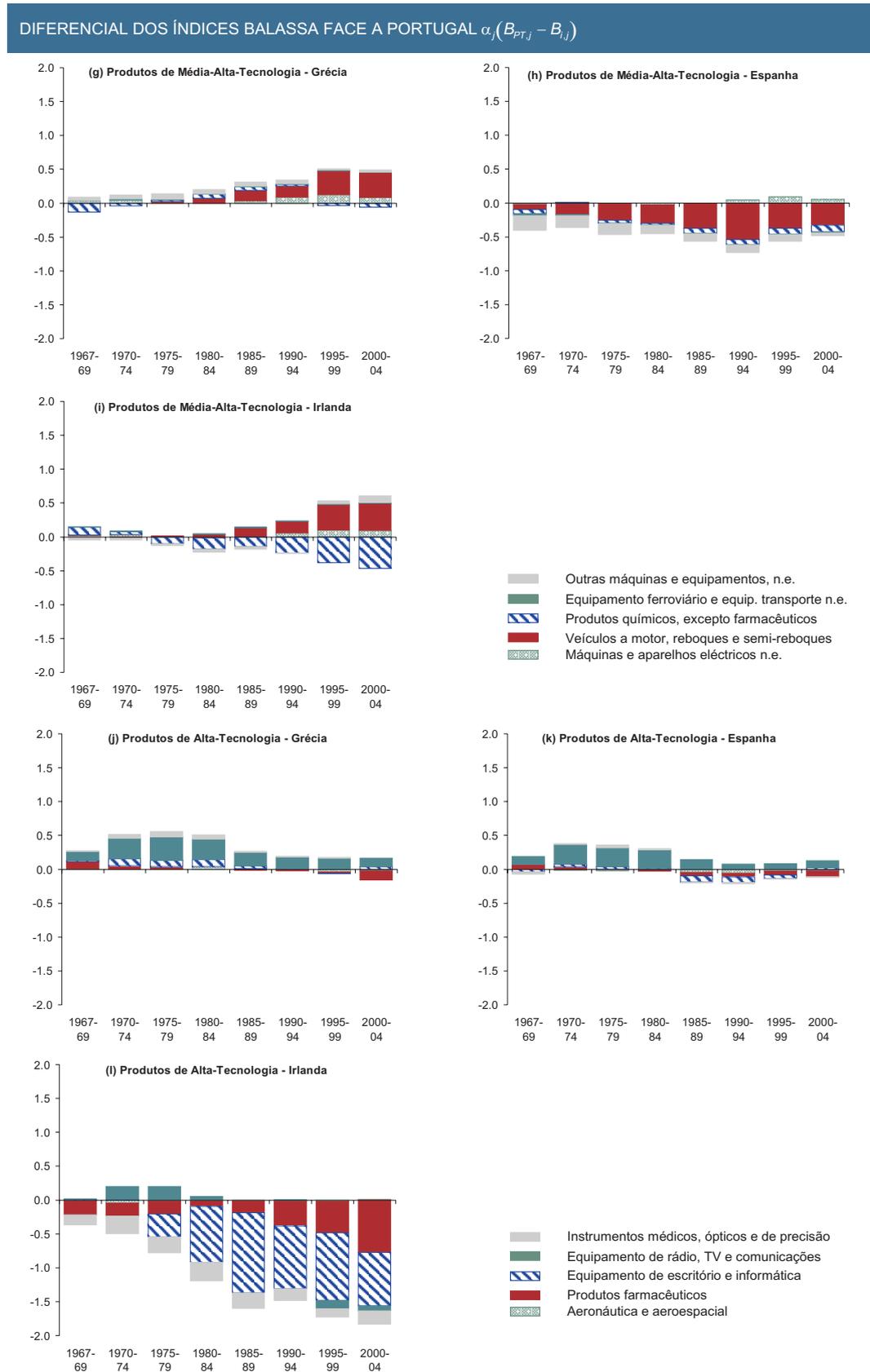
- Têxteis, vestuário, couros e calçado
- Produtos alimentares, bebidas e tabaco
- Madeira, pasta, papel e publicações
- Manufaturas n.e. e reciclagem



- Fabricação de prod. metálicos, excl. maquinaria
- Metalurgia de base
- Construção e reparação naval
- Outros produtos minerais não metálicos
- Produtos da borracha e do plástico
- Refinados do petróleo, petroquímica e comb. nuclear

Fontes: Base de dados CEPII-Chelem e cálculos dos autores.

Gráfico 3 (continuação)



Fontes: Base de dados CEPIL-Chelem e cálculos dos autores.

mais recente. Utilizando a decomposição (2), os contributos dos subsectores “Madeira, pasta, papel e publicações” e “Têxteis, vestuário, couros e calçado” são sempre positivos, embora o contributo do último subsector face à Grécia seja quase nulo nas últimas duas décadas. Em comparação com a Irlanda, a trajectória divergente apresentada no Gráfico 2(a) é também explicada por um contributo menos negativo do subsector “Produtos alimentares, bebidas e tabaco”, dada a redução continuada do elevado peso destes produtos nas exportações irlandesas. Pelo contrário, a Grécia apresenta um peso das exportações de “Produtos alimentares, bebidas e tabaco” superior ao de Portugal ao longo de todo o período considerado.

No sector de média-baixa-tecnologia, o Gráfico 2(b) mostra que (i) a Grécia é o país mais especializado nesta categoria durante todo o período em análise, apresentando uma tendência ascendente desde meados dos anos oitenta; (ii) o coeficiente de especialização de Espanha diminuiu ao longo dos últimos vinte anos; (iii) o indicador para Portugal aumentou ao longo de todo o período, implicando uma redução do diferencial em relação a Espanha no período mais recente; (iv) em contraste, a Irlanda apresenta novamente uma tendência decrescente e o menor coeficiente ao longo das últimas três décadas. Utilizando a decomposição (2), as contribuições negativas dos subsectores “Metalurgia de base” e “Refinados do petróleo, petroquímica e combustível nuclear” explicam, em larga medida, os menores níveis do índice de Balassa em Portugal face à Grécia. Em comparação com Espanha, verificou-se um movimento de aproximação em todos os subsectores deste agregado, embora o peso do subsector “Metalurgia de base” nas exportações portuguesas seja ainda inferior ao observado em Espanha. O crescente diferencial entre Portugal e Irlanda é generalizado aos diversos subsectores.

Em geral, estes quatro países tenderam a aumentar o seu grau de especialização no sector de média-alta-tecnologia ao longo do tempo, com excepção da Grécia até aos anos oitenta (Gráfico 2(c)). Os índices de Balassa de Portugal, Irlanda e Grécia apresentam valores muito similares no início do período. Espanha regista o maior peso de exportações do sector de média-alta-tecnologia ao longo de todo o período em análise. O diferencial negativo de Portugal em relação a Espanha, que tem permanecido relativamente estável nos últimos quarenta anos, é explicado fundamentalmente pelo subsector “Veículos a motor, reboques e semi-reboques”. Em relação à Grécia e Irlanda, Portugal apresenta um maior grau de especialização neste subsector, especialmente a partir de meados dos anos oitenta. No caso da Irlanda, o maior diferencial positivo neste subsector não conduziu a uma maior especialização de Portugal no sector de média-alta-tecnologia, tendo sido compensado pela importância crescente do subsector “Produtos químicos, excepto farmacêuticos” na Irlanda, em particular desde os anos oitenta.

No sector de alta-tecnologia, Portugal, Espanha e Grécia registam evoluções semelhantes ao longo de todo o período considerado, com coeficientes sempre inferiores a 1. Portugal deteve um grau de especialização ligeiramente superior ao de Espanha e Grécia até meados dos anos oitenta, mas essa diferença desapareceu no período mais recente. Pelo contrário, a Irlanda destaca-se pelo substancial e crescente aumento do peso das exportações de produtos de alta-tecnologia, que representam quase 60 por cento das exportações irlandesas de manufacturas no período 2000-04 (10.8 por cento em Portugal). Usando a decomposição (2), o percurso divergente da Irlanda deveu-se sobretudo a um maior peso dos subsectores “Equipamento de escritório e informática” e “Produtos farmacêuticos” nas exportações totais. A aproximação dos índices de Portugal face aos de Grécia e Espanha reflectiu principalmente a redução do diferencial positivo no subsector de “Equipamento de rádio, TV e comunicações”.

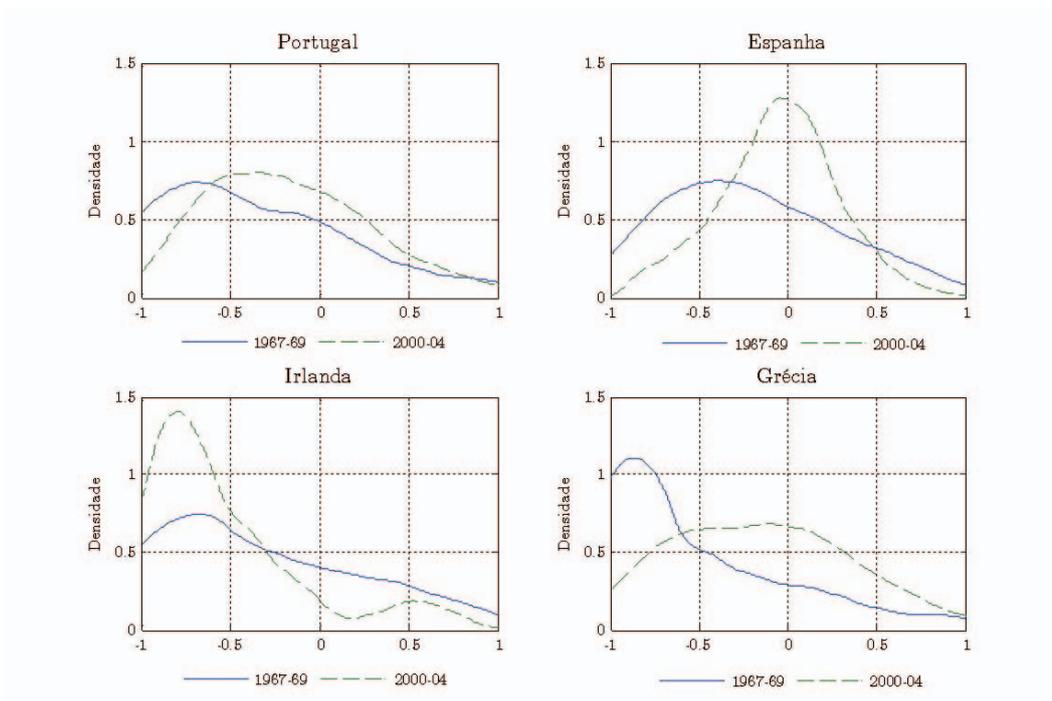
O padrão de especialização das exportações de um dado país pode ser caracterizado pela distribuição seccional dos seus índices Balassa entre os diferentes sectores (*cross-industry distribution*) e alterações no nível global de especialização estão relacionadas com a evolução da forma da

distribuição ao longo do tempo. A investigação empírica sobre a dinâmica dos padrões de comércio utilizando toda a distribuição foi iniciada por Proudman e Redding (1997, 2000). Posteriormente, diversos estudos empíricos analisaram a especialização por produtos de um dado país (ou grupo de países) através da estimação de toda a distribuição seccional (*cross-sector*) ao longo do tempo¹³. Alterações no nível global de especialização das exportações dependem de um aumento da concentração num número limitado de sectores ou de, pelo contrário, a especialização se tornar mais uniformemente distribuída entre as diversas indústrias. O Gráfico 4 apresenta os resultados das densidades de kernel estimadas para cada país com 120 produtos manufacturados, utilizando uma função kernel Epanechnikov no primeiro e no último período da amostra¹⁴. Uma vez que a elevada assimetria do índice tradicional dificulta a interpretação da distribuição estimada, os índices Balassa originais foram sujeitos à transformação sugerida por Laursen (1998) (ver Secção 2).

A inspecção visual das densidades estimadas confirma a existência de diferenças significativas entre os quatro países em termos de especialização. No caso da Irlanda, a distribuição é marcadamente mais enviesada à direita do que a dos restantes países, indicando um nível global de especialização

Gráfico 4

EXPORTAÇÕES - DENSIDADES DE KERNEL ESTIMADAS



Fonte: Base de dados CEPIL-Chelem e cálculos dos autores.

Nota: Quanto maior a massa de probabilidade em torno de zero, mais próxima da média mundial é a estrutura de exportações de cada país, e menor é o nível global de especialização.

(13) Veja-se Brasili *et al.* (2000), De Benedictis (2005) e Di Maio e Tamagni (2006).

(14) Uma densidade de kernel estimada é um método para ajustar funções de densidade de probabilidade a valores observados. As densidades estimadas dependem crucialmente da escolha da largura da banda ou parâmetro de alisamento. Foram testadas diversas alternativas e os resultados obtidos foram qualitativamente similares. Os resultados apresentados neste artigo utilizam a largura da banda ótima para a estimação da distribuição normal, uma vez que o parâmetro de alisamento ótimo para a função kernel Epanechnikov, como sugerido por Silverman (1986), parecia alisar demais os resultados.

superior. Pelo contrário, a função de densidade de Espanha é muito mais simétrica e aproximadamente centrada em torno do valor limiar no período mais recente. Ao longo do tempo, as densidades estimadas para Portugal, Espanha e Grécia tenderam a tornar-se mais simétricas, sugerindo uma redução generalizada do nível global de especialização destes países¹⁵. O fenómeno oposto ocorre na Irlanda, cuja distribuição se torna mais polarizada no período mais recente, com a densidade a concentrar-se mais em torno de valores extremos.

4. CONCLUSÕES

Durante as últimas décadas, Portugal e os restantes países da coesão da UE15 (Espanha, Grécia e Irlanda) aumentaram significativamente o seu grau de abertura comercial. Contudo, no caso da Irlanda, a diferença relativamente aos outros países considerados aumentou ao longo do tempo, traduzindo-se actualmente num grau de abertura muito superior ao português, espanhol e grego, que registam valores próximos. Este artigo analisa a evolução do padrão de exportação de Portugal nos últimos quarenta anos e compara-a com a dos restantes países da coesão da UE15. Em geral, as alterações observadas em Portugal apresentam semelhanças com as verificadas em Espanha e Grécia. Pelo contrário, a Irlanda apresenta diferenças notórias em muitos aspectos da evolução do seu padrão de especialização internacional.

A agregação da informação disponível para 120 sectores da indústria transformadora em quatro grandes categorias com diferentes intensidades tecnológicas (alta, média-alta, média-baixa e baixa-tecnologia) revela que um elemento marcante da evolução do comércio externo português foi o continuado declínio do peso dos produtos de baixa-tecnologia no total das exportações ao longo das últimas quatro décadas. Esta redução foi particularmente acentuada nos subsectores de “Produtos alimentares, bebidas e tabaco” e “Têxteis, vestuário, couros e calçado”. Pelo contrário, observou-se um significativo aumento do peso dos sectores de média-alta-tecnologia, em particular “Veículos a motor, reboques e semi-reboques” desde a segunda metade dos anos noventa.

A evolução do índice de vantagem comparativa revelada de Balassa (1965) sugere que os quatro países analisados se tornaram menos especializados em produtos de baixa-tecnologia ao longo das últimas quatro décadas. Esta tendência foi particularmente acentuada na Irlanda que é o único país onde não se observa uma especialização em produtos de baixa-tecnologia no período mais recente. Pelo contrário, Portugal ainda evidencia uma clara especialização neste tipo de produtos no período 2000-04, semelhante à observada na Grécia. No que concerne aos produtos de média-baixa-tecnologia, registou-se um aumento do seu peso nas exportações portuguesas, apesar de o índice de Balassa se encontrar ainda abaixo de 1. A mesma tendência crescente foi observada na Grécia, cujo índice de especialização foi sempre o mais elevado. Contrariamente, Irlanda e Espanha apresentaram uma tendência decrescente nos últimos 20 anos, apesar de Espanha manter uma especialização mais elevada nestes produtos. Quanto aos produtos de média-alta-tecnologia, verificou-se um aumento do seu peso nas exportações de todos os países analisados, apesar de Espanha apresentar valores substancialmente superiores aos dos restantes países e acima da média mundial desde meados da década de oitenta. No caso dos produtos de alta-tecnologia, Portugal, Espanha e Grécia apresentam

(15) Este resultado está em linha com os obtidos por outros estudos empíricos sobre padrões de especialização utilizando dados de exportações. Proudman e Redding (2000), que estudam a dinâmica do comércio internacional dos países do G5, apenas encontram evidência de um aumento de especialização no Japão. Brasili *et al.* (2000) examinam a dinâmica dos padrões de especialização do comércio de alguns países desenvolvidos e em desenvolvimento através do estudo do formato da distribuição sectorial, concluindo que, embora as economias de mercado emergentes se encontrem ainda mais especializadas do que as economias industrializadas, ambos os grupos de países apresentam uma tendência para uma redução da polarização e para uma distribuição mais simétrica do indicador de especialização. Da mesma forma, De Benedictis *et al.* (2005) e De Benedictis *et al.* (2006) concluem que a diversificação sectorial das exportações tende a aumentar ao longo do tempo, uma vez que os países tendem a diversificar continuamente ao longo da sua trajetória de desenvolvimento económico.

uma forte semelhança em todo o período considerado, sempre com coeficientes inferiores a 1. Portugal registou um indicador de especialização ligeiramente superior aos de Espanha e Grécia até meados dos anos oitenta, mas a diferença desapareceu no período mais recente. O indicador de especialização de Portugal é globalmente semelhante no início e no fim do período em análise, apontando para a manutenção de uma forte desvantagem comparativa da economia portuguesa neste tipo de produtos. O elemento mais marcante nesta categoria tecnológica é o acentuado aumento da especialização das exportações ocorrido na Irlanda, parcialmente associado ao seu envolvimento em processos de especialização vertical.

Os nossos resultados apontam para uma redução do nível global de especialização das exportações portuguesas entre 1967-69 e 2000-04. Existe evidência de alguma diversificação do leque de produtos no qual Portugal se especializa, com menores diferenças entre eles. No entanto, apesar da convergência da estrutura de exportações portuguesa para a média mundial, subsistem ainda diferenças significativas. O mesmo movimento de convergência é evidente na Grécia e, em muito maior grau, em Espanha que é o menos especializado dos países considerados. Contrariamente, a estrutura de exportações irlandesa é a mais concentrada e substancialmente diferente da média mundial, com a sua especialização a assentar em menos produtos. Adicionalmente, a Irlanda é o único dos quatro países seleccionados onde se registou um aumento do nível global de especialização do início para o fim do período analisado.

REFERÊNCIAS

- Amador, J., Cabral, S. e Maria, J. R. (2007a), 'International trade patterns in the last four decades: How does Portugal compare with other Cohesion countries?', *Working Paper 14-2007*, Banco de Portugal.
- Amador, J., Cabral, S. e Maria, J. R. (2007b), 'Relative export structures and vertical specialization: A simple cross-country index', *Working Paper 1-2007*, Banco de Portugal.
- Balassa, B. (1965), 'Trade liberalization and "revealed" comparative advantage', *The Manchester School of Economic and Social Studies* 33(2), 99-123.
- Ballance, R., Forstner, H. e Murray, T. (1987), 'Consistency tests of alternative measures of comparative advantage', *The Review of Economics and Statistics* 69(1), 157-161.
- Bowen, H. P. (1983), 'On the theoretical interpretation of indices of trade intensity and revealed comparative advantage', *Weltwirtschaftliches Archiv* 119(3), 464-472.
- Brasili, A., Epifani, P. e Helg, R. (2000), 'On the dynamics of trade patterns', *De Economist* 148(2), 233-258.
- Cabral, S. e Esteves, P. S. (2006), 'Portuguese export market shares: an analysis by selected geographical and product markets', Banco de Portugal *Economic Bulletin* Summer, 57-74.
- Dalum, B., Laursen, K. e Villumsen, G. (1998), 'Structural change in OECD export specialisation patterns: de-specialisation and "stickiness"', *International Review of Applied Economics* 12(3), 423 - 443.
- De Benedictis, L. (2005), 'Three decades of Italian comparative advantages', *The World Economy* 28(11), 1679-1707.
- De Benedictis, L., Gallegati, M. e Tamperi, M. (2005), 'Semiparametric analysis of the specialization-income relationship', Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=732263>.

- De Benedictis, L., Gallegati, M. e Tamberi, M. (2006), 'Overall specialization and development: Countries diversify!', Paper presented at the European Trade Study Group 8th Annual Conference, Wien 7-9 September 2006.
- De Benedictis, L. e Tamberi, M. (2002), 'A note on the Balassa index of revealed comparative advantage', *Working Paper* 158, Università Politecnica delle Marche, Dipartimento di Economia.
- Di Maio, M. e Tamagni, F. (2006), 'The evolution of world trade and the Italian "anomaly": a new look', Temi di discussione 39, Università degli Studi di Macerata - Dipartimento di Istituzioni Economiche e Finanziarie.
- Hidalgo, C., Klinger, R., Barabasi, L. and Hausmann, R. (2007), 'The product space conditions the development of nations', *Science* 317, 482-487.
- Hinloopen, J. and Marrewick, C. v. (2001), 'On the empirical distribution of the Balassa index', *Weltwirtschaftliches Archiv* 137(1), 1-35.
- Hinloopen, J. and Marrewick, C. v. (2004), Dynamics of Chinese comparative advantage, *Discussion Paper* 034/2, Tinbergen Institute.
- Iapadre, P. L. (2001), 'Measuring international specialization', *International Advances in Economic Research* 7(2), 173-183.
- Lafay, G. (1992), "The measurement of revealed comparative advantages", in M. Dagenais and P.-A. Muet, eds, *International Trade Modelling*, Chapman & Hall, chapter 10, pp. 209-234.
- Lall, S., Weiss, J. and Zhang, J. (2005), "The sophistication of exports: A new measure of product characteristics", *Working Paper* 123, Queen Elisabeth House, University of Oxford.
- Laursen, K. (1998), Revealed comparative advantage and the alternatives as measures of international specialisation, *Working Paper* 30, Danish Research Unit for Industrial Dynamics.
- OECD (2005), *OECD Science, Technology and Industry Scoreboard 2005*, OECD.
- Peneder, M. (2003), 'Industry classifications: Aim, Scope, and Techniques', *Journal of Industry, Competition and Trade* 3(1/2), 109-129.
- Proudman, J. and Redding, S. (1997), Persistence and mobility in international trade, *Working Paper* 64, Bank of England.
- Proudman, J. and Redding, S. (2000), 'Evolving patterns of international trade', *Review of International Economics* 8(3), 373-396.
- Richardson, J. D. and Zhang, C. (1999), Revealing comparative advantage: Chaotic or coherent patterns across time and sector and U.S. trading partner?, *Working Paper* 7212, NBER.
- Shafaeddin, S. (2004), 'Is China's accession to WTO threatening exports of developing countries?', *China Economic Review* 15(2), 109- 144.
- Silverman, B. W. (1986), "Density estimation for statistics and data analysis", *Monographs on statistics and applied probability* No. 26, Chapman & Hall, London.
- Vollrath, T. L. (1991), 'A theoretical evaluation of alternative trade intensity measures of revealed comparative advantage', *Weltwirtschaftliches Archiv* 127(2), 265-280.
- Widgrén, M. (2005), "Revealed comparative advantage in the Internal Market", *Working Paper* 989, The Research Institute of the Finnish Economy.

Yeats, A. J. (1985), 'On the appropriate interpretation of the revealed comparative advantage index: Implications of a methodology based on industry sector analysis', *Weltwirtschaftliches Archiv* 121(1), 61-73.



CRONOLOGIA DAS PRINCIPAIS MEDIDAS FINANCEIRAS

Janeiro a Outubro 2007

Janeiro

- **4 de Janeiro (Aviso n.º 1/2007, Banco de Portugal, DR. n.º 5, 1ª Série)**

Altera o aviso n.º 1/93, de 8-6, prorrogando até 31 de Dezembro de 2007 os regimes transitórios aí previstos relacionados com a aplicação do rácio da solvabilidade.
- **10 de Janeiro (Carta-Circular n.º 2/2007/DET)**

Informa, na sequência de reclamações do público relativamente a práticas de recusa na realização de operações de troco de numerário, de que as instituições de crédito devem assegurar a realização de operações de troco e destroco de numerário ao balcão, facilidade que deverá igualmente ser assegurada a não clientes, dentro de montantes razoáveis.
- **17 de Janeiro (Instrução do Banco de Portugal n.º 1/2007, distribuída com a Carta-Circular n.º 4/2007/DSB, de 17-01)**

Determina que seja utilizado o sistema BPnet para a prestação de informações por entidades sujeitas à supervisão do Banco de Portugal. Esta Instrução entra em vigor em 31 de Maio de 2007.
- **19 de Janeiro (Instrução do Banco de Portugal n.º 2/2007, distribuída com a Carta-Circular n.º 9/2007/DSB, de 19-01)**

Determina o envio de elementos informativos sobre a evolução da carteira de crédito.
- **22 de Janeiro (Decreto-Lei n.º 18/2007, Ministério da Economia e da Inovação, DR. n.º 15, 1ª Série)**

Estabelece a data valor de qualquer movimento de depósitos à ordem e transferências efectuadas em euros, determinando qual o seu efeito no prazo para a disponibilização de fundos ao beneficiário. O presente diploma entra em vigor no dia 15-3-2007. No final do primeiro ano da sua vigência, o Banco de Portugal elabora e divulga um relatório de avaliação do impacto da sua aplicação.

Fevereiro

- **2 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal n.º 2/2007, DR n.º 28, 1ª Série)**

Altera o Aviso n.º 11/2005, de 13-7, que regula as condições gerais de abertura de contas de depósito bancário.
- **6 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal n.º 3/2007, DR n.º.30 1ª Série)**

Uniformiza os procedimentos a adoptar pelas instituições de crédito relativamente ao cumprimento das disposições legais sobre disponibilização e datas-valor das operações efectuadas nas contas de depósitos à ordem, designadamente quanto às entregas para depósito e certificação, a que alude o DL n.º 18/2007, de 22-1. O presente aviso entra em vigor em 15-3-2007.
- **8 de Fevereiro (Aviso n.º 2/2007, Banco de Portugal, DR. n.º 28, 1ª Série)**

Altera o Aviso n.º 11/2005, de 21-07, que regula as condições gerais de abertura de contas de depósito bancário. O presente Aviso entra em vigor 90 dias após a sua publicação.
- **12 de Fevereiro (Aviso n.º 3/2007, Banco de Portugal, DR n.º 30, 1ª Série)**

Esclarece sobre as operações bancárias não previstas no Decreto-Lei n.º 18/2007, de 22-01, bem como estabelece o tratamento das entregas para depósito sem certificação imediata dos valores depositados. O presente Aviso entra em vigor em 15 de Março de 2007.

- **20 de Fevereiro (Dec.-Lei nº 39/2007, DR nº.36 1ª Série)**

Procede à terceira alteração à Lei nº 5/98, de 31-1, que aprova a Lei Orgânica do Banco de Portugal. Clarifica diversas questões relativas ao mandato dos membros do conselho de administração do Banco de Portugal, em consonância com a revisão do Estatuto do Gestor Público.
- **7 de Março (Decreto-Lei Ministério da Economia e da Inovação nº 51/2007 de 7 de Março D. R.nº47 1 Série)**

Regula as práticas comerciais das instituições de crédito e assegura a transparência da informação por estas prestada no âmbito da celebração de contratos de crédito para aquisição, construção e realização de obras em habitação própria permanente, secundária ou para arrendamento, bem como para aquisição de terrenos para construção de habitação própria. Determina que a comissão a cobrar pelo reembolso parcial ou total não pode exceder 0,5 % a aplicar sobre o capital a reembolsar, nos contratos celebrados no regime de taxa variável, e 2 % nos contratos celebrados no regime de taxa fixa. Procede igualmente à uniformização dos critérios utilizados na contagem do cálculo de juros, a qual deve ter por referência 365 dias. No final do 1º ano a contar da data de entrada em vigor do presente decreto-lei, o Banco de Portugal elabora e divulga um relatório de avaliação do impacte da aplicação do mesmo. O presente diploma entra em vigor 30 dias após a data da sua publicação.
- **15 de Março (Instrução do Banco de Portugal nº 3/2007)**

Altera a Instrução nº 26/2005 sobre prevenção da utilização do sistema financeiro para efeitos de branqueamento de capitais e de financiamento do terrorismo (BO 3/2007).
- **3 de Abril (Decreto-Lei nº 103/2007, Ministério das Finanças e da Administração Pública, DR nº 66, Série I)**

Transpõe para o ordenamento jurídico interno a Directiva nº 2006/49/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, relativa à adequação dos fundos próprios das empresas de investimento e das instituições de crédito.
- **3 de Abril (Decreto-Lei nº 104/2007, Ministério das Finanças e da Administração Pública, DR nº 66, I Série)**

Procede à nona alteração ao Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras e transpõe para o ordenamento jurídico interno a Directiva nº 48/2006/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício.
- **18 Abril (Aviso do Banco de Portugal nº 4/2007 D.R Nº 82 2ª. Série)**

Altera, na sequência da publicação do DL nº 104/2007, de 3-4, que procedeu à transposição para a ordem jurídica interna da Directiva nº 2006/48/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, o aviso nº 12/92, que estabelece as principais regras sobre a composição dos fundos próprios das instituições de crédito e sociedades financeiras, para efeitos do cálculo dos rácios e limites prudenciais.
- **18 Abril 2007 (Aviso do Banco de Portugal nº 5/2007 D.R. Nº 82. 2 Série)**

Regulamenta, na sequência da publicação dos DL nºs 104/2007 e 103/2007, ambos de 3-4, os quais procederam à transposição para a ordem jurídica interna, respectivamente, da Directiva nº 2006/48/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, e da Directiva nº 2006/49/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, o cálculo de requisitos de fundos próprios das instituições

Março

Abril

de crédito e empresas de investimento para cobertura de risco de crédito.

- **18 Abril 2007 (Aviso do Banco de Portugal nº 6/2007 D.R Nº 82, 2ª Série)**

Estabelece, na sequência da publicação dos DL nºs 104/2007 e 103/2007, ambos de 3-4, os quais procederam à transposição para a ordem jurídica interna, respectivamente, da Directiva nº 2006/48/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, e da Directiva nº 2006/49/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, os limites à concentração de riscos das instituições de crédito e sociedades financeiras, com sede em Portugal, referidas nas alíneas a) a g) e j) do nº 1 do artº 6 do regime geral aprovado pelo DL nº 298/92, de 31-12 e das sucursais em Portugal de instituições de crédito com sede em países que não sejam membros da União Europeia.
- **18 Abril 2007 (Aviso do Banco de Portugal nº 7/2007 D.R. Nº 82, 2ª Série)**

Estabelece, na sequência da publicação do DL nº 104/2007, de 3-4, que transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva nº 2006/48/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, as metodologias para cálculo dos requisitos de fundos próprios das instituições de crédito e das empresas de investimento para cobertura de riscos de crédito em operações de titularização.
- **18 Abril 2007 (Aviso do Banco de Portugal nº 8/2007 D.R Nº 82, 2ª Série)**

Estabelece, nos termos das alíneas a) e b) do nº 1 do artº 8 do DL nº 103/2007, de 3-4, que transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva nº 2006/49/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, os procedimentos para o cálculo dos requisitos de fundos próprios para cobertura dos riscos de mercado.
- **18 Abril 2007 (Aviso do Banco de Portugal nº 9/2007 D.R Nº 82, 2ª Série)**

Estabelece, nos termos da alínea d) do nº 1 do artº 7 do DL nº 104/2007, de 3-4, que transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva nº 2006/48/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, os procedimentos para o cálculo dos requisitos de fundos próprios para cobertura de risco operacional.
- **18 Abril (Aviso do Banco de Portugal nº 10/2007 D.R Nº 82, 2ª Série)**

Estabelece um quadro de referência para a divulgação de informação pelas instituições de crédito e empresas de investimento sobre riscos e respectivos métodos de avaliação, na sequência da transposição das Directivas nºs 2006/48/CE e 2006/49/CE, ambas do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6.
- **27 de Abril (Decisão da Comissão de (2007/327/CE) JOUE Nº 122-Série L)**

Decisão da Comissão relativa ao apuramento das contas dos organismos pagadores dos Estados-Membros referentes às despesas financiadas pelo Fundo Europeu de Orientação e Garantia Agrícola (FEOGA), Secção "Garantia", no que respeita ao exercício financeiro de 2006 (notificada com o número C(2007) 1901).
- **30 Abril (Portaria nº 499/2007 Presidência do Conselho de Ministros; Ministério das Finanças e da Administração Pública; Ministério da Justiça) D.R. Nº 83, 1ª Série**

Estabelece, ao abrigo do disposto no nº 1 do artº 4, no nº 2 do artº 6 e nos nºs 1 e 2 do artº 9 do DL nº 8/2007, de 17-1, as normas relativas ao envio da informação empresarial simplificada (IES) por transmissão electrónica de dados. Paralelamente, regulamenta a forma pela qual o Ministério das Finanças e da Administração Pública disponibiliza a informação que deva ser enviada ao Ministério da Justiça, ao Instituto Nacional de Estatística, e ao Banco de Portugal.

- **30 Abril (Instrução do banco de Portugal nº9/2007, BNPB nº5/2007)** Permite a utilização de avaliações de crédito de ECAI (Agências de Notação Externa) para o cálculo do montante das posições ponderadas pelo risco e no caso de posições de titularização.
- **30 Abril (Instrução do banco de Portugal nº10/2007, BNPB nº5/2007)** Indica, para efeitos do cálculo dos montantes das posições ponderadas pelo risco de crédito, quais as Agências de Notação Externa (ECAI) reconhecidas, bem como a que graus de qualidade de crédito estão associadas as notações das mesmas (mapeamento).
- **30 Abril (Instrução do banco de Portugal nº11/2007, BNPB nº5/2007)** Indica que elementos deverão as instituições remeter ao Banco de Portugal para instruir o processo de candidatura para Utilização do Método das Notações Internas (Risco de Crédito) e dos Métodos Standard e de Medição Avançada (Risco Operacional).
- **30 Abril (Instrução do banco de Portugal nº12/2007, BNPB nº5/2007)** Estabelece os procedimentos a adoptar (metodologias) no que toca ao processo de validação interna de Sistemas de Notação
- **30 Abril (Instrução do banco de Portugal nº13/2007, BNPB nº5/2007)** Regulamenta o envolvimento e o apoio implícito em operações de titularização. Revoga a Instrução nº 1/2005, publicada no BO nº 3, de 15.03.2005, que, contudo, permanecerá em vigor até 31.12.2007, relativamente às instituições que se prevaleçam da faculdade concedida pelo nº 1 do artº 33 do DL nº 104/2007, de 3 de Abril.
- **30 Abril (Instrução do banco de Portugal nº14/2007, BNPB nº5/2007)** Estabelece os índices, os pares de divisas correlacionadas e reconhece quais as empresas de investimento, Bolsas e Câmaras de Compensação para efeitos de adequação de fundos próprios. Revoga a Instrução nº 23/97, publicada no BNPB nº 4, de 15.04.97, que, contudo, permanecerá em vigor até 31.12.2007, relativamente às instituições que se prevaleçam da faculdade concedida pelo nº 1 do artº 23 do DL nº 103/2007, de 3 de Abril, ou pelo nº 1 do artº 33 do DL nº 104/2007, de 3 de Abril.
- **30 Abril (Instrução do banco de Portugal nº15/2007, BNPB nº5/2007)** Estabelece que as instituições devem dispor de um processo de auto-avaliação da adequação do capital interno com vista a garantir que os riscos são avaliados e que o capital interno é adequado ao perfil de risco. Esta Instrução entrará em vigor em 1.1.2008 relativamente às instituições que se prevaleçam das faculdades referidas no n.º 5 do artigo 17.º, no n.º 4 do artigo 26.º ou no n.º 1 do artigo 33.º, todos do Decreto-Lei n.º 104/2007, de 3 de Abril.
- **30 Abril (Instrução do banco de Portugal nº17/2007, BNPB nº5/2007)** Define concentração de risco e estabelece as formas de acompanhamento do mesmo por parte das instituições.
- **30 Abril (Instrução do banco de Portugal nº18/2007, BNPB nº5/2007)** Define o enquadramento legal para a realização de testes de esforço e para a adopção de medidas correctivas. Esta Instrução entrará em vigor em 1.1.2008, relativamente às instituições abrangidas pelas derrogações previstas nos artigos 33.º e 34.º do DL nº 104/2007, de 3 de Abril e no artº 23.º do DL nº 103/2007, de 3 de Abril.

Maio

- **8 de Maio Decreto-Lei n.º 171/2007**
Ministério da Economia e da Inovação D.R. N.º 88- 1.ª. Série

Estabelece as regras a que deve obedecer o arredondamento da taxa de juro quando aplicado aos contratos de crédito e de financiamento celebrados por instituições de crédito e sociedades financeiras que não se encontrem abrangidos pelo disposto no DL n.º 240/2006, de 22-12. O presente diploma aplica-se aos contratos de crédito e de financiamento que venham a ser celebrados após a sua entrada em vigor, bem como aos contratos em execução, qualquer que seja o valor da quantia mutuada e o fim a que o crédito se destina. Aos contratos que se encontrem em execução aplica-se a partir da refixação da taxa de juro, para efeitos de arredondamento, que deve ocorrer logo após o início da sua vigência. O presente decreto-lei entra em vigor 30 dias após a data da sua publicação.
- **9 de Maio (Decreto-Lei n.º 180/2007**
Ministério das Finanças e da Administração Pública, D.R. 89-1.ª.Série)

Altera o Decreto-Lei n.º 12/2006, de 20 de Janeiro, que regula a constituição e o funcionamento dos fundos de pensões e das entidades gestoras de fundos de pensões
- **10 de Maio (Decreto-Lei n.º 184/2007**
Ministério das Finanças e da Administração Pública D.R. N.º 90-1ª Série)

Regula a actividade de recirculação de moeda metálica de euros desenvolvida por todas as entidades que operem profissionalmente com numerário, acolhendo na ordem jurídica interna a Recomendação da Comissão Europeia de 27 de Maio de 2005, relativa à autenticação das moedas em euros e do tratamento das moedas em euros impróprias para circulação. O presente diploma aplica-se às instituições de crédito e demais entidades que operem profissionalmente com numerário, designadamente as empresas de transporte de valores. Estas entidades devem fornecer ao Banco de Portugal, com a periodicidade por este estabelecida, informação relativa à respectiva actividade de recirculação.
- **11 de Maio (Decreto-Lei n.º 188/2007**
Ministério das Finanças e da Administração Pública D.R. N.º 91 - 1 Série)

Procede à uniformização das normas relativas à publicação de elementos contabilísticos de entidades sujeitas à supervisão do Banco de Portugal e do Instituto de Seguros de Portugal.
- **14 de Maio (Decreto-Lei n.º 191/2007**
Ministério das Finanças e da Administração Pública D.R. N.º 92 -1ª Série)

Autoriza a cunhagem e a comercialização pela Imprensa Nacional - Casa da Moeda, S.A., de duas moedas em prata alusivas ao Ano Europeu da Igualdade de Oportunidades para Todos e ao Centenário do Escutismo Mundial, com o valor facial de 5 euros, e fixa em 537.500 euros e 800.000 euros os respectivos limites de emissão.
- **15 Maio (Instrução do Banco de Portugal n.º19/2007, BNPB 5/2007)**

Define as regras e condições de depósito e troca de notas danificadas por dispositivos anti-roubo a observar pelas IC's e pelos particulares.
- **15 Maio (Instrução do Banco de Portugal n.º20/2007, BNPB 6/2007)**

Define os locais, horários, regras e condições através dos quais podem ser efectuados depósitos e levantamentos de notas de euro no Banco de Portugal.
- **15 de Maio (Decreto-Lei n.º 195/2007**
Ministério das Finanças e da Administração Pública D.R. N.º 93 - 1ª Série)

Regula a actividade de recirculação das notas de euro, desenvolvida por todas as entidades que operem profissionalmente com numerário, de acordo com o estabelecido no Regulamento (CE) n.º 1338/2001, do Conselho, de 28-7, que define medidas necessárias à protecção do euro contra a falsificação, e de tratamento das no-

- tas impróprias para circulação. O presente diploma aplica-se às instituições de crédito e às demais entidades que operem profissionalmente com numerário, designadamente as empresas de transporte de valores, estando esta actividade dependente de celebração de contrato com o Banco de Portugal.
- **17 Maio (Aviso do Banco de Portugal nº 11/2007 D.R.-Nº 99 - 2ª Série)**

Altera o Aviso nº 6/2003 que define os termos da publicação das contas das instituições sujeitas à supervisão do Banco de Portugal. O presente aviso entra em vigor na data da sua publicação, sendo aplicável à publicação das contas anuais relativas ao exercício de 2006.
 - **18 Maio (Aviso do Banco de Portugal nº 12/2007 de D.R. Nº 101-2ª Série)**

Determina que as instituições de crédito devem permitir aos ordenantes das transferências a crédito efectuadas através de terminais automáticos a visualização do nome do beneficiário associado ao NIB ou ao número de conta em momento anterior à confirmação daquelas operações. O presente aviso entra em vigor 120 dias após a sua publicação.
 - **21 Maio (Carta-Circular nº 19/2007/DPG)**

Solicita às instituições de crédito o reporte ao Banco de Portugal da informação relativa ao impacto da aplicação do DL nº 18/2007, de 22-1, que regulamenta a matéria relativa à data-valor dos depósitos à ordem e transferências efectuados em território nacional e o correspondente prazo de disponibilização de fundos ao beneficiário.
 - **23 Maio (Carta-Circular nº 41/07/DSBDR)**

Transmite o entendimento do Banco de Portugal relativamente à interpretação do artº 8 do DL nº 51/2007, de 7-3, no que respeita às despesas ou comissões cobradas pelas instituições para efeitos de reembolso antecipado do crédito à habitação ou da transferência deste para outra instituição.
 - **28 Maio (Aviso do Banco de Portugal nº 13/2007 D.R. Nº 107-2 Série)**

Introduz alterações no Aviso nº 3/2006, por forma a tornar o sistema de controlo interno mais efectivo e eficiente.
- ## Junho
- **1 Junho (Regulamento (CE) nº 610/2007, JOUE, Nº 141 Série L)**

Insere, no anexo do Regulamento (CE) nº 1725/2003 a interpretação IFRIC 10 "Relato Financeiro Intercalar e Imparidade" do International Financial Reporting Interpretations Committee (IFRIC), constante do anexo do presente regulamento. As empresas devem aplicar a IFRIC 10, como estatuída neste anexo, o mais tardar a partir da data de início do seu exercício financeiro de 2007, salvo se o seu exercício tiver início em Novembro ou Dezembro, caso em que devem aplicar a IFRIC 10, o mais tardar, a partir da data de início do seu exercício financeiro de 2006. O presente regulamento entra em vigor no terceiro dia seguinte ao da sua publicação no JOUE.
 - **1 Junho (Regulamento (CE) nº 611/2007, JOUE-Nº 141 Série L)**

Insere, no anexo do Regulamento (CE) nº 1725/2003 a interpretação IFRIC 11 "Relato Financeiro Intercalar e Imparidade" do International Financial Reporting Interpretations Committee (IFRIC), constante do anexo do presente regulamento. As empresas devem aplicar a IFRIC 11, como estatuída neste anexo, o mais tardar a partir da data de início do seu exercício financeiro de 2008, salvo se o seu exercício tiver início em Janeiro ou Fevereiro, caso em que devem aplicar a IFRIC 11, o mais tardar, a partir da data de ini-

cio do exercício financeiro de 2009. O presente regulamento entra em vigor no terceiro dia seguinte ao da sua publicação no JOUE.

- **5 Junho (Relatório e Contas de 2006 D.R. Nº 108 2ª Série)** Publica o relatório e contas da gerência de 2006 do Banco de Portugal.
 - **6 Junho (Carta-Circular nº 18/2007/DET)** Divulga o conjunto dos procedimentos a observar para a celebração de contrato com o Banco de Portugal, decorrente do novo enquadramento legal da actividade de recirculação de notas de euro constante do DL nº 195/2007, de 15-5. Define o modelo do contrato, prevê planos de migração adaptáveis ao período de transição relativamente alargado previsto no referido diploma, e manifesta a total disponibilidade por parte do Banco de Portugal para a colaboração, formação e esclarecimento de quaisquer questões.
 - **28 de Junho (Carta-Circular nº 23/2007/DET)** Divulga as propostas de formação na área do conhecimento da nota de euro e das suas contrafacções, que têm vindo a ser promovidas pelo Banco de Portugal junto das entidades que procedem à recirculação de notas de euro, nos termos do DL nº 195/2007, de 15-5. Remete, em anexo, um questionário de aferição de requisitos tecnológicos e funcionais necessários ao desenvolvimento de conteúdos específicos de formação (formato *e-learning*).
- ### Julho
- **8 Julho (Lei nº 25/2007 de 18 de Julho D.R. nº 137 1ª Série)** Autoriza o Governo a adaptar o regime geral das contra-ordenações no âmbito da transposição das Directivas nºs 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21-4, 2006/73/CE, da Comissão, de 10-8, 2004/109/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15-12, e 2007/14/CE, da Comissão, de 8-3, e a estabelecer limites ao exercício das actividades de consultoria para o investimento em instrumentos financeiros e de comercialização de bens ou serviços afectos ao investimento em bens corpóreos, bem como a adaptar o regime geral das contra-ordenações às especificidades desta última actividade. As autorizações legislativas concedidas pela presente lei têm a duração de 180 dias
 - **16 de Julho (Instrução do Banco de Portugal nº 21/2007, BNPB 7/2007)** Revoga a Instrução nº 29/96, publicada no BNPB nº 1, de 17-06-96, relativa a juros compensatórios.
 - **16 de Julho (Carta-Circular nº 41/2007/DSB)** Transmite o entendimento do Banco de Portugal relativamente à interpretação do art.º 8.º do DL nº 51/2007, de 7 de Março, no sentido de que não são permitidas cobranças de despesas ou comissões aquando do reembolso antecipado do crédito à habitação ou da transferência para outra instituição, com excepção dos custos suportados perante terceiros, mediante justificação documental.
- ### Agosto
- **1 Agosto (Carta-Circular nº 63/07/DSBDR)** Transmite o entendimento do Banco de Portugal acerca da substituição de créditos em operações de titularização, face à recente publicação de legislação e à evolução das condições de mercado. Substitui a Carta-Circular nº 75/2003/DSB, de 18-8.

- **16 de Agosto (Instrução do Banco de Portugal nº 23/2007, BNPB 8/2007)**

Determina quais as informações de natureza prudencial, quer em base individual, quer em base consolidada, a que as instituições de crédito e determinadas sociedades financeiras estão sujeitas. Revoga a Instrução nº 25/97, publicada no BNPB nº 5, de 15-05-97. Observações Instrução distribuída com a Carta-Circular nº 62/2007/DSB, de 30.07.2007.
- **15 de Outubro (Instrução do Banco de Portugal nº 24/2007, BNPB 10/2007, data de entrada em vigor 01-01-2008)**

Fixa em 0,03% a taxa contributiva de base para determinação da taxa de cada instituição participante para o Fundo de Garantia de Depósitos no ano 2008.
- **15 de Outubro (Instrução do Banco de Portugal nº 25/2007, BNPB 10/2007, data de entrada em vigor 01-01-2008)**

Fixa em 10% o limite do compromisso irrevogável de pagamento a aplicar nas contribuições anuais do ano 2008.

Outubro