



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

Boletim Económico | *Outono 2008*

Volume 14, 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

DPI Cromotipo

Tiragem

350 exemplares

Depósito Legal n.º 241772/06

ISSN 0872-9794



ÍNDICE

ÍNDICE**Textos de Política e Situação Económica**

| | |
|---|-----|
| A Economia Portuguesa em 2008 | 9 |
| Introdução | 9 |
| Enquadramento internacional | 13 |
| Políticas macroeconómicas | 33 |
| Oferta | 49 |
| Despesa | 55 |
| Preços | 69 |
| Balança de pagamentos | 75 |
| Conclusão | 83 |
| <i>Caixa 1. Mercados de habitação em algumas economias avançadas</i> | 85 |
| <i>Caixa 2. Actuação das autoridades no contexto da crise financeira: medidas de gestão de liquidez e de intervenção nos sistemas financeiros</i> | 91 |
| O Sistema Bancário Português no Decurso de 2008 | 99 |
| Apreciação global | 99 |
| Enquadramento macroeconómico e financeiro | 105 |
| Situação financeira do sector privado não financeiro | 113 |
| Sistema bancário | 123 |
| <i>Caixa 1. Principais medidas das autoridades portuguesas relativamente ao sistema financeiro no âmbito da crise financeira internacional</i> | 163 |

Artigos

| | |
|--|-----|
| Heterogeneidade numa União Monetária e Impacto Sobre o Bem-Estar | 171 |
| Prémio de Risco nos Principais Mercados Accionistas | 189 |
| Uma Perspectiva Sectorial Sobre a Rigidez Nominal e Real dos Salários em Portugal | 203 |
| O Desempenho das Exportações Portuguesas Em Perspectiva: Uma Análise de Quota de Mercado Constante | 219 |

Cronologia das Principais Medidas Financeiras

| | |
|------------------------------|---|
| Janeiro a Outubro 2008 | I |
|------------------------------|---|



TEXTOS DE POLÍTICA E SITUAÇÃO ECONÓMICA

A Economia Portuguesa em 2008

O Sistema Bancário Português no Decurso de 2008

A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2008

1. INTRODUÇÃO

Em 2008, deverá observar-se uma desaceleração marcada da economia portuguesa, interrompendo a trajectória de recuperação gradual e moderada registada nos dois anos anteriores. Esta evolução ocorre num quadro de interacção entre uma crise sem precedentes nos mercados financeiros internacionais e uma rápida desaceleração económica a nível global. Dada a sua forte integração económica e financeira e a persistência de fragilidades que condicionam a evolução da produtividade dos factores, a economia portuguesa terá voltado a registar em 2008 um dos crescimentos mais baixos entre os países da área do euro e da União Europeia. No contexto de um enquadramento internacional adverso, reflectido no abrandamento da procura externa e na subida dos preços das matérias-primas e da energia, deverá verificar-se um aumento do défice externo da economia portuguesa, tendo como contrapartidas uma nova diminuição da taxa de poupança das empresas e dos particulares e a estabilização do respectivo investimento em percentagem do PIB. Neste quadro, e face aos problemas suscitados pela crise financeira, deverá verificar-se o abrandamento do processo de consolidação estrutural das contas públicas, após dois anos de forte ajustamento estrutural.

A turbulência crescente observada nos mercados financeiros internacionais a partir da segunda metade de 2007 caracterizou-se pela reavaliação em alta do risco por parte dos investidores e traduziu-se numa deterioração da confiança em vários segmentos dos mercados financeiros a nível global, com quedas significativas nos mercados accionistas e com uma diminuição abrupta da liquidez nos mercados monetários interbancários das principais economias avançadas e nos mercados de dívida privada, em particular nos mercados de financiamento por grosso das instituições financeiras. A transmissão destes desenvolvimentos à actividade das principais economias avançadas e, mais recentemente, às economias emergentes, amplificou a dinâmica de desaceleração já presente em várias destas economias, nomeadamente aquelas onde se observaram correcções significativas nos mercados imobiliários (ver “Caixa 1 [Mercados de habitação em algumas economias avançadas](#)”).

Neste quadro de redução rápida das expectativas relativamente à actividade económica mundial, observou-se a partir de meados de 2008, uma acentuada correcção em baixa dos preços das matérias-primas, em particular do petróleo, após o fortíssimo aumento verificado desde 2007. Tal conduziu à inversão do aumento das expectativas de inflação observado na primeira metade do ano. Em conjugação com a dinâmica de desaceleração da actividade, isso levou à generalização de políticas mais acomodáticas pelas autoridades monetárias, incluindo o BCE. Adicionalmente, na sequência das graves perturbações no sistema financeiro e da concretização dos seus efeitos sobre as economias, foram anunciadas diversas medidas a nível internacional com o objectivo de reforçar a confiança e restabelecer o funcionamento regular dos mercados financeiros (ver “Caixa 2 [Actuação das autoridades no contexto da crise financeira: medidas de gestão de liquidez de intervenção nos sistemas financeiros](#)”).

A propagação destes desenvolvimentos a uma pequena economia aberta e plenamente integrada como a portuguesa ocorreu em várias dimensões, todas elas interligadas. Por um lado, teve implicações desfavoráveis sobre a procura externa dirigida à economia portuguesa e, face à elevada incerteza quanto à magnitude da desaceleração a nível interno e externo e quanto ao novo equilíbrio no qual estabilizarão os mercados financeiros, tendeu a adiar decisões de consumo e de investimento. Por outro lado, a turbulência nos mercados monetários e nos mercados de financiamento por grosso im-

plicou o aumento das taxas de juro do crédito bancário e contribuiu para a maior restritividade das condições de financiamento do sector privado não financeiro, em particular no crédito à habitação, e para o acréscimo de exigência quanto às condições de solvabilidade dos agentes económicos. Não obstante, importa sublinhar que o crédito interno manteve um forte dinamismo em 2008, que foi sustentado pelo sistema bancário através de um aumento substancial dos depósitos de clientes e da manutenção de algum acesso ao financiamento nos mercados por grosso, apesar das condições adversas prevalentes nos mercados financeiros (ver “O Sistema Bancário Português no Decurso de 2008” neste Boletim).

A transmissão gradual destes choques traduziu-se na desaceleração da economia portuguesa ao longo de 2008. Tanto o abrandamento da procura externa como as incertezas decorrentes da crise financeira deverão perdurar no futuro próximo, podendo mesmo, por via do acelerador financeiro, contribuir para condições de financiamento ainda mais restritivas. Esse risco, a par com as dificuldades reportadas pelos bancos com respeito ao seu financiamento e à captação de fundos próprios, ampliaria os efeitos sobre a economia real, o que exigiu, também em Portugal, a adopção de medidas excepcionais de resposta à crise financeira (ver “Caixa 1 Principais medidas das autoridades portuguesas relativamente ao sistema financeiro no âmbito da crise financeira internacional”).

No contexto de um enquadramento internacional adverso, em conjugação com o baixo crescimento tendencial que resulta dos incentivos gerados pelo quadro institucional e estrutural da economia portuguesa, as estimativas do Banco de Portugal apontam para um crescimento do PIB em 2008 de 0.5 por cento, face a 1.9 por cento em 2007 (Quadro 1.1). Este valor corresponde a uma revisão em baixa de 0.7 pontos percentuais face à estimativa apresentada no *Boletim Económico* do Verão, e reflecte uma estimativa de menor crescimento das componentes da procura mais sensíveis à crescente deterioração do enquadramento externo, em particular as exportações e o investimento. Por seu turno, a taxa de inflação, medida pela variação média anual do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor

Quadro 1.1

| PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS | | | |
|---|------|------|-------------------------------|
| Taxas de variação, em percentagem | | | |
| | 2007 | 2008 | Por memória: BE Verão 2008 |
| PIB | 1.9 | 0.5 | 1.2 |
| Consumo privado | 1.5 | 1.4 | 1.3 |
| Consumo público | 0.3 | 0.2 | -0.2 |
| FBCF | 3.2 | -0.8 | 1.0 |
| Procura interna | 1.7 | 1.0 | 1.0 |
| Exportações | 7.6 | 1.4 | 4.4 |
| Importações | 5.9 | 2.6 | 3.3 |
| <i>Contributo para a variação do PIB (p.p.)</i> | | | |
| Procura interna | 1.8 | 1.0 | 1.0 |
| Exportações líquidas | 0.0 | -0.6 | 0.1 |
| Balança corrente+balança de capital (em percentagem do PIB) | -8.2 | -8.9 | -10.6 |
| IHPC | 2.4 | 2.8 | 3.0 |

Fontes: INE e Banco de Portugal.

(IHPC), deverá situar-se em 2.8 por cento, face a 2.4 por cento no ano anterior. A actual projecção para a taxa de inflação em 2008 representa uma ligeira revisão em baixa de 0.2 p.p. face ao valor divulgado no Boletim Económico do Verão, reflectindo em particular a evolução dos preços dos bens energéticos nos meses mais recentes. Importa sublinhar que o diferencial de inflação face à área do euro deverá ser negativo, em parte associado à evolução dos impostos indirectos.

A forte desaceleração da economia portuguesa em 2008 terá reflectido, do lado da oferta, uma acentuada diminuição do contributo da produtividade total dos factores para o crescimento da actividade e uma desaceleração da produtividade aparente do trabalho, num quadro de criação moderada de emprego e de manutenção da taxa de desemprego em níveis historicamente elevados. Do lado da procura, a desaceleração económica esteve associada à evolução quer da procura interna quer das exportações. Como seria de esperar, o investimento e as exportações foram particularmente influenciados pelo quadro de deterioração crescente das perspectivas quanto ao crescimento económico interno e externo. No que se refere ao investimento, as actuais estimativas apontam para que a trajectória positiva observada em 2007 tenha sido interrompida, observando-se uma nova diminuição do investimento em 2008, com um abrandamento generalizado das suas componentes. Relativamente às exportações de bens e serviços, e num quadro de desaceleração da procura externa, importa notar que as actuais estimativas apontam para alguma queda de quota de mercado em 2008. A desaceleração das exportações reflecte um menor dinamismo quer das exportações de bens, iniciada já em meados de 2007, quer a acentuada desaceleração das exportações de serviços, observada a partir do início de 2008. Em contraste, o consumo privado, em particular na componente de não duradouros, apresentou um perfil mais alisado, sustentado em parte num forte crescimento do crédito ao consumo, e deverá traduzir-se numa nova descida da taxa de poupança dos particulares.

De acordo com as actuais estimativas oficiais, o défice das administrações públicas deverá situar-se em 2.2 por cento do PIB em 2008, após 2.6 por cento no ano anterior. A concretização deste valor assegura o cumprimento dos objectivos oficiais inscritos no Relatório sobre a Orientação da Política Orçamental. Esta evolução esteve associada à estabilização da receita fiscal em percentagem do PIB, ao forte crescimento da receita não fiscal, à inversão da tendência de redução da despesa corrente primária em percentagem do PIB, observada nos dois últimos anos, e à existência de medidas temporárias que contribuíram para a diminuição da despesa de capital. De acordo com estimativas do Banco de Portugal, o saldo primário estrutural deverá manter-se praticamente invariante em 2008, reflectindo uma orientação aproximadamente neutra da política orçamental, depois de dois anos de significativa consolidação. É de sublinhar que os desenvolvimentos ao nível macroeconómico deverão ter, em 2008, um contributo ligeiramente positivo para a evolução do saldo orçamental. Este resultado decorre da composição do crescimento económico, uma vez que se espera que o consumo privado evolua em linha com o seu crescimento tendencial e que a massa salarial do sector privado apresente uma variação superior à da sua tendência.

2. ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL

O ano de 2008 tem sido marcado pela interacção da crise financeira internacional com a desaceleração da actividade económica a nível global. Em algumas das principais economias avançadas, a actividade económica vinha já a evidenciar uma tendência de desaceleração desde o final de 2006, em grande parte devido ao forte aumento do preço das matérias-primas nos mercados internacionais e ao ajustamento em baixa em vários mercados de habitação. Esta tendência de desaceleração tem sido intensificada pelo impacto negativo da crise financeira na confiança dos agentes económicos e nas expectativas quanto à sua situação financeira. O enfraquecimento da actividade nas economias avançadas e a deterioração das condições nos mercados financeiros estão igualmente a contribuir para uma desaceleração da actividade nas economias de mercado emergentes e em desenvolvimento, as quais vinham a registar ritmos de crescimento superiores aos tendenciais e a evidenciar elevadas pressões inflacionistas. Nestas circunstâncias, as perspectivas para a actividade económica mundial têm vindo a deteriorar-se significativamente, o que por sua vez tem contribuído para a persistência e o agravamento da turbulência nos mercados financeiros internacionais.

A actividade económica mundial tem sido assim sujeita nos últimos anos a perturbações significativas de vária ordem interligadas entre si sendo de destacar a evolução dos preços do petróleo e dos bens alimentares, a correcção em baixa nos mercados de habitação em algumas economias avançadas e principalmente a crise financeira iniciada em meados de 2007.

No que diz respeito aos preços do petróleo e das matérias-primas alimentares verificou-se uma forte aceleração ao longo de 2007 que se prolongou, respectivamente, até ao início do Verão e até ao fim do primeiro trimestre de 2008 (Gráfico 2.1). No caso do petróleo, esta evolução continuou a reflectir o dinamismo da procura nas economias de mercado emergentes e em desenvolvimento, num contexto em que a procura nas economias avançadas registou uma moderação devido aos elevados preços atingidos. A evolução do preço do petróleo esteve ainda condicionada pelos níveis reduzidos de existências e de capacidade excedentária e pelo fraco crescimento da oferta. No caso das matérias-primas alimentares, a aceleração dos preços registada no início do ano reflectiu, para além do dinamismo da procura, ainda alguns choques adversos sobre a oferta, nomeadamente condições meteorológicas desfavoráveis nos anos anteriores, que afectaram negativamente as colheitas de cereais, e a imposição de restrições ao comércio por parte de alguns dos principais países exportadores. Os elevados preços destas matérias-primas afectaram o consumo e a confiança dos consumidores, tendo aumentado os custos de produção sobretudo em sectores mais intensivos em energia. A partir do Verão de 2008, os preços das matérias-primas evidenciaram uma tendência de redução muito acentuada. Nas principais economias avançadas, este desenvolvimento não deverá ter efeitos significativos sobre o crescimento do PIB no curto prazo, dado o carácter gradual com que estes movimentos se repercutem sobre a actividade económica, apesar do impacto sobre os preços ser mais imediato. Assim, no ano como um todo, deverão predominar os efeitos negativos sobre a actividade do nível elevado dos preços das matérias-primas. No entanto, para os países exportadores líquidos destas matérias-primas, a redução acentuada dos preços tem um impacto negativo imediato sobre a sua situação económica e, em alguns casos, financeira.

Um segundo factor que tem vindo a afectar negativamente a actividade económica em algumas economias avançadas consiste na correcção em baixa nos mercados de habitação. Nos Estados Unidos, esta correcção, que esteve na origem da turbulência nos mercados financeiros internacionais no Verão de 2007, persistiu ao longo de 2008, gerando receios de perdas adicionais nas instituições financeiras. Os mercados de habitação de várias outras economias avançadas têm vindo igualmente a

registar uma correcção em baixa, reflectindo uma deterioração das condições de financiamento das famílias e, em alguns casos, uma sobrevalorização dos preços nestes mercados. Neste contexto, nalguns países, entre os quais a Irlanda, o Reino Unido, os Estados Unidos e, em menor grau Espanha, estão-se a assistir a reduções homólogas dos preços da habitação (ver “Caixa 1 [Mercados de habitação em algumas economias avançadas](#)”).

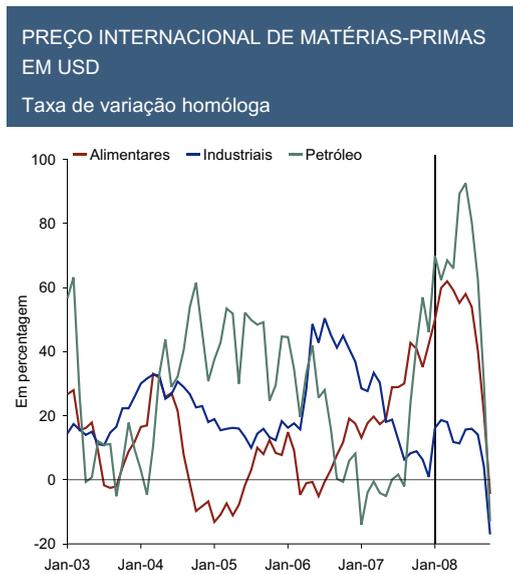
O terceiro factor determinante para a evolução económica mundial foi a crise nos mercados financeiros internacionais, que interagiu com os restantes factores enunciados e apresentou diversas fases, desde o início no Verão de 2007 até à sua agudização em Setembro/Outubro de 2008. Na segunda metade de 2007, a turbulência nos mercados financeiros caracterizou-se por uma significativa reavaliação em alta do risco, em particular no sector financeiro, e por uma diminuição abrupta e persistente de liquidez nos mercados de dívida por grosso e nos mercados monetários interbancários das principais economias avançadas¹. No decurso da crise financeira em 2008 o processo de reavaliação em alta do risco tem vindo a ser mais abrangente, afectando progressivamente um número crescente de segmentos dos mercados financeiros, sectores de actividade e países.

A turbulência financeira iniciada em meados de 2007 caracterizou-se pela transmissão aos mercados financeiros internacionais dos problemas no segmento de pior qualidade do crédito hipotecário residencial norte-americano (*subprime*) que tinham afectado no início de 2007 essencialmente os investidores e as instituições financeiras com exposição directa a este mercado. Vários factores contribuíram para desencadear esta situação. Em primeiro lugar, o crédito hipotecário residencial norte-americano tinha registado nos anos anteriores uma significativa diminuição da sua qualidade, em grande parte devido a uma forte concorrência no mercado de crédito e à disseminação do risco através da titularização dos créditos. Esta situação que tinha sido mitigada durante um período prolongado de tempo pela permanência das taxas de juro em níveis baixos e pelo forte aumento dos preços da habitação, alterou-se substancialmente com a inversão destes factores, contribuindo para o aumento das taxas de incumprimento do crédito. Em segundo lugar, a intensa inovação financeira e, em particular, o aumento da titularização dos créditos levaram a uma transferência de risco de crédito entre instituições e instrumentos financeiros e, desta forma, a uma análise menos cuidada do risco por parte das instituições que originaram o crédito. Esta situação tornou mais complexa a avaliação das exposições directas ou indirectas a determinadas contrapartes. Por fim, a elevada liquidez existente no sistema financeiro internacional, em parte relacionada com a maior integração das economias de mercado emergentes e em desenvolvimento na economia mundial e com as políticas cambiais pouco flexíveis seguidas por muitas destas economias, terá contribuído para aumentar a procura de rendibilidade por parte dos investidores e para uma diferenciação reduzida entre activos com diferentes graus de risco. Neste contexto, os investidores parecem não ter avaliado correctamente os riscos envolvidos nas suas posições. Em particular, nos mercados de dívida privada, os níveis baixos dos diferenciais entre as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida privada e as da dívida pública registados em 2006 e na primeira metade de 2007 sugerem que os prémios de risco de crédito de contraparte e de liquidez se situavam em níveis historicamente reduzidos.

Ao longo de 2008, a deterioração da situação dos balanços das instituições financeiras e a turbulência nos mercados financeiros parecem ter vindo a reforçar-se mutuamente. Com efeito, a evolução dos mercados foi em grande parte condicionada por uma avaliação mais negativa quanto à situação das instituições financeiras, principalmente norte-americanas e europeias, assim como pela manutenção de uma elevada incerteza quanto à magnitude e distribuição das perdas que ainda teriam de ser assumidas. Esta situação, para além de ter sido influenciada pelas perspectivas mais negativas para a actividade económica mundial, decorreu ainda do facto do sector financeiro ter vindo a divulgar per-

(1) Para uma análise mais detalhada das características da turbulência dos mercados financeiros em 2007 veja-se a “Caixa 1 A turbulência recente nos mercados financeiros”, *Boletim Económico*-Outono de 2007.

Gráfico 2.1



Fonte: *HWWI-Hamburg Institute of International Economics.*

das sucessivamente maiores, num contexto de falta de informação dos participantes nos mercados quanto à verdadeira situação dos balanços das instituições individuais. Paralelamente, a redução dos preços dos activos financeiros terá contribuído para aumentar os prejuízos das instituições financeiras, num contexto de regras contabilísticas de avaliação dos activos com base no seu preço de mercado (*mark-to-market*). Perante esta situação, as instituições financeiras terão tentado reduzir a sua exposição ao risco através da venda de activos com perdas potenciais, o que terá contribuído ainda mais para a evolução negativa nos mercados financeiros. Por fim, o aumento dos prémios de risco de contraparte e de liquidez nos mercados de capitais terá tornado mais apertadas as condições a que as instituições financeiras se conseguiram financiar através da emissão de dívida e efectuar aumentos de capital por via de emissão de acções.

Neste quadro, em 2008, os mercados financeiros internacionais denotaram uma elevada volatilidade, reflectindo as preocupações com o sistema financeiro assim como a deterioração das perspectivas para a actividade económica. Os períodos de maiores tensões nos mercados financeiros ocorreram na primeira metade de Março, com os problemas de liquidez do banco de investimento norte-americano *Bear Stearns*, e posteriormente, de uma forma muito mais pronunciada e abrangente a partir de meados de Setembro, com a intensificação dos problemas de solvência de diversas instituições financeiras norte-americanas e europeias. A dimensão da crise é manifesta nos problemas de solvência enfrentados por diversas instituições financeiras de grande dimensão, como a *Fannie Mae* e *Freddie Mac* (as duas principais empresas de garantia de crédito hipotecário com garantia “implícita” do Estado nos Estados Unidos), a *AIG* (a maior seguradora mundial) e pelo desaparecimento do modelo de bancos de investimento norte-americano com a venda do *Merril Lynch*, a transformação do *Goldman Sachs* e do *Morgan Stanley* em bancos que podem aceitar depósitos e, de forma mais aguda, com a falência do *Lehman Brothers*. Esta situação gerou um aumento das preocupações com o risco sistémico, levando as autoridades monetárias e os governos, à escala mundial, a responderem com uma série de medidas com o objectivo de aumentarem a confiança dos investidores e ajudarem as instituições com maiores dificuldades (ver “Caixa 2 [Actuação das autoridades no contexto da crise financeira: medidas de gestão de liquidez e de intervenção nos sistemas financeiros](#)”). Neste quadro assistiram-se a diversos movimentos de fusões e aquisições entre instituições financeiras e a

aumentos de capital quer por parte de instituições privadas quer, principalmente, por parte dos próprios Estados, as quais se traduziram em muitos casos em nacionalizações de facto.

As perturbações observadas desde o Verão de 2007 reflectiram-se de forma transversal nos mercados financeiros, nomeadamente, nos mercados accionistas, nos mercados de dívida privada e pública, nos mercados cambiais e nos mercados monetários interbancários.

Os preços nos mercados accionistas registaram, em 2008, quedas muito significativas, o que contrasta com o sucedido em 2007 em que, com a excepção do sector financeiro norte-americano e em menor grau do europeu, os preços das acções permaneceram relativamente imunes à turbulência (Quadro 2.1). O comportamento negativo do mercado accionista foi mais pronunciado a partir do Verão de 2008, quando os preços das acções das empresas não financeiras nas economias avançadas começaram a registar quedas acentuadas. Esta evolução reflectiu uma deterioração das perspectivas quanto à evolução dos lucros decorrente do abrandamento da procura interna e externa e de condições de financiamento mais desfavoráveis. No final de Outubro, os principais índices accionistas nas economias avançadas situavam-se cerca de 30-40 por cento abaixo dos valores do final de 2007, tendo atingido mínimos desde 2003 na Europa e nos Estados Unidos (Gráfico 2.2). Estas variações são apenas ligeiramente menores do que as registadas pelos índices relativos ao sector bancário no mesmo período. Desde o início da turbulência nos mercados financeiros a redução dos índices relativos ao sector bancário é contudo bastante mais acentuada, tendo nos Estados Unidos e na área do euro sido atingidos valores mínimos dos preços das acções desde há mais de uma década (Gráfico 2.3).

Nos mercados de dívida privada das economias avançadas, os diferenciais das taxas de rendibilidade face às de dívida pública, que já tinham evidenciado um acréscimo significativo na segunda metade de 2007, aumentaram ainda mais acentuadamente em 2008 e, em especial, a partir de Setembro. Para esta evolução terá contribuído um aumento muito pronunciado das probabilidades de falência das empresas, como é evidenciado pelo aumento dos *credit default swaps spreads* (Gráfico 2.4). O aumento dos diferenciais continuou a ser bastante mais pronunciado para as obrigações das empresas do sector financeiro do que para as do sector não financeiro e nos Estados Unidos face à área do euro. Em qualquer dos casos, os diferenciais face à dívida pública situavam-se, no final de Outubro, muito acima dos valores máximos atingidos em 2002, na altura do rebentamento da bolha do mercado accionista associada às *dotcom* e dos escândalos contabilísticos em várias empresas norte-americanas e europeias (Gráfico 2.5). Num contexto em que as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública se encontram em níveis relativamente próximos dos registados no final de 2007, o aumento do prémio de risco nos mercados de dívida privada traduziu-se num aumento bastante mais significativo das taxas de juro das obrigações das empresas do que aquele que tinha ocorrido na segunda metade de 2007. Na área do euro, as taxas da dívida privada atingiram níveis bastante superiores aos máximos registados desde a introdução do euro. No final de Outubro, estas taxas situavam-se cerca de 240 p.b. no sector financeiro e de cerca de 150 p.b. no sector não financeiro acima dos valores do final do ano anterior (aumentos de, respectivamente, cerca de 280 e 180 p.b. face ao período anterior ao início da turbulência nos mercados).

Reflectindo a fuga para activos menos arriscados e mais líquidos, assim como uma deterioração das perspectivas de crescimento económico, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a longo prazo registaram, nas principais economias avançadas, uma redução desde o início da turbulência nos mercados financeiros e até meados de Março de 2008. Esta tendência não prevaleceu contudo ao longo de 2008 (Gráfico 2.6). Para esta situação terá contribuído, durante a Primavera, uma maior tolerância ao risco e um acréscimo das preocupações com as pressões inflacionistas e, a partir de Setembro, as perspectivas de deterioração da situação das finanças públicas, dadas as medidas de apoio aos sistemas financeiros nestas economias e tendo em conta as diferentes vulnerabilidades

Quadro 2.1

MERCADOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS

Dados diários

| | Médias | | | Final de período | | | Final de período face ao período anterior ao início da crise financeira (variação em percentagem ou pontos base) ^(b) | |
|---|--------|------|---------------------|------------------|------|---------------------|---|---------------------|
| | 2006 | 2007 | 2008 ^(a) | 2006 | 2007 | 2008 ^(a) | 2007 | 2008 ^(a) |
| Índices bolsistas (variação em percentagem) | | | | | | | | |
| <i>S&P 500</i> | 9 | 13 | -13 | 13 | 4 | -34 | -5 | -37 |
| Bancos | 7 | -3 | -42 | 12 | -33 | -39 | -27 | -55 |
| <i>Dow Jones Euro Stoxx</i> | 22 | 17 | -20 | 20 | 5 | -43 | -5 | -45 |
| Bancos | 28 | 10 | -31 | 22 | -9 | -55 | -12 | -60 |
| <i>Nikkei 225</i> | 30 | 5 | -24 | 6 | -11 | -44 | -15 | -52 |
| <i>FTSE 100</i> | 15 | 8 | -13 | 11 | 4 | -32 | -3 | -34 |
| <i>MSCI - economias de mercado emergentes</i> ^(c) | 30 | 31 | -4 | 26 | 30 | -47 | 6 | -44 |
| Taxas de juro a 10 anos - dívida pública (percentagem) | | | | | | | | |
| Estados Unidos | 4.8 | 4.6 | 3.8 | 4.7 | 4.0 | 4.0 | -92 | -100 |
| Japão | 1.7 | 1.7 | 1.5 | 1.7 | 1.5 | 1.5 | -35 | -38 |
| Reino Unido | 4.5 | 5.0 | 4.6 | 4.7 | 4.5 | 4.5 | -81 | -79 |
| Área do euro | 3.9 | 4.3 | 4.4 | 4.1 | 4.4 | 4.6 | -12 | 6 |
| Diferenciais entre as taxas de rendibilidade de obrigações de dívida privada e as de obrigações de dívida pública (pontos base) | | | | | | | | |
| Estados Unidos | | | | | | | | |
| AA | 55 | 89 | 267 | 51 | 171 | 486 | 95 | 411 |
| Empresas não financeiras | 51 | 83 | 192 | 54 | 139 | 332 | 70 | 263 |
| Empresas financeiras | 56 | 90 | 281 | 51 | 176 | 517 | 99 | 440 |
| BBB | 114 | 152 | 376 | 113 | 262 | 732 | 129 | 599 |
| Empresas não financeiras | 114 | 144 | 352 | 113 | 238 | 673 | 108 | 543 |
| Empresas financeiras | 139 | 220 | 611 | 130 | 458 | 1352 | 281 | 1175 |
| Bancos | 76 | 121 | 388 | 75 | 250 | 682 | 156 | 588 |
| Área do euro | | | | | | | | |
| AA | 23 | 46 | 132 | 26 | 88 | 222 | 49 | 182 |
| Empresas não financeiras | 22 | 29 | 62 | 22 | 53 | 114 | 28 | 89 |
| Empresas financeiras | 23 | 50 | 144 | 27 | 96 | 241 | 54 | 199 |
| BBB | 74 | 85 | 228 | 73 | 145 | 487 | 73 | 415 |
| Empresas não financeiras | 70 | 78 | 200 | 70 | 134 | 419 | 66 | 351 |
| Empresas financeiras | 100 | 138 | 501 | 98 | 240 | 1057 | 129 | 946 |
| Bancos | 33 | 56 | 180 | 35 | 105 | 348 | 60 | 303 |
| Spreads de dívida de mercados emergentes | | | | | | | | |
| EMBI+ | 200 | 190 | 323 | 169 | 239 | 629 | 57 | 447 |
| Taxas de câmbio efectivas nominais (variação em percentagem) | | | | | | | | |
| Dólar norte-americano | -2.0 | -4.7 | -5.2 | -4.3 | -7.5 | 9.9 | -3.3 | 6.2 |
| Iene japonês | -7.2 | -5.5 | 7.8 | -6.1 | 0.8 | 22.7 | 5.7 | 29.7 |
| Libra esterlina | 0.5 | 2.1 | -10.5 | 6.0 | -6.0 | -10.7 | -6.9 | -16.8 |
| Euro | 0.3 | 3.9 | 5.2 | 4.5 | 6.3 | -6.5 | 4.0 | -2.7 |
| Por memória: | | | | | | | | |
| Taxa de câmbio EUR/USD ^(d) | 0.9 | 9.1 | 9.6 | 11.6 | 11.8 | -13.3 | 6.5 | -7.7 |

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

Notas: (a) Dados até 31 de Outubro. (b) Variações face ao dia 23 de Julho de 2007. (c) Índice da Morgan Stanley Capital International para as economias de mercado emergentes: Argentina, Brasil, Chile, China, Colômbia, República Checa, Egipto, Hungria, Índia, Indonésia, Israel, Jordânia, Coreia, Malásia, México, Marrocos, Paquistão, Peru. (d) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação do euro.

Gráfico 2.2



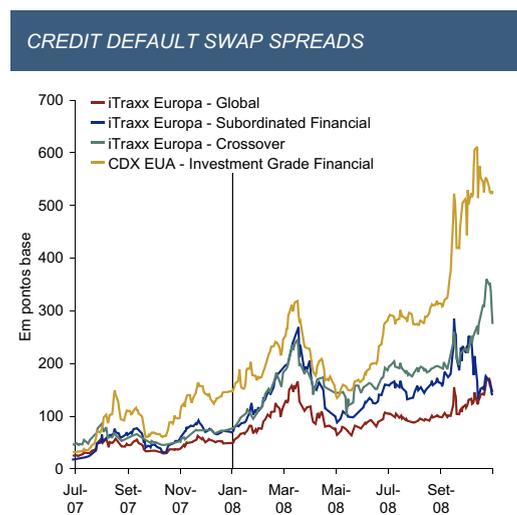
Fonte: Bloomberg.

Gráfico 2.3



Fontes: Bloomberg e Thomson Reuters.

Gráfico 2.4

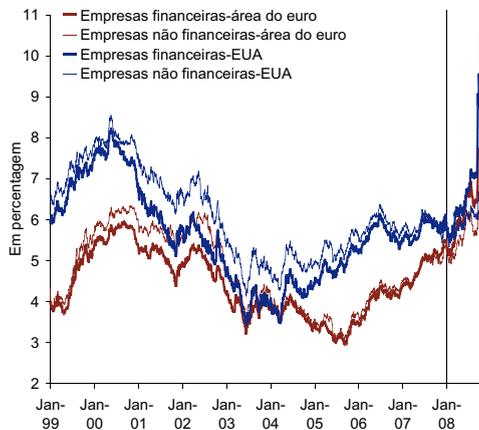


Fonte: Thomson Reuters.

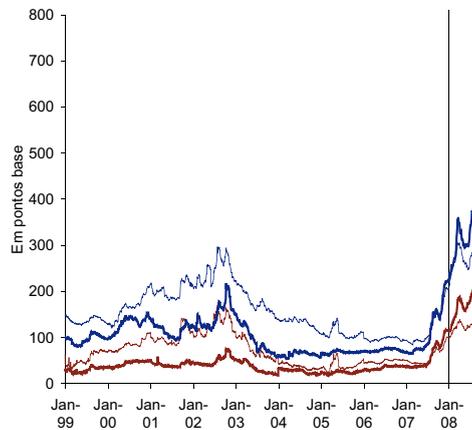
destes sistemas. De facto, a partir do final de Setembro diversos indicadores apontam para um aumento substancial dos prémios de risco soberano nas economias avançadas, o qual ocorreu de forma diferenciada entre as várias economias mas abrangeu também aquelas que têm notações de rating mais elevadas (Gráfico 2.7). Nas economias da área do euro, este acréscimo dos prémios de risco terá contribuído para aumentar os diferenciais entre as taxas de juro de dívida pública alemãs e as das restantes economias (Gráfico 2.8). Contudo, já desde o início de 2008, e em especial desde o Verão, a maior aversão ao risco e a procura de activos mais líquidos vinham-se a traduzir em aumentos dos diferenciais das taxas de dívida pública de algumas economias da área do euro para níveis apenas registados no período anterior à introdução do euro. No final de Outubro as taxas de juro de dívida pública a dez anos na Grécia, em Itália, na Irlanda, em Portugal e em Espanha situavam-se 84, 56, 38,

Gráfico 2.5

TAXAS DE RENDIBILIDADE DE OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PRIVADA



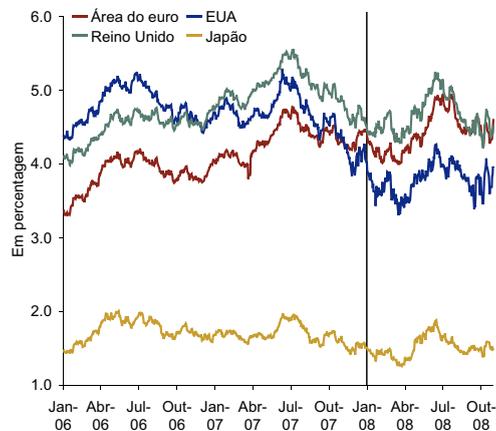
DIFERENCIAIS ENTRE TAXAS DE RENDIBILIDADE DE OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PRIVADA E DE DÍVIDA PÚBLICA



Fontes: Thomson Reuters e Banco de Portugal.

Gráfico 2.6

TAXAS DE RENDIBILIDADE DAS OBRIGAÇÕES A 10 ANOS



Fontes: BCE e Bloomberg.

24 e 20 p.b. acima dos níveis registados no final de 2007, enquanto que as taxas alemãs se reduziram 40 p.b. (Gráfico 2.9).

Os mercados de capitais nas economias de mercado emergentes, que tinham sido relativamente menos afectadas do que os das economias avançadas pela turbulência nos mercados financeiros até aos primeiros meses de 2008, evidenciaram, a partir de Maio, e principalmente a partir de Setembro/Outubro, quedas mais significativas. Esta evolução terá estado associada a uma deterioração das perspectivas de crescimento destas economias, num contexto de enfraquecimento da actividade nas economias avançadas, e, principalmente a partir de Setembro, a preocupações crescentes com o impacto directo da crise financeira. No período mais recente terão surgido receios quanto à capacidade de algumas destas economias financiarem a sua dívida externa ou apoiarem os respectivos sistemas

Gráfico 2.7

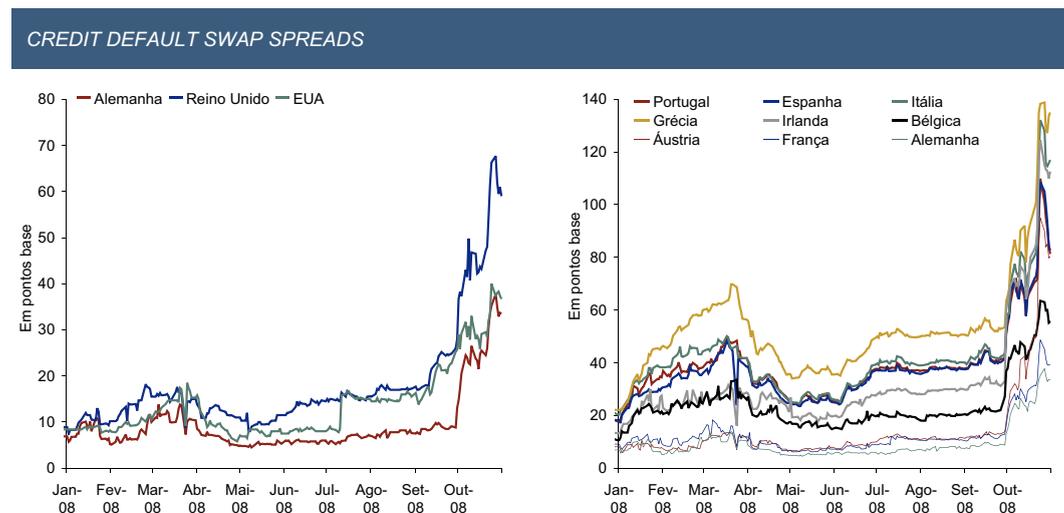


Gráfico 2.8

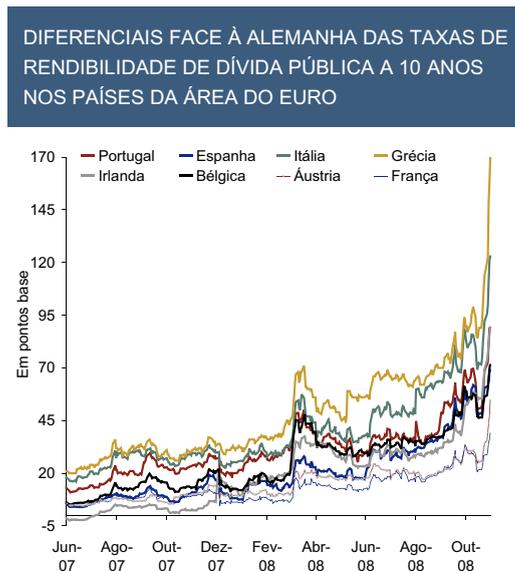
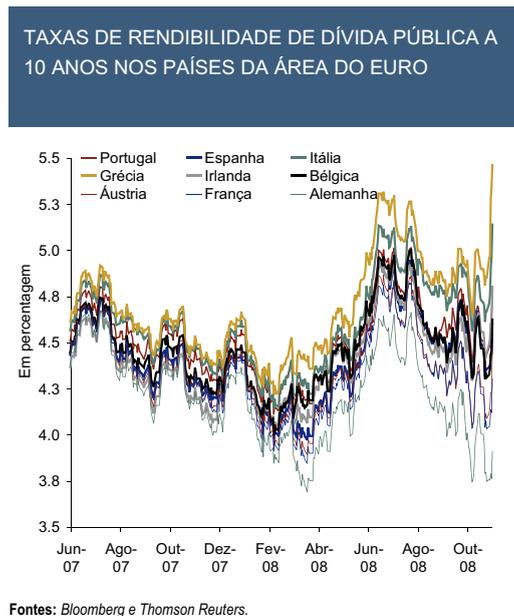


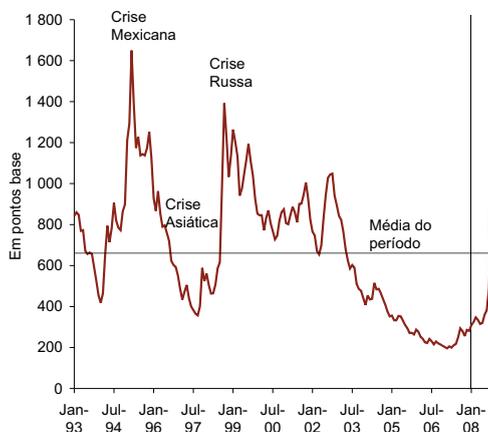
Gráfico 2.9



financeiros, assistindo-se a movimentos acentuados de saídas de capitais, que se reflectiram em alguns casos em depreciações significativas das respectivas moedas. Nestas circunstâncias, diversas economias com elevados défices de balanças correntes, entre as quais a Hungria e vários países da Comunidade de Estados Independentes, tiveram que solicitar ao FMI assistência financeira em Outubro. Face ao início da crise financeira, os mercados accionistas nas economias de mercado emergentes, que tinham registado ligeiras subidas no final de 2007, evidenciavam no final de Outubro uma redução idêntica à das economias avançadas. Por sua vez, os diferenciais das taxas de juro de dívida pública destes países face às das obrigações do Tesouro norte-americano situavam-se em Outubro em valores máximos desde 2002, permanecendo contudo abaixo dos níveis máximos atingidos em crises anteriores (Gráfico 2.10).

Gráfico 2.10

DIFERENCIAIS DE DÍVIDA DE MERCADOS EMERGENTES ^(a)

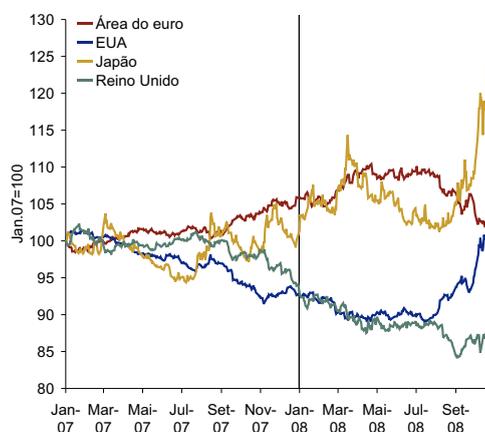


Fonte: JP Morgan.

Nota: Médias mensais. (a) Diferencial entre taxas de rendibilidade dos emissores soberanos de mercados emergentes (EMBI/EMBI+) e de títulos do tesouro dos EUA.

Gráfico 2.11

TAXAS DE CÂMBIO EFECTIVAS NOMINAIS



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

As moedas das principais economias avançadas foram igualmente afectadas pela evolução da crise financeira e pela percepção quanto ao seu impacto sobre a actividade nas várias economias. O euro manteve, até meados de Abril de 2008, a tendência de apreciação em termos nominais efectivos evidenciada nos anos anteriores, registando no resto do ano e, de forma mais evidente, a partir de meados de Julho, um movimento de depreciação (Gráfico 2.11). Esta evolução reflectiu, em grande parte, o comportamento face ao dólar, o qual registou uma tendência de depreciação generalizada até meados de Julho, invertendo esta tendência nos meses seguintes. Para a apreciação do dólar a partir do Verão terá contribuído a percepção de que o crescimento nas restantes economias avançadas, para além dos Estados Unidos, iria ser muito negativamente afectado. Mais recentemente, o facto da economia da área do euro estar mais exposta às economias de mercado emergentes, quer por via do canal do comércio internacional, quer por via da exposição dos sistemas bancários, poderá igualmente ter contribuído para a depreciação do euro face ao dólar. No final de Outubro, as taxas de câmbio efectivas do euro e do dólar situavam-se, respectivamente, 6.5 por cento depreciada e 9.9 por cento apreciada face ao final de 2007 (Quadro 2.1). Contudo, em termos homólogos, no período de Janeiro a Outubro de 2008, o euro apreciou-se 5.2 por cento e o dólar depreciou-se 5.2 por cento. No mesmo período, a libra esterlina depreciou-se cerca de 10 por cento em termos efectivos, num contexto em que as perspectivas para o crescimento da actividade se deterioraram significativamente ao longo do ano. Por sua vez, o iene registou uma apreciação efectiva de cerca de 8 por cento, reflectindo o desfazer de movimentos de *carry trade* num contexto de aumento da aversão ao risco.

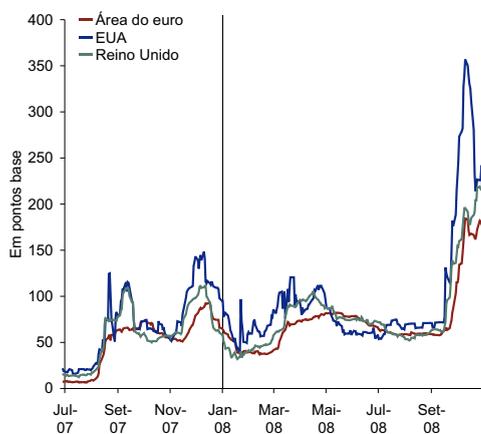
Uma das características mais marcantes da actual crise financeira internacional diz respeito às perturbações no normal funcionamento do mercado monetário interbancário. No contexto do aumento do risco de contraparte, os bancos têm vindo a enfrentar desde o início da turbulência nos mercados financeiros condições de liquidez mais apertadas neste mercado. Nos mercados monetários interbancários das principais economias avançadas esta situação reflectiu-se, nomeadamente, no facto das taxas de juro das operações não colateralizadas terem passado a incorporar prémios de risco de crédito de contraparte e de liquidez significativos, situando-se, assim, substancialmente acima das taxas de juro das operações colateralizadas (Gráfico 2.12). Esta situação manteve-se ao longo de 2008, apesar das inúmeras medidas para facilitar a obtenção de liquidez junto dos bancos centrais (ver “Cai-

xa 2 *Actuação das autoridades no contexto da crise financeira: medidas de gestão de liquidez e de intervenção nos sistemas financeiros*). As pressões nestes mercados acentuaram-se, em particular entre meados de Setembro e de Outubro, registando alguma atenuação a partir da terceira semana de Outubro com o anúncio por parte das autoridades europeias de um pacote concertado para restabelecer a confiança no sistema bancário. As condições nos mercados interbancários permanecem contudo ainda bastante apertadas e as expectativas implícitas nos mercados são de que o ajustamento em baixa dos prémios de risco seja bastante gradual e limitado nos próximos meses. Na área do euro, o diferencial entre as taxas a três meses das operações não colateralizadas em euros e as taxas dos *swaps* de taxa de juro *overnight* (OIS), o qual constitui um indicador dos prémio de risco de crédito e de liquidez implícitos nas taxas Euribor, situava-se em cerca de 180 p.b. no final de Outubro, o que compara com o máximo anterior de cerca 90 p.b. atingido em Dezembro de 2007 e com um valor de cerca de 5 p.b. antes do início da turbulência nos mercados financeiros (Gráfico 2.13). Por sua vez, as taxas de juro Euribor para os prazos de três, seis e doze meses situavam-se no final de Outubro em cerca de 4.8 por cento, traduzindo acréscimos de, respectivamente, cerca de 50, 40 e 30 p.b. face ao período anterior à turbulência nos mercados financeiros, altura em que a taxa de juro oficial da área do euro era 25 p.b. mais elevada.

A turbulência nos mercados accionistas e de dívida privada, as condições de financiamento mais apertadas enfrentadas pelos bancos e as perspectivas de um enfraquecimento da actividade têm vindo a contribuir para uma deterioração das condições de financiamento do sector não financeiro. No caso das empresas não financeiras, verificou-se um aumento significativo das taxas de rendibilidade das obrigações emitidas por este sector, em simultâneo com um aumento dos prémios de risco nos mercados accionistas². No caso dos empréstimos bancários, os dados dos inquéritos aos bancos apontam para que estes tenham vindo a apertar significativamente as condições de concessão de crédito desde meados de 2007 (Gráfico 2.14). Note-se, contudo, que na área do euro, embora as taxas de juro dos empréstimos tenham vindo a aumentar desde o final de 2005, altura em que o BCE ini-

Gráfico 2.12

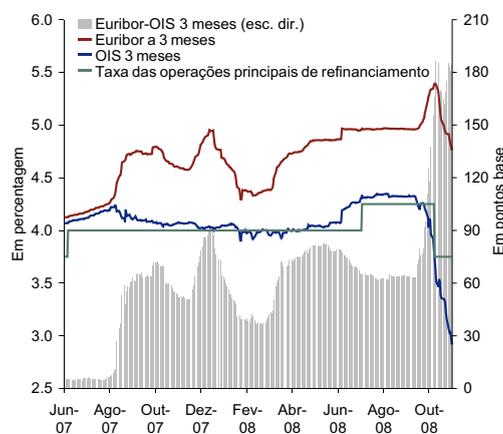
DIFERENCIAL ENTRE AS TAXAS DE JURO A 3 MESES NÃO COLATERALIZADAS E COLATERALIZADAS DOS PRINCIPAIS MERCADOS MONETÁRIOS



Fonte: Thomson Reuters.

Gráfico 2.13

DIFERENCIAL ENTRE AS TAXAS EURIBOR E OIS A 3 MESES

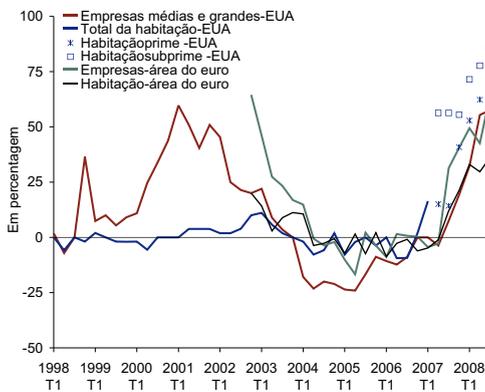


Fontes: BCE e Thomson Reuters.

(2) Veja-se Gameiro, I. (2008), "Prémio de risco nos principais mercados accionistas", *Boletim Económico-Outono*, Banco de Portugal.

Gráfico 2.14

PERCENTAGEM LÍQUIDA DE BANCOS QUE APLICOU CONDIÇÕES MAIS RESTRITIVAS NO CRÉDITO À HABITAÇÃO E ÀS EMPRESAS



Fontes: BCE e Federal Reserve Board.

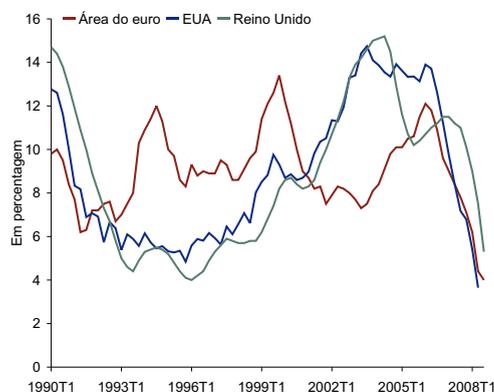
ciou um ciclo de subida de taxas de juro, os diferenciais entre estas taxas e as taxas de juro de mercado de referência observaram até Agosto um acréscimo no caso das taxas de prazos mais longos o que não aconteceu nos prazos mais curtos. Num contexto de persistência do agravamento dos custos de financiamento dos bancos e de pressões para que ajustem os seus balanços é possível que estes venham a transmitir mais integralmente o aumento dos seus custos de financiamento ao sector privado não financeiro.

O aperto das condições de financiamento, em simultâneo com as perspectivas de desaceleração da actividade e, no caso das famílias, com a correcção em baixa nos mercados de habitação em algumas economias, estará a contribuir para alguma redução da procura de crédito por parte do sector não financeiro. De facto, nas principais economias avançadas o crédito à habitação tem mantido nos últimos anos uma tendência de desaceleração (Gráfico 2.15). Na área do euro, o crescimento homólogo dos empréstimos às famílias tem vindo a reduzir-se desde o segundo semestre de 2006, situando-se em Setembro de 2008 em 4.0 por cento no caso dos empréstimos à habitação³ e em 4.3 por cento no caso dos empréstimos para consumo (o que compara com máximos de, respectivamente, 12.1 e 8.7 por cento, registados em 2006). Por sua vez, os empréstimos às empresas não financeiras, embora mantenham, nas principais economias, um crescimento elevado, parecem ter começado a observar uma tendência de desaceleração (Gráfico 2.16). Na área do euro, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às empresas não financeiras atingiu um valor máximo de 15.0 por cento em Março de 2008, tendo-se reduzido para 12.1 por cento em Setembro. Por outro lado, existe ainda evidência de alguma desaceleração das emissões de dívida e de acções por parte das empresas não financeiras na área do euro (Gráfico 2.17). Refira-se que, segundo os resultados do inquérito aos bancos da área do euro sobre o mercado de crédito, a dificuldade de emissão de títulos de dívida tem

(3) As taxas de crescimento dos empréstimos na área do euro estão distorcidas em baixa devido aos efeitos de operações de titularização, sendo provável que este efeito seja maior no caso dos empréstimos à habitação. Segundo estimativas efectuadas pelo BCE, esta distorção aumentou no segundo trimestre de 2008, o que implica uma desaceleração muito menos acentuada dos empréstimos do que aquela que se obtém com as séries não corrigidas deste efeito. De acordo com o BCE, em meados de 2008, o impacto desta correcção sobre as taxas de crescimento trimestrais anualizadas seria de 2 p.p. no caso dos empréstimos ao sector privado e de 6 p.p. no caso dos empréstimos à habitação, o que implica taxas de cerca de 7 e de 0 por cento, respectivamente. Veja-se "Caixa The impact of traditional true-sale securitisation on recent MFI loan developments" do Boletim Mensal do BCE de Setembro 2008.

Gráfico 2.15

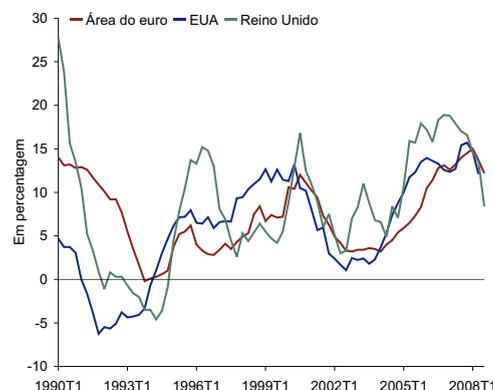
CRÉDITO A PARTICULARES PARA AQUISIÇÃO DE HABITAÇÃO ^(a)



Fontes: BCE, Banco de Inglaterra e *Thomson Reuters*.
Nota: (a) No caso do Reino Unido e dos EUA inclui crédito concedido por outras instituições para além das IFM.

Gráfico 2.16

CRÉDITO NÃO TITULADO ÀS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS ^(a)



Fontes: BCE, Banco de Inglaterra e *Thomson Reuters*.
Nota: (a) No caso dos EUA inclui crédito concedido por outras instituições para além das IFM.

vindo a contribuir positivamente para a procura de empréstimos por parte das empresas não financeiras desde o segundo trimestre de 2007.

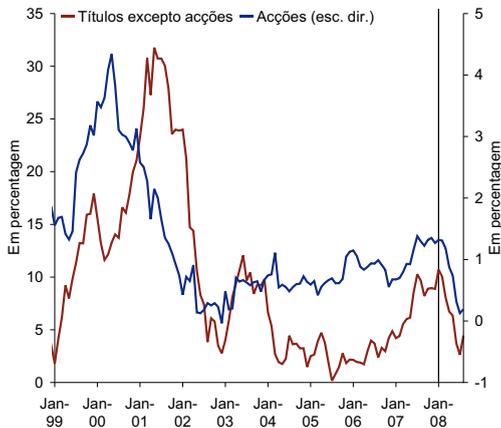
Neste enquadramento, e depois de um forte crescimento registado no período 2004-2007, a actividade económica mundial está a evidenciar uma desaceleração pronunciada à medida que os vários choques económicos e financeiros se propagam geográfica e sectorialmente. As perspectivas para o crescimento do PIB em 2009 nas várias economias têm sido significativamente revistas em baixa e subsiste um grau de incerteza elevado quanto à magnitude da desaceleração em curso.

A actividade económica mundial manteve, na primeira metade de 2008, a tendência de desaceleração iniciada no quarto trimestre de 2007. A redução do crescimento do PIB foi particularmente acentuada no segundo trimestre de 2008, quando a taxa de variação homóloga se situou em 3.9 por cento (menos 0.7 p.p. do que no quarto trimestre de 2007). Para esta evolução deverá ter contribuído o efeito negativo sobre o rendimento disponível decorrente do aumento significativo do preço das matérias-primas. Adicionalmente, o aumento da incerteza e a deterioração das perspectivas para o crescimento da actividade, associados, *inter alia*, à persistência da turbulência nos mercados financeiros, deverão ter afectado negativamente a procura devido a uma deterioração da confiança e a um possível adiamento das decisões de investimento por parte dos agentes económicos. No segundo semestre de 2008 e no início de 2009, segundo o FMI, as economias avançadas deverão entrar em recessão ou ficar perto desta situação e as economias de mercado emergentes tenderão a registar uma desaceleração para níveis abaixo do seu crescimento tendencial. De facto, os indicadores disponíveis para o segundo semestre de 2008 sugerem uma acentuação do abrandamento da actividade. Em particular, os indicadores de confiança das famílias e das empresas nas principais economias avançadas situam-se próximos, e, em alguns casos, abaixo, dos valores mínimos registados em 2001-02 (Gráfico 2.18). Nestas economias a continuação da reavaliação em alta do risco e as necessidades de desalavancagem por parte das instituições financeiras devem limitar o crescimento do crédito e dificultar o financiamento do sector privado.

No conjunto de 2008, as previsões do FMI, efectuadas com base na informação disponível até ao início de Outubro, apontam para uma desaceleração do PIB mundial de 5.0 por cento em 2007, para 3.9

Gráfico 2.17

TAXAS DE CRESCIMENTO ANUAL DOS SALDOS DE TÍTULOS ^(a) E DAS ACÇÕES EMITIDAS POR EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS NA ÁREA DO EURO

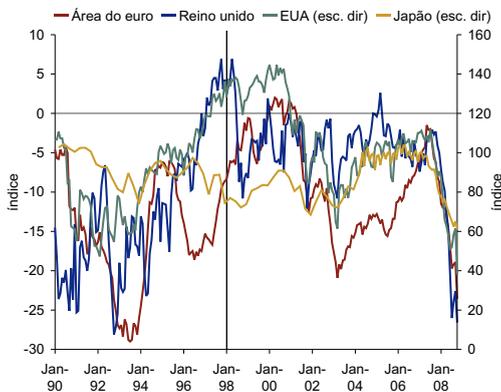


Fonte: BCE.

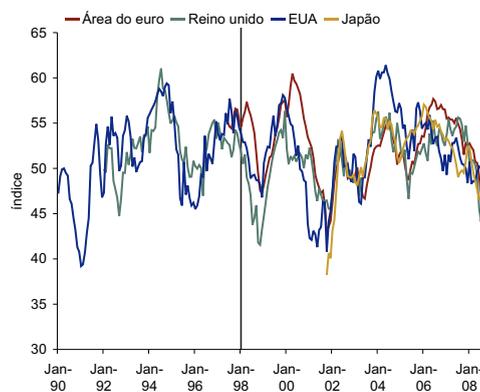
Nota: (a) Inclui emissões em todas as moedas de títulos excepto acções, excluindo derivados financeiros.

Gráfico 2.18

INDICADORES DE CONFIANÇA DOS CONSUMIDORES



PMI INDÚSTRIA TRANSFORMADORA



Fontes: Comissão Europeia e Thomson Reuters.

Fonte: Thomson Reuters.

e 3.0 por cento em 2008 e 2009, respectivamente (em termos de variação homóloga do quarto trimestre, de 4.8 para 2.8 e 3.2 por cento) (Quadro 2.2)⁴. Nas economias avançadas o crescimento do PIB deverá reduzir-se de 2.6 por cento, para 1.5 por cento em 2008 (0.5 por cento em 2009), reflectindo um enfraquecimento generalizado da actividade nos vários países. Para as economias de mercado emergentes e em desenvolvimento o FMI prevê uma redução da taxa de crescimento do PIB de 8.0

(4) No início de Novembro, o FMI divulgou uma actualização destas previsões, que inclui revisões em baixa do crescimento nas principais economias, particularmente significativas em 2009. De acordo com esta actualização, o PIB mundial deverá crescer 3.7 por cento em 2008 e 2.2 por cento em 2009. Nas economias avançadas o FMI prevê que o PIB aumente 1.4 por cento em 2008 e se reduza 0.3 por cento em 2009. Nas economias de mercado emergentes e em desenvolvimento as previsões apontam para crescimentos de 6.6 e 5.1 por cento, em 2008 e 2009, respectivamente.

Quadro 2.2

| EVOLUÇÃO DA ECONOMIA MUNDIAL | | | |
|---|------|------|------|
| Taxas de variação, em percentagem | | | |
| | 2006 | 2007 | 2008 |
| PIB | | | |
| Economia mundial | 5.1 | 5.0 | 3.9 |
| Economias avançadas | 3.0 | 2.6 | 1.5 |
| EUA | 2.8 | 2.0 | 1.6 |
| Japão | 2.4 | 2.1 | 0.7 |
| Área do euro | 2.8 | 2.6 | 1.3 |
| Alemanha | 3.0 | 2.5 | 1.8 |
| França | 2.2 | 2.2 | 0.8 |
| Itália | 1.8 | 1.5 | -0.1 |
| Espanha | 3.9 | 3.7 | 1.4 |
| Portugal | 1.4 | 1.9 | 0.6 |
| Reino Unido | 2.8 | 3.0 | 1.0 |
| Novas economias industrializadas da Ásia ^(a) | 5.6 | 5.6 | 4.0 |
| Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento | 7.9 | 8.0 | 6.9 |
| Europa central e de leste | 6.7 | 5.7 | 4.5 |
| Comunidade de Estados Independentes | 8.2 | 8.6 | 7.2 |
| Rússia | 7.4 | 8.1 | 7.0 |
| Países asiáticos em desenvolvimento | 9.9 | 10.0 | 8.4 |
| China | 11.6 | 11.9 | 9.7 |
| Índia | 9.8 | 9.3 | 7.9 |
| Médio Oriente | 5.7 | 5.9 | 6.4 |
| América Latina | 5.5 | 5.6 | 4.6 |
| África | 6.1 | 6.3 | 5.9 |
| Angola | 18.6 | 21.1 | 16.0 |
| Volume de comércio mundial de bens e serviços | 9.3 | 7.2 | 4.9 |
| Preços internacionais de matérias-primas | | | |
| Petróleo (<i>brent</i>) ^(b) | | | |
| Em USD | 20.1 | 9.5 | 57.5 |
| Em Euros | 19.0 | 0.4 | 41.6 |
| Matérias-primas não energéticas ^(c) | | | |
| Em USD | 26.3 | 19.1 | 19.8 |
| Em Euros | 24.8 | 9.2 | 7.6 |
| Preços no consumidor | | | |
| Economias avançadas | 2.4 | 2.2 | 3.6 |
| Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento | 5.4 | 6.4 | 9.4 |

Fontes: FMI, *HWI-Hamburg Institute of International Economics*, Thomson Reuters e Banco de Portugal.

Notas: (a) Coreia, Hong-Kong, Taiwan e Singapura. (b) Taxa de variação homóloga, dados até 31 de Outubro de 2008. (c) Taxa de variação homóloga, dados até Outubro de 2008.

para 6.9 por cento em 2008 (6.1 por cento em 2009). Este abrandamento deverá igualmente ser generalizado às várias regiões, com excepção do Médio Oriente, onde o crescimento deverá beneficiar do dinamismo da procura interna. Nestas economias, os menores ritmos de crescimento deverão ser registados na América Latina e na Europa Central e de Leste, regiões que têm relações comerciais mais intensas com os Estados Unidos e com a Europa e onde existem países com grandes défices das balanças correntes financiados por entradas de capitais bancários ou por investimento de carteira. Os maiores ritmos de crescimento continuam a ser registados nos países asiáticos em desenvolvimento e, em menor grau, na Comunidade de Estados Independentes.

Nos Estados Unidos, o PIB registou um crescimento homólogo de 1.8 por cento nos três primeiros trimestres de 2008, o que compara com um aumento de 2.0 por cento em 2007. Subjacente a este crescimento está uma aceleração temporária do PIB no segundo trimestre, em grande parte determinada

pelo impacto de um pacote de estímulo orçamental aprovado em Fevereiro⁵. Com efeito, com excepção do segundo trimestre, a actividade económica nos Estados Unidos tem vindo a evidenciar um significativo enfraquecimento desde o final de 2007, tendo no terceiro trimestre de 2008 o PIB diminuído 0.1 por cento face ao trimestre anterior. O crescimento do PIB desde o início do ano ficou a dever-se ao contributo positivo das exportações líquidas, decorrente da manutenção de um comportamento dinâmico das exportações e de um enfraquecimento das importações, num contexto em que o dólar manteve até ao início do Verão uma tendência de depreciação efectiva. O contributo da procura interna para o crescimento em cadeia do PIB foi nulo nos primeiros dois trimestres do ano. No terceiro trimestre este contributo situou-se em -0.4 p.p., reflectindo a primeira contracção do consumo privado desde o início da década de 90 e uma nova contracção da FBCF, determinada principalmente pela componente residencial. A evolução da actividade nos próximos trimestres deverá continuar a ser negativamente afectada pela continuação da correcção em baixa no mercado de habitação, pelo enfraquecimento do mercado de trabalho e pela deterioração das condições de financiamento do sector privado⁶. O FMI prevê uma redução do crescimento do PIB de 2.0 por cento em 2007, para 1.6 por cento em 2008 (0.1 por cento em 2009), reflectindo um enfraquecimento da procura interna, parcialmente compensado por uma aceleração das exportações líquidas.

Na área do euro, o PIB manteve, no primeiro semestre de 2008, a tendência de desaceleração que registou em 2007 e que reflecte o enfraquecimento da procura interna, em particular do consumo privado e da FBCF. A procura externa líquida teve, no primeiro semestre, um contributo nulo para o crescimento, uma vez que a desaceleração das importações ocorreu em simultâneo com um abrandamento das exportações. O PIB evidenciou uma evolução muito diferenciada nos dois primeiros trimestres do ano. No primeiro trimestre a actividade acelerou, em grande parte devido a condições meteorológicas invulgarmente favoráveis que beneficiaram o investimento em construção na Alemanha. Em contraste, no segundo trimestre, o PIB registou uma redução em cadeia decorrente de um significativo enfraquecimento da procura interna, que deverá ter reflectido, parcialmente, uma correcção em baixa face ao crescimento do trimestre anterior, mas principalmente o efeito negativo sobre o rendimento disponível do aumento dos preços dos bens energéticos e alimentares, uma redução da confiança das famílias devido à persistência da turbulência nos mercados financeiros e, em alguns países, o arrefecimento do sector da habitação. As perspectivas para o segundo semestre apontam para a acentuação da tendência de enfraquecimento da actividade. Em particular, o efeito negativo sobre a procura interna decorrente do aperto das condições de financiamento do sector privado deverá tornar-se mais importante. Por sua vez, as exportações deverão continuar a ser negativamente afectadas pela desaceleração da actividade mundial. Segundo o FMI, o PIB da área do euro deve desacelerar de 2.6 para 1.3 por cento em 2008 (0.2 por cento em 2009).

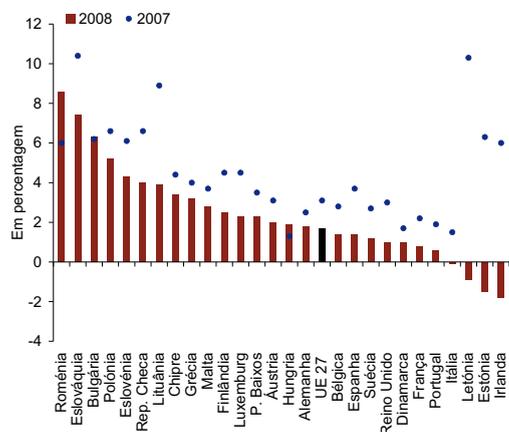
Ainda de acordo com o FMI, o enfraquecimento da actividade deverá ser comum a todas as economias da área do euro, sendo particularmente pronunciado na Irlanda e, em menor grau, em Espanha (Gráfico 2.19). Com excepção da Roménia, da Hungria e da Bulgária, todos os países da UE (União Europeia) não pertencentes à área do euro devem igualmente registar uma desaceleração da actividade em 2008. A maioria dos novos Estados-Membros deve continuar a evidenciar taxas de crescimento significativamente superiores à média da UE. Os países bálticos devem, contudo, registar um enfraquecimento acentuado da actividade, com quedas do PIB na Letónia e na Estónia, países onde se registou um elevado crescimento do endividamento, que apresentam elevados défices das balanças correntes, e cujas instituições financeiras estão muito dependentes do financiamento externo. De entre as restantes economias da UE é de realçar a previsão de uma desaceleração do PIB no Reino

(5) Este pacote teve uma natureza temporária consistindo principalmente numa redução dos impostos pagos pelas famílias e pelas empresas num montante de cerca de 1 por cento do PIB.

(6) Refira-se que o impacto sobre os custos de financiamento do sector privado da forte redução das taxas de juro efectuada pela Reserva Federal desde Setembro de 2007 tem sido mitigado pelo aumento dos prémios de risco incorporados nas taxas de juro bancárias.

Gráfico 2.19

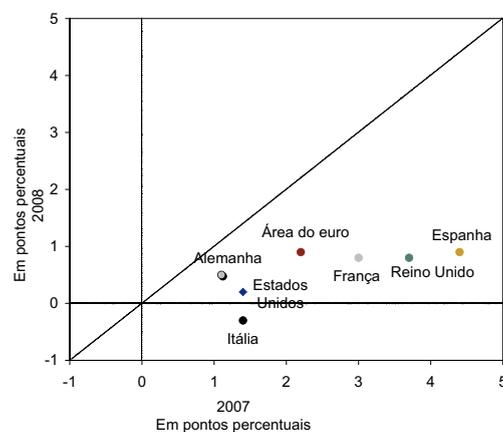
PRODUTO INTERNO BRUTO NOS PAÍSES DA UNIÃO EUROPEIA EM 2008
Taxa de variação real



Fonte: FMI.

Gráfico 2.20

PROCURA INTERNA
Contributo para o crescimento do PIB



Fonte: FMI.

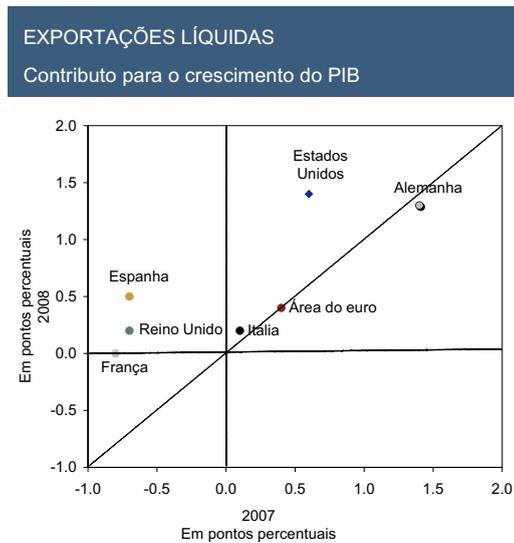
Unido, de 3.0 para 1.0 por cento em 2008 (-0.1 por cento em 2009). De facto, a actividade económica no Reino Unido tem vindo a enfraquecer significativamente desde o quarto trimestre de 2007 (a taxa de variação em cadeia do PIB passou de 0.8 por cento nos três primeiros trimestres de 2007, para -0.5 por cento no terceiro trimestre de 2008), reflectindo o comportamento do consumo privado e da FBCF.

Em 2008, os principais parceiros comerciais de Portugal deverão assim registar uma desaceleração pronunciada da actividade. O contributo da procura interna para o crescimento do PIB deverá ser inferior a 1 p.p. nas quatro maiores economias da área do euro, nos Estados Unidos e no Reino Unido, sendo a desaceleração particularmente acentuada em Espanha, no Reino Unido e em França (Gráfico 2.20). O consumo privado deve enfraquecer em todas estas economias, registando, segundo o FMI, uma redução face ao ano anterior na Alemanha e em menor grau em Itália. A desaceleração da FBCF deverá ser igualmente generalizada, apontando o FMI para que os Estados Unidos, o Reino Unido e a Espanha registem em 2008 uma redução desta componente da despesa, o que deverá reflectir a evolução negativa do investimento residencial. O contributo da procura externa líquida para o crescimento deverá aumentar nos Estados Unidos, Reino Unido, Espanha e França e permanecer praticamente inalterado na Alemanha e na Itália (Gráfico 2.21). Nestas economias as importações de bens e serviços deverão registar em 2008 um comportamento muito fraco, em linha com a evolução da procura global.

O enfraquecimento das importações dos nossos principais parceiros comerciais deverá traduzir-se numa desaceleração da procura externa dirigida à economia portuguesa de 5.9 por cento em 2007, para 2.6 por cento em 2008⁷. As exportações de bens e serviços portuguesas deverão desacelerar significativamente no conjunto de 2008, deixando de crescer a um ritmo superior ao das exportações da área do euro, como tinha acontecido nos dois anos anteriores, e acentuando o diferencial negativo de crescimento face às exportações dos países da Europa Central e de Leste e das economias emergentes da Ásia (Gráfico 2.22).

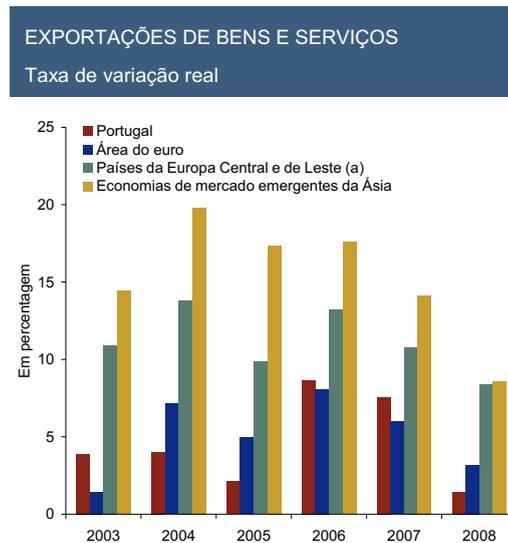
(7) Estes valores não incluem contudo explicitamente as importações de Angola, devido a limitações de informação estatística. Refira-se que segundo o FMI, em Angola o PIB deverá desacelerar em 2008 embora mantendo um crescimento elevado (16.0 por cento, face a 21.1 por cento em 2007).

Gráfico 2.21



Fonte: FMI.

Gráfico 2.22



Fontes: FMI, INE e Banco de Portugal.

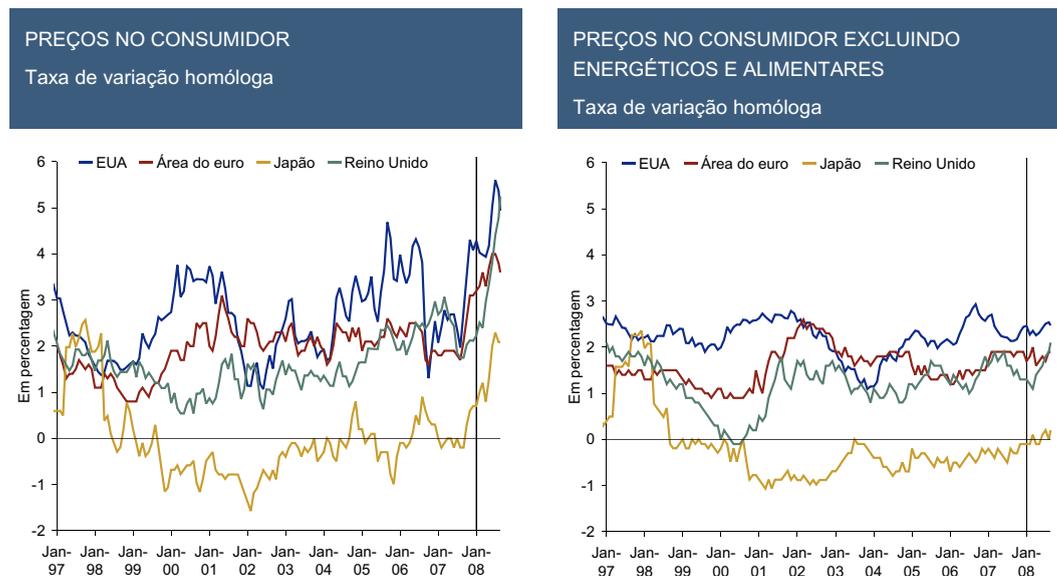
Nota: (a) Inclui Albânia, Bulgária, Croácia, Eslováquia, Estónia, Hungria, Letónia, Lituânia, Macedónia, Malta, Polónia, República Checa, Roménia e Turquia.

Segundo o FMI, o comércio mundial de bens e serviços deverá abrandar de 7.2 por cento, para 4.9 por cento em 2008 (4.1 por cento em 2009), mantendo a tendência de moderação que vem a evidenciar desde finais de 2006⁸. O abrandamento do comércio mundial de mercadorias, que reflectiu inicialmente o comportamento das importações nas economias avançadas, tem vindo a evidenciar desde finais de 2007 uma desaceleração generalizada das importações nas várias regiões. As importações das economias em desenvolvimento continuaram, contudo, a registar até Agosto de 2008 um comportamento bastante dinâmico, contrastando com o crescimento muito reduzido das importações das economias avançadas. A deterioração recente da situação financeira em muitas das economias de mercado emergentes e em desenvolvimento deverá contudo ter um impacto negativo sobre a procura interna destes países, o que se deverá traduzir em crescimentos mais reduzidos das suas importações.

Em 2008, a subida dos preços das matérias-primas contribuiu para um aumento das pressões inflacionistas à escala mundial. De acordo com o FMI, nas economias avançadas a taxa de inflação deverá aumentar 1.4 p.p., para 3.6 por cento e nas economias de mercado emergentes e em desenvolvimento 3.0 p.p., para 9.4 por cento (Quadro 2.2). Nas principais economias avançadas, as taxas de inflação atingiram níveis máximos desde o início da década de 90 (Gráfico 2.23). O crescimento dos preços no consumidor, excluindo os preços de energia e dos bens alimentares, permaneceu bastante contido, embora tenha registado algum aumento desde a Primavera. Na área do euro, a taxa de inflação aumentou de 1.7 por cento em Agosto de 2007 para 4.0 por cento em Junho de 2008, reflectindo aumentos de 1.8 e 0.6 p.p. dos contributos das componentes de bens energéticos e alimentares, e reduziu-se para 3.6 por cento em Setembro de 2008, reflectindo principalmente a evolução dos preços da energia. Excluindo os preços de energia e dos bens alimentares, a taxa de inflação na área do euro permaneceu assim relativamente estável, situando-se ao longo do ano entre 1.7 e 2.0 por cento. Em Portugal, a taxa de inflação observou, desde o Verão de 2007 um padrão de evolução semelhante ao da área do euro, embora tenha registado um aumento menos acentuado (ver "Secção 6 Preços").

(8) A actualização das previsões efectuada pelo FMI no início de Novembro inclui um crescimento comércio mundial de bens e serviços de 4.6 por cento em 2008 e de 2.1 por cento em 2009.

Gráfico 2.23



Fontes: Eurostat e Thomson Reuters.

A partir de meados de Julho, os preços das matérias-primas registaram uma tendência marcada de redução. Em média, em Outubro, os preços em dólares do barril do *brent* e das matérias-primas não energéticas situavam-se, respectivamente, 17.3 e 11.8 por cento abaixo dos valores de Dezembro de 2007⁹. Para esta evolução terá contribuído a desaceleração da actividade económica mundial e as perspectivas do seu significativo enfraquecimento num contexto de deterioração da situação do sistema financeiro. Por fim, refira-se que a evolução dos preços das matérias-primas, e em especial do petróleo, poderá também ter sido influenciada pelo comportamento do dólar norte-americano, o qual se depreciou em termos efectivos até meados de Julho, apreciando-se posteriormente¹⁰.

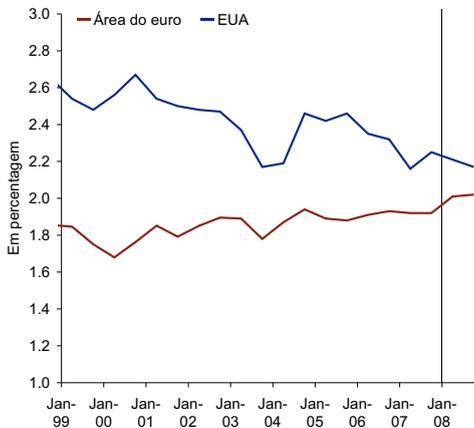
É de esperar que o crescimento dos preços no consumidor continue a registar uma moderação nas economias avançadas, tendo em conta a redução dos preços das matérias-primas conjugada com a desaceleração da actividade. Contudo, a taxa de inflação deverá permanecer temporariamente acima dos níveis compatíveis com a estabilidade de preços. Adicionalmente, na área do euro, ao contrário dos Estados Unidos e do Reino Unido, as remunerações por trabalhador aceleraram significativamente desde o quarto trimestre de 2007, o que, ocorrendo em simultâneo com uma moderação da produtividade do trabalho, se traduziu num aumento do crescimento dos custos unitários do trabalho. Em termos gerais, o risco de surgirem efeitos de segunda ordem sobre os preços nas principais economias avançadas deverá contudo ser limitado pelo impacto negativo sobre a actividade e o emprego decorrente do agravamento recente da crise no sistema financeiro e num contexto em que as expectativas de inflação a longo prazo têm permanecido relativamente ancoradas em níveis compatíveis com a estabilidade de preços (Gráfico 2.24). No caso das economias de mercado emergentes e em desenvolvimento, o aumento relativamente mais acentuado da taxa de inflação terá reflectido o maior peso da alimentação nos cabazes de consumo (segundo o FMI, cerca de 30-45 por cento, face a 10-15 por cento nas economias avançadas), a manutenção de um crescimento robusto da actividade e a existência de expectativas de inflação menos bem ancoradas. Nestas economias, os riscos de

(9) No final do mês de Outubro, o preço do barril do *brent* situava-se em cerca de 64 dólares, o que compara com valores máximos de cerca de 146 dólares atingidos em Julho de 2008.

(10) Para uma explicação dos canais pelos quais a evolução do dólar pode afectar os preços das matérias-primas internacionais, veja-se a "Caixa 1.4 Dollar Depreciation and Commodity Prices" do *World Economic Outlook* do FMI de Abril de 2008.

Gráfico 2.24

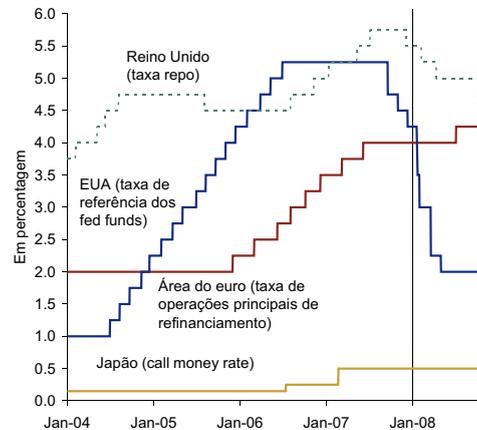
EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO NO HORIZONTE ENTRE 1 E 10 ANOS IMPLÍCITAS EM INQUÉRITOS



Fonte: Consensus Economics.

Gráfico 2.25

TAXAS DE JURO OFICIAIS



Fontes: Bloomberg e Thomson Reuters.

efeitos de segunda ordem parecem ser mais elevados do que nas economias avançadas, embora se tenham reduzido recentemente no contexto de perspectivas mais negativas para a evolução da actividade e de uma redução dos preços das matérias-primas. Para qualquer um dos grupos o FMI prevê uma redução da taxa de inflação em 2009 (para 2.0 por cento nas economias avançadas e para 7.8 por cento nas economias de mercado emergentes e em desenvolvimento)¹¹.

Desde o deflagrar da turbulência dos mercados financeiros e até ao início do Verão de 2008, a política monetária nas principais economias avançadas foi muito condicionada pela existência de riscos em alta sobre a estabilidade de preços em simultâneo com a existência de riscos em baixa sobre o crescimento económico. As diferentes respostas dadas pelos bancos centrais a esta situação reflectem em grande medida a evolução diferenciada da actividade económica no final de 2007 e no início de 2008 nas várias regiões assim como os diferentes mandatos dos respectivos bancos centrais.

Entre Janeiro e Abril a Reserva Federal norte-americana prosseguiu o ciclo de redução acentuada das taxas de juro iniciado em Setembro de 2007. Neste período a taxa objectivo para os fed funds foi reduzida num total de 2.25 p.p. para 2.0 por cento (Gráfico 2.25). Estas decisões foram justificadas pela deterioração das perspectivas para a actividade económica, num contexto de fortes tensões nos mercados financeiros, de um aperto nas condições de concessão de crédito ao sector privado, da acentuação da correcção em baixa no mercado de habitação e do enfraquecimento do mercado de trabalho. No Reino Unido, o Banco de Inglaterra efectuou duas reduções da taxa de juro oficial de 25 p.b. em Fevereiro e Abril para 5.0 por cento (redução de 75 p.b. desde Dezembro de 2007). O Comité de Política Monetária considerou que, dada a desaceleração observada e esperada da actividade económica, predominavam os riscos de que a taxa de inflação se situasse no médio prazo abaixo do seu nível objectivo. Por sua vez, o BCE que vinha a subir as taxas de juro desde Dezembro de 2005, manteve as taxas de juro inalteradas até Julho de 2008, quando procedeu à subida das taxas de juro oficiais em 25 p.b. para 4.25 por cento, com vista a evitar efeitos de segunda ordem generalizados e a contrariar os crescentes riscos ascendentes para a estabilidade de preços a médio prazo.

(11) Segundo a actualização das previsões efectuada pelo FMI no início de Novembro, a taxa de inflação nas economias avançadas deverá reduzir-se de 3.6 por cento em 2008, para 1.4 por cento em 2009 e nas economias de mercado emergentes e em desenvolvimento reduzir-se de 9.2 por cento, para 7.1 por cento, no mesmo período.

O forte agravamento da crise financeira a partir de Setembro de 2008 levou à significativa revisão em baixa das perspectivas para a actividade económica mundial, ao mesmo tempo que as pressões inflacionistas associadas aos preços das matérias-primas diminuíram. Neste enquadramento, dada a forte interligação das economias e dos sistemas financeiros, no dia 8 de Outubro numa acção concertada, o BCE, a Reserva Federal, o Banco de Inglaterra e os bancos centrais do Canadá, da Suíça e da Suécia reduziram as respectivas taxas oficiais em 50 p.b. Estas medidas tiveram lugar num quadro de moderação das pressões inflacionistas em vários países, reflectindo a queda acentuada nos preços da energia e de outras matérias-primas, de diminuição das expectativas de inflação, e de aumento dos riscos em baixa para a actividade em consequência do agravamento da crise financeira, o que, por sua vez, contribuiu também para a redução dos riscos ascendentes para a estabilidade de preços. No dia 29 de Outubro a Reserva Federal norte-americana voltou a reduzir a taxa objectivo para os fed funds em 50 p.b., para 1.0 por cento. Nas suas reuniões de 6 de Novembro, o Conselho do BCE e o Comité de Política Monetária do Banco de Inglaterra voltaram igualmente a reduzir as suas taxas de juro de referência em 50 p.b. e 150 p.b., respectivamente (para 3.25 e 3.0 por cento, respectivamente). Por sua vez, o Banco do Japão diminuiu no dia 31 de Outubro o objectivo para taxa de juro de referência em 20 p.b., para 0.3 por cento, o que constituiu a primeira redução em sete anos.

A evolução da economia mundial no médio prazo está envolvida num grau de incerteza superior ao habitual, decorrente da combinação de choques reais e financeiros muito significativos. Os desenvolvimentos futuros da crise financeira são ainda muito incertos, estando em grande parte dependentes da magnitude das perdas que ainda terão que ser assumidas por parte do sistema financeiro mundial. As medidas tomadas pelas autoridades terão sido capazes de evitar o colapso do sistema financeiro norte-americano e europeu, mas a confiança nos mercados de capitais permanece muito debilitada e poderá demorar algum tempo até que os prémios de risco de contraparte diminuam de forma significativa. Nas últimas semanas têm-se assistido a fortes pressões nos mercados das economias emergentes, as quais poderão pôr em causa o cenário de manutenção de um crescimento relativamente elevado nestas economias, gerando uma deterioração ainda mais acentuada das perspectivas de crescimento para as economias avançadas. Adicionalmente, existe ainda uma elevada incerteza quanto à magnitude do efeito negativo sobre as finanças públicas das medidas tomadas pelas autoridades.

Em qualquer dos casos, as implicações reais desta crise não deixarão de ser significativas em termos do seu impacto no crescimento económico, envolvendo necessariamente um longo processo de ajustamento. Refira-se que, segundo a análise efectuada pelo FMI, as recessões que são precedidas de tensões financeiras, e em particular as que têm origem no sector bancário, têm tipicamente efeitos negativos pronunciados e prolongados sobre a actividade.

3. POLÍTICAS MACROECONÓMICAS

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

Política monetária do BCE

Durante o primeiro semestre de 2008, o BCE manteve, tal como na segunda metade de 2007, a taxa de juro mínima de proposta aplicável às operações principais de refinanciamento em 4.0 por cento (Quadro 3.1.1). Na primeira parte do ano prevaleceu a perspectiva de que taxa de inflação permaneceria significativamente acima de 2.0 por cento nos meses seguintes e que registaria apenas uma moderação gradual no decurso de 2008. Neste período o Conselho manteve a avaliação de que existiam riscos ascendentes para a estabilidade de preços a médio prazo associados a possíveis efeitos de segunda ordem generalizados sobre os salários e os preços, num contexto em que se registavam restrições em termos da capacidade produtiva e se assistia a uma evolução positiva do mercado de trabalho. Estes riscos eram confirmados pela manutenção de um crescimento forte da moeda e do crédito. Simultaneamente, o Conselho manteve a avaliação quanto à existência de riscos descendentes sobre o crescimento da actividade em grande parte determinados pela possibilidade de a turbulência nos mercados financeiros ter um impacto mais negativo sobre a actividade do que o esperado.

Em Junho, o Conselho considerou que os riscos claramente ascendentes para estabilidade de preços a médio prazo tinham registado um aumento. De facto, as perspectivas eram de que a taxa de inflação permaneceria elevada durante um período mais prolongado do que o previsto anteriormente, devido

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 |
| 3 Jul. 2008 | 3.25 | 4.25 | 5.25 |
| 8 Out. 2008 | 3.25 | 3.75 | 4.25 |
| 6 Nov. 2008 | 2.75 | 3.25 | 3.75 |

Fonte: BCE.

em grande parte ao aumento acentuado dos preços internacionais dos produtos energéticos e alimentares, e dada a ausência até à altura de restrições significativas à concessão de empréstimos bancários. Nestas circunstâncias, em Julho, o BCE aumentou em 25 p.b. as taxas de juro de referência, passando a taxa de juro mínima das operações principais de refinanciamento a situar-se em 4.25 por cento, e as taxas de juro aplicáveis às facilidades permanentes de cedência de liquidez e de depósito em 5.25 e 3.25 por cento, respectivamente. Esta decisão foi justificada pela necessidade de evitar efeitos de segunda ordem generalizados e contrariar os crescentes riscos ascendentes para a estabilidade de preços a médio prazo. O Conselho considerou que na sequência desta decisão a orientação da política monetária contribuiria para a prossecução do objectivo do BCE. Esta avaliação foi mantida nos meses seguintes tendo assim as taxas de juro permanecido inalteradas até Setembro. Neste período foram divulgados dados que revelaram aumentos acentuados dos custos unitários do trabalho. Por sua vez, o agregado monetário M3 e o crédito mostraram alguns sinais de moderação, embora tenham continuado a crescer a ritmos elevados.

Na reunião de 2 de Outubro, perante a intensificação da turbulência nos mercados financeiros, o Conselho do BCE debateu de forma exaustiva esta situação e o seu possível impacto na actividade económica e na inflação, reconhecendo o nível extraordinariamente elevado de incerteza decorrente desses desenvolvimentos. Segundo o Conselho do BCE, as perspectivas económicas encontravam-se sujeitas a riscos descendentes acrescidos, resultantes sobretudo de um cenário em que as tensões continuadas nos mercados financeiros afectassem a economia real de uma forma mais adversa do que o previsto. O Conselho considerou que, tendo em conta o enfraquecimento da procura, os riscos ascendentes para a estabilidade de preços tinham diminuído ligeiramente, mas não desaparecido. Perante o agravamento da crise financeira nos dias seguintes, o BCE efectuou no dia 8 de Outubro uma redução concertada com outros bancos centrais das taxas de juro oficiais em 50 p.b. (para 3.75 por cento no caso da taxa de juro mínima das operações principais de refinanciamento). No mesmo dia o BCE anunciou uma redução do corredor das facilidades permanentes em torno da taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento de 200 para 100 p.b., tendo assim a taxa de juro da facilidade permanente de cedência passado a situar-se em 4.25 por cento e a de depósito em 3.25 por cento. Esta medida deverá permanecer em vigor enquanto necessário e pelo menos até 20 de Janeiro de 2009. Na reunião de 6 de Novembro, o Conselho do BCE voltou a reduzir em 50 p.b. as taxas de juro de referência, para 3.25 por cento no caso da taxa de juro mínima das operações principais de refinanciamento e para 3.75 e 2.75 por cento, respectivamente, nos casos das taxas de juro aplicáveis às facilidades permanentes de cedência de liquidez e de depósito. Esta decisão foi justificada pela continuação da melhoria das perspectivas para a estabilidade de preços. O Conselho considera expectável que a taxa de inflação continue a reduzir-se nos próximos meses, atingindo níveis em linha com a estabilidade de preços no decurso de 2009. Segundo o Conselho é provável que a intensificação e o alargamento da turbulência nos mercados financeiros afecte negativamente a procura a nível global e na área do euro por um período relativamente prolongado. Deste modo, e considerando a descida acentuada dos preços das matérias-primas, é de esperar uma moderação nas pressões sobre custos e salários na área do euro. Adicionalmente, o ritmo de expansão monetária, embora continue elevado, mostra sinais de moderação. Globalmente, o Conselho considerou que os riscos em alta para a estabilidade de preços no médio prazo se reduziram, embora ainda não tenham desaparecido totalmente.

Condições monetárias e financeiras da economia portuguesa

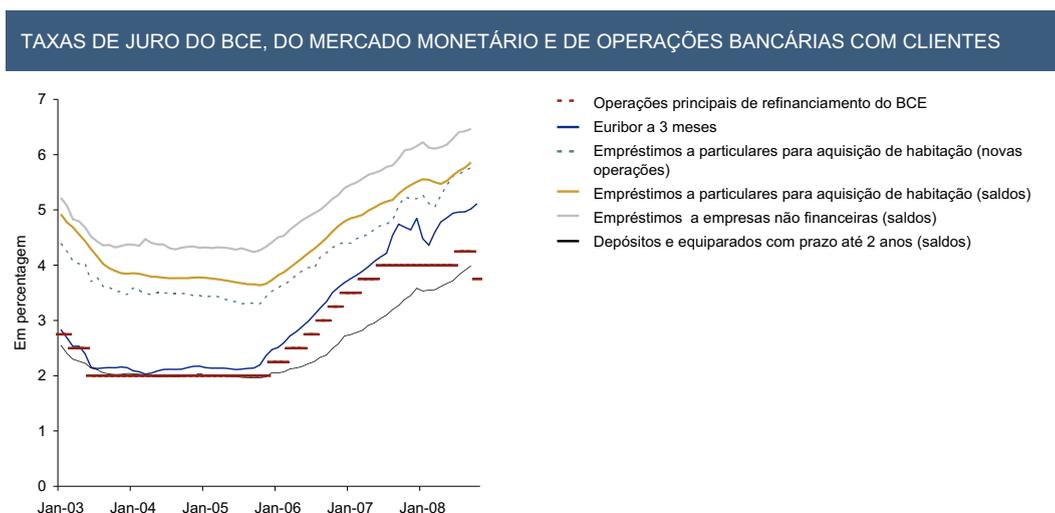
O ano de 2008 continuou a ser marcado pela forte turbulência nos mercados financeiros internacionais, na sequência do observado desde o Verão de 2007, o que, atendendo ao elevado grau de integração económica e financeira da economia portuguesa, se traduziu em condições monetárias e

financeiras particularmente adversas. De facto, tem vindo a assistir-se a uma alteração significativa e abrangente das condições no mercado monetário interbancário, nos mercados de dívida pública e privada e nos mercados accionistas. Esta situação tem condicionado a capacidade de financiamento dos bancos portugueses nos mercados por grosso a nível internacional, tendendo a repercutir-se, por sua vez, sobre as condições de financiamento aplicadas aos seus clientes e sobre as decisões de despesa de particulares e empresas. Ainda assim, os bancos têm conseguido sustentar um crescimento elevado do crédito, para o que tem contribuído a maior captação de recursos de clientes.

Num contexto de elevada incerteza nos mercados financeiros internacionais, de quebra de confiança generalizada e de aumento do risco de contraparte, os bancos têm vindo a restringir a oferta de fundos no mercado monetário interbancário de modo a evitar eventuais dificuldades de liquidez. Assim, as taxas de juro do mercado monetário situaram-se em níveis elevados face à evolução observada e face às expectativas de evolução das taxas de juro do BCE (Gráfico 3.1.1). Em particular, desde meados de 2007, registou-se um alargamento significativo do diferencial entre as taxas do mercado monetário e as taxas oficiais. Neste contexto, uma vez que em Portugal as taxas de juro de curto prazo do mercado monetário predominam como referência para as taxas de juro bancárias, já se estará a observar algum impacto desta evolução sobre as variáveis macroeconómicas mais sensíveis a estes desenvolvimentos, ainda que com o habitual gradualismo na transmissão. De igual forma, tem-se observado uma ligeira tendência de apreciação, se bem que com alguma volatilidade, do índice cambial efectivo para a economia portuguesa. Nos meses mais recentes, este índice verificou uma redução, situando-se em Setembro de 2008 num nível semelhante ao do final do ano anterior (Quadro 3.1.2).

De acordo com o índice de condições monetárias para a economia portuguesa, a evolução das taxas de juro ao longo dos últimos anos terá tido um impacto restritivo sobre o crescimento da actividade económica em 2007 e 2008 reflectindo, quer o ciclo de subida de taxas de juro iniciado no final de 2005, quer o aumento dos prémios de risco no período mais recente¹². Embora em menor grau, o comportamento do índice cambial efectivo terá contribuído no mesmo sentido. Ainda com base no índice de condições monetárias, quer a evolução das taxas de juro, quer a apreciação do índice cambial efectivo terão contribuído para a redução da inflação no mesmo período (Gráfico 3.1.2).

Gráfico 3.1.1



Fontes: BCE e Banco de Portugal.

Nota: Última observação: Setembro de 2008 para as taxas referentes a empréstimos e depósitos, Outubro de 2008 para as restantes.

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

Quadro 3.1.2 (continua)

CONDIÇÕES MONETÁRIAS E FINANCEIRAS DA ECONOMIA PORTUGUESA

| | Evolução anual | | | Evolução trimestral | | | | | | Evolução mensal | | | | | | | | | | |
|--|----------------|-------|-------|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2007 | | | | 2008 | | 2008 | | | | | | | | | | |
| | 2005 | 2006 | 2007 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | Jan | Fev | Mar | Abr | Mai | Jun | Jul | Ago | Set | Out |
| Taxas de juro nominais - valores médios de período (em percentagem) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Euribor a 3 meses | 2.2 | 3.1 | 4.3 | 3.8 | 4.1 | 4.5 | 4.7 | 4.5 | 4.9 | 5.0 | 4.5 | 4.4 | 4.6 | 4.8 | 4.9 | 4.9 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 5.1 |
| Euribor a 12 meses | 2.3 | 3.4 | 4.4 | 4.1 | 4.4 | 4.7 | 4.7 | 4.5 | 5.1 | 5.4 | 4.5 | 4.3 | 4.6 | 4.8 | 5.0 | 5.4 | 5.4 | 5.3 | 5.4 | 5.2 |
| Taxa de rendibilidade das obrigações do Tesouro emitidas a taxa fixa com maturidade 10 anos | 3.4 | 3.9 | 4.4 | 4.2 | 4.5 | 4.6 | 4.4 | 4.3 | 4.7 | 4.8 | 4.3 | 4.3 | 4.4 | 4.5 | 4.6 | 5.0 | 5.0 | 4.7 | 4.7 | 4.6 |
| Taxas de juro bancárias | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Sobre saldos de empréstimos | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Sociedades não financeiras | 4.3 | 4.9 | 5.8 | 5.5 | 5.7 | 5.8 | 6.1 | 6.2 | 6.2 | 6.4 | 6.2 | 6.1 | 6.1 | 6.1 | 6.2 | 6.3 | 6.4 | 6.4 | 6.5 | |
| Particulares para habitação | 3.7 | 4.3 | 5.1 | 4.9 | 5.0 | 5.2 | 5.4 | 5.5 | 5.5 | 5.8 | 5.6 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.6 | 5.7 | 5.8 | 5.8 | 5.9 | |
| Particulares para consumo e outros fins | 7.7 | 8.0 | 8.6 | 8.3 | 8.6 | 8.6 | 8.8 | 8.8 | 8.9 | 9.1 | 8.8 | 8.8 | 8.9 | 8.9 | 8.9 | 9.0 | 9.1 | 9.1 | 9.2 | |
| Sobre saldos de depósitos com prazo acordado | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Sector privado não financeiro - até 2 anos (exclui dep. ordem, com pré-aviso) | 2.0 | 2.3 | 3.1 | 2.8 | 3.0 | 3.2 | 3.5 | 3.5 | 3.7 | 3.9 | 3.5 | 3.5 | 3.6 | 3.6 | 3.7 | 3.7 | 3.8 | 3.9 | 4.0 | |
| Sobre novas operações de empréstimos | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Particulares para habitação | 3.4 | 4.0 | 4.8 | 4.5 | 4.6 | 4.9 | 5.2 | 5.1 | 5.4 | 5.7 | 5.3 | 5.1 | 5.0 | 5.3 | 5.4 | 5.6 | 5.6 | 5.7 | 5.8 | |
| Taxa de câmbio - valores médios de período | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Índice cambial efectivo nominal ^{(a),(b)} | 100.8 | 100.9 | 101.8 | 101.3 | 101.7 | 101.8 | 102.4 | 102.9 | 103.5 | 103.2 | 102.8 | 102.7 | 103.3 | 103.6 | 103.5 | 103.5 | 103.6 | 103.1 | 102.8 | 102.0 |
| Índice cambial efectivo nominal - variação percentual face ao período comparável precedente ^{(a),(b)} | -0.2 | 0.2 | 0.8 | 0.2 | 0.4 | 0.1 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | -0.3 | 0.2 | 0.0 | 0.5 | 0.3 | -0.1 | 0.0 | 0.1 | -0.4 | -0.3 | -0.8 |
| Mercado accionista - variação percentual face ao período comparável precedente (valores de fim de período) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| PSI Geral | 17.2 | 33.3 | 18.3 | 5.2 | 17.8 | -11.4 | 7.7 | -18.8 | -10.8 | -11.4 | -14.9 | -1.2 | -3.5 | 5.7 | -1.5 | -14.4 | -5.8 | 2.5 | -8.2 | -20.9 |
| Dow Jones Euro Stock Alargado | 23.0 | 20.3 | 4.9 | 3.4 | 6.3 | -3.4 | -1.2 | -16.4 | -7.3 | -12.1 | -13.1 | -1.1 | -2.7 | 5.5 | -0.4 | -11.8 | -1.8 | 1.1 | -11.5 | -15.9 |
| Preços no mercado de habitação - taxa de variação anual em fim de período | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Índice Confidencial Imobiliário ^(c) | 2.3 | 2.1 | 1.3 | 1.4 | 1.0 | 1.1 | 1.3 | 1.6 | 2.3 | 3.2 | 1.3 | 1.4 | 1.6 | 1.8 | 2.1 | 2.3 | 2.5 | 2.8 | 3.2 | |
| Avaliação bancária (INE) | 2.9 | 0.3 | 0.5 | 0.0 | 0.5 | 1.0 | 0.5 | -0.2 | -1.7 | -3.0 | n.d. | n.d. | -0.2 | n.d. | n.d. | -1.7 | n.d. | n.d. | -3.0 | |

Quadro 3.1.2 (continuação)

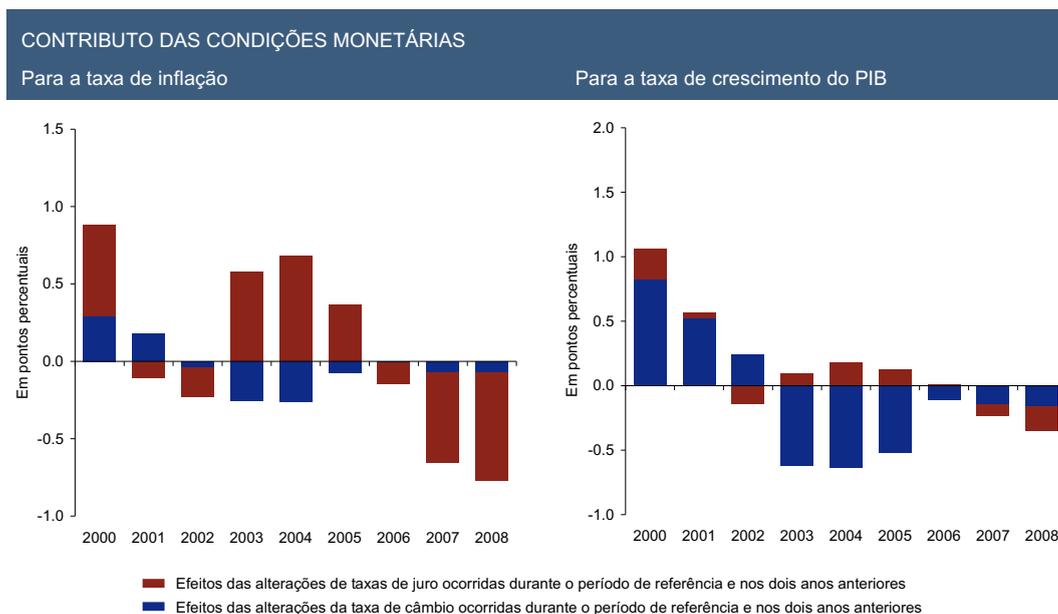
CONDIÇÕES MONETÁRIAS E FINANCEIRAS DA ECONOMIA PORTUGUESA

| | Evolução anual | | | Evolução trimestral | | | | | | Evolução mensal | | | | | | | | | | | |
|---|----------------|------|------|---------------------|------|------|------|------|------|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|--|
| | | | | 2007 | | | 2008 | | | 2008 | | | | | | | | | | | |
| | 2005 | 2006 | 2007 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | Jan | Fev | Mar | Abr | Mai | Jun | Jul | Ago | Set | Out | |
| Crédito ao sector privado não financeiro - taxa de variação anual em fim de período | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Empréstimos concedidos por instituições financeiras monetárias residentes ^(d) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Sector privado não financeiro | 7.7 | 8.7 | 9.9 | 8.8 | 9.0 | 9.2 | 9.9 | 10.4 | 9.7 | 8.7 | 10.5 | 10.6 | 10.4 | 10.5 | 9.7 | 9.7 | 9.4 | 9.1 | 8.7 | | |
| Particulares - Total | 9.8 | 9.9 | 9.0 | 9.6 | 9.4 | 9.2 | 9.0 | 8.5 | 7.7 | 6.3 | 8.9 | 8.9 | 8.5 | 8.4 | 7.9 | 7.7 | 7.3 | 6.7 | 6.3 | | |
| Para aquisição de habitação | 11.1 | 9.9 | 8.5 | 9.4 | 9.0 | 8.8 | 8.5 | 7.8 | 7.1 | 5.7 | 8.4 | 8.3 | 7.8 | 7.7 | 7.3 | 7.1 | 6.7 | 6.2 | 5.7 | | |
| Para consumo e outros fins | 4.5 | 10.1 | 11.3 | 10.9 | 11.3 | 10.9 | 11.3 | 11.3 | 10.6 | 8.7 | 11.1 | 11.4 | 11.3 | 11.4 | 10.5 | 10.6 | 9.7 | 9.0 | 8.7 | | |
| Sociedades não financeiras | 5.0 | 7.1 | 11.2 | 7.8 | 8.5 | 9.2 | 11.2 | 13.0 | 12.3 | 12.0 | 12.7 | 13.0 | 13.0 | 13.3 | 12.1 | 12.3 | 12.2 | 12.4 | 12.0 | | |
| Depósitos em instituições financeiras monetárias residentes - taxa de variação homóloga em fim de período | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Sector privado não financeiro | 6.0 | 4.2 | 5.7 | 4.3 | 6.5 | 7.5 | 5.7 | 10.1 | 9.6 | 11.4 | 9.2 | 9.5 | 10.1 | 10.8 | 10.6 | 9.6 | 11.0 | 11.8 | 11.4 | | |
| Por memória: | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| IHPC - Taxa de variação média anual em fim de período | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Portugal | 2.1 | 3.0 | 2.4 | 2.9 | 2.6 | 2.4 | 2.4 | 2.6 | 2.7 | 2.9 | 2.4 | 2.5 | 2.6 | 2.5 | 2.6 | 2.7 | 2.7 | 2.8 | 2.9 | | |
| Área do euro | 2.2 | 2.2 | 2.1 | 2.1 | 1.9 | 1.9 | 2.1 | 2.5 | 2.9 | 3.4 | 2.3 | 2.4 | 2.5 | 2.6 | 2.8 | 2.9 | 3.1 | 3.3 | 3.4 | | |

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

Notas: (a) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação 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", Banco de Portugal, Boletim Económico, Dezembro. (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 LardoceLar.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) 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.

Gráfico 3.1.2



Nota: Para informação metodológica, veja-se Esteves, Paulo Soares (2003), "Índice de condições monetárias para Portugal", Banco de Portugal, *Boletim Económico*-Junho. Os multiplicadores subjacentes à construção deste índice (correspondentes aos impactos de variações das taxas de câmbio e de juro) foram actualizados tomando em consideração o principal modelo actualmente utilizado na construção das projecções económicas para a economia portuguesa.

Note-se, contudo, que este indicador não considera um conjunto de variáveis igualmente relevantes para a avaliação das condições monetárias e financeiras da economia portuguesa, cuja análise se reveste de especial importância face à instabilidade que se tem vindo a verificar nos mercados financeiros. Assim, torna-se particularmente relevante analisar a evolução da posição financeira do sistema bancário, dos mercados accionistas, dos spreads da dívida e dos preços no mercado imobiliário.

O sistema bancário português tem desempenhado um papel central no financiamento da economia portuguesa, nomeadamente através da intermediação de recursos obtidos nos mercados financeiros internacionais, o que permitiu manter um crescimento do crédito muito superior ao dos recursos de clientes por um período prolongado¹³. No entanto, mais recentemente, no quadro de turbulência dos mercados financeiros internacionais, observou-se uma convergência entre a expansão do crédito e dos depósitos, sendo que no final de Agosto de 2008 o crescimento dos depósitos do sector privado não financeiro ultrapassava o do crédito a este sector. De facto, as dificuldades acrescidas no acesso a financiamento nos mercados por grosso desde o Verão de 2007 terão contribuído para a oferta de condições mais atractivas na captação de recursos de clientes por parte dos bancos. Adicionalmente, a maior procura de aplicações financeiras menos sensíveis a flutuações de mercado por parte dos investidores – que têm vindo a desmobilizar aplicações em fundos de investimento e noutros activos financeiros – terá também contribuído para um maior crescimento dos depósitos (a taxa de variação anual dos depósitos ao sector privado não financeiro situou-se em 11.4 por cento em Setembro de 2008, que compara com 6.5 por cento em Junho de 2007) (Quadro 3.1.2). Apesar das já referidas condições adversas no acesso a financiamento nos mercados financeiros por grosso, os bancos portugueses conseguiram preservar algum acesso aos mercados primários de emissões de títulos de dívida, ainda que a custos relativamente elevados e com maturidades mais reduzidas, reflectindo a dificuldade na colocação de títulos a médio e longo prazo a nível global. A titularização de empréstimos tem também constituído uma importante fonte de financiamento para os bancos portugueses. Contudo, no actual enquadramento, a procura de títulos resultantes de operações de titularização re-

(13) Para mais detalhes ver "O Sistema Bancário Português no Decurso de 2008" neste Boletim.

gistou uma diminuição assinalável. Neste contexto, à semelhança do efectuado por outros bancos europeus, alguns bancos portugueses adquiriram os títulos resultantes destas operações aos veículos de titularização. Ainda assim, estas operações de titularização contribuíram de forma positiva para a gestão de liquidez das instituições, dado que estes títulos são elegíveis, tal como as obrigações hipotecárias, como garantia em operações de crédito do Eurosistema. Finalmente, parte das operações habitualmente efectuadas junto dos mercados de financiamento por grosso estarão a ser efectuadas junto do BCE. Será, contudo, de realçar que a actividade dos grupos bancários portugueses, medida pelo total do activo, apesar de verificar algum abrandamento face ao crescimento dos últimos anos, não foi afectada de forma muito significativa em termos quantitativos pela turbulência financeira no primeiro semestre de 2008.

Apesar dos bancos portugueses não apresentarem exposições directas significativas ao mercado *subprime* norte-americano, os efeitos das perturbações nos mercados financeiros internacionais têm-se repercutido negativamente sobre a evolução dos seus resultados, nomeadamente através do aumento do custo de financiamento, da evolução do valor da carteira de instrumentos financeiros e do abrandamento do rendimento de comissões relacionadas com operações financeiras, num contexto em que se verificou um aumento significativo do incumprimento. Este último terá reflectido a deterioração da situação financeira de algumas famílias e empresas num quadro de desaceleração da actividade económica, de manutenção do perfil ascendente das taxas de juro, de aumento da restritividade nas condições de oferta de crédito e de materialização do risco quanto à extensão e duração da instabilidade nos mercados financeiros. Simultaneamente, registou-se uma redução da solvabilidade do total do sistema bancário português no primeiro semestre de 2008, tendo-se verificado alguma dispersão entre instituições bancárias.

Apesar da turbulência nos mercados financeiros se observar já desde o Verão de 2007, o crédito concedido ao sector privado não financeiro, embora em desaceleração, continuou a apresentar taxas de crescimento elevadas ao longo de 2008, sendo contudo de realçar que esta evolução reflecte comportamentos distintos das suas componentes. Com respeito aos empréstimos a particulares, a trajetória de abrandamento observada desde meados de 2006 acentuou-se nos primeiros oito meses de 2008. Por sua vez, a taxa de variação anual dos empréstimos concedidos a sociedades não financeiras situou-se em níveis elevados ao longo de 2008, apresentando alguma volatilidade. Adicionalmente, o montante de papel comercial emitido por este sector registou um aumento assinalável.

Contrastando com o que se verificou em 2007, em que os dois segmentos do crédito a particulares apresentaram evoluções díspares, quer os empréstimos para consumo e outros fins, quer sobretudo os destinados à aquisição de habitação registaram um abrandamento nos primeiros oito meses do corrente ano¹⁴. De facto, a taxa de variação anual dos empréstimos bancários a particulares para aquisição de habitação manteve a tendência descendente observada desde meados de 2006, situando-se em 5.7 por cento em Setembro (Gráfico 3.1.3). No mesmo período, os empréstimos a particulares para consumo e outros fins registaram uma taxa de variação anual de 8.7 por cento evidenciando, apenas nos meses mais recentes, uma ligeira tendência de diminuição (Gráfico 3.1.4). A informação relativa à variação trimestral anualizada dos empréstimos a particulares, calculada a partir de dados corrigidos de sazonalidade, evidencia uma redução mais acentuada do que a observada nas taxas de variação anual, sobretudo a partir do segundo trimestre.

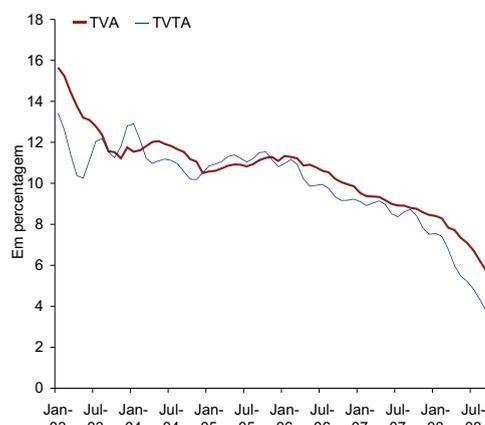
Segundo as respostas dos cinco grupos bancários participantes na amostra do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, nos primeiros nove meses de 2008 ter-se-á observado uma diminuição

(14) De acordo com a informação da Direcção Geral do Tesouro, o número de empréstimos para aquisição de habitação contratados no primeiro semestre do corrente ano foi 11 por cento inferior ao registado no período homólogo do ano anterior.

Gráfico 3.1.3

**EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS A PARTICULARES
PARA HABITAÇÃO POR INSTITUIÇÕES
MONETÁRIAS RESIDENTES**

Taxas de variação anual e trimestral anualizada



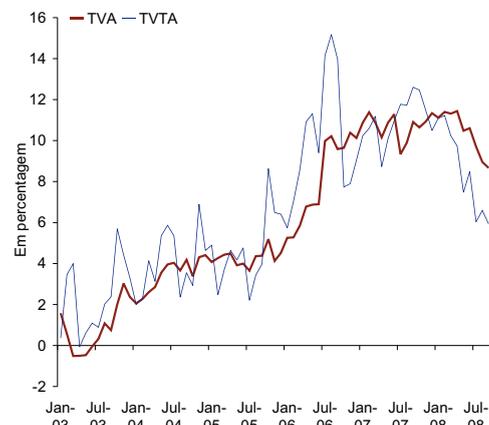
Fonte: Banco de Portugal.

Nota: As taxas de variação anual e trimestral são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de operações de titularização, e transações mensais, as quais são calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao activo e de reavaliações cambiais e de preço. A taxa de variação trimestral é ajustada de sazonalidade. Última observação: Setembro de 2008.

Gráfico 3.1.4

**EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS A PARTICULARES
PARA CONSUMO E OUTROS FINS POR
INSTITUIÇÕES MONETÁRIAS RESIDENTES**

Taxas de variação anual e trimestral anualizada



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: As taxas de variação anual e trimestral são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de operações de titularização, e transações mensais, as quais são calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao activo e de reavaliações cambiais e de preço. A taxa de variação trimestral é ajustada de sazonalidade. Última observação: Setembro de 2008.

da procura de empréstimos para aquisição de habitação, associada sobretudo a uma deterioração das perspectivas para o mercado de habitação e da confiança dos consumidores. Adicionalmente, para o mesmo período, os bancos inquiridos reportaram a aplicação de critérios progressivamente mais restritivos, mantendo a tendência evidenciada desde o início da turbulência nos mercados financeiros internacionais. De acordo com este inquérito, os bancos terão também aplicado critérios mais restritivos na aprovação de empréstimos a particulares para consumo e outros fins desde o início da turbulência nos mercados financeiros e observado, desde o segundo trimestre de 2008, uma diminuição da procura deste tipo de empréstimos, a qual terá estado associada à deterioração da confiança dos consumidores¹⁵.

Ao longo de 2008, a taxa de variação anual relativa aos empréstimos bancários concedidos a sociedades não financeiras manteve-se em níveis elevados (12.0 por cento em Setembro de 2008, que compara com 8.5 por cento em Junho de 2007). Contudo, a taxa de variação trimestral anualizada calculada a partir de valores corrigidos de sazonalidade aponta para algum abrandamento destes empréstimos, se bem que mantendo um crescimento elevado (Gráfico 3.1.5). Acresce que o comportamento dos empréstimos concedidos a sociedades não financeiras contrasta com a adopção de critérios mais restritivos reportada pelos bancos participantes no Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, reflectindo a situação nos mercados de financiamento por grosso e o custo de capital relacionado com a captação de fundos próprios por parte dos bancos¹⁶. Também de acordo com as respostas a este inquérito, a reestruturação da dívida e as necessidades de financiamento de existências e de fundo de maneo terão continuado a ser os principais factores contribuindo para um

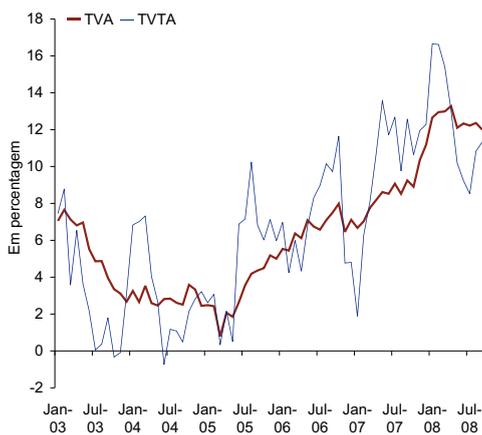
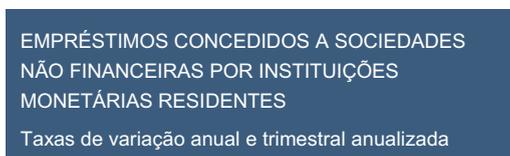
(15) Sobre este assunto, veja-se "Caixa 4.1 A evolução do consumo privado em 2007 e o comportamento dos bens duradouros" e "Caixa 7.1 Desenvolvimentos recentes no mercado de crédito a particulares para consumo e outros fins", Banco de Portugal, *Relatório Anual 2007*.

(16) Refira-se a este respeito que a taxa de variação dos empréstimos concedidos pelos cinco maiores grupos bancários portugueses a empresas não financeiras residentes em Junho de 2008, embora também elevada, foi inferior à do total do sistema bancário, tendo registado também uma aceleração menos acentuada do que a verificada pelo total desde o início do ano. Para mais detalhes ver "Secção 4.4 Risco de crédito" do texto "O Sistema Bancário Português no Decurso de 2008" neste Boletim.

acréscimo da procura de crédito por parte das empresas não financeiras. Por seu lado, o financiamento do investimento tornou-se a ser indicado com tendo um impacto negativo sobre a procura no segundo e no terceiro trimestre de 2008, depois de apresentar alguns sinais de recuperação no decurso do segundo semestre de 2007. De facto, a instabilidade nos mercados financeiros e a incerteza crescente sobre a dimensão dos seus efeitos sobre a economia real estarão a condicionar as decisões de investimento das sociedades não financeiras. A este propósito refira-se que, de acordo com os resultados do Inquérito de Conjuntura ao Investimento realizado em Abril, a percentagem de empresas que indicaram factores de natureza financeira (designadamente, o nível da taxa de juro, a capacidade de auto-financiamento e a dificuldade em obter crédito bancário) como limitações ao investimento em 2008 aumentou ligeiramente em comparação com o ano anterior¹⁷.

Para além do significativo crescimento dos empréstimos às sociedades não financeiras destaca-se, na sua estrutura de financiamento, o forte aumento da emissão líquida de papel comercial no primeiro semestre de 2008 face ao mesmo período do ano anterior, reflectindo em parte as dificuldades na emissão nos prazos mais longos, dada a situação nos mercados financeiros por grosso (Gráfico 3.1.6). No primeiro semestre de 2008, reflectindo a redução da poupança corrente e a relativa estabilidade da formação bruta de capital, as necessidades de financiamento das sociedades não financeiras excederam o valor observado no semestre homólogo do ano anterior¹⁸. Este desenvolvimento traduziu-se num aumento da dívida financeira deste sector (crescimento de 14.9 por cento no ano terminado em Junho de 2008, que compara com 9.9 por cento no período homólogo de 2007) (Gráfico 3.1.7). Neste contexto, na primeira metade do ano, verificou-se um aumento do rácio de alavanca fi-

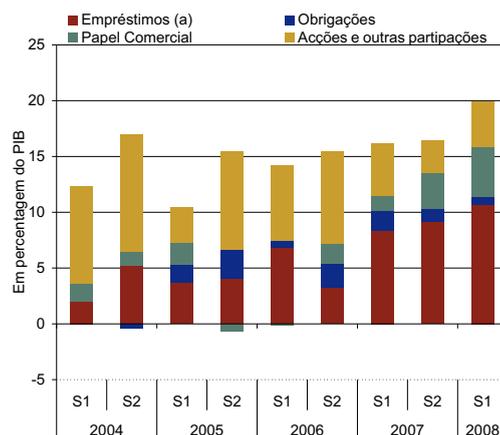
Gráfico 3.1.5



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: As taxas de variação anual e trimestral 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. A taxa de variação trimestral é ajustada de sazonalidade. Última observação: Setembro de 2008.

Gráfico 3.1.6



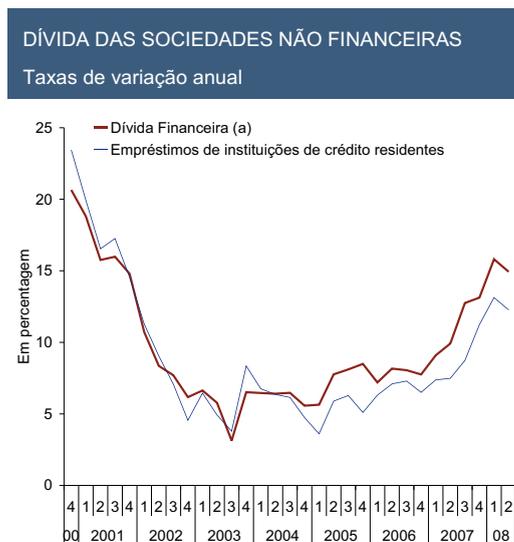
Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (a) Inclui empréstimos concedidos por instituições de crédito residentes e não residentes (excluindo os concedidos a sociedades não financeiras com sede na zona franca da Madeira).

(17) O Inquérito de Conjuntura ao Investimento é realizado semestralmente, sendo que o relativo a Outubro de 2008 estará disponível apenas no início do próximo ano.

(18) Para mais detalhes ver "Secção 3 Situação financeira do sector privado não financeiro" do texto "O Sistema Bancário Português no Decurso de 2008" neste Boletim.

Gráfico 3.1.7



Fonte: Banco de Portugal.

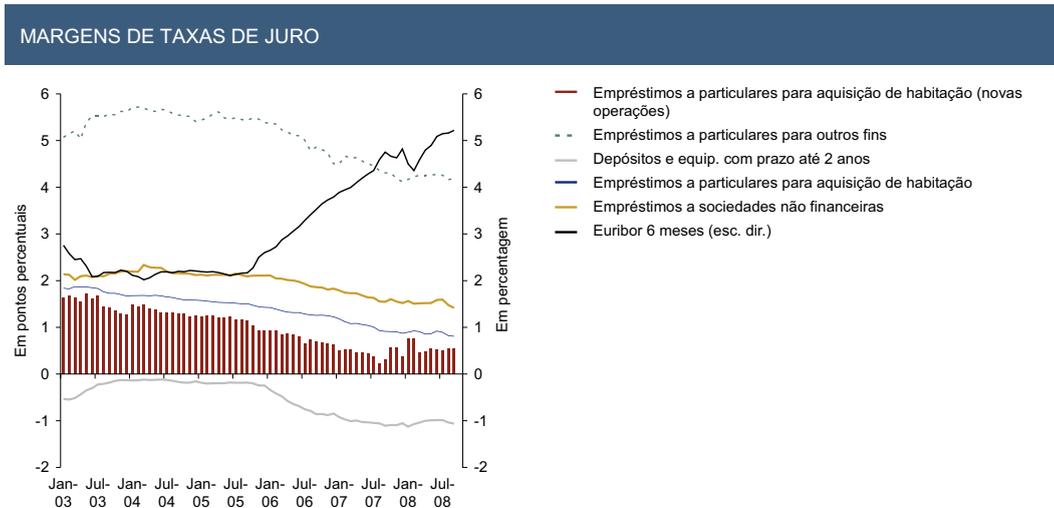
Nota: (a) Inclui empréstimos concedidos por instituições de crédito residentes e não residentes; empréstimos/suprimentos concedidos por empresas não residentes do mesmo grupo económico (excluindo os concedidos a sociedades não financeiras com sede na zona franca da Madeira); títulos de dívida emitidos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

nanceira do sector, tendo o recurso ao financiamento por capitais próprios continuado a reflectir, em larga medida, a evolução das outras participações, em particular das prestações suplementares.

No decurso de 2008, verificou-se uma ligeira diminuição da margem de taxa de juro das operações passivas com clientes, que deverá reflectir a prática de estratégias mais competitivas por parte das instituições bancárias na captação de recursos de clientes, no contexto de perturbações nos mercados de financiamento por grosso (Gráfico 3.1.8). Por sua vez, os *spreads* associados às operações activas verificaram uma interrupção na tendência de redução observada desde o início do ciclo de subida das taxas de juro do mercado monetário, registando no período mais recente uma relativa estabilização. Note-se que existe algum desfasamento temporal na transmissão das variações das taxas de juro aplicadas em novas operações às taxas de juro médias de saldos, essencialmente no caso dos empréstimos a particulares para aquisição de habitação, que têm associados maturidades mais longas. De facto, o diferencial implícito nas taxas de juro relativas aos novos contratos deste tipo de empréstimos apresentou globalmente uma trajectória ascendente desde o Verão de 2007. O comportamento da margem nas operações activas terá começado a reflectir a alteração das políticas de concessão de crédito por parte dos bancos. Com efeito, de acordo com os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, os bancos terão adoptado critérios de concessão de crédito mais restritivos, em particular através da aplicação de *spreads* mais elevados, a partir do segundo semestre de 2007.

No decurso do primeiro semestre de 2008, a taxa de rendibilidade das obrigações do Tesouro português com maturidade residual de 10 anos apresentou uma subida significativa. Este comportamento terá estado associado, por um lado, à maior tolerância ao risco e, por outro, à evolução das expectativas de inflação na área do euro, fortemente influenciadas pela subida do preço do petróleo. Posteriormente, verificou-se alguma inversão dessa tendência, para o que contribuiu a deterioração da situação nos mercados financeiros – tendo-se observado graves problemas em instituições financeiras de grande dimensão nos Estados Unidos e nalguns países europeus – bem como a deterioração das perspectivas para a evolução da actividade económica, com consequências para o preço das ma-

Gráfico 3.1.8



Fontes: BCE e Banco de Portugal.

Nota: 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. Última observação: Setembro de 2008.

térias primas, incluindo o petróleo (Gráfico 3.1.9). Adicionalmente, o aumento da aversão ao risco e a procura de activos mais líquidos traduziram-se em 2008, e de forma mais significativa a partir do final de Setembro, igualmente num aumento dos diferenciais entre as taxas de dívida pública alemã e das restantes economias da área do euro, para níveis não observados desde o período anterior à introdução do euro. Este fenómeno de *flight to quality* não foi exclusivo a Portugal, tendo sido comum à generalidade dos países da área do euro¹⁹. As medidas de apoio ao sistema financeiro recentemente anunciadas pelos Estados da área do euro com o objectivo de aumentar a confiança dos investidores e promover a estabilidade financeira terão também condicionado a evolução das taxas de juro de dívida pública dos diferentes países. A este respeito, refira-se que se assistiu desde o final de Setembro a um aumento dos prémios de *Credit Default Swaps* de dívida soberana da generalidade dos países europeus, incluindo Portugal. No dia 31 de Outubro de 2008, a taxa de rendibilidade das obrigações do Tesouro situava-se em 4.77 por cento, que compara com 4.75 e 4.53 por cento no final de Junho e Dezembro de 2007, respectivamente.

No quadro da reavaliação dos riscos por parte dos agentes de mercado desde meados de 2007, tem-se verificado um aumento dos prémios de risco na generalidade dos mercados financeiros, face aos níveis muito reduzidos que se tinham verificado no decurso dos últimos anos. Este comportamento reflectiu-se num aumento do custo de financiamento através de títulos de dívida com prazos alargados das empresas não financeiras portuguesas, para níveis máximos no período posterior à criação da área do euro (Gráfico 3.1.10)²⁰. De facto, verificou-se um claro aumento dos diferenciais de taxa de juro nas obrigações de empresas não financeiras portuguesas face a títulos de dívida pública de maturidade comparável.

Os preços nos mercados accionistas registaram fortes quedas em 2008, reflectindo a acentuação das perspectivas de desaceleração da actividade económica e o adensar dos problemas no sistema financeiro a nível global²¹. Até ao final de Outubro de 2008, o índice PSI Geral sofreu uma desvalorização de 49.3 por cento do seu valor face ao final de 2007, tendo apresentando uma significativa

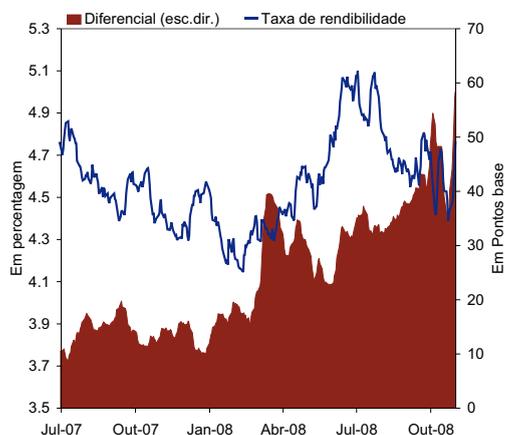
(19) Ver Secção "2 *Enquadramento internacional*".

(20) Recorde-se, contudo, que este recurso representa apenas uma pequena fracção do financiamento total das sociedades não financeiras em Portugal.

(21) Ver Secção "2 *Enquadramento internacional*".

Gráfico 3.1.9

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

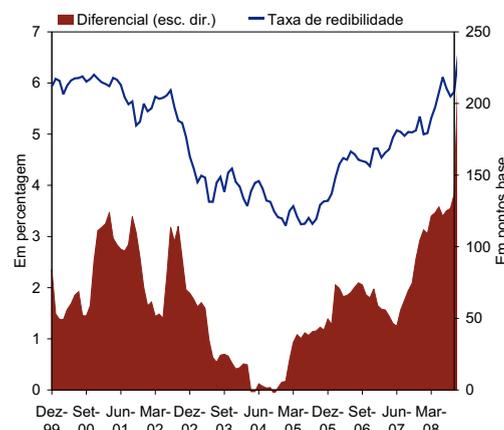


Fontes: Thomson Reuters e Banco de Portugal.

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 3.1.10

TAXA DE RENDIBILIDADE DE OBRIGAÇÕES DE EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS PORTUGUESAS E DIFERENCIAL FACE A TÍTULOS DE DÍVIDA PÚBLICA DE MATURIDADE COMPARÁVEL



Fontes: Barclays Capital e Banco de Portugal.

volatilidade ao longo do ano, à semelhança do observado pelos principais índices accionistas nas economias avançadas (Quadro 3.1.2). Esta evolução foi generalizada por sectores, destacando-se a queda do índice relativo aos Serviços Financeiros (59.1 por cento).

De acordo com um indicador sintético, o custo de financiamento real das empresas não financeiras portuguesas nas grandes categorias de instrumentos financeiros (acções e outras participações, empréstimos bancários e dívida titulada), manteve no início de 2008 a trajectória ascendente verificada desde o Verão do ano anterior (Gráfico 3.1.11)²². Esta evolução deriva essencialmente do aumento da estimativa para o custo de financiamento por capitais próprios, reflectindo a queda significativa nas cotações accionistas. Nos meses mais recentes, este custo apresentou uma relativa estabilidade, que terá estado associada à expectativa dos agentes económicos de que a instabilidade nos mercados financeiros deverá ter um impacto crescente sobre a economia real e, conseqüentemente, nos resultados futuros das empresas. De facto, esta alteração das expectativas ter-se-á traduzido num redução da taxa de crescimento esperada para os dividendos, que terá compensado o aumento do *dividend yield* associado à queda dos preços nos mercados accionistas. O custo associado às restantes categorias de instrumentos seguiu globalmente a evolução das taxas de juro representativas da dívida das empresas não financeiras.

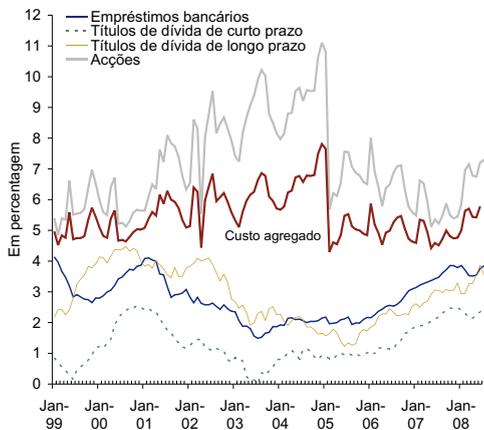
Uma vez que a valorização dos imóveis é susceptível de, por um lado, influenciar a evolução do mercado de crédito (dado que os activos imobiliários são utilizados como garantia em operações de crédito) e, por outro lado, induzir um efeito riqueza sobre as decisões de despesa dos seus proprietários,

(22) O indicador sintético para o custo de financiamento das empresas não financeiras é calculado como uma média ponderada dos custos dos diferentes tipos de financiamento. A componente com maior peso neste indicador é o custo de financiamento por capitais próprios, que é calculado através da fórmula $r = \frac{D}{P} (1 + gn) + 8(ga - gn)$, onde r é o custo de capital, D/P o *dividend yield*, gn corresponde à taxa de crescimento dos dividendos no longo prazo e ga à respectiva taxa de crescimento para os próximos quatro anos. O custo associado às restantes categorias de instrumentos é calculado com base nas taxas de juro que se consideram representativas. Para informação metodológica, veja-se Gameiro, I. e Ribeiro, N., (2007), "Custo de financiamento das empresas portuguesas", Banco de Portugal, Boletim Económico-Outono.

Gráfico 3.1.11

EVOLUÇÃO DO CUSTO DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS EM PORTUGAL

Em termos reais



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

Nota: Em Janeiro de 2003 ocorreu uma quebra de série com a introdução das estatísticas harmonizadas ao nível do eurosistema para as taxas de juro bancárias praticadas pelas IFM.

importa também avaliar a sua evolução. De acordo com o índice Confidencial Imobiliário, os preços no mercado residencial português registaram em Setembro uma taxa de variação anual de 3.2 por cento, após 1.3 por cento no final de 2007. Este índice é calculado com base em preços de oferta e ponderado por região e estado de uso do alojamento²³. Por sua vez, os valores médios de avaliação bancária disponibilizados pelo INE registaram uma taxa de variação anual de -3.0 por cento no terceiro trimestre de 2008, que compara com 0.5 por cento no último trimestre do ano anterior²⁴. Esta variação pode ser inserida na tendência de maior restritividade nas condições de oferta de crédito por parte dos bancos. A este respeito, refira-se que segundo os cinco grupos bancários participantes no Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, os riscos associados a perspectivas para o mercado de habitação terão aumentado. Por sua vez, assistiu-se a uma deterioração das perspectivas para o mercado de habitação, factor indutor de redução da procura de empréstimos. Neste contexto, importa sublinhar que a variação estável e moderada dos preços do mercado habitacional em Portugal contrasta com o verificado nos Estados Unidos, no Reino Unido, na Irlanda e em Espanha onde, depois de nos últimos anos se terem registado valorizações muito elevadas, se tem assistido recentemente a uma pronunciada desaceleração dos preços, que nalguns casos se chegou a traduzir em diminuições dos mesmos²⁵.

3.2. Política orçamental

De acordo com a estimativa para 2008 da conta das administrações públicas na óptica das Contas Nacionais, incluída no Relatório do Orçamento do Estado para 2009 (OE2009), o défice deste sector

(23) Para informação metodológica deverá consultar-se Fonseca, I. e Guimarães, R., "Índice Confidencial Imobiliário: procedimentos metodológicos", *Newsletter Imobiliária Portuguesa – Confidencial Imobiliário*, Outubro 2006.

(24) Este indicador tem por base informação referente a sete instituições bancárias que representam cerca de 60 por cento do montante de crédito concedido.

(25) Ver "Caixa 1 *Mercados de habitação em algumas economias avançadas*".

Quadro 3.2.1

| | Em percentagem do PIB ^(a) | | | Taxas de variação | |
|---|--------------------------------------|------|------|-------------------|-------|
| | 2006 | 2007 | 2008 | 2007 | 2008 |
| | | | | | |
| Receitas totais | 42.3 | 43.2 | 43.9 | 6.9 | 5.0 |
| Receita corrente | 41.2 | 42.3 | 42.4 | 7.6 | 3.7 |
| Impostos sobre o rendimento e património | 8.8 | 9.8 | 9.8 | 15.9 | 3.3 |
| Impostos sobre a produção e a importação | 15.4 | 15.0 | 15.0 | 2.5 | 3.3 |
| Contribuições sociais | 12.5 | 12.7 | 12.7 | 7.0 | 3.0 |
| Efectivas | 11.4 | 11.7 | 11.8 | 7.7 | 4.1 |
| Imputadas | 1.1 | 1.0 | 0.9 | -0.5 | -10.2 |
| Vendas | 2.4 | 2.5 | 2.7 | 9.7 | 7.8 |
| Outras receitas correntes | 2.1 | 2.2 | 2.3 | 11.3 | 7.6 |
| Receitas de capital | 1.1 | 0.9 | 1.4 | -17.4 | 65.0 |
| Despesas totais | 46.3 | 45.7 | 46.1 | 3.7 | 4.0 |
| Despesa corrente | 42.9 | 42.2 | 43.2 | 3.4 | 5.6 |
| Pagamentos sociais | 18.8 | 19.2 | 19.4 | 7.4 | 4.4 |
| em dinheiro | 15.1 | 15.2 | 15.3 | 5.5 | 4.5 |
| em espécie | 3.7 | 4.1 | 4.1 | 15.2 | 3.9 |
| Despesas com pessoal | 13.6 | 12.9 | 12.7 | -0.5 | 1.2 |
| Consumo intermédio | 4.1 | 4.1 | 4.5 | 5.7 | 11.8 |
| Juros | 2.7 | 2.8 | 3.0 | 7.6 | 9.9 |
| Subsídios | 1.4 | 1.2 | 1.5 | -14.8 | 33.7 |
| Outras despesas correntes | 2.2 | 2.0 | 2.2 | -3.2 | 11.2 |
| Despesas de capital | 3.4 | 3.5 | 2.8 | 7.4 | -16.2 |
| Formação bruta de capital fixo | 2.4 | 2.3 | 2.3 | 1.8 | 2.1 |
| Outras despesas de capital | 1.0 | 1.2 | 0.5 | 20.3 | -52.2 |
| Saldo total | -3.9 | -2.6 | -2.2 | | |
| <i>Por memória:</i> | | | | | |
| Receita fiscal | 36.7 | 37.5 | 37.5 | 7.2 | 3.2 |
| Despesa corrente primária | 40.1 | 39.4 | 40.2 | 3.2 | 5.3 |
| Saldo primário | -1.2 | 0.2 | 0.8 | | |
| Saldo total excluindo medidas temporárias | -3.9 | -2.7 | -2.8 | | |
| Dívida pública ^(b) | 64.7 | 63.6 | 63.5 | 3.2 | 3.1 |

Fontes: INE e Ministério das Finanças.

Notas: (a) O PIB nominal utilizado nos rácios corresponde, em 2006 e em 2007, ao reportado na notificação dos défices excessivos de Setembro passado e, em 2008, ao considerado no Relatório do OE2009. (b) O valor de 2008 está de acordo com o Quadro I.1 do Relatório do OE2009 (pág. 3).

institucional deverá atingir 2.2 por cento do PIB (Quadro 3.2.1). A concretização deste valor assegura o cumprimento do objectivo oficial considerado na elaboração do Relatório sobre a Orientação da Política Orçamental, em Maio passado. Face ao observado em 2007, esta estimativa para o défice representa uma redução de 0.4 p.p. do PIB. Num contexto caracterizado pela estabilização da receita fiscal em percentagem do PIB e pela inversão da tendência de redução da despesa corrente primária em percentagem do PIB verificada nos últimos dois anos, é de assinalar, para além do forte crescimento da receita não fiscal, a existência de medidas temporárias que contribuem para a diminuição da despesa de capital.

O saldo orçamental efectivo de 2.2 por cento do PIB em 2008, que inclui medidas temporárias, assegura o cumprimento do objectivo definido para este ano no contexto do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Note-se que, no mesmo âmbito, o cálculo do saldo estrutural exclui, para além do efeito cíclico, o impacto de medidas temporárias. Seguindo a definição de medidas temporárias utilizada no Eurosistema, a estimativa do saldo efectivo para 2008 está favoravelmente afectada por um conjunto de operações cujo valor total ascende a cerca de 0.6 por cento do PIB (que compara com 0.1 por cento do PIB em 2007). De facto, a renegociação dos contratos de exploração das barragens já existentes traduziu-se num encaixe de magnitude igual a 0.45 por cento do PIB, sendo o remanescente explicado por novas concessões, em particular no sector rodoviário. De notar que, apesar do montan-

te relativo à primeira operação ter sido parcialmente utilizado na amortização do défice tarifário do sector eléctrico, este aumento de despesa, resultante de uma decisão orçamental discricionária, não cabe na mencionada definição de medidas temporárias²⁶.

Segundo as estimativas do Banco de Portugal, os desenvolvimentos ao nível macroeconómico deverão ter, em 2008, um contributo ligeiramente positivo para a evolução do saldo orçamental. Este resultado decorrerá da composição do crescimento económico, uma vez que se espera que o consumo privado evolua em linha com o seu crescimento tendencial e que a massa salarial do sector privado apresente uma variação superior à da sua tendência. Em consequência, o défice ajustado do ciclo e do efeito de medidas temporárias deverá deteriorar-se em cerca de 0.2 p.p. do PIB. Por seu turno, dado o aumento esperado das despesas em juros em 0.2 p.p. do PIB, o saldo primário estrutural deverá manter-se praticamente invariante, reflectindo uma orientação aproximadamente neutra da política orçamental em 2008, depois de dois anos de significativa consolidação.

De acordo com a estimativa para 2008 incluída no Relatório do OE2009, a receita fiscal manter-se-á estável em rácio do PIB face ao verificado no ano anterior. No que respeita aos impostos sobre o rendimento e o património é de destacar que a estimativa para a receita do IRC assume um menor crescimento para o conjunto do ano relativamente ao verificado até Setembro, devido à possibilidade de suspensão do último pagamento por conta por parte de alguma empresas. Em termos de alterações na legislação, a evolução esperada para os impostos sobre a produção e a importação deverá reflectir o impacto da redução da taxa normal do IVA de 21 para 20 por cento (em Julho de 2008), o remanescente do efeito da diminuição da tributação automóvel (em Julho de 2007) e o aumento do Imposto sobre o Tabaco (em Janeiro de 2008). No entanto, a estimativa do Relatório do OE2009 parece assumir que o efeito líquido negativo destas alterações legislativas, em conjunto com um comportamento desfavorável da receita do Imposto sobre os Produtos Petrolíferos, serão acompanhados por uma melhoria da eficácia na cobrança do IVA e pelo crescimento significativo da colecta do Imposto de Selo. Refira-se, ainda, que se antecipa que as contribuições sociais do subsistema Segurança Social continuem a aumentar o seu peso em rácio do PIB.

Ainda segundo a mesma estimativa, a despesa corrente primária em rácio do PIB deverá aumentar cerca de 0.8 p.p. em 2008. Esta evolução decorre sobretudo dos desenvolvimentos no consumo intermédio e nos subsídios e, em menor grau, nos pagamentos sociais em dinheiro e nas outras despesas correntes. Quanto aos subsídios, e de acordo com o atrás referido, a subida em rácio do PIB é explicada na íntegra pela despesa com a amortização do défice tarifário no sector eléctrico. Relativamente aos pagamentos sociais em dinheiro é de destacar que as pensões do subsistema Segurança Social manterão um crescimento significativo (6.1 por cento) e que se observará uma nova diminuição dos pagamentos relativos a subsídios de desemprego (-9.6 por cento). Nas despesas com pessoal continuará a observar-se a tendência de decréscimo do seu peso no PIB, em particular devido à redução do número de funcionários públicos e à diminuição do salário médio por via da aposentação/contratação.

É ainda de referir que o Relatório do OE2009 estima que o rácio da dívida pública diminua muito ligeiramente em 2008, para se situar em 63.5 por cento no final do ano. As medidas recentemente anunciadas visando a estabilização do sistema financeiro e a regularização de dívidas das administrações públicas a empresas não financeiras não terão um impacto significativo na dívida pública em 2008.

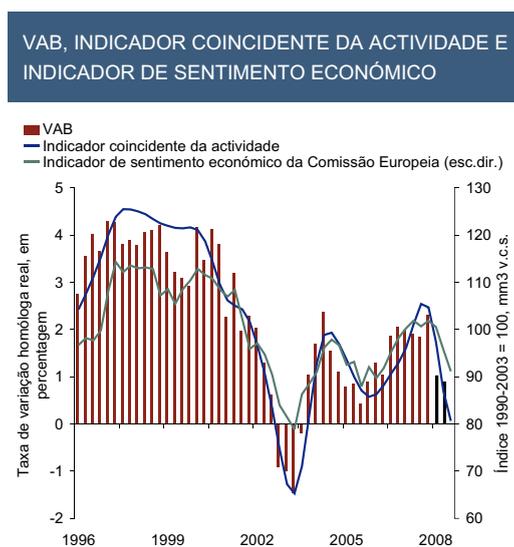
(26) De acordo com as Previsões Económicas do Outono da Comissão Europeia, as medidas temporárias em 2008 ascendem a 0.4 por cento do PIB e resultam genericamente de concessões, não sendo explicitadas as operações subjacentes a esta estimativa. Os critérios utilizados pela Comissão não são necessariamente idênticos aos utilizados, para efeitos de análise, pelo Eurosistema.

4. OFERTA

De acordo com as actuais estimativas, durante o primeiro semestre de 2008 o valor acrescentado bruto (VAB) da economia portuguesa cresceu 1.0 por cento face a igual período de 2007, o que compara com um crescimento de 2.0 por cento para o conjunto de 2007. Este perfil de acentuada desaceleração da actividade é corroborado pelo indicador coincidente de actividade do Banco de Portugal e pelo indicador de sentimento económico da Comissão Europeia, que mantiveram no primeiro semestre a trajectória descendente iniciada no quarto trimestre de 2007 (Gráfico 4.1). Estes indicadores continuam a apontar para uma desaceleração da actividade ao longo do terceiro trimestre. Outros indicadores qualitativos, como os indicadores de confiança na indústria transformadora, nos serviços, no comércio a retalho e ainda os indicadores de expectativas de produção nos próximos meses e de carteira de encomendas revelam o mesmo comportamento intra-anual.

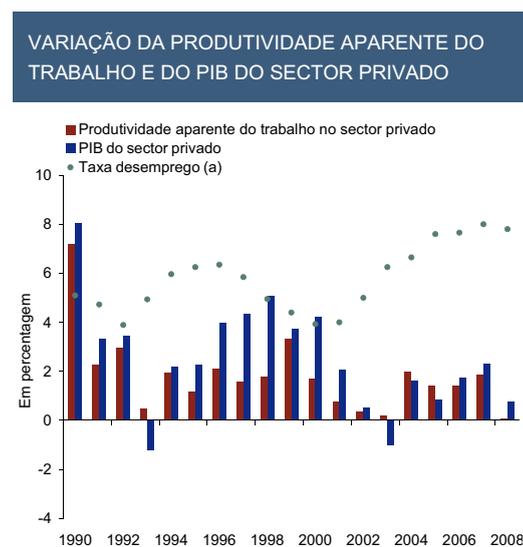
No que se refere ao crescimento do produto para o conjunto de 2008, projecta-se que este se situe em 0.5 por cento (ver “Secção 5 *Despesa*”). O maior contributo para este crescimento é imputável ao factor capital (0.5 p.p., em linha com o observado nos dois últimos anos), enquanto o factor trabalho contribui com 0.3 p.p., que compara com contributos praticamente nulos em 2006 e 2007. No entanto, estima-se uma diminuição substancial do contributo da produtividade total dos factores, de 1.3 p.p. em 2007 para -0.3 p.p. em 2008²⁸. Por seu turno, a produtividade aparente do trabalho no sector privado deverá crescer apenas 0.1 por cento em 2008, o que compara com um crescimento de 1.8 por cento em 2007 (Gráfico 4.2). A evolução da produtividade poderá resultar da evolução (tipicamente pro-cíclica) da taxa de utilização da capacidade produtiva, que interrompeu no primeiro semestre de 2008 uma fase de crescimento acentuado iniciada no segundo semestre de 2006 (Gráfico 4.3). Adicionalmente, a evolução da produtividade encontra-se significativamente condicionada pela desace-

Gráfico 4.1



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

Gráfico 4.2



Fontes: INE e Banco de Portugal.

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

(28) 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”, Banco de Portugal, *Boletim Económico*-Outono.

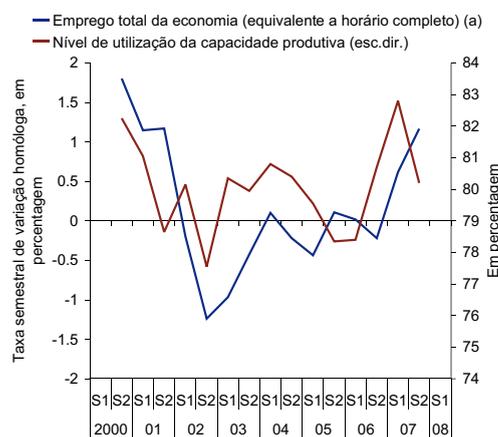
lação estimada pelo Banco de Portugal para o emprego total da economia no segundo semestre de 2008, após o forte crescimento apurado para o primeiro semestre pelo Inquérito ao Emprego do INE (Gráfico 4.3)²⁹. Esta dinâmica do emprego é globalmente consistente com a relação histórica entre a evolução do emprego e da actividade do sector privado na economia portuguesa (Gráfico 4.4).

De acordo com os dados do Inquérito ao Emprego do INE, a taxa de participação no primeiro semestre de 2008 foi de 74.2 por cento (Quadro 4.1), aumentando ligeiramente em relação à taxa de participação em igual período de 2007, de 73.9 por cento. Verifica-se assim a continuação do aumento da taxa de participação, que resulta principalmente do aumento da taxa de participação das mulheres. Este crescimento da taxa de participação nos últimos anos é superior ao que, de qualquer modo, se verificaria devido a factores estritamente demográficos. Concretamente, a diminuição do peso de grupos etários com taxas de participação menores e o aumento do peso do grupo com maior taxa de participação (30 aos 54 anos) implicaria um aumento da taxa de participação agregada³⁰.

Durante o primeiro semestre de 2008, o emprego total da economia aumentou 1.3 por cento face a igual período de 2007 (Quadro 4.1). Este aumento resultou quer do crescimento do trabalho por conta de outrem (1.6 por cento), quer do crescimento do trabalho por conta própria (2.2 por cento), que regista desde o segundo semestre de 2007 uma recuperação face à anterior tendência decrescente iniciada em 2001. Tal como já referido, esta recuperação do emprego é superior à que seria expectável, dada a desaceleração da actividade económica verificada durante o primeiro semestre, mesmo quando se considera o desfasamento típico entre a evolução do emprego e da actividade.

Gráfico 4.3

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

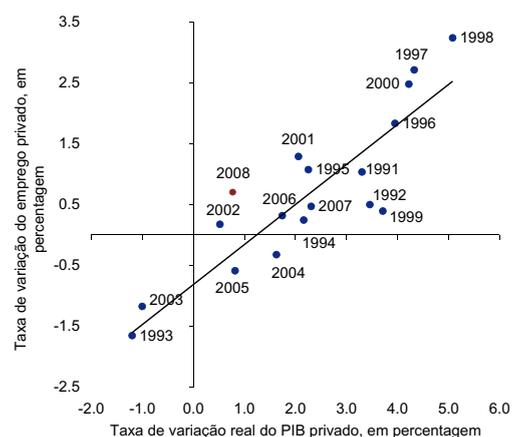


Fontes: INE e Comissão Europeia.

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. Para 2007 e 2008 estes dados são provisórios, refletindo o crescimento apurado para o emprego no Inquérito ao Emprego, ou seja assumem a manutenção do número médio de horas trabalhadas por trabalhador.

Gráfico 4.4

CRESCIMENTO DO PIB PRIVADO E DO EMPREGO PRIVADO (EQUIVALENTE A HORÁRIO COMPLETO) (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. Para 2007 e 2008, a série de emprego privado equivalente a horário completo assume a manutenção do número médio de horas trabalhadas por trabalhador.

(29) Neste contexto, importa referir que os dados do emprego relevantes para o cálculo da produtividade (emprego equivalente a horário completo) são definitivos apenas até 2006. Para 2007 e 2008, as estimativas assumem a manutenção do número médio de horas trabalhadas por trabalhador.

(30) Esta estimativa assume que, em 2008, para cada nível de idade, as taxas de participação não se alteraram face a 2007. 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", Banco de Portugal, *Relatório Anual* 2001.

Quadro 4.1

| POPULAÇÃO, EMPREGO E DESEMPREGO | | | | | | |
|--|----------------|------|------|-------------|------|------|
| Taxa de variação homóloga em percentagem, salvo indicação em contrário | | | | | | |
| | Valores anuais | | | 1º Semestre | | |
| | 2005 | 2006 | 2007 | 2006 | 2007 | 2008 |
| População | 0.5 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| População activa | 1.0 | 0.8 | 0.6 | 0.9 | 0.5 | 0.5 |
| Taxa de participação 15-64 anos (em % da população) | 73.4 | 73.9 | 74.1 | 73.7 | 73.9 | 74.2 |
| Emprego total | 0.0 | 0.7 | 0.2 | 0.8 | -0.2 | 1.3 |
| Emprego por conta de outrem | 0.8 | 2.2 | 0.1 | 2.4 | 0.2 | 1.6 |
| Contrato sem termo | 1.3 | 0.9 | -2.2 | 1.8 | -2.5 | 0.0 |
| Contrato com termo ^(a) | 1.7 | 9.3 | 8.0 | 4.8 | 9.9 | 10.3 |
| Emprego por conta própria | -2.8 | -2.7 | 1.3 | -2.9 | -0.4 | 2.2 |
| Desemprego total | 15.7 | 1.3 | 4.9 | 2.9 | 9.0 | -8.1 |
| Taxa de desemprego total (em % da população activa) | 7.6 | 7.7 | 8.0 | 7.5 | 8.2 | 7.5 |
| Desemprego de longa duração (em % do desemprego total) ^(b) | 49.9 | 51.7 | 48.9 | 53.3 | 49.2 | 51.1 |

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

Notas: (a) Inclui contratos de trabalho com termo e contratos com empresas de trabalho temporário. (b) Considera-se desempregado de longa duração o indivíduo que procura emprego há 12 ou mais meses.

Em relação ao tipo de contrato de trabalho, verificou-se a continuação da tendência de diminuição do peso dos contratos sem termo no total do emprego. De facto, registou-se até uma variação praticamente nula no número de trabalhadores com contrato sem termo, ao passo que o número de trabalhadores com contrato a termo aumentou 10.3 por cento e o número de trabalhadores com contrato de prestação de serviços aumentou 0.9 por cento. Esta aceleração na recomposição do emprego por tipo de contrato é consistente com a observação simultânea de aumento do emprego e desaceleração da actividade. Acentuou-se assim a segmentação do mercado de trabalho, que se verifica de forma consistente desde 1995, e que resulta fundamentalmente dos efeitos da legislação de protecção ao emprego na rotação dos trabalhadores. Esta segmentação é uma resposta do mercado de trabalho à rigidez imposta pelos contratos sem termo, e resulta numa afectação ineficiente de trabalhadores, dado que altera as decisões de acumulação de capital humano quer dos trabalhadores, quer das empresas. Este efeito tem-se acentuado ao longo da última década (ver Gráfico 3.14 do *Relatório Anual* 2007, Banco de Portugal), com um forte aumento da incidência dos contratos a termo entre os mais jovens e para as durações mais curtas de emprego.

Em termos sectoriais, o aumento do emprego no primeiro semestre de 2008 resultou essencialmente do aumento de 3.4 por cento do emprego nos serviços, que implica a continuação do reforço do peso do sector terciário no emprego total. Dentro deste sector, o emprego na administração pública, educação e saúde, que inclui nestes dois últimos sub-sectores trabalhadores do sector privado, aumentou 1.2 por cento, evolução que parece pouco consistente com a informação obtida a partir de outras fontes, incluindo o comportamento das despesas com o pessoal nas administrações públicas (ver “Secção 3.2 *Política orçamental*”). Verificou-se ainda uma diminuição de 3.0 por cento do emprego na indústria transformadora e uma ligeira diminuição na Agricultura. Regista-se, ainda, uma estabilidade do emprego no sector da Construção (diminuição de 0.1 por cento).

No primeiro semestre de 2008, a taxa de desemprego atingiu 7.5 por cento, o que constitui uma diminuição de 0.7 p.p. face ao valor observado em idêntico período de 2007, situando-se assim num nível próximo do registado durante o ano de 2006 (Quadro 4.1). O número de desempregados diminuiu 8.1

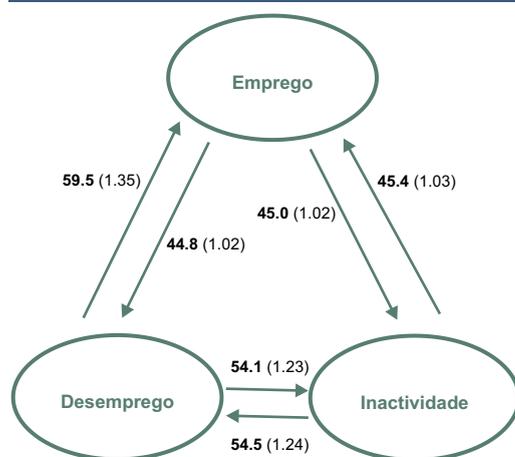
por cento em termos homólogos. Esta diminuição da taxa de desemprego é claramente atípica e não parece ser sustentável, dados os sinais de desaceleração da actividade económica e o facto de os movimentos na taxa de desemprego apresentarem tipicamente algum desfasamento em relação à actividade económica.

A dinâmica do mercado de trabalho pode também ser analisada na perspectiva dos fluxos de indivíduos entre os vários estados do mercado de trabalho – inactividade, emprego e desemprego. O Gráfico 4.5 apresenta as médias trimestrais, ao longo dos últimos 4 trimestres, desses fluxos. Transitaram em média do emprego para a inactividade 45 mil indivíduos e em sentido contrário um número idêntico. Do desemprego para o emprego registou-se um fluxo de 59.5 mil indivíduos e em sentido contrário 44.8 mil indivíduos. Reforçando a ideia de que se processa uma acelerada segmentação do mercado de trabalho, verifica-se que apenas 6.6 mil indivíduos transitaram do desemprego para o emprego com um contrato sem termo, ao mesmo tempo que transitaram 19.9 mil trabalhadores com esse tipo de contrato do emprego para o desemprego. Finalmente, registou-se um fluxo de 54.5 mil indivíduos da inactividade para o desemprego e 54.1 mil em sentido contrário. O total destes fluxos entre os diferentes estados representa 6.9 por cento da população activa, próximo de 6.8 por cento observado no período homólogo.

Em relação à decomposição do desemprego por níveis de duração, verificou-se um aumento do peso do desemprego de longa duração (12 ou mais meses), de 49.2 por cento no primeiro semestre de 2007 para 51.1 por cento do total dos desempregados em igual período de 2008. Num contexto de recuperação do emprego, este aumento resulta de uma diminuição mais acentuada do desemprego de curta duração, embora o desemprego de longa duração também diminua em termos absolutos. Mantém-se assim a clara tendência de aumento do peso do desemprego de longa duração no total do desemprego ao longo dos últimos anos. Como referência, em 2002 o peso do desemprego de longa duração foi de 37.1 por cento do total do desemprego.

Gráfico 4.5

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 2007 e aos dois primeiros de 2008.

A duração média do desemprego aumentou, de 22 meses no primeiro semestre de 2007 para 23.1 meses em igual período de 2008, o valor mais elevado dos últimos 10 anos e consistente com a tendência de aumento do peso do desemprego de longa duração. Assim, num contexto de diminuição da taxa de desemprego, verifica-se que a generosidade do regime de subsídio de desemprego, que contempla uma elevada cobertura financeira e uma duração potencialmente elevada das prestações, continua a contribuir para um nível elevado de desemprego de longa duração. Note-se, ainda, que os beneficiários do subsídio de desemprego têm vindo a representar uma maior proporção dos desempregados, na sequência da recente legislação do subsídio de desemprego, que desincentiva a declaração do estatuto de inactivo.

5. DESPESA

As actuais estimativas do Banco de Portugal para 2008 apontam para uma interrupção da trajectória de recuperação moderada e gradual da actividade económica observada nos dois anos anteriores. A economia portuguesa deverá apresentar um crescimento de 0.5 por cento em 2008, o que representa uma desaceleração da actividade económica em 1.4 p.p. relativamente a 2007 (Quadro 5.1). Desta forma, Portugal deverá crescer a um ritmo inferior ao observado no conjunto da área do euro pelo sétimo ano consecutivo (Gráfico 5.1).

Em 2006 e 2007, em paralelo com um esforço de consolidação orçamental, o investimento registou uma recuperação moderada e as exportações portuguesas apresentaram um significativo dinamismo, depois de substanciais perdas de quota de mercado em 2004 e 2005. Porém, o crescimento tendencial subjacente da economia portuguesa continuou a apresentar-se modesto. Esta dinâmica de recuperação da actividade económica deverá ser interrompida em 2008, num quadro de interacção entre a deterioração da actividade económica mundial, nomeadamente dos principais parceiros comerciais de Portugal, e a crise nos mercados financeiros internacionais.

A desaceleração da economia portuguesa em 2008 reflecte um abrandamento quer da procura interna, quer das exportações. Como seria de esperar, o investimento e as exportações reagiram de forma mais pronunciada a um contexto macroeconómico adverso enquanto o consumo privado apresentou uma evolução mais alisada. A procura interna, cujo contributo sustentou o crescimento da actividade económica em 2007, deverá registar uma desaceleração em 2008 traduzindo, em grande medida, um menor dinamismo da FBCF, dado que o consumo privado deverá apresentar um crescimento apenas ligeiramente inferior ao observado no ano anterior. Por sua vez, o contributo da procura externa líquida para o crescimento do PIB deverá ser negativo, após ter sido nulo no ano anterior, reflectindo a evolução desfavorável das exportações.

A actual estimativa para o crescimento do PIB em 2008 constitui uma revisão em baixa de 0.7 p.p. face à projecção apresentada no *Boletim Económico* do Verão. Esta revisão reflecte essencialmente um valor significativamente menor para o crescimento das exportações no ano corrente (em 3.0 p.p.)

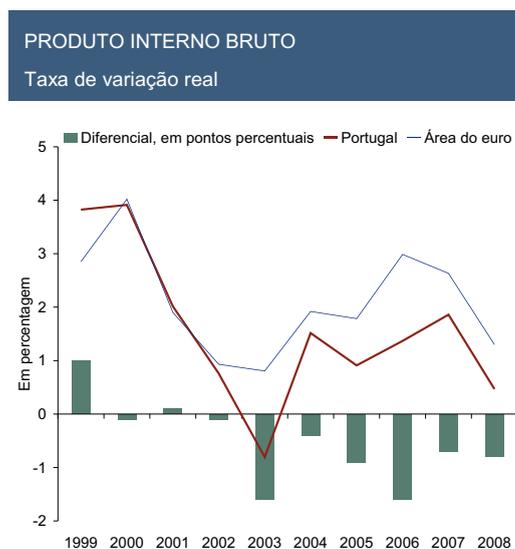
Quadro 5.1

| PIB E PRINCIPAIS COMPONENTES DA DESPESA | | | | | | | |
|--|------|------|------|------|------|---------------------|---------------------|
| Taxa de variação real, em percentagem | | | | | | | |
| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 ^(a) | 2008 ^(a) |
| PIB | 0.8 | -0.8 | 1.5 | 0.9 | 1.4 | 1.9 | 0.5 |
| Consumo privado | 1.3 | -0.2 | 2.5 | 1.9 | 1.9 | 1.5 | 1.4 |
| Consumo público | 2.6 | 0.2 | 2.6 | 3.2 | -1.4 | 0.3 | 0.2 |
| Investimento | -4.7 | -8.3 | 2.5 | -1.5 | -0.3 | 3.5 | 0.3 |
| FBCF | -3.5 | -7.4 | 0.2 | -0.9 | -0.7 | 3.2 | -0.8 |
| Variação de existências ^(b) | -0.4 | -0.3 | 0.5 | -0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 |
| Procura interna | 0.1 | -2.0 | 2.5 | 1.5 | 0.8 | 1.7 | 1.0 |
| Exportações | 1.4 | 3.9 | 4.0 | 2.1 | 8.7 | 7.6 | 1.4 |
| Importações | -0.7 | -0.9 | 6.7 | 3.5 | 5.2 | 5.9 | 2.6 |
| Contributo procura interna para PIB ^(b) | 0.1 | -2.2 | 2.7 | 1.6 | 0.9 | 1.8 | 1.0 |
| Contributo procura externa líquida para PIB ^(b) | 0.7 | 1.4 | -1.2 | -0.7 | 0.5 | 0.0 | -0.6 |

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) Estimativas do Banco de Portugal. (b) Contribuição para a taxa de variação do PIB em pontos percentuais.

Gráfico 5.1



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

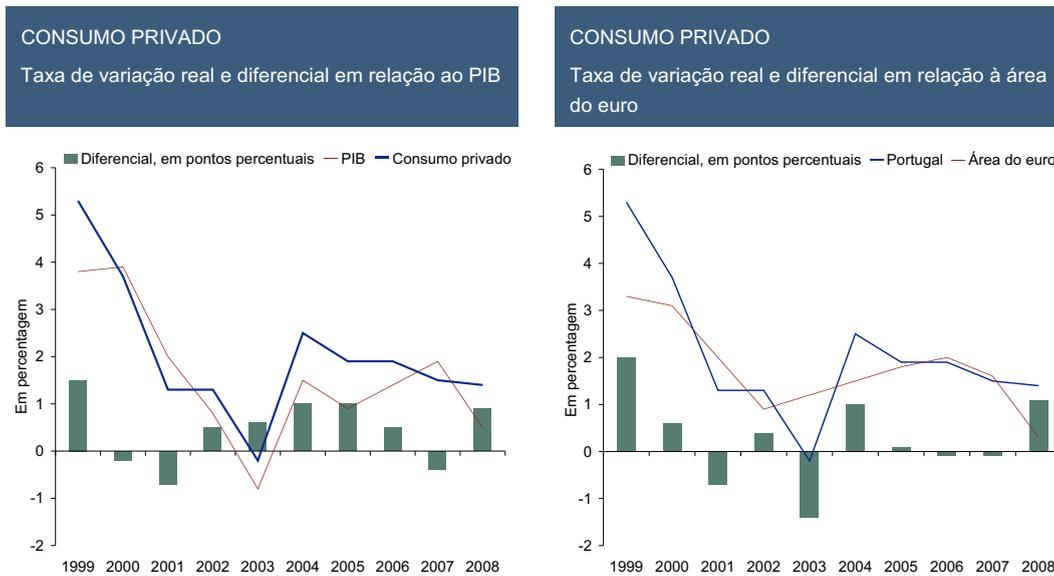
explicada, em parte, pela deterioração da procura externa dirigida às empresas nacionais. Apesar de não se registar uma revisão do contributo da procura interna para o crescimento do PIB, refira-se que as actuais estimativas têm implícito um menor dinamismo da FBCF e um maior crescimento do consumo público, sendo que o valor relativo à evolução do consumo privado se encontra próximo do divulgado no Verão.

Em termos de perfil intra-anual, as estimativas publicadas neste Boletim têm subjacente uma trajectória de desaceleração do PIB ao longo de 2008. Esta evolução tem implícito um menor contributo da procura interna no segundo semestre deste ano, reflectindo fundamentalmente o comportamento do investimento. Por outro lado, espera-se que as exportações apresentem um crescimento substancialmente inferior ao observado na primeira metade de 2008. Saliente-se, contudo, que as estimativas para o final do ano estão rodeadas de um grau de incerteza particularmente elevado, associado ao impacto sobre a economia portuguesa da actual crise nos mercados financeiros internacionais, em particular dada a sua interacção com a evolução macroeconómica global.

Em 2008, o consumo privado deverá prosseguir a trajectória de moderação ténue que se tem observado nos últimos anos e registar uma ligeira desaceleração, com a taxa de variação anual a situar-se em 1.4 por cento. Refira-se que este valor corresponde a um crescimento superior ao do PIB e ao do conjunto da área do euro (Gráfico 5.2).

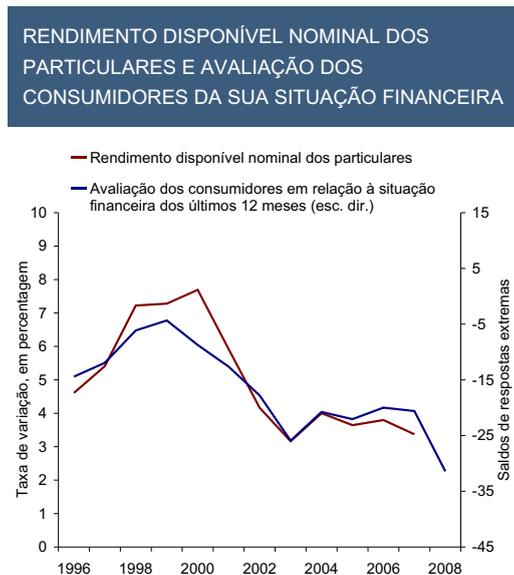
O consumo privado, em particular na sua componente não duradoura, caracteriza-se por apresentar um perfil intertemporal mais alisado em comparação com os restantes agregados da despesa. Em 2008, este alisamento continuou a ser facilitado pelo recurso ao crédito ao consumo e traduziu-se na diminuição da taxa de poupança. De facto, a avaliação que os consumidores fazem da sua situação financeira corrente deteriorou-se significativamente em 2008, o que sugere, dada a sua relação histórica com o rendimento disponível dos particulares, uma nova redução da taxa de poupança (Gráfico 5.3). Deste modo, o dinamismo do consumo privado não parece ser sustentável, em particular num contexto de ajustamento nos mercados financeiros internacionais.

Gráfico 5.2



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

Gráfico 5.3



Fontes: Comissão Europeia, INE e Banco de Portugal.
Nota: Indicador de confiança calculado com base na média anual dos saldos de respostas extremas. Para 2008, o valor é calculado com base em informação até Outubro.

Em 2008, seria de esperar um ajustamento mais significativo do consumo privado, dada a existência de diversos factores que contribuíram negativamente para a evolução do rendimento disponível real corrente e esperado das famílias.

O ano de 2008 foi marcado por aumentos não previstos da inflação reflectindo, nomeadamente, a situação nos mercados internacionais de matérias-primas. De facto, o crescimento de preços maior do que o esperado no início do ano tem afectado negativamente o rendimento disponível real das famílias. Refira-se, contudo, que a actual estimativa do Banco de Portugal para a inflação em 2008 foi re-

vista ligeiramente em baixa face ao divulgado no *Boletim Económico* do Verão, num contexto de correcção recente dos preços das matérias primas nos mercados internacionais.

Apesar de alguma melhoria da situação no mercado de trabalho ao longo de 2007 e em particular na primeira metade de 2008, a taxa de desemprego continua em níveis historicamente elevados. Adicionalmente, é de notar que a criação de emprego ao longo do primeiro semestre de 2008 centrou-se em contratos com termo, que têm associados um maior grau de incerteza em relação ao fluxo intertemporal de rendimento. Estes desenvolvimentos, aliados à deterioração das expectativas dos consumidores face à evolução do desemprego no futuro próximo, deverão condicionar as despesas de consumo das famílias. Refira-se também que o desagravamento da carga fiscal ocorrido em meados deste ano, nomeadamente ao nível dos impostos indirectos, deverá ter um impacto relativamente limitado no estímulo do consumo privado no ano como um todo, afectando essencialmente o perfil intra-anual desta componente da despesa.

A ténue moderação do crescimento do consumo privado que se tem observado nos últimos anos ocorre num contexto de deterioração das condições de financiamento dos particulares. De facto, verificou-se uma subida gradual das taxas de juro, cujo impacto na economia portuguesa tenderá a ser ampliado, quer pelo nível relativamente elevado de endividamento das famílias, quer pelo facto da generalidade das taxas de juro do crédito bancário estar indexada às taxas de juro do mercado monetário. No actual contexto de crise dos mercados financeiros, será de esperar que os bancos comecem a repercutir de forma mais intensa o aumento dos seus custos de financiamento junto dos seus clientes. De facto, tem-se observado um aumento progressivo do grau de restritividade das condições de crédito desde o início da turbulência nos mercados financeiros, em meados de 2007. De acordo com o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, divulgado em Novembro, a generalidade das instituições bancárias terá tornado mais restritivos os critérios de concessão de crédito ao sector privado não financeiro no terceiro trimestre de 2008, não sendo esperada uma inversão desta tendência no último trimestre. Refira-se, contudo, que o crédito concedido a particulares para consumo tem mantido um crescimento significativo ao longo de 2008, de acordo com a informação disponível até Agosto.

As actuais estimativas para o consumo privado têm subjacente uma trajectória descendente ao longo de 2008, em linha com a deterioração da confiança dos consumidores e do indicador coincidente para a evolução homóloga do consumo privado³¹ calculado pelo Banco de Portugal (Gráfico 5.4). Contudo, o consumo privado deverá observar um perfil intra-anual irregular associado essencialmente à evolução das despesas em bens duradouros. De facto, enquanto o crescimento do consumo corrente deverá apresentar uma relativa estabilização ao longo do ano, o consumo de bens duradouros deverá registar uma aceleração acentuada no terceiro trimestre, em termos homólogos, após a forte queda observada no trimestre anterior. Este comportamento reflecte, por um lado, um efeito de base associado à alteração da tributação sobre veículos ocorrida em Julho do ano passado, o que terá conduzido a uma antecipação da compra de veículos automóveis no segundo trimestre de 2007³², e, por outro lado, a redução do IVA verificada em Julho deste ano, o que deverá ter originado o adiamento de algumas de decisões de consumo, em particular de bens duradouros, para o terceiro trimestre de 2008.

Em 2008, de acordo com as estimativas do Banco de Portugal, o consumo público deverá apresentar um crescimento marginalmente positivo, à semelhança do observado em 2007. Esta estimativa tem subjacente uma diminuição do número de funcionários públicos, reflectindo o efeito das regras em vi-

(31) Refira-se que este indicador, por definição, não tem componente irregular pelo que apresenta um perfil alisado. Para mais detalhes acerca da metodologia ver Rua (2005), "*Um novo indicador coincidente para o consumo privado em Portugal*", Banco de Portugal, *Boletim Económico-Outono*.

(32) Para mais detalhes ver a "Caixa 4.1 A evolução do consumo privado em 2007 e o comportamento dos bens duradouros", Banco de Portugal, *Relatório Anual 2007*.

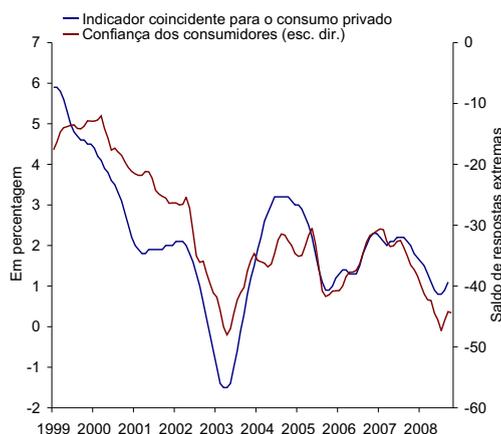
gor relativamente às novas admissões na função pública. Pelo contrário, as despesas em bens e serviços deverão ter registado uma variação positiva, traduzindo em particular a evolução do consumo intermédio e das prestações sociais em espécie, nomeadamente as componentes relativas a pagamentos aos hospitais-empresa e à comparticipação de medicamentos e convenções.

Após ter registado em 2007 um dos crescimentos mais altos desta década, embora substancialmente inferior ao observado em fase idêntica do ciclo anterior, a FBCF deverá apresentar uma queda em 2008. As actuais estimativas do Banco de Portugal apontam para uma variação de -0.8 por cento, depois de um crescimento de 3.2 por cento no ano anterior. De facto, a trajectória de recuperação que vinha sendo observada nos últimos anos deverá ser interrompida em 2008, em linha com a evolução dos indicadores de confiança nos serviços e na indústria transformadora (Gráfico 5.5).

A desaceleração da FBCF traduz o abrandamento generalizado das suas componentes (Gráfico 5.6) e as actuais estimativas têm subjacente uma trajectória descendente ao longo de 2008, sendo esperada uma queda significativa na segunda metade do ano. A FBCF em “Máquinas e equipamento” deverá ser a componente mais dinâmica do investimento, registando uma desaceleração de 2 p.p. para 5.0 por cento, em linha com a diminuição dos indicadores de confiança e num contexto de deterioração da carteira de encomendas. Relativamente à FBCF em “Construção”, é esperada uma queda de cerca de 4 por cento após um crescimento praticamente nulo em 2007, o que é consistente com a evolução das vendas de cimento das empresas nacionais para o mercado interno (Gráfico 5.7) e numa altura em que se observa a acentuação da trajectória de desaceleração do crédito à habitação. Por seu turno, a FBCF em “Material de Transporte” deverá registar uma forte desaceleração em 2008, em particular na segunda metade do ano. A desaceleração no conjunto do ano reflecte essencialmente o comportamento do investimento relativo à aquisição de veículos comerciais ligeiros³³. Por sua vez, o perfil intra-anual da FBCF é influenciado em grande medida pela evolução da FBCF em “Outro material de transporte”, associada à aquisição de material de transporte aéreo. De facto, as aquisi-

Gráfico 5.4

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

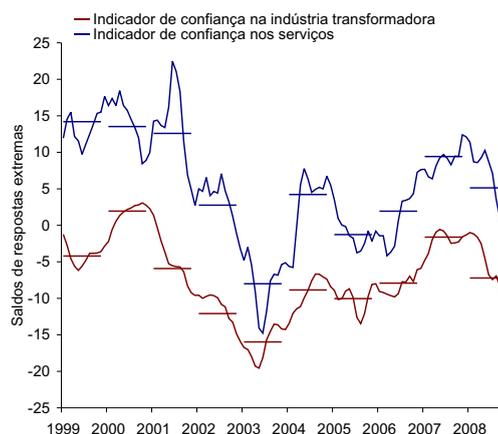


Fontes: Comissão Europeia e Banco de Portugal.

Nota: Indicador de confiança calculado com base na média móvel trimestral dos saldos de respostas extremas.

Gráfico 5.5

INDICADORES DE CONFIANÇA NA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA E NOS SERVIÇOS



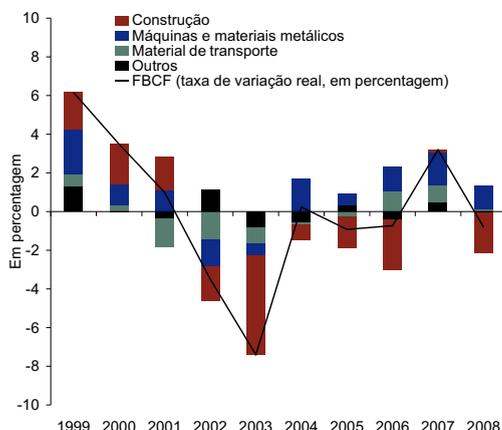
Fonte: Comissão Europeia.

Nota: Indicador de confiança calculado com base na média móvel trimestral dos saldos de respostas extremas e respectiva média anual (sendo que para 2008, o valor é calculado com base em informação até Outubro).

(33) As vendas de veículos comerciais ligeiros registaram uma queda de 20.7 por cento, em termos homólogos, no período de Janeiro a Outubro de 2008, após um crescimento de 6.1 por cento em 2007.

Gráfico 5.6

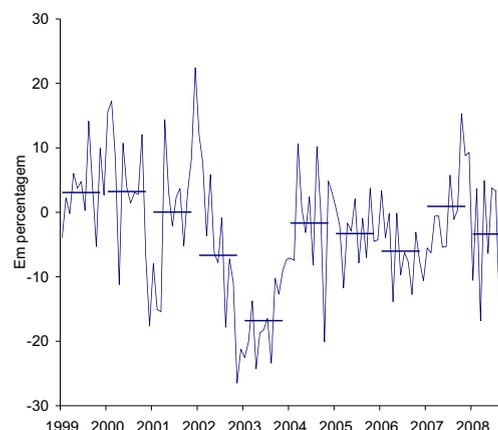
DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO REAL DA FBCF
Contributos, em pontos percentuais



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 5.7

VENDAS DE CIMENTO DAS EMPRESAS
NACIONAIS PARA O MERCADO INTERNO



Fontes: Cimpor e Secil.

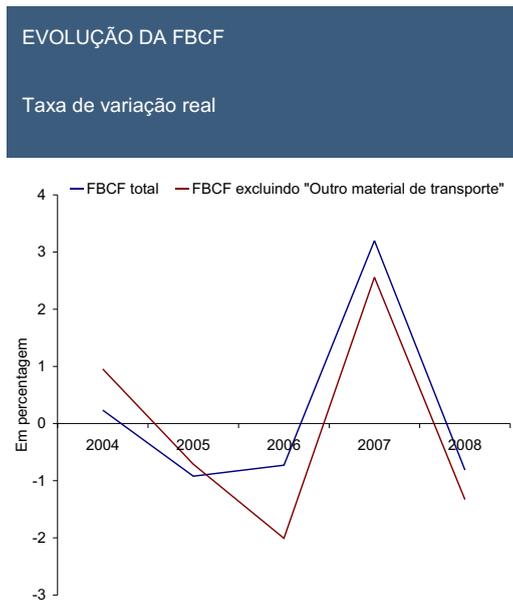
Nota: Vendas de cimento calculadas com base na variação homóloga das vendas de cimento das empresas nacionais para o mercado interno e respectivo crescimento anual (sendo que para 2008, o valor é calculado com base em informação até Outubro).

ções de material de transporte aéreo, que se fizeram sentir de forma mais significativa na segunda metade de 2007 e no primeiro semestre de 2008, deverão deixar de ter lugar na segunda metade deste ano. Apesar do impacto esperado no perfil intra-anual da FBCF, estima-se que aquelas aquisições não influenciem a magnitude do abrandamento para o conjunto do ano (Gráfico 5.8)³⁴.

A incerteza quanto à evolução da situação financeira internacional e a sua interacção com a actividade económica mundial estarão a condicionar o dinamismo do investimento empresarial em 2008. De acordo com o Inquérito de Conjuntura ao Investimento do INE, divulgado em Julho deste ano, a percentagem de empresas dos vários sectores que afirma ter limitações ao investimento em 2008 situa-se em 42.5 por cento, o que corresponde a um ligeiro aumento face ao valor relativo a 2007 divulgado no mesmo período do ano anterior (41.7 por cento). De entre as empresas que afirmam ter limitações ao investimento, mais de metade continua a apontar a deterioração das perspectivas de venda como o principal factor limitativo (Gráfico 5.9). É de salientar, no entanto, que a importância da capacidade de autofinanciamento como principal factor limitativo ao investimento tem vindo a aumentar de forma progressiva nos últimos anos. Simultaneamente, a percentagem de empresas que aponta a obtenção de crédito e o nível das taxas de juro como factores limitativos ao investimento também tem aumentado, embora de forma ligeira em 2008. Esta evidência sugere uma maior dificuldade no financiamento de novos investimentos por parte do sector empresarial e assume particular relevância no actual contexto de crise nos mercados financeiros internacionais. De acordo com o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, divulgado em Novembro, as cinco maiores instituições bancárias tornaram mais restritivos os critérios aplicados na concessão de empréstimos a empresas no terceiro trimestre de 2008 e esperam continuar a fazê-lo no trimestre seguinte, reflectindo em grande medida dificuldades acrescidas no acesso a financiamento nos mercados internacionais por grosso. Refira-se, contudo, que os empréstimos a sociedades não financeiras continuaram a registar um crescimento elevado, de acordo com a informação disponível até Agosto.

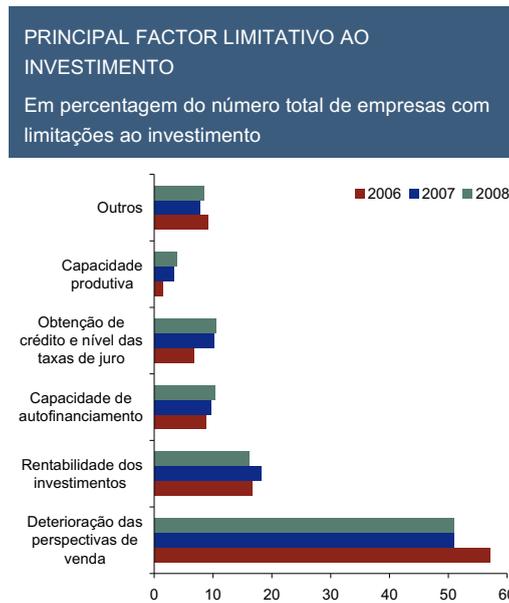
(34) Para além deste efeito, refira-se também que as compras de automóveis ligeiros pelas empresas de *rent-a-car* deverão apresentar uma queda na segunda metade do ano, em termos homólogos, reflectindo um efeito base associado com a alteração da tributação sobre veículos que entrou em vigor em Julho de 2007, o que neste caso terá conduzido ao adiamento do momento de aquisição para o terceiro trimestre de 2007.

Gráfico 5.8



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 5.9



Fonte: INE (Inquérito ao Investimento).

No actual contexto de deterioração do enquadramento externo, nomeadamente na generalidade dos principais parceiros comerciais de Portugal, as exportações de bens e serviços deverão registar uma pronunciada desaceleração em 2008. A taxa de variação real das exportações deverá situar-se em 1.4 por cento (7.6 por cento em 2007), sendo esperada uma variação ligeiramente negativa de quota de mercado em 2008, após o ganho observado no ano anterior (Gráfico 5.10) ^{35,36}. O comportamento das exportações reflecte o menor dinamismo quer das exportações de mercadorias, que deverão registar uma desaceleração de 5 p.p. para 1.1 por cento, quer das exportações de serviços, cuja taxa de crescimento real deverá situar-se em 2.4 por cento (11.4 por cento em 2007).

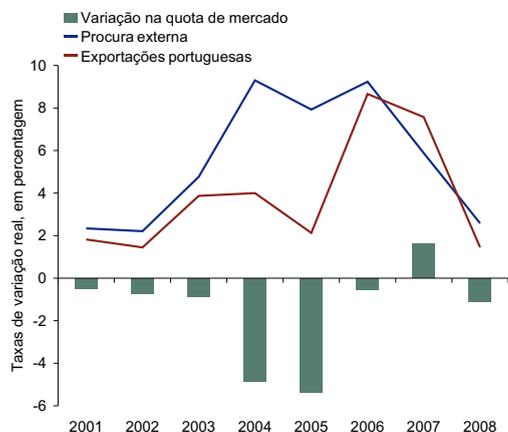
De acordo com a informação disponível relativamente ao comércio internacional de mercadorias, divulgada pelo INE, a trajectória de desaceleração das exportações nominais de mercadorias iniciada no segundo trimestre de 2007 prosseguiu em 2008 (Quadro 5.2). O sector que mais contribuiu para a desaceleração das exportações na primeira metade de 2008 face ao ano anterior foi o relativo a média-alta tecnologia, nomeadamente "Máquinas e aparelhos", com destaque para as exportações deste tipo de produtos destinadas a Espanha. Embora em menor grau, saliente-se também o comportamento negativo das exportações de baixa tecnologia, em particular de vestuário, nos primeiros trimestres de 2008. Em sentido contrário, verificou-se uma aceleração das exportações nominais de combustíveis, parcialmente explicada pelo aumento do respectivo preço, com destaque para as dirigidas a Espanha. A tendência observada nos anos mais recentes de um aumento do peso das exportações para os mercados extra-comunitários, em particular para Angola, deverá continuar em 2008, dado que o crescimento das exportações para esses destinos continua a apresentar valores muito significativos, enquanto no mercado intracomunitário se assiste a uma desaceleração das

(35) De acordo com informação relativa ao comércio internacional de mercadorias, divulgada pelo INE, as exportações nominais cresceram, em termos homólogos, 4.6 por cento no período de Janeiro a Agosto de 2008, após um crescimento de 8.9 por cento em 2007. Excluindo combustíveis, as exportações nominais cresceram 2.0 por cento no mesmo período (10.1 por cento em 2007). Considerando a informação preliminar relativa ao comércio internacional divulgada no âmbito do SDDS, as exportações nominais apresentaram um crescimento de 4.0 por cento em Setembro (crescimento de 4.6 por cento no período de Janeiro a Setembro de 2008).

(36) Refira-se que o comportamento das exportações no período recente tem sido muito influenciado pelo crescimento expressivo para alguns mercados (por exemplo, Angola), que ao não serem considerados explicitamente no indicador de procura externa, devido a limitações de informação estatística, tornam mais difícil a análise das quotas de mercado.

Gráfico 5.10

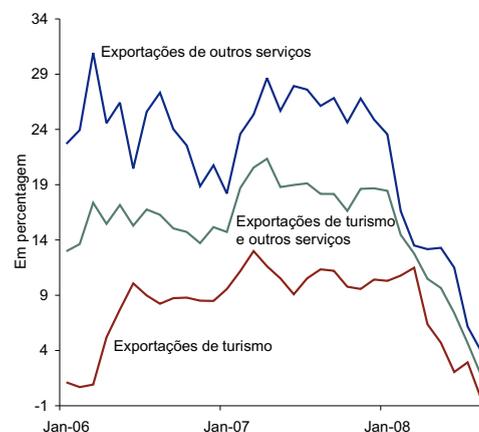
QUOTA DE MERCADO DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE BENS E SERVIÇOS



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.

Gráfico 5.11

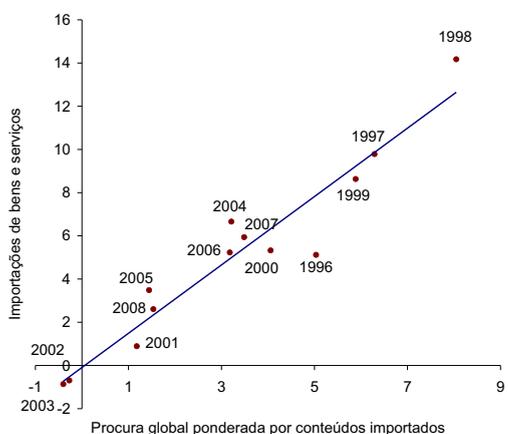
EXPORTAÇÕES NOMINAIS DE SERVIÇOS



Fonte: Banco de Portugal (Balança de Pagamentos).
Nota: Exportações nominais calculadas com base na variação homóloga trimestral.

Gráfico 5.12

IMPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS E PROCURA GLOBAL PONDERADA
Taxa de variação real, em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

exportações de mercadorias, com particular destaque para os três principais parceiros comerciais de Portugal (Espanha, França e, em menor grau, Alemanha) (Quadro 5.3).

Relativamente às exportações de serviços, a informação disponível aponta para uma forte desaceleração ao longo de 2008, após crescimentos nominais muito substanciais nos últimos dois anos (Gráfico 5.11). Esta evolução reflecte, quer as exportações de turismo, quer as exportações de outros serviços, em particular os serviços de transporte (Quadro 5.4). O comportamento do turismo traduz um menor dinamismo da procura por parte de alguns dos principais mercados, nomeadamente o Reino Unido, a Alemanha, a Espanha e os Estados Unidos (Quadro 5.5). Em sentido contrário, saliente-se a pronunciada aceleração das exportações de serviços de turismo para o Brasil. A evolução

menos favorável das exportações de turismo encontra-se em linha com o comportamento das dormidas de turistas não residentes, que registaram um crescimento praticamente nulo no período de Janeiro a Agosto, após uma variação de 6.2 por cento em 2007.

Em 2008, as importações deverão apresentar um crescimento, em termos reais, inferior ao observado em 2007. A desaceleração das importações encontra-se em linha com o abrandamento esperado para a procura global ponderada por conteúdos importados (Gráfico 5.12). As actuais estimativas apontam para um crescimento real das importações de bens e serviços de 2.6 por cento em 2008 (5.9 por cento em 2007), o que se traduz num novo aumento da taxa de penetração das importações.

Quadro 5.2

EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE MERCADORIAS POR GRUPOS DE PRODUTOS, GRANDES CATEGORIAS ECONÓMICAS E GRAU DE INTENSIDADE TECNOLÓGICA

Taxa de variação homóloga e respectivo contributo; valores nominais

| | Pesos 2007 | Taxa de variação homóloga (em percentagem) | | | | | | | | Contributo para a taxa de variação homóloga (em p.p.) | | | | | | | |
|--|---------------|--|-------------------|-------|-------|-------|------|------|------|---|-------------------|------|------|------|------|------|------|
| | | 2007 | | | | 2008 | | | | 2007 | | | | 2008 | | | |
| | | 2007 | 2008 (até Ago) | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | 2007 | 2008 (até Ago) | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 |
| Total | 100.0 | 8.9 | 4.6 | 13.6 | 9.8 | 6.4 | 6.0 | 4.8 | 3.7 | 8.9 | 4.6 | 13.6 | 9.8 | 6.4 | 6.0 | 4.8 | 3.7 |
| <i>Classificação por grupos de produtos</i> | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Agrícolas | 3.9 | 16.1 | 21.0 | 13.0 | 8.3 | 18.7 | 23.7 | 18.3 | 26.8 | 0.6 | 0.8 | 0.5 | 0.3 | 0.7 | 0.9 | 0.7 | 1.0 |
| Alimentares | 4.6 | 19.0 | 10.3 | 18.5 | 19.7 | 18.9 | 18.9 | 12.3 | 11.4 | 0.8 | 0.4 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 0.5 | 0.5 |
| Combustíveis minerais | 4.5 | -9.6 | 61.2 | -20.3 | -22.7 | 2.7 | 4.1 | 63.6 | 58.7 | -0.5 | 2.6 | -1.0 | -1.4 | 0.1 | 0.2 | 2.3 | 2.6 |
| Químicos | 5.0 | 7.6 | 3.6 | -2.9 | 9.0 | 5.0 | 21.5 | 5.2 | 3.1 | 0.4 | 0.2 | -0.2 | 0.4 | 0.3 | 0.9 | 0.2 | 0.2 |
| Plásticos, borracha | 5.7 | 17.0 | 6.9 | 16.5 | 11.9 | 16.0 | 24.0 | 8.6 | 6.0 | 0.9 | 0.4 | 0.9 | 0.6 | 0.9 | 1.2 | 0.5 | 0.3 |
| Peles, couros | 0.3 | 1.3 | -0.8 | 7.7 | 3.5 | 0.0 | -5.7 | -4.1 | -0.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Madeira, cortiça | 4.3 | 10.1 | -2.5 | 11.6 | 12.7 | 12.0 | 3.9 | -0.9 | -2.7 | 0.4 | -0.1 | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 0.2 | 0.0 | -0.1 |
| Pastas celulósicas, papel | 4.4 | 6.5 | 5.1 | 6.5 | 3.1 | 4.1 | 12.4 | 7.1 | 3.3 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.1 | 0.2 | 0.5 | 0.3 | 0.1 |
| Matérias têxteis | 4.5 | 3.3 | -6.1 | 6.9 | 2.7 | 4.1 | 0.0 | -3.1 | -8.1 | 0.2 | -0.3 | 0.3 | 0.1 | 0.2 | 0.0 | -0.1 | -0.4 |
| Vestuário | 6.9 | 5.2 | -5.7 | 4.4 | 3.6 | 1.9 | 11.0 | -3.4 | -6.9 | 0.4 | -0.4 | 0.4 | 0.2 | 0.1 | 0.7 | -0.3 | -0.4 |
| Calçado | 3.5 | 3.8 | 1.7 | 2.4 | 5.8 | 3.6 | 4.1 | -1.4 | -0.4 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | -0.1 | 0.0 |
| Minerais, minérios | 5.7 | 14.8 | 4.3 | 17.7 | 16.5 | 15.9 | 9.7 | 6.7 | 5.0 | 0.8 | 0.2 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.5 | 0.4 | 0.3 |
| Metais comuns | 8.8 | 14.1 | 5.6 | 20.0 | 18.8 | 10.1 | 7.2 | 0.1 | 8.1 | 1.2 | 0.5 | 1.7 | 1.6 | 0.8 | 0.6 | 0.0 | 0.7 |
| Máquinas, aparelhos | 19.8 | 8.7 | -2.3 | 22.2 | 18.9 | -0.8 | -2.5 | -2.3 | -3.6 | 1.7 | -0.5 | 4.2 | 3.5 | -0.2 | -0.5 | -0.5 | -0.7 |
| Veículos, outro material de transporte | 12.7 | 5.0 | -0.2 | 25.7 | 6.2 | 1.3 | -9.8 | 4.0 | -6.4 | 0.7 | 0.0 | 3.1 | 0.9 | 0.2 | -1.4 | 0.5 | -0.9 |
| Óptica e precisão | 0.9 | 8.0 | 11.2 | 6.8 | 12.0 | 3.0 | 9.6 | 11.8 | 12.9 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| Outros produtos | 4.6 | 23.5 | 8.4 | 25.6 | 20.1 | 23.6 | 25.1 | 7.5 | 10.4 | 1.0 | 0.4 | 1.1 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 0.3 | 0.5 |
| <i>Classificação por grandes categorias económicas</i> | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Bens intermédios | 34.8 | 13.0 | 4.0 | 15.0 | 13.5 | 10.0 | 13.1 | 3.4 | 4.9 | 4.3 | 1.4 | 5.1 | 4.7 | 3.3 | 4.2 | 1.2 | 1.8 |
| Bens de equipamento | 27.9 | 14.1 | 0.9 | 23.5 | 24.3 | 6.5 | 3.7 | 2.9 | -2.6 | 3.8 | 0.2 | 6.2 | 6.2 | 1.8 | 1.0 | 0.8 | -0.7 |
| Bens de consumo ^(a) | 32.2 | 4.5 | 0.4 | 10.0 | 1.6 | 4.1 | 2.4 | 1.2 | -0.4 | 1.5 | 0.1 | 3.3 | 0.5 | 1.4 | 0.8 | 0.4 | -0.1 |
| Combustíveis | 4.1 | -12.8 | 71.3 | -22.6 | -27.7 | 2.6 | -1.6 | 71.1 | 70.3 | -0.7 | 2.7 | -1.1 | -1.6 | 0.1 | -0.1 | 2.3 | 2.7 |
| Outros | 1.0 | -2.4 | 18.6 | -1.2 | 5.5 | -11.1 | -1.6 | 14.1 | 18.4 | 0.0 | 0.2 | 0.0 | 0.1 | -0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.2 |
| <i>Classificação por grau de intensidade tecnológica^(b)</i> | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Alta tecnologia | 9.8 | 6.9 | 8.6 | 4.3 | 14.0 | -3.0 | 12.5 | 16.2 | 5.0 | 0.7 | 0.8 | 0.4 | 1.4 | -0.3 | 1.2 | 1.6 | 0.5 |
| Média-alta tecnologia | 31.4 | 8.4 | -2.6 | 24.3 | 12.6 | 3.8 | -4.6 | -2.8 | -5.1 | 2.7 | -0.8 | 7.3 | 4.0 | 1.2 | -1.5 | -0.9 | -1.6 |
| Média-baixa tecnologia | 24.8 | 9.3 | 15.4 | 9.7 | 6.7 | 10.5 | 10.4 | 13.5 | 15.9 | 2.3 | 3.8 | 2.4 | 1.7 | 2.6 | 2.5 | 3.2 | 4.0 |
| Baixa tecnologia | 34.0 | 9.7 | 2.4 | 9.9 | 8.5 | 8.7 | 11.7 | 3.0 | 2.8 | 3.3 | 0.8 | 3.5 | 2.8 | 2.9 | 3.9 | 1.0 | 0.9 |
| <i>Por memória: Total excluindo combustíveis</i> | 95.9 | 10.1 | 2.0 | 15.4 | 12.2 | 6.6 | 6.4 | 2.6 | 1.1 | 9.6 | 1.9 | 14.7 | 11.4 | 6.3 | 6.1 | 2.5 | 1.1 |

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

Notas: (a) Incluindo automóveis de passageiros. (b) Desagregação das exportações por grau de intensidade tecnológica de acordo com a metodologia proposta pela OCDE e descrita na Caixa do *Relatório Anual* de 2006 intitulada "A dinâmica do padrão de especialização das exportações portuguesas nas últimas décadas". Os cálculos apresentados nessa Caixa tiveram como fonte a base de dados *CEPII-Chelem* que, ao contrário da informação de comércio internacional mensalmente divulgada pelo INE, não inclui estimativas para as não respondidas e para as empresas que se encontrem abaixo do chamado limiar de assimilação. Para assegurar a compatibilidade entre aquela desagregação e a informação do INE, neste quadro foi feita a seguinte correspondência com a classificação por Nomenclatura Combinada (NC) a dois dígitos: Alta tecnologia (30; 84; 88; 90 e 91); Média-alta tecnologia (28; 29; 31-38; 85-87; 89 e 92-95); Média-baixa tecnologia (25-27; 39-40; 68-83); Baixa tecnologia (1-24; 41-67; e 96-99).

Quadro 5.3

EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE MERCADORIAS POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Taxa de variação homóloga e respectivo contributo; valores nominais

| | Pesos 2007 | Taxa de variação homóloga (em percentagem) | | | | | | | | Contributo para a taxa de variação homóloga (em p.p.) | | | | | | | | | |
|-------------------|---------------|--|-------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|---|------|------|-------------------|------|------|------|------|------|--|
| | | 2007 | 2008 (até Ago) | 2007 | | | | 2008 | | | | 2007 | 2008 (até Ago) | 2007 | | | | 2008 | |
| | | | | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T1 | T2 | | | T3 | T4 | T1 | T2 | | |
| TOTAL | 100.0 | 8.9 | 4.6 | 13.6 | 9.8 | 6.4 | 6.0 | 4.8 | 3.7 | 8.9 | 4.6 | 13.6 | 9.8 | 6.4 | 6.0 | 4.8 | 3.7 | | |
| Intra-comunitário | 76.7 | 7.8 | 1.5 | 12.1 | 8.3 | 6.3 | 4.7 | 2.8 | 0.4 | 6.1 | 1.2 | 9.6 | 6.5 | 4.7 | 3.6 | 2.2 | 0.3 | | |
| <i>dos quais:</i> | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Espanha | 28.3 | 12.5 | 3.2 | 14.8 | 9.8 | 13.1 | 12.6 | 3.1 | 3.5 | 3.4 | 0.9 | 4.2 | 2.8 | 3.4 | 3.4 | 0.9 | 1.0 | | |
| Alemanha | 13.0 | 8.2 | 1.6 | 28.9 | 9.7 | 2.8 | -5.0 | 1.8 | -1.4 | 1.1 | 0.2 | 3.5 | 1.3 | 0.4 | -0.7 | 0.3 | -0.2 | | |
| França | 12.6 | 11.1 | -2.8 | 14.6 | 11.3 | 9.7 | 8.6 | -2.2 | -1.5 | 1.4 | -0.4 | 2.0 | 1.4 | 1.1 | 1.0 | -0.3 | -0.2 | | |
| Reino Unido | 6.0 | -7.4 | -4.9 | -7.4 | -0.3 | -8.7 | -13.1 | -3.5 | -9.5 | -0.5 | -0.3 | -0.5 | 0.0 | -0.6 | -0.9 | -0.2 | -0.6 | | |
| Itália | 4.1 | 9.6 | -4.1 | 10.6 | 6.7 | 4.6 | 16.9 | 1.5 | -3.6 | 0.4 | -0.2 | 0.5 | 0.3 | 0.2 | 0.6 | 0.1 | -0.2 | | |
| Extra-comunitário | 23.3 | 12.6 | 15.0 | 19.3 | 15.3 | 6.9 | 10.2 | 12.2 | 15.1 | 2.8 | 3.4 | 4.0 | 3.3 | 1.7 | 2.4 | 2.6 | 3.5 | | |
| <i>dos quais:</i> | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Estados Unidos | 4.8 | -15.1 | -22.3 | 8.2 | -17.3 | -29.0 | -16.8 | -24.2 | -19.0 | -0.9 | -1.1 | 0.4 | -1.1 | -2.0 | -1.0 | -1.2 | -0.9 | | |
| PALOP | 5.5 | 35.3 | 25.6 | 40.9 | 35.8 | 34.7 | 31.5 | 20.3 | 24.1 | 1.6 | 1.3 | 1.6 | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.0 | 1.2 | | |

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

Quadro 5.4

EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE SERVIÇOS

Taxa de variação homóloga e respectivo contributo; valores nominais

| | Pesos 2007 | Taxa de variação homóloga (em percentagem) | | | | | Contributo para a taxa de variação homóloga (em p.p.) | | | | |
|---|---------------|--|-------------------|-------|------|-------|---|-------------------|------|------|------|
| | | 2007 | 2008 (até Ago) | 2007 | | 2008 | 2007 | 2008 (até Ago) | 2007 | | 2008 |
| | | | | S1 | S2 | S1 | | | S1 | S2 | S1 |
| | | | | | | | | | | | |
| Total | 100.0 | 19.0 | 6.7 | 19.7 | 18.4 | 9.8 | 19.0 | 6.7 | 19.7 | 18.4 | 9.8 |
| Turismo | 43.9 | 10.8 | 3.2 | 10.7 | 10.9 | 5.9 | 5.1 | 1.4 | 4.6 | 5.4 | 2.4 |
| Transportes | 25.4 | 34.7 | 11.0 | 35.4 | 34.1 | 12.6 | 7.8 | 2.8 | 8.4 | 7.3 | 3.4 |
| Outros serviços fornecidos por empresas | 17.6 | 19.5 | 11.5 | 21.9 | 17.3 | 14.4 | 3.4 | 2.0 | 4.1 | 2.9 | 2.7 |
| Comunicação | 3.7 | 14.1 | 5.2 | 25.8 | 4.1 | 7.4 | 0.5 | 0.2 | 1.0 | 0.2 | 0.3 |
| Construção | 3.5 | 43.6 | 10.6 | 33.8 | 53.4 | 14.8 | 1.3 | 0.4 | 1.1 | 1.4 | 0.5 |
| Serviços financeiros | 1.5 | 25.2 | -7.2 | 31.2 | 20.2 | -6.0 | 0.3 | -0.1 | 0.4 | 0.3 | -0.1 |
| Serviços de informação e informática | 1.2 | 25.0 | 27.6 | 11.0 | 38.7 | 35.8 | 0.3 | 0.3 | 0.1 | 0.4 | 0.4 |
| Serviços de natureza pessoal, cultural e recreativa | 1.1 | -5.7 | 10.2 | -10.6 | -1.0 | 18.0 | -0.1 | 0.1 | -0.2 | 0.0 | 0.2 |
| Operações governamentais | 1.1 | 16.9 | -7.9 | -9.8 | 41.1 | 20.7 | 0.2 | -0.1 | -0.1 | 0.4 | 0.2 |
| Seguros | 0.6 | 5.8 | 3.7 | 1.9 | 10.5 | 7.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.1 |
| Direitos de utilização | 0.5 | 18.3 | -48.2 | 23.0 | 12.6 | -50.3 | 0.1 | -0.2 | 0.1 | 0.0 | -0.3 |

Fonte: Banco de Portugal (Balança de Pagamentos).

Quadro 5.5

EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE SERVIÇOS DE TURISMO

Taxa de variação homóloga e respectivo contributo; valores nominais

| | Pesos 2007 | Taxa de variação homóloga (em percentagem) | | | | | Contributo para a taxa de variação homóloga (em p.p.) | | | | |
|----------------|---------------|--|-------------------|------|------|-------|---|-------------------|------|------|------|
| | | 2007 | 2008 (até Ago) | 2007 | | 2008 | 2007 | 2008 (até Ago) | 2007 | | 2008 |
| | | | | S1 | S2 | S1 | | | S1 | S2 | S1 |
| | | | | | | | | | | | |
| Total | 100.0 | 10.8 | 3.2 | 10.7 | 10.9 | 5.9 | 10.8 | 3.2 | 10.7 | 10.9 | 5.9 |
| Reino Unido | 23.7 | 8.6 | -1.7 | 9.9 | 7.7 | 0.8 | 2.1 | -0.4 | 2.5 | 1.8 | 0.2 |
| França | 15.1 | 13.9 | 8.7 | 16.1 | 12.9 | 13.6 | 2.0 | 1.4 | 1.9 | 2.2 | 1.7 |
| Espanha | 14.7 | 11.6 | 3.1 | 13.9 | 10.2 | 8.9 | 1.7 | 0.4 | 1.9 | 1.6 | 1.2 |
| Alemanha | 12.0 | 6.6 | -7.3 | 5.5 | 7.5 | -6.3 | 0.8 | -0.8 | 0.8 | 0.9 | -0.8 |
| Estados Unidos | 4.0 | 7.0 | -21.6 | 7.3 | 6.7 | -19.0 | 0.3 | -0.9 | 0.3 | 0.3 | -0.8 |
| Países Baixos | 3.6 | 6.4 | 11.5 | 4.5 | 7.8 | 13.2 | 0.2 | 0.4 | 0.2 | 0.3 | 0.5 |
| Bélgica | 2.6 | 17.5 | 4.7 | 11.8 | 21.1 | 10.1 | 0.4 | 0.1 | 0.3 | 0.5 | 0.2 |
| Itália | 2.5 | 12.0 | -2.8 | 21.4 | 6.8 | -1.2 | 0.3 | -0.1 | 0.5 | 0.2 | 0.0 |
| Brasil | 2.4 | 18.3 | 45.0 | 11.7 | 23.8 | 51.5 | 0.4 | 1.0 | 0.3 | 0.5 | 1.3 |
| Suíça | 2.0 | 11.9 | 7.5 | 19.1 | 6.9 | 5.5 | 0.2 | 0.1 | 0.4 | 0.1 | 0.1 |
| Resto do Mundo | 17.5 | 13.3 | 10.3 | 9.4 | 16.3 | 12.8 | 2.3 | 1.8 | 1.7 | 2.7 | 2.3 |

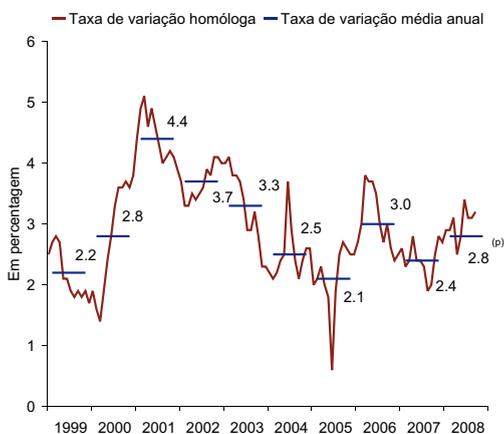
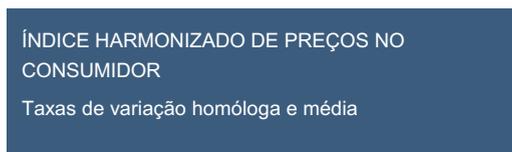
Fonte: Banco de Portugal (Balança de Pagamentos).

6. PREÇOS

Em 2008, a taxa de inflação em Portugal, medida pela variação média anual do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), deverá situar-se em 2.8 por cento, o que representará um aumento de 0.4 p.p. face ao ano anterior (Gráfico 6.1). Comparando a actual projecção para Portugal com o valor médio do intervalo de projecção para a taxa de inflação média anual da área do euro, divulgado no *Boletim Mensal* de Setembro do Banco Central Europeu (BCE), o diferencial de inflação face à área do euro deverá situar-se em -0.7 p.p., o que, para além de traduzir uma redução de 1 p.p. em relação a 2007, constituirá um mínimo histórico. A actual projecção para a taxa de inflação em 2008 representa uma ligeira revisão em baixa de 0.2 p.p. face ao valor divulgado no Boletim Económico do Verão, reflectindo em particular a evolução dos preços dos bens energéticos nos meses mais recentes.

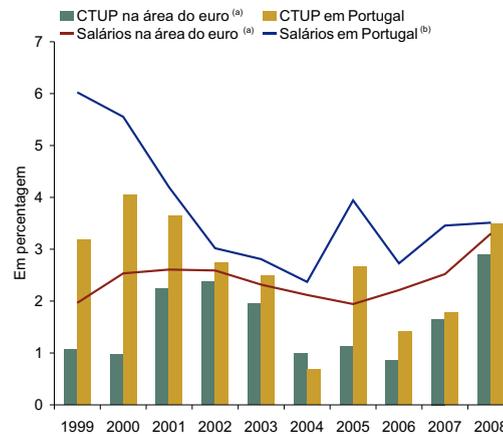
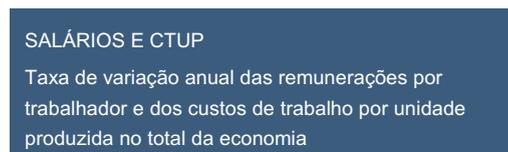
Após a desaceleração entre 2001 e 2003, nos últimos anos a inflação em Portugal tem apresentado uma evolução relativamente estável, em termos médios anuais, circunscrevendo-se a um intervalo de variação com uma amplitude não superior a 1 p.p. Para tal contribuíram, quer condições internas, quer condições externas à economia portuguesa. Ao nível das condições internas, para além de um fraco dinamismo da actividade económica (ver “Secção 5 *Despesa*”, neste Boletim), também o crescimento dos salários e dos custos de trabalho por unidade produzida (CTUP) tem apresentado uma variabilidade relativamente moderada (Gráfico 6.2). Em particular, os salários deverão manter, em 2008, uma evolução semelhante à verificada no ano anterior, que estará também próxima da evolução na área do euro. Por seu lado, os CTUP, nomeadamente no sector privado, deverão aumentar em 2008, o que também contribuirá para o aumento da inflação média anual neste ano. De acordo com estimativas do Banco de Portugal, a aceleração dos CTUP deverá reflectir uma forte desaceleração da produtividade (ver “Secção 4 *Oferta*”, neste Boletim). Também na área do euro deverá registar-se um crescimento dos CTUP superior ao de 2007, associado à desaceleração da produtividade e à aceleração das remunerações por trabalhador.

Gráfico 6.1



Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.
Nota: (p) - Projecção.

Gráfico 6.2



Fontes: Eurostat, INE e Banco de Portugal.
Notas: (a) Em 2008, média dos dois primeiros trimestres. (b) As remunerações por trabalhador excluem as contribuições sociais das administrações públicas.

A par das condições internas, a evolução do euro e dos preços de importação de mercadorias excluindo energéticos teve um efeito moderador na inflação em Portugal, que tem igualmente beneficiado da participação na área do euro, o que contribuiu para a estabilização das expectativas de inflação em torno de valores próximos dos apresentados na média da área (Quadro 6.1 e Gráfico 6.3).

O perfil intra-anual da taxa de variação homóloga do IHPC ao longo de 2008, assim como o aumento projectado para a inflação média anual, deverá reflectir essencialmente a evolução dos preços dos bens energéticos e dos bens alimentares transformados (Quadro 6.2)³⁷. Ao longo do primeiro semestre de 2008, ambas as componentes contribuíram positivamente e de forma crescente para a taxa de variação homóloga do IHPC total, à semelhança do que vinha acontecendo desde Agosto de 2007 (Gráfico 6.4). Nos meses de Julho a Setembro, num contexto de redução dos preços internacionais das matérias-primas alimentares e energéticas, estas componentes também influenciaram de forma decisiva a desaceleração evidenciada pelos preços no consumidor.

A significativa aceleração dos preços dos bens energéticos (variação acumulada de Janeiro a Setembro de 9.8 por cento em 2008, após 1.9 por cento em 2007) esteve associada à evolução do preço do petróleo (Gráfico 6.5 e Quadro 6.1). Importa, neste contexto, sublinhar que os preços desta componente desaceleraram nos meses de Julho a Setembro, em linha com o abrandamento do preço do petróleo, o que sugere um movimento de reversão dos fortes aumentos ocorridos a partir do terceiro trimestre de 2007.

Esta desaceleração recente dos preços dos bens energéticos não exclui, no entanto, a possibilidade de se continuarem a fazer sentir efeitos ascendentes sobre a inflação motivados pelos aumentos significativos destes preços, observados no final de 2007 e na primeira metade de 2008. As perturbações no preço de um determinado bem ou serviço podem propagar-se aos preços de outros bens ou

Quadro 6.1

| PORTUGAL – PRINCIPAIS INDICADORES DE PREÇOS INTERNACIONAIS | | | | | | | |
|--|------|------|------|------|----------|----------|----------|
| Taxa de variação, em percentagem | | | | | | | |
| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | | |
| | | | | | 1º trim. | 2º trim. | 3º trim. |
| Preços de importação de mercadorias ^(a) | | | | | | | |
| Total | 2.2 | 3.1 | 4.1 | 1.3 | 5.6 | 7.1 | |
| Total excluindo combustíveis | 0.8 | -0.6 | 1.4 | 1.4 | 0.7 | 1.4 | |
| Bens de consumo | -1.6 | -2.7 | 0.9 | 0.1 | 1.2 | 0.7 | |
| Bens de consumo alimentar | 1.2 | -0.7 | 2.3 | 4.0 | 7.4 | 5.7 | |
| Bens de consumo não alimentar | -2.8 | -3.6 | 0.2 | -1.7 | -1.4 | -1.8 | |
| Preço internacional de matérias-primas | | | | | | | |
| Preço do petróleo (<i>Brent Blend</i>), EUR | 21.4 | 45.0 | 19.0 | 0.4 | 44.0 | 53.2 | 44.9 |
| Preço de matérias-primas não energéticas, EUR | 10.8 | 9.4 | 24.8 | 9.2 | 11.9 | 7.1 | 8.6 |
| Índice cambial efectivo nominal para Portugal ^(b) | | | | | | | |
| | 0.6 | -0.2 | 0.2 | 0.8 | 1.6 | 1.8 | 1.4 |

Fontes: Eurostat, HWWI, INE, Thomson Reuters e Banco de Portugal.

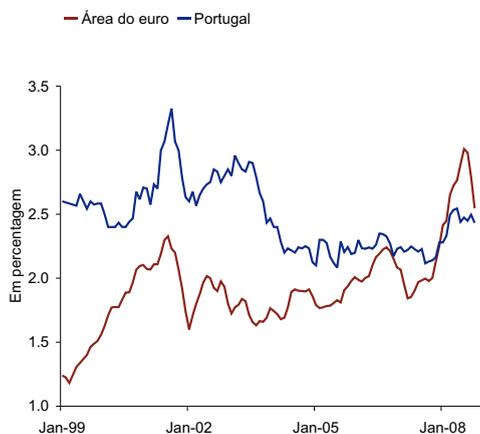
Notas: (a) Cálculos do Banco de Portugal a partir de informação disponibilizada pelo INE. A classificação por grandes categorias económicas apresentada neste quadro difere da utilizada pelo INE na medida em que os automóveis ligeiros de passageiros estão incluídos nos bens de consumo e não nos bens de 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", Banco de Portugal, *Boletim Económico*-Dezembro.

(37) Registaram-se também perturbações ao nível dos preços relativos de outros produtos, que geraram episódios temporários de alguma volatilidade na variação homóloga mensal dos preços. Em particular, importa destacar a desaceleração verificada em Abril de 2008, em larga medida associada ao efeito de base da forte subida dos preços dos serviços hospitalares no mês homólogo do ano anterior.

Gráfico 6.3

EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO: PORTUGAL E ÁREA DO EURO

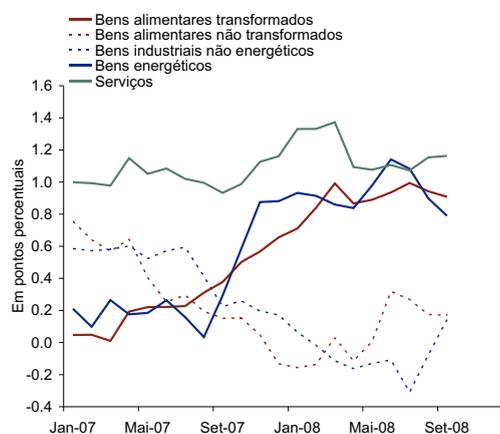
Expectativas para um horizonte de 12 meses



Fontes: Consensus Forecasts e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 6.4

EVOLUÇÃO DOS CONTRIBUTOS PARA A TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA DO IHPC TOTAL



Fonte: Eurostat.

Quadro 6.2

IHPC – PRINCIPAIS CLASSES E AGREGADOS

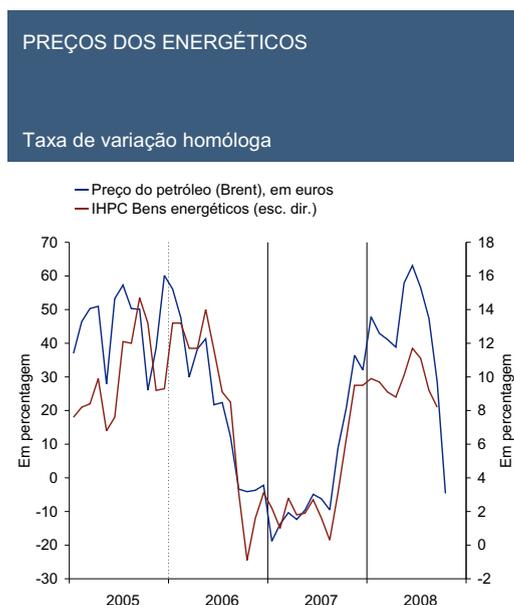
Taxas de variação média e homóloga, em percentagem

| | Pesos 2007 | Taxas de variação média anual | | | | Taxas de variação homóloga mensal | | | |
|---|------------|-------------------------------|------|------|------|-----------------------------------|------|------|-----|
| | | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2006 | | 2007 | |
| | | | | | | Dez | Mar | Jun | Set |
| Total | 100.0 | 2.1 | 3.0 | 2.4 | 2.9 | 2.7 | 3.1 | 3.4 | 3.2 |
| Total excluindo energéticos | 90.8 | 1.4 | 2.5 | 2.3 | 2.2 | 2.0 | 2.5 | 2.5 | 2.6 |
| Total excl. alimentares não transformados e energéticos | 79.4 | 1.7 | 2.4 | 2.2 | 2.5 | 2.5 | 2.9 | 2.5 | 2.8 |
| Bens | 62.3 | 1.9 | 3.2 | 2.2 | 2.9 | 2.5 | 2.9 | 3.7 | 3.3 |
| Alimentares | 21.9 | 0.1 | 3.6 | 2.8 | 4.1 | 2.4 | 4.8 | 5.9 | 5.0 |
| Não transformados | 11.3 | -0.5 | 3.2 | 3.0 | 0.5 | -1.2 | 0.3 | 2.9 | 1.5 |
| Transformados | 10.6 | 0.8 | 4.1 | 2.6 | 7.9 | 6.2 | 9.7 | 9.1 | 8.7 |
| Industriais | 40.4 | 2.8 | 3.0 | 1.9 | 2.2 | 2.6 | 1.8 | 2.5 | 2.3 |
| Não energéticos | 31.1 | 1.0 | 1.5 | 1.4 | 0.0 | 0.6 | -0.4 | -0.4 | 0.5 |
| Energéticos | 9.2 | 10.0 | 8.1 | 3.5 | 9.4 | 9.5 | 9.1 | 11.7 | 8.2 |
| Serviços | 37.7 | 2.5 | 2.7 | 2.8 | 3.1 | 3.1 | 3.6 | 2.9 | 3.0 |
| Por memória: | | | | | | | | | |
| IPC | - | 2.3 | 3.1 | 2.5 | 2.9 | 2.7 | 3.1 | 3.4 | 3.1 |
| IHPC área do euro | - | 2.2 | 2.2 | 2.1 | 3.4 | 3.1 | 3.6 | 4.0 | 3.6 |

Fontes: Eurostat e INE.

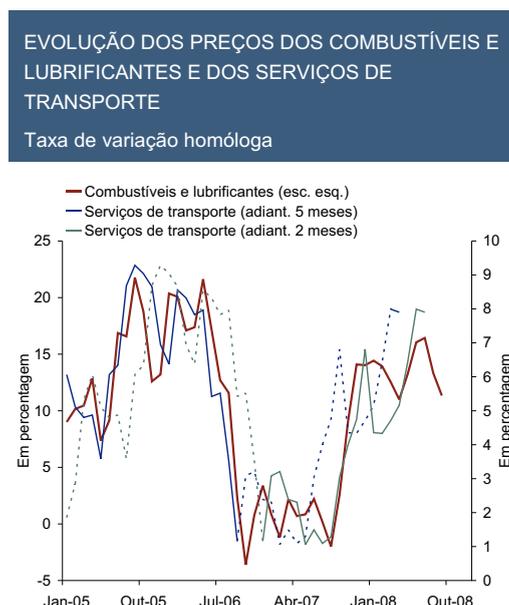
serviços através de mecanismos de transmissão (directa ou indirecta), que variam consoante os mercados em causa e a sua estrutura. Por exemplo, as alterações nos preços dos serviços de transportes parecem ser precedidas por alterações nos preços dos combustíveis e lubrificantes, sendo que o desfazamento temporal subjacente a esta transmissão aparenta ter diminuído no período mais recente

Gráfico 6.5



Fontes: Eurostat e Thomson Reuters.

Gráfico 6.6



Fonte: Eurostat.

(Gráfico 6.6). Também os preços de outros bens energéticos estão habitualmente relacionados com o preço dos produtos petrolíferos³⁸. Porém, em Portugal, esta ligação não foi visível no caso dos preços da electricidade e do gás. No primeiro caso, o aumento do preço da electricidade em 2008 foi inferior ao registado no ano anterior. Relativamente ao gás, desde Julho de 2008, as tarifas de venda de gás natural a clientes finais passaram a ser fixadas pela Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos (ERSE), o que teve um impacto não negligenciável sobre a evolução do preço no consumidor do gás (taxa de variação homóloga de 4.3 por cento no terceiro trimestre, após 10.4 por cento no trimestre anterior).

Os preços dos bens alimentares transformados evoluíram de forma semelhante aos dos bens energéticos, reflectindo, desde Agosto de 2007, o aumento dos preços das matérias-primas alimentares nos mercados internacionais e dos preços de importação de bens de consumo alimentar (Gráfico 6.7 e Quadro 6.1) (ver “Secção 2 *Enquadramento internacional*”, neste Boletim)³⁹. Também neste caso, tenderá a haver alguma transmissão das alterações nos preços dos bens alimentares transformados aos preços relativos de outros produtos. Em particular, a evolução dos bens alimentares transformados parece ter influenciado a variação dos preços dos restaurantes e cafés (Gráfico 6.8). Note-se ainda que a aceleração destes últimos contribuiu em 0.2 p.p. para o aumento de 0.7 p.p. na taxa de variação acumulada até Setembro de 2008 do IHPC total face a igual período do ano anterior.

O diferencial total de inflação (medida pela variação do IHPC) face à área do euro tem vindo a diminuir de forma relativamente contínua desde Julho de 2007, situando-se em valores negativos desde Setembro do mesmo ano (Gráfico 6.9). Esta evolução do diferencial total está a ser determinada fundamentalmente pelas componentes dos bens alimentares não transformados e dos bens industriais não energéticos. Em particular, a existência de um diferencial negativo face à área do euro no caso dos bens industriais não energéticos reflectiu a diminuição dos preços deste agregado em Portugal que, estando em linha com a desaceleração dos preços de importação de bens não energéticos, num con-

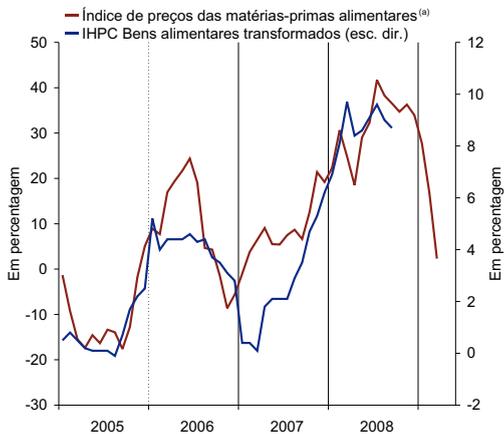
(38) Ver “Box 8 Non-oil energy price developments”, ECB Monthly Bulletin, September 2008.

(39) Para uma discussão mais detalhada sobre a evolução dos preços dos bens alimentares transformados ao longo de 2007 e no início de 2008, ver “Caixa 5.1 A evolução dos preços dos bens alimentares transformados ao longo de 2007”, Banco de Portugal, Relatório Anual 2007.

Gráfico 6.7

PREÇOS DOS BENS ALIMENTARES

Taxas de variação homóloga



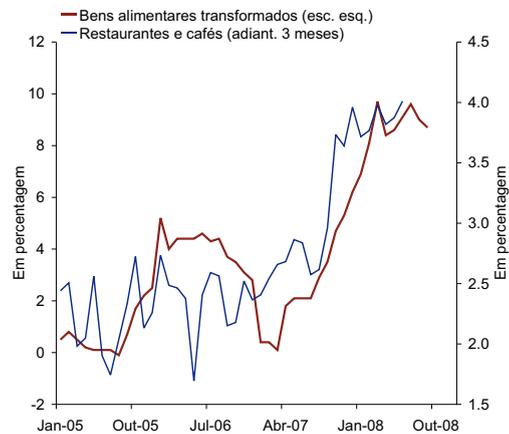
Fontes: Eurostat e HWWI.

Nota: (a) Série desfasada cinco períodos.

Gráfico 6.8

EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DOS BENS ALIMENTARES TRANSFORMADOS E DOS RESTAURANTES E CAFÉS

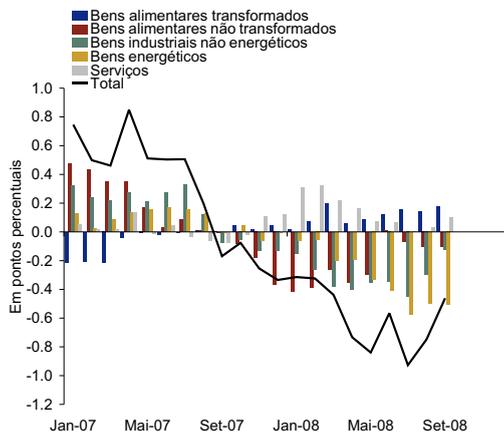
Taxa de variação homóloga



Fonte: Eurostat.

Gráfico 6.9

DECOMPOSIÇÃO DO DIFERENCIAL ENTRE A TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA DO IHPC TOTAL EM PORTUGAL E NA ÁREA DO EURO



Fonte: Eurostat.

texto de apreciação do euro em termos acumulados, foi significativamente influenciada pela evolução dos preços dos veículos automóveis (que deverá estar associada à entrada em vigor a partir de 1 de Julho de 2007 de alterações ao nível da tributação sobre veículos). Adicionalmente, verificou-se em Portugal a redução de 1 p.p. da taxa normal do IVA em Julho de 2008, embora exista alguma incerteza sobre o grau efectivo de transmissão desta redução aos preços finais no consumidor⁴⁰.

(40) Para mais detalhes, ver Banco de Portugal, *Boletim Económico*-Verão 2008.

Por seu turno, verificou-se um diferencial de inflação positivo entre Portugal e a área do euro na componente dos serviços, para o qual contribuiu a aceleração dos preços dos restaurantes e cafés. À semelhança do verificado nesta componente, também o agregado “Bens alimentares transformados excluindo tabaco” tem apresentado diferenciais positivos face à área do euro, em termos de taxa de variação homóloga, desde Agosto de 2007⁴¹.

A existência de um diferencial de inflação negativo face à área do euro, que é consistente com o facto de as expectativas de inflação em Portugal não serem superiores às da área do euro desde Dezembro de 2007 (Gráfico 6.3), não parece estar a ser globalmente condicionada pela componente dos preços administrados, pois o diferencial de inflação negativo no caso dos bens com preços administrados (nomeadamente, a electricidade, o gás e os produtos farmacêuticos) é compensado pelo diferencial positivo no caso dos serviços com preços administrados (em particular, os serviços de transporte e as rendas efectivamente pagas).

(41) No caso do tabaco, o diferencial de inflação face à área do euro também é positivo. No entanto, no período mais recente, o seu contributo para o diferencial de inflação total tem-se mantido relativamente estável, em torno de 0.1 p.p.

7. BALANÇA DE PAGAMENTOS

7.1. Necessidades de financiamento em 2008

As necessidades líquidas de financiamento externo da economia portuguesa, medidas pelo défice conjunto das balanças corrente e de capital, deverão situar-se em 8.9 por cento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2008, o que corresponde a um aumento de 0.7 pontos percentuais (p.p.) face ao ano anterior (Quadro 7.1.1). Assim, após uma interrupção da trajectória de agravamento em 2007, o desequilíbrio externo português deverá aumentar em 2008. Este agravamento do défice externo traduz a redução da taxa de poupança interna, a manutenção da taxa de investimento da economia num nível relativamente próximo do registado em 2007 e o aumento do excedente da balança de capital (Gráfico 7.1.1). A actual estimativa para as necessidades de financiamento externo é inferior à divulgada no *Boletim Económico* do Verão (10.6 por cento do PIB), o que reflecte uma melhoria mais pronunciada do excedente da balança de capital e, ao nível das componentes da balança corrente, uma redução do défice da balança de rendimentos face ao valor anteriormente projectado⁴².

O aumento das necessidades de financiamento externo traduz o agravamento do défice da balança corrente, que mais do que compensa o aumento do excedente da balança de capital. Por seu turno, a evolução da balança corrente reflectirá o aumento dos défices da balança de mercadorias e serviços e da balança de rendimentos. O maior défice da balança de mercadorias e serviços decorrerá essencialmente da deterioração dos termos de troca e do efeito volume, que se estima que sejam negativos em 2008, ao contrário do verificado em 2007. O efeito volume negativo, reflectindo um crescimento das exportações superior ao das importações, não será alheio à desaceleração da procura externa e a uma ligeira perda de quota de mercado. O aumento do défice da balança de rendimentos estará as-

Quadro 7.1.1

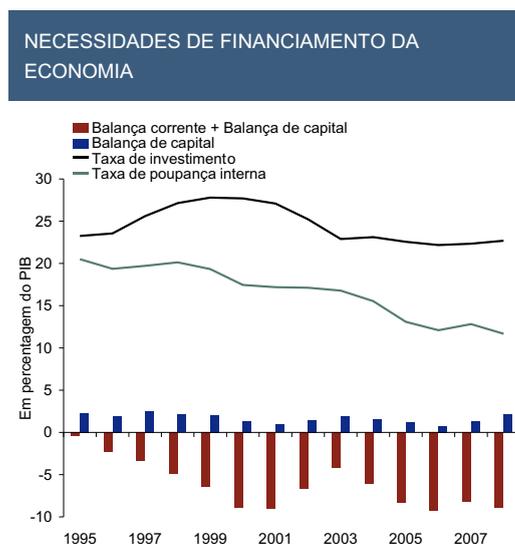
| BALANÇA CORRENTE E BALANÇA DE CAPITAL | | | | | | |
|---------------------------------------|-------|-------|---------------------|-------------------|------|-------|
| Saldos em percentagem do PIB | | | | | | |
| | 2006 | 2007 | 2008 ^(b) | S1 ^(a) | | |
| | | | | 2006 | 2007 | 2008 |
| Balança corrente e balança de capital | -9.3 | -8.2 | -8.9 | -10.8 | -8.1 | -10.0 |
| Balança corrente | -10.1 | -9.5 | - | -11.3 | -9.2 | -11.9 |
| Balança de mercadorias e serviços | -7.6 | -6.6 | -8.0 | -8.9 | -6.4 | -8.4 |
| Mercadorias | -10.7 | -10.7 | - | -11.0 | -9.7 | -11.9 |
| Serviços | 3.1 | 4.1 | - | 2.1 | 3.3 | 3.5 |
| <i>dos quais:</i> | | | | | | |
| Viagens e turismo | 2.6 | 2.8 | - | 1.9 | 2.0 | 2.1 |
| Balança de rendimentos | -4.1 | -4.5 | - | -4.1 | -4.5 | -4.9 |
| Transferências correntes | 1.6 | 1.6 | - | 1.7 | 1.7 | 1.5 |
| <i>das quais:</i> | | | | | | |
| Remessas de emigrantes/imigrantes | 1.2 | 1.2 | - | 1.0 | 1.2 | 1.0 |
| Balança de capital | 0.8 | 1.3 | - | 0.6 | 1.1 | 1.9 |

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) Para o cálculo dos rácios das diversas componentes da Balança de Pagamentos em percentagem do PIB, no primeiro semestre de cada ano, utilizaram-se estimativas semestrais do PIB nominal, calculadas pelo Banco de Portugal. (b) Estimativa do Banco de Portugal.

(42) A redução da estimativa do défice da balança de rendimentos face à estimativa anterior está, em larga medida, associada à actualização de informação de base utilizada no processo de estimação dos rendimentos de investimento directo no âmbito das Estatísticas da Balança de Pagamentos.

Gráfico 7.1.1



Fontes: INE e Banco de Portugal.

sociado à continuada deterioração da posição de investimento internacional e à subida dos custos de financiamento, num contexto de turbulência nos mercados financeiros (ver “Secção 3.1 *Política monetária do BCE e condições monetárias e financeiras da economia portuguesa*”, neste Boletim).

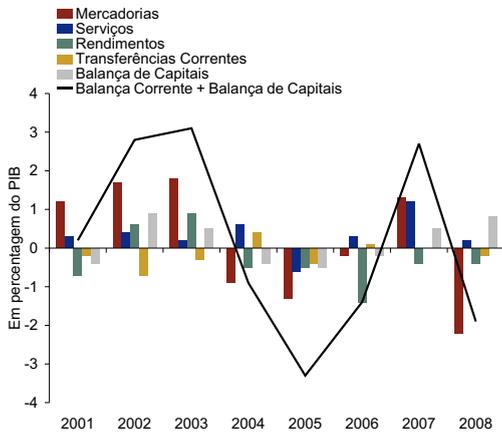
7.2. A balança de pagamentos no primeiro semestre de 2008

Na primeira metade de 2008, o défice conjunto das balanças corrente e de capital aumentou de 8.1 por cento do PIB em 2007 para 10.0 por cento do PIB em 2008 (Quadro 7.1.1). Num quadro de aumento do excedente da balança de capital e da relativa estabilização do excedente da balança de transferências correntes, a evolução do défice externo português foi dominada pela deterioração dos saldos da balança de mercadorias e serviços e, em menor grau, da balança de rendimentos (Gráfico 7.2.1). O aumento do défice da balança de mercadorias e serviços, associado ao aumento do défice da balança de mercadorias, já que o excedente da balança de serviços se manteve praticamente inalterado face ao período homólogo, reflectiu um efeito negativo, tanto nos termos de troca, como no preço e em volume (Gráfico 7.2.2).

No primeiro semestre do ano, o aumento do excedente da balança de capital reflectiu essencialmente a componente das transferências públicas, que estará a ser muito influenciada pela sobreposição temporal de projectos ainda financiados no âmbito do III Quadro Comunitário de Apoio com projectos já abrangidos pelo Quadro de Referência Estratégico Nacional. Em igual período, o défice da balança de rendimentos deteriorou-se em 0.4 p.p. do PIB face a 2007, mantendo a trajectória de agravamento iniciada em 2004.

Por seu lado, a relativa estabilização do excedente da balança de serviços reflectiu essencialmente a desaceleração das exportações de serviços, em especial de turismo e de transportes, bem como a aceleração das importações, nomeadamente de serviços técnico-profissionais. Também nos primeiros seis meses de 2008, o défice da balança de mercadorias situou-se em 11.9 por cento do PIB, agravando-se em 2.2 p.p. do PIB face a igual período em 2007, após uma melhoria de 1.3 p.p do PIB do primeiro semestre de 2007 face ao período homólogo do ano anterior.

Gráfico 7.2.1

DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO DO SALDO CONJUNTO DA BALANÇA CORRENTE E DE CAPITAL – 1º SEMESTRE


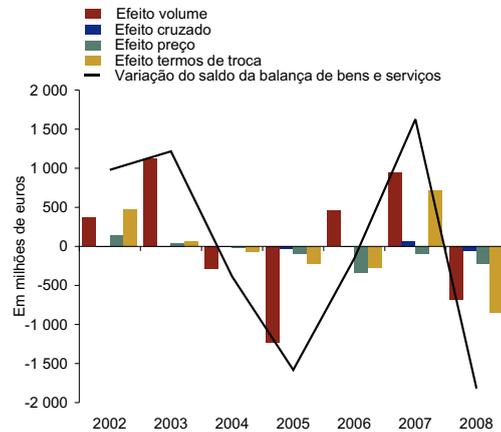
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Para o cálculo dos rácios das diversas componentes da Balança de Pagamentos em percentagem do PIB, no primeiro semestre de cada ano, utilizaram-se estimativas semestrais do PIB nominal, calculadas pelo Banco de Portugal.

Gráfico 7.2.2

VARIAÇÃO DO SALDO DA BALANÇA DE MERCADORIAS E SERVIÇOS – 1º SEMESTRE

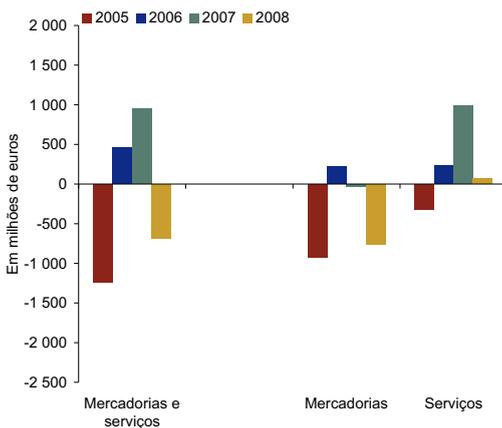
Decomposição em efeito volume, preço e termos de troca



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Uma variação positiva (negativa) significa um aumento (diminuição) do saldo da balança de mercadorias e serviços. Para uma descrição da metodologia utilizada para calcular os vários efeitos, ver nota do Gráfico 4.24 no *Relatório Anual 2007* do Banco de Portugal.

Gráfico 7.2.3

DECOMPOSIÇÃO DO EFEITO VOLUME DA VARIAÇÃO DO SALDO DA BALANÇA DE MERCADORIAS E SERVIÇOS – 1º SEMESTRE


Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Uma variação positiva (negativa) significa um aumento (diminuição) do saldo da balança de mercadorias e serviços. Para uma descrição da metodologia utilizada, ver nota do Gráfico 4.24 no *Relatório Anual 2007* do Banco de Portugal.

Ao contrário do verificado em 2007, no primeiro semestre de 2008 os preços das importações cresceram a uma taxa superior à dos preços das exportações. Em particular no caso das mercadorias, e de acordo com estimativas do Banco de Portugal com base em informação fornecida pelo INE, os preços

das importações cresceram 6.3 por cento, enquanto os preços das exportações aumentaram 2.3 por cento, o que resultou numa perda de termos de troca de 3.7 por cento. Para além disso, a forte aceleração dos preços das importações de mercadorias (6.2 p.p. face ao primeiro semestre de 2007), muito influenciada pelos preços dos combustíveis, resultou num efeito preço mais negativo do que o registado no primeiro semestre do ano anterior. Também em volume as importações cresceram mais do que as exportações, o que gerou um efeito volume negativo, que contrasta com o efeito volume positivo registado no semestre homólogo. Este efeito negativo reflectiu essencialmente a componente de mercadorias, nomeadamente mercadorias excluindo energéticos (Gráfico 7.2.3). No caso da balança de serviços, o efeito volume associado à variação do saldo no primeiro semestre de 2008 é virtualmente nulo, o que contrasta com o forte efeito positivo verificado no período homólogo do ano anterior.

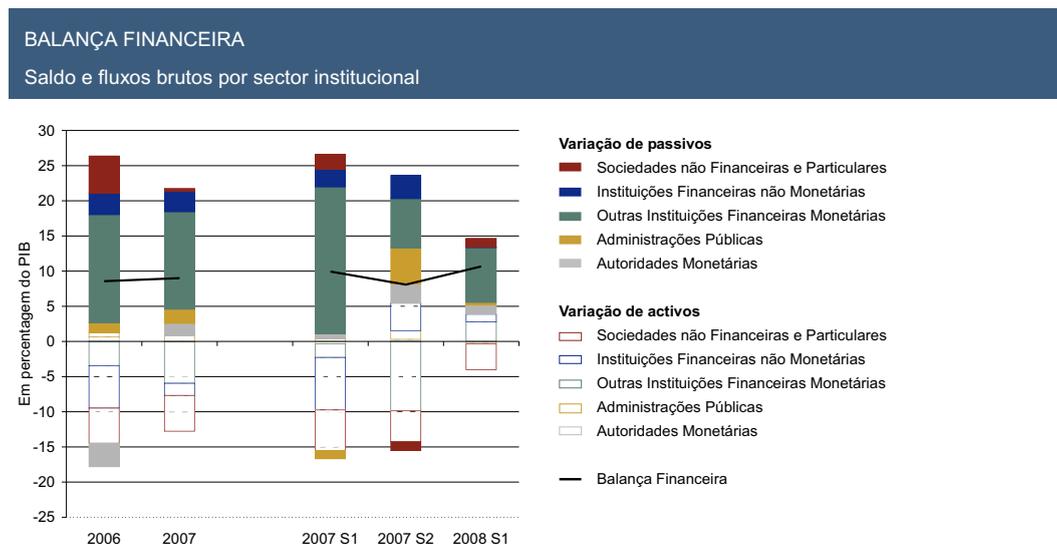
7.3 A balança financeira no primeiro semestre de 2008

A crescente integração financeira da economia portuguesa, que se intensificou com a participação na área do euro, veio permitir um alargamento das possibilidades de escolha dos agentes económicos residentes. De facto, contribuiu não apenas para a diminuição das suas restrições de liquidez, através de um maior acesso a financiamento externo com ausência de risco cambial, como também para alargar as possibilidades de afectação de riqueza financeira. Este enquadramento possibilitou, por um lado, uma divergência que se tem revelado significativa e prolongada entre poupança e investimento internos, assistindo-se à manutenção de um défice da balança corrente e de capital elevado. Por outro lado, traduziu-se em fluxos brutos muito intensos de activos e passivos financeiros com o resto do mundo. O sistema bancário residente, ao desempenhar uma função primordial de intermediação financeira, tem constituído o principal veículo de canalização de poupança externa para a economia e, como tal, de acumulação de passivos financeiros relativamente ao exterior. Por sua vez, os investidores institucionais, com destaque para os fundos de investimento, tiraram partido deste enquadramento para diversificar as suas carteiras de activos financeiros, acentuando progressivamente a importância relativa dos títulos estrangeiros, e dando assim um importante contributo para a acumulação de activos financeiros face ao exterior.

A turbulência que tem caracterizado os mercados financeiros desde o Verão de 2007 limitou a capacidade de financiamento dos bancos nos mercados de dívida por grosso, o que, em larga medida, determinou a forte redução dos fluxos de passivos financeiros face ao exterior. Paralelamente, num contexto de maior aversão ao risco, assistiu-se a uma recomposição da carteira de activos financeiros do público residente, que se traduziu num aumento dos depósitos bancários em detrimento de aplicações financeiras mais sensíveis a flutuações de mercado, como sejam as unidades de participação em fundos de investimento. Desta forma, os fundos de investimento venderam volumes significativos de títulos da sua carteira a não residentes para fazer face aos crescentes resgates de unidades de participação, contribuindo assim para uma redução substancial dos fluxos brutos de activos financeiros com o exterior do total do sector das instituições financeiras não monetárias (onde estão também incluídas as sociedades de seguros e os fundos de pensões) (Gráfico 7.3.1).

Estes desenvolvimentos, que eram já evidentes na segunda metade de 2007, intensificaram-se no primeiro semestre de 2008. De facto, neste período, a balança financeira registou uma entrada de fundos de 10.7 por cento do PIB, valor que compara com 9.9 por cento do PIB em período idêntico do

Gráfico 7.3.1



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Os valores 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.

ano anterior (Quadro 7.3.1)⁴³. Assim, não obstante ter-se observado uma entrada líquida de fundos próxima da registada no primeiro semestre de 2007, ou seja, num período anterior ao deflagrar da turbulência financeira, os fluxos financeiros brutos (variação de activos e de passivos) registaram uma forte diminuição na primeira metade de 2008, de cerca de 15 p.p. do PIB.

Em termos líquidos, o financiamento externo da economia portuguesa continuou a processar-se maioritariamente através da intermediação do sistema bancário residente, embora se tenha observado uma queda substancial do respectivo fluxo líquido de financiamento (menos 8.4 p.p. do PIB). Assim, apesar das condições adversas no acesso a financiamentos nos mercados internacionais de dívida por grosso, as outras instituições financeiras monetárias (OIFM), conseguiram preservar algum acesso aos mercados primários de títulos de dívida, ainda que a prazos mais curtos e com custos superiores. De facto, os fluxos de passivos de investimento de carteira das OIFM ascenderam a 11.1 por cento do PIB no primeiro semestre de 2008, menos 2.9 p.p. do PIB do que no período comparável do ano anterior. Por seu turno, os fluxos de passivos de outro investimento deste sector observaram uma redução muito acentuada (8.0 p.p. do PIB). Paralelamente, num contexto de perturbações no funcionamento do mercado monetário interbancário e, em geral, do mercado de dívida por grosso, os bancos terão concentrado a sua liquidez a nível interno, o que se traduziu numa redução dos seus activos de outro investimento, ao contrário do observado em idêntico período do ano anterior.

A referida reafecção de carteira de activos financeiros do público, que envolveu resgates substanciais de unidades de participação de fundos de investimento e, conseqüentemente, vendas de títulos em carteira dos fundos a não residentes, surge espelhada numa alteração de vulto do papel das instituições financeiras não monetárias no financiamento da balança. De facto, contrariamente ao observa-

(43) À semelhança do sucedido nos últimos anos, os registos da balança financeira encontram-se afectados por operações de natureza temporária de final de ano entre os bancos e as autoridades monetárias, que têm reflexo apenas na distribuição da posição externa da economia entre estes dois sectores, sem que o saldo global da balança financeira seja afectado. Este tipo de operações tem impacto sobre as estatísticas dos fluxos de outro investimento destes dois sectores, não permitindo uma leitura directa da importância dos bancos no financiamento da economia. No final de 2007, no contexto da tensão observada no mercado monetário do euro, este efeito foi particularmente relevante. Neste contexto, verificou-se um forte aumento dos depósitos das instituições de crédito residentes junto do Banco de Portugal (cerca de 6.4 por cento do PIB), para o qual contribuíram as operações de absorção de liquidez extraordinárias realizadas pelo Eurosistema. Dada a natureza temporária das referidas operações, a análise que se segue tem por base os valores corrigidos destas operações.

Quadro 7.3.1

| BALANÇA FINANCEIRA | | | | | | |
|--|----------------------|----------------------|--------------------|----------------------|---------------------|-------------------|
| Em percentagem do PIB | | | | | | |
| | Jan-Jun 2007 | | | Jan-Jun 2008 | | |
| | Variação de Passivos | Variação de Activos | Variação Líquida | Variação de Passivos | Variação de Activos | Variação Líquida |
| Balança Corrente e de Capital | | | -8.1 | | | -10.0 |
| Balança Financeira | 27.5 (25.1) | -17.6 (-15.2) | 9.9 | 17.2 (10.8) | -6.6 (-0.1) | 10.7 |
| Investimento Directo | 3.1 | -2.8 | 0.3 | 2.1 | -1.1 | 1.1 |
| <i>excluindo Zonas Francas Madeira e S. Maria Açores</i> | 3.0 | -3.0 | 0.0 | 2.1 | -0.5 | 1.6 |
| Investimento de Carteira | 17.1 | -9.2 | 7.9 | 14.5 | -3.9 | 10.6 |
| Derivados Financeiros | -3.6 | 4.0 | 0.4 | -5.8 | 6.0 | 0.2 |
| Outro Investimento | 11.0 (8.6) | -9.9 (-7.4) | 1.2 | 6.4 (0.0) | -7.3 (-0.9) | -1.0 |
| Activos de Reserva | | 0.2 | 0.2 | | -0.2 | -0.2 |
| Por sector institucional residente: | | | | | | |
| Autoridades Monetárias ^(a) | 3.2 (0.8) | -0.4 | 2.8 (0.4) | 7.8 (1.3) | -0.1 | 7.7 (1.2) |
| Investimento de Carteira | 0.0 | 2.7 | 2.7 | 0.0 | 1.4 | 1.4 |
| Derivados Financeiros | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Outro Investimento | 3.2 (0.8) | -3.3 | -0.1 (-2.5) | 7.8 (1.4) | -1.3 | 6.5 (0.1) |
| Activos de Reserva | | 0.2 | 0.2 | | -0.2 | -0.2 |
| Administrações Públicas | -1.2 | 0.3 | -0.8 | 0.3 | -0.2 | 0.1 |
| Investimento Directo | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| <i>excluindo Zonas Francas Madeira e S. Maria Açores</i> | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Investimento de Carteira | 1.0 | -0.2 | 0.7 | 3.5 | -0.8 | 2.7 |
| Derivados Financeiros | -0.6 | 0.6 | 0.0 | -0.7 | 0.5 | -0.2 |
| Outro Investimento | -1.6 | -0.1 | -1.6 | -2.4 | 0.0 | -2.4 |
| Outras Instituições Financeiras Monetárias ^(a) | 20.8 | -4.3 (-1.9) | 16.5 (18.9) | 7.8 | -3.7 (2.8) | 4.1 (10.6) |
| Investimento Directo | 0.4 | -0.3 | 0.1 | 0.1 | -0.2 | -0.1 |
| <i>excluindo Zonas Francas Madeira e S. Maria Açores</i> | 0.4 | -0.3 | 0.1 | 0.1 | -0.2 | -0.1 |
| Investimento de Carteira | 14.1 | -2.9 | 11.2 | 11.1 | -4.7 | 6.4 |
| Derivados Financeiros | -2.2 | 2.4 | 0.3 | -4.0 | 4.2 | 0.2 |
| Outro Investimento | 8.5 | -3.6 (-1.1) | 4.9 (7.4) | 0.5 | -3.0 (3.5) | -2.5 (4.0) |
| Instituições Financeiras não Monetárias | 2.5 | -7.5 | -4.9 | 0.1 | 1.1 | 1.2 |
| Investimento Directo | 0.9 | -0.3 | 0.6 | 0.7 | -0.1 | 0.7 |
| <i>excluindo Zonas Francas Madeira e S. Maria Açores</i> | 0.9 | -0.3 | 0.6 | 0.7 | -0.1 | 0.7 |
| Investimento de Carteira | 2.2 | -7.5 | -5.3 | 0.2 | 1.0 | 1.3 |
| Derivados Financeiros | -0.7 | 0.7 | 0.0 | -0.7 | 0.7 | 0.0 |
| Outro Investimento | 0.1 | -0.4 | -0.2 | -0.2 | -0.6 | -0.8 |
| Sociedades não Financeiras e Particulares | 2.1 | -5.8 | -3.7 | 1.2 | -3.6 | -2.4 |
| Investimento Directo | 1.7 | -2.2 | -0.5 | 1.3 | -0.8 | 0.5 |
| <i>excluindo Zonas Francas Madeira e S. Maria Açores</i> | 1.7 | -2.4 | -0.7 | 1.2 | -0.3 | 1.0 |
| Investimento de Carteira | -0.2 | -1.3 | -1.4 | -0.3 | -0.9 | -1.2 |
| SNF | -0.2 | -0.2 | -0.3 | -0.3 | -0.5 | -0.8 |
| Particulares | 0.0 | -1.1 | -1.1 | 0.0 | -0.4 | -0.4 |
| Derivados Financeiros | -0.2 | 0.3 | 0.1 | -0.4 | 0.6 | 0.2 |
| Outro Investimento | 0.8 | -2.6 | -1.8 | 0.7 | -2.5 | -1.8 |
| Erros e Omissões | | | -1.8 | | | -0.7 |

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.

do no primeiro semestre de 2007, quando se verificou uma saída líquida de fundos associada a investimento de carteira deste sector equivalente a 7.5 por cento do PIB, no primeiro semestre de 2008 observou-se um desinvestimento de carteira de 1.0 por cento do PIB.

A entrada líquida de fundos directamente para às administrações públicas foi virtualmente nula no primeiro semestre de 2008. De facto, a aquisição líquida de títulos de dívida pública por parte de não residentes foi compensada, essencialmente, pela amortização de empréstimos de curto prazo obtidos junto de instituições financeiras não residentes. Desta forma, as necessidades de financiamento das administrações públicas terão sido supridas por residentes, o que poderá estar a reflectir uma maior procura de activos com menor risco observada dado o agravamento das tensões nos mercados financeiros.

8. CONCLUSÃO

Nos últimos anos, a evolução da economia portuguesa tem sido marcada pela ocorrência atípica de curtos períodos alternados de aceleração e desaceleração da actividade, num contexto de baixo crescimento tendencial quando comparado com os ciclos anteriores. Este comportamento tem sido influenciado, não só pela envolvente externa da economia, nomeadamente em resposta aos choques nominais e reais significativos observados ao longo da presente década, mas também pela envolvente estrutural interna, que se tem caracterizado por um fraco crescimento da produtividade no quadro de uma adaptação gradual, mas iniciada tardiamente, do enquadramento institucional, quer ao nível do funcionamento dos mercados, quer da qualidade da dotação de factores produtivos da economia. Neste quadro, designadamente com a participação crescente no mercado europeu e mundial de países de grande dimensão e baixos níveis de custos unitários de trabalho, em concorrência directa com os sectores transaccionáveis tradicionais, a economia portuguesa tem atravessado um período prolongado de divergência real com a União Europeia, que não pode ser avaliado numa perspectiva estritamente cíclica.

A esse efeito juntou-se, ao longo de 2008, a transmissão gradual para a economia portuguesa de um conjunto de choques externos sobre os mercados financeiros e a actividade a nível global que tinham começado a desenhar-se já na segunda metade de 2007. No quadro institucional vigente torna-se determinante compreender a forma como se processará o ajustamento da economia portuguesa no futuro próximo. Em particular, será fundamental avaliar a extensão e duração da actual crise no sistema financeiro internacional, bem como o nível em que estabilizarão os mercados financeiros. Estes elementos são de importância vital para aferir a sustentabilidade das trajectórias de endividamento dos agentes económicos.

De facto, as condições de solvabilidade que decorrem das restrições orçamentais intertemporais das famílias estarão a tornar-se mais activas, dado o nível relativamente reduzido da taxa de poupança e a parcela significativa do rendimento disponível que as famílias afectam às amortizações de capital e ao pagamento de juros. Estes desenvolvimentos, no quadro de um nível relativamente elevado de endividamento do sector, apontam para que o relativo dinamismo do consumo privado no período recente não seja sustentável no futuro, enquanto não for possível fazê-lo assentar no crescimento tendencial do rendimento. O ajustamento das empresas não financeiras dependerá, por seu turno, da sua capacidade competitiva num ambiente internacional adverso, em que as condições de financiamento do investimento se tornaram muito mais exigentes. Deste modo, a desaceleração do consumo e do investimento deverão conduzir a um estreitamento futuro da balança corrente e de capital. Finalmente, o actual contexto de crise nos mercados financeiros internacionais reforça a importância de preservar uma trajectória estrutural sustentável das contas públicas a médio e longo prazo, o que, após o esforço de consolidação orçamental observado nos últimos anos, contribuirá para promover um maior crescimento económico no futuro.

No curto prazo, o actual enquadramento macroeconómico, caracterizado por uma forte interacção entre uma rápida desaceleração económica a nível global e uma crise sem precedentes nos mercados financeiros internacionais, tem-se transmitido progressivamente à economia portuguesa e tenderá a acentuar-se no futuro. Adicionalmente, a elevada incerteza que persiste quanto ao momento de inflexão da actual trajectória de desaceleração global introduz riscos claramente descendentes sobre a evolução das exportações e do investimento, agregados macroeconómicos particularmente sensíveis à evolução do enquadramento externo. Estes desenvolvimentos tenderão a reflectir-se de forma significativa no mercado de trabalho, nomeadamente num mais fraco dinamismo do emprego.

Contudo, o próprio agravamento da crise internacional implicou a adopção, de forma mais ou menos coordenada em todo o mundo, de medidas dirigidas directamente ao sistema financeiro bem como medidas expansionistas de política monetária e orçamental, cujos efeitos no futuro próximo são ainda difíceis de avaliar, mas que tenderão a contrariar o agravamento continuado do clima de crise. No caso específico da economia portuguesa, são de destacar, a curto prazo, a descida das taxas de juro, bem como dos preços dos combustíveis, cujos aumentos em 2008 tiveram um impacto considerável sobre as famílias e as empresas portuguesas.

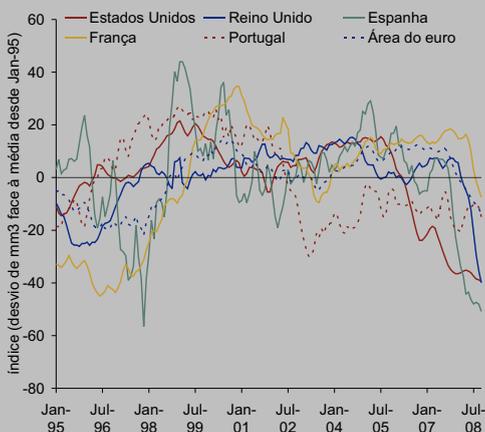
A médio e longo prazo, reforça-se a importância de continuar a promover melhorias no quadro institucional e estrutural da economia portuguesa, nomeadamente ao nível da qualidade do *stock* de capital humano e do funcionamento dos mercados de produtos e de emprego, bem como sustentar o actual quadro de estabilidade macroeconómica. A manutenção de esforços na prossecução destes objectivos continua a ser premente para criar as condições que assegurem, após o presente período de abrandamento global da actividade, o reinício de um processo sustentado de crescimento e de convergência real para os níveis de rendimento *per capita* da União Europeia.

Redigido com informação disponível até ao final de Outubro de 2008, com excepção das decisões de política monetária e das Estatísticas Monetárias e Financeiras.

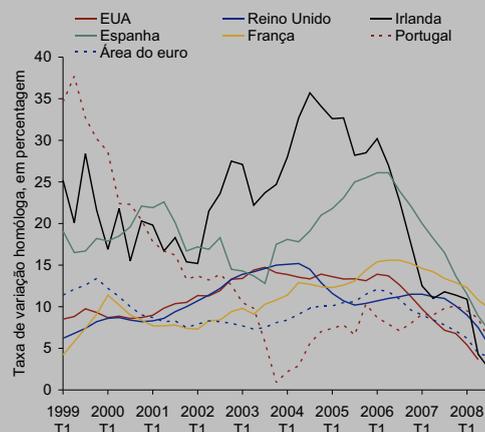
Caixa 1. Mercados de habitação em algumas economias avançadas

Em várias economias avançadas, a actividade e os preços nos mercados de habitação estão a registar uma correcção em baixa significativa. Nos Estados Unidos, os indicadores de actividade começaram a desacelerar no segundo semestre de 2004 e a evidenciar uma tendência de correcção em baixa muito acentuada desde o final de 2005. Nestas circunstâncias, os preços têm vindo a registar reduções em termos reais face ao ano anterior desde o terceiro trimestre de 2007 e nominais desde o início de 2008¹. Na maioria dos países europeus o processo de ajustamento no mercado de habitação é mais recente, tendo-se acentuado desde o início da turbulência nos mercados financeiros em meados de 2007, como é evidenciado pelos indicadores de confiança dos empresários do sector da construção (Gráfico 1). A correcção em baixa da actividade no sector residencial e o abrandamento do crédito para habitação estão a assumir magnitudes particularmente acentuadas na Irlanda, em Espanha e no Reino Unido, onde já se começaram, tal como nos Estados Unidos, a registar reduções dos preços em termos nominais face ao ano anterior² (Gráficos 2, 3 e 4).

O ajustamento em baixa dos preços da habitação nestas economias surge após um período de forte crescimento registado desde meados da década de 90. Entre 1996 e 2007, o crescimento acumulado dos preços situou-se em cerca de 100 por cento nos Estados Unidos, o que traduz um valor elevado, embora inferior ao registado em outras economias avançadas (Gráfico 5). No Reino Unido, os preços aumentaram no mesmo período cerca de 200 por cento. Em média na área do euro, os preços cresceram cerca de 80 por cento entre 1996 e 2007, existindo grandes diferenças entre o comportamento dos preços nas várias economias. Em vários países da área do euro, os preços registaram acréscimos muito significativos, sendo de destacar o caso da Irlanda, onde o aumento foi de 350 por cento e, em menor grau, da Espanha (200 por cento), França, Holanda e Bélgica (cerca de 150 por cento,

Gráfico 1**CONFIANÇA DOS EMPRESÁRIOS DA CONSTRUÇÃO RELATIVAMENTE À COMPONENTE RESIDENCIAL**

Fontes: Comissão Europeia e Thomson Reuters.

Gráfico 2**CRÉDITO A PARTICULARES PARA AQUISIÇÃO DE HABITAÇÃO ^(a)**

Fontes: BCE, Banco de Inglaterra e Thomson Reuters.

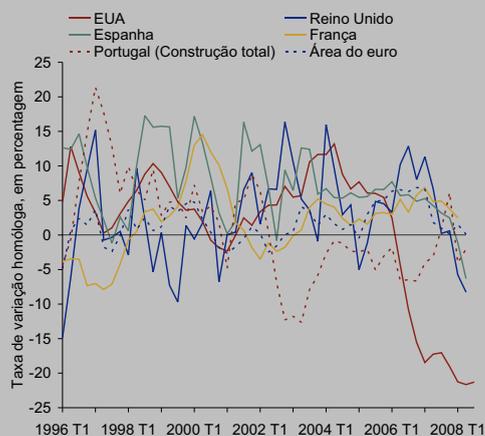
Notas: (a) No caso do Reino Unido e dos EUA inclui crédito concedido por outras instituições para além das IFM.

(1) O índice de preços utilizado nesta Caixa para os Estados Unidos corresponde ao índice dos preços medianos das habitações existentes (índice OFHEO), por se considerar que é o mais representativo dos preços no conjunto da economia e o mais comparável com os índices utilizados para as outras economias. Um outro índice frequentemente apresentado para os Estados Unidos é o índice S&P/Case-Shiller (compósito 10 cidades), o qual começou a reduzir-se mais cedo e apresenta quedas bastante mais acentuadas do que o OFHEO. Os dois índices apresentam algumas diferenças metodológicas, entre as quais o facto do S&P/Case-Shiller abranger apenas algumas regiões do país, não considerar apenas habitações adquiridas com base em empréstimos hipotecários convencionais, como acontece com o OFHEO, e de cada habitação no índice ter um peso que é proporcional ao seu valor, enquanto no OFHEO todas as habitações têm o mesmo peso no índice.

(2) O Instituto Nacional de Estadística espanhol começou em Outubro de 2008 a divulgar um indicador de preços da habitação, que é mais harmonizado com os índices de preços da União Europeia do que o índice incluído nesta Caixa, que corresponde ao divulgado pelo Ministério de Vivienda. Segundo este novo indicador, os preços da habitação terão registado uma redução de 0,3 por cento em termos homólogos no segundo trimestre de 2008, o que compara com um aumento de 2,0 por cento do indicador do Ministério de Vivienda.

Gráfico 3

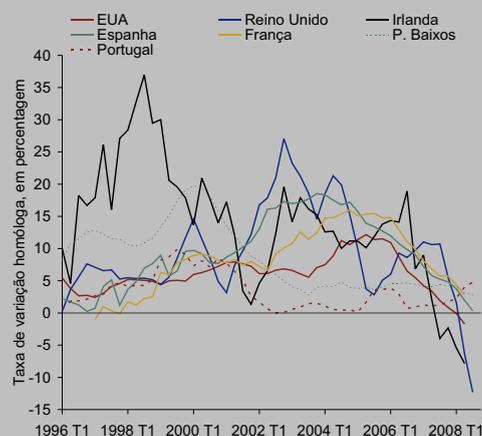
FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO - CONSTRUÇÃO RESIDENCIAL



Fontes: Eurostat, INE e Thomson Reuters.

Gráfico 4

PREÇOS DA HABITAÇÃO ^(a)

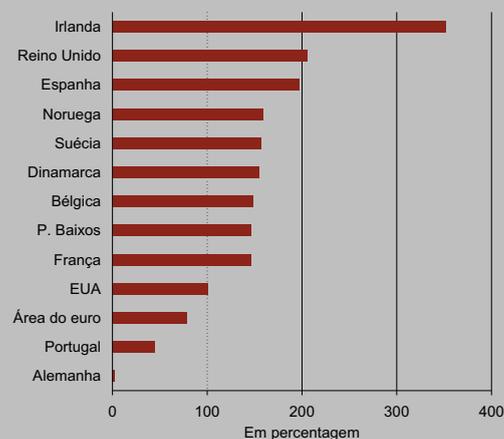


Fontes: Imométrica e Thomson Reuters.

Nota: (a) Os preços no Reino Unido, em Espanha e em Portugal dizem respeito a todas as habitações (novas e existentes) enquanto na Irlanda, em França, na Holanda e nos Estados Unidos, se referem a habitações existentes.

Gráfico 5

CRESCIMENTO ACUMULADO DO PREÇO DA HABITAÇÃO ENTRE 1996 E 2007 ^(a)



Fontes: Banco de Pagamentos Internacionais, Imométrica e Thomson Reuters.

Nota: (a) Os preços no Reino Unido, em Espanha, na Dinamarca, em Portugal e na Alemanha dizem respeito a todas as habitações (novas e existentes) enquanto na Irlanda, na Noruega, na Suécia, na Bélgica, em França, na Holanda, nos Estados Unidos, se referem a habitações existentes. A série para a área do euro é uma agregação das séries nacionais calculada pelo BCE.

em qualquer dos casos). Em contraste, no mesmo período, os preços permaneceram praticamente inalterados na Alemanha.

Em Portugal, o crescimento acumulado dos preços entre 1996 e 2007 foi de apenas 45 por cento, num contexto em que o investimento em habitação se reduziu significativamente em termos acumulados na corrente década.

Os preços da habitação em Portugal, depois de terem registado uma aceleração moderada no final da década de 90, desaceleraram no início da corrente década, em linha com o comportamento da actividade, e têm mantido desde essa altura um ritmo de crescimento nominal baixo. Neste quadro, a evidência empírica disponível aponta para que não exista uma situação de sobrevalorização dos preços da habitação na economia portuguesa³.

O período recente de expansão dos mercados de habitação em algumas economias avançadas diferiu, em vários aspectos, de outros ciclos anteriores de forte crescimento dos preços⁴. Em primeiro lugar, a magnitude do aumento dos preços foi bastante mais acentuada e prolongada⁵. Em segundo lugar, ao contrário do que acontece habitualmente, os preços avaliados em termos reais continuaram a registar fortes crescimentos durante o período de abrandamento da actividade económica observado nos primeiros anos da década corrente. Por fim, o período de forte aumento dos preços abrangeu um maior número de economias do que em ciclos anteriores.

Embora os mercados de habitação sejam mercados locais e portanto muito afectados por condições específicas de cada economia, como questões legais e fiscais, a grande sincronização que ocorreu no comportamento dos preços desde meados da década de 90 em diversos países sugere a influência de factores comuns.

É possível identificar vários factores que terão sustentado o comportamento dinâmico da procura de habitação em muitas das economias onde os preços evidenciaram acréscimos significativos (embora o impacto sobre cada uma dessas economias tenha variado em função do enquadramento macroeconómico que lhes é específico):

- A redução significativa das taxas de juro registada durante a década de 90, e a sua permanência em níveis baixos durante a primeira metade da corrente década (Gráfico 6), terá contribuído para uma diminuição dos custos com os empréstimos bancários. Este factor terá sido particularmente importante no caso das economias que apresentavam taxas de juro mais elevadas na primeira metade da década de 90.
- A inovação financeira e o aumento da concorrência no sector bancário registados ao longo deste período, em grande parte devido à maior liberalização do sector financeiro, terão permitido às instituições de crédito financiarem mais facilmente os empréstimos à habitação, por exemplo através da sua titularização, e às famílias, terem acesso a produtos de financiamento mais diferenciados. Este efeito, embora tenha existido na área do euro⁶, deverá ter sido menos significativo do que no Reino Unido, nos países nórdicos e, sobretudo, nos Estados Unidos⁷. Neste contexto, é ainda de referir que a possibilidade de realizar equity withdrawal poderá igualmente ter contribuído para o dinamismo no mercado de habitação, em particular nos países anglo-saxónicos, onde esta situação é mais comum.
- A redução dos preços no mercado accionista em 2001-2003, na sequência do rebotamento da bolha das dotcom, em paralelo com a ampla liquidez existente no sistema financeiro internacional (decorrente em grande parte do nível reduzido das taxas de juro), terá induzido alguma reafecção do investimento a favor do mercado imobiliário.
- O crescimento relativamente elevado e sustentado do rendimento disponível das famílias registado em vários países, entre os quais a Irlanda, o Reino Unido, a Espanha, os Estados Unidos e a França.
- A redução dos custos de transporte, em conjunto com os factores enunciados anteriormente, terá ainda contribuído para que se tenha registado um crescimento muito acentuado das segundas habitações. Esta

(3) Veja-se FMI (2008a) e "Caixa 6.1 Preços da Habitação em Portugal e Fundamentos Macroeconómicos: Evidência de Regressão de Quantis", Banco de Portugal, [Relatório de Estabilidade Financeira](#) 2005.

(4) Veja-se Girouard et al. (2006).

(5) Segundo a análise efectuada em Girouard et al. (2006), em termos históricos, os ciclos dos preços de habitação em várias avançadas têm sido caracterizados, em média, por cerca de 6 anos de expansão, durante a qual os preços da habitação em termos reais aumentam cerca de 45 por cento, e por cerca de cinco de anos de contracção com quedas médias nos preços de cerca de 25 por cento.

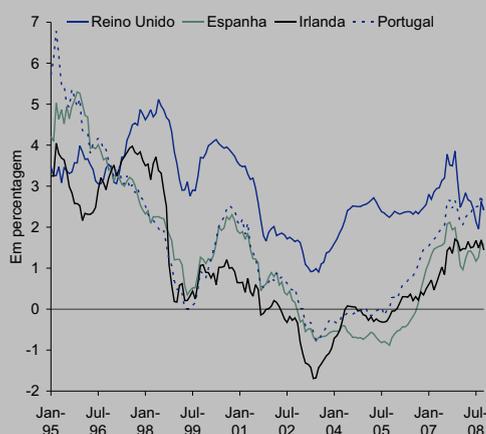
(6) Na área do euro os depósitos continuam a ser a principal fonte de financiamento dos bancos, embora tenha vindo a ocorrer um aumento do peso de fontes de financiamento de mercado, nomeadamente da emissão de títulos de dívida colateralizados por empréstimos à habitação, e em particular de covered bonds. Este tipo de instrumentos, que é bastante comum na Alemanha (obrigações Pfandbriefe), tem vindo a aumentar a sua importância em outros países da área do euro, onde o crescimento dos empréstimos à habitação foi muito acentuado (principalmente em Espanha mas também em França). Refira-se que os covered bonds apresentam contudo características bastante diferentes das mortgage-backed securities, nomeadamente pelo facto de em geral permanecerem no balanço dos emitentes, limitando assim a transferência do risco de crédito por parte dos bancos. Adicionalmente, as mortgage-backed securities assumem contornos bastante diferenciados nos vários países, o que tem consequências em termos dos incentivos à monitorização do risco de crédito e por conseguinte sobre a própria expansão do mercado de crédito.

(7) Veja-se Hilbers et al. (2008) e FMI (2008b).

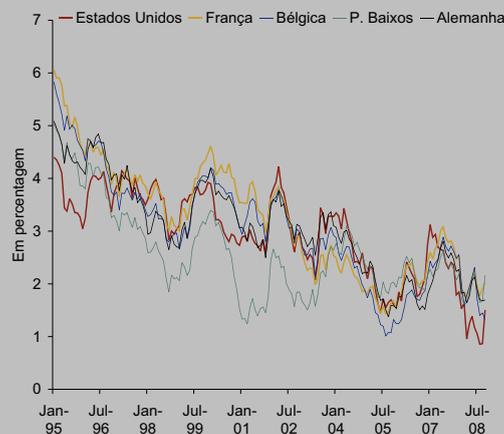
Gráfico 6

TAXAS DE JURO REAIS ^(a)

Curto prazo



Longo prazo



Fonte: Consensus Economics, Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: (a) Taxas de juro interbancárias a 3 meses e taxas de rendibilidade de dívida pública a dez anos deflacionadas com base nas previsões da Consensus Economics para a inflação um ano à frente.

situação traduziu-se, em alguns países, num aumento significativo da procura de casas por parte de não residentes, com destaque para a Espanha⁸.

- O aumento do crescimento da população, o qual, em vários países, esteve associado à imigração (Gráfico 7).
- A redução da dimensão média dos agregados familiares⁹.

Para além destes factores comuns, o aumento da procura de habitação registada desde meados da década de 90 terá ainda reflectido alguns determinantes idiossincráticos:

- Nos Estados Unidos, as características do sistema fiscal e legal, da regulamentação financeira e dos mercados de crédito hipotecário terão contribuído para que a redução da restritividade dos critérios de concessão de crédito tenha sido particularmente acentuada¹⁰. Esta situação é ilustrada, por exemplo, pelo aumento dos rácios do valor dos empréstimos em relação ao colateral, em muitos casos em resultado de refinanciamentos sucessivos, pela existência de empréstimos com amortizações apenas na maturidade, pelos reduzidos requisitos exigidos pelas instituições de crédito ao nível da informação relativa à solvência do devedor e, em geral, pela forte expansão do segmento subprime. Nas economias europeias, e em particular na maior parte dos países da área do euro, este tipo de desenvolvimentos terá sido muito limitado. Nestas economias, o crédito de pior qualidade tem um peso reduzido no crédito total, os rácios do valor dos empréstimos em relação ao valor do colateral são mais conservadores e as oportunidades para refinarçar o crédito à habitação ou efectuar mais do que um empréstimo com base no mesmo imóvel são mais limitadas.
- Em França, a existência de subsídios à habitação significativos e, na Holanda, a existência de um regime de dedução fiscal dos juros dos empréstimos à habitação relativamente favorável poderão ter contribuído para ampliar a procura de habitação¹¹.

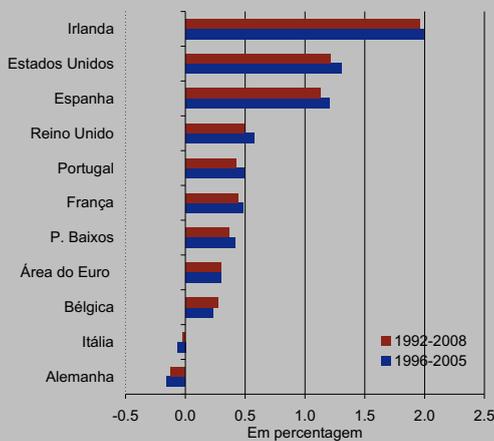
(8) Segundo RICS (2008) os países do sul da Europa encontram-se entre aqueles em que as segundas habitações têm um maior peso no total dos mercados nacionais (na Grécia, em Itália, França e Espanha representam cerca de 10-15 por cento), embora estas sejam também importantes na Escandinávia e na Irlanda.

(9) Vejam-se, por exemplo, as "Factsheets" da European Mortgage Federation para vários países europeus.

(10) Veja-se Ellis (2008).

(11) Veja-se RICS (2008).

Gráfico 7

**CRESCIMENTO MÉDIO ANUAL DA POPULAÇÃO
ENTRE OS 16 E OS 65 ANOS**


Fonte: OCDE.

A evolução diferenciada da oferta de habitação nas várias economias, em muitos casos determinada pela existência de políticas públicas muito distintas, terá igualmente condicionado a evolução dos preços da habitação:

- As políticas de regulamentação da utilização da terra constituíram, em muitos países, entre os quais o Reino Unido¹², a Holanda e alguns países nórdicos, um entrave ao crescimento da construção, contribuindo para o forte crescimento dos preços.
- Pelo contrário, nos Estados Unidos, segundo Ellis (2008), a existência de menores restrições à construção nas regiões do país onde a procura evidenciou um maior dinamismo terá contribuído para que a oferta tenha aumentado mais, quando comparada com a procura, do que em outras economias em que se registaram fortes aumentos de preços. Esta situação poderá justificar o facto de os preços no conjunto da economia norte-americana terem aumentado relativamente menos, embora com significativa heterogeneidade regional, do que em outras economias avançadas.
- Na Alemanha, as políticas orçamentais de incentivo à habitação, implementadas após a reunificação e em vigor até 2006, promoveram inicialmente um forte crescimento da actividade no sector residencial, mas resultaram a partir de meados dos anos 90 num excesso de oferta no sector residencial. Esta situação, em conjugação com o baixo crescimento do rendimento disponível registado no início da corrente década e com uma evolução menos favorável das condições de financiamento do que em outras economias, traduziu-se num fraco crescimento do mercado residencial.

O ajustamento em baixa observado nos mercados de habitação de algumas economias europeias e nos Estados Unidos estará igualmente a ser determinado por um conjunto de factores comuns, embora a dimensão e a magnitude dos ajustamentos dependam das vulnerabilidades de cada economia.

Em termos gerais, os ajustamentos em baixa dos mercados de habitação estarão, em larga medida, a reflectir uma inversão de alguns dos determinantes favoráveis da procura. Com efeito, um aumento dos preços da habitação superior ao do rendimento disponível terá contribuído para reduzir a capacidade financeira das famílias para investirem no mercado de habitação, o que se terá vindo a acentuar com o aumento das taxas de juro. Desde meados de 2007, a crise financeira exacerbou a evolução negativa da procura de habitação, por via da permanência das taxas de juro bancárias em níveis elevados - dado o aumento dos prémios de risco - do aperto nos critérios de concessão de crédito, da evolução menos favorável do rendimento disponível das famílias e, em geral, das espec-

(12) Veja-se Kuenzel e Bjørnbak (2008).

tativas mais pessimistas quanto à evolução macroeconómica futura. O aumento registado nas taxas de juro nos últimos anos foi particularmente significativo no caso das taxas de prazos mais curtos, devendo assim ter afectado mais negativamente a procura de habitação em países com um maior peso de empréstimos com taxas variáveis. Finalmente, a correcção dos preços ocorre num contexto em que existiam sinais de que estes poderiam estar sobrelvalorizados em algumas economias, o que terá contribuído para inverter o sentimento positivo quanto à continuação dos aumentos de preços¹³.

No contexto actual de enfraquecimento da actividade e de deterioração das condições de financiamento é de esperar que os mercados de habitação em algumas economias avançadas continuem a registar uma evolução negativa. A correcção no sector da habitação pode ter efeitos negativos significativos na actividade económica através de vários canais. O impacto mais directo é a redução do investimento em construção, mas existe um conjunto de outras actividades económicas relacionadas com a construção cuja actividade é também negativamente afectada (nomeadamente, a promoção e intermediação imobiliária, o crédito bancário e as actividades relacionadas com o consumo de bens duradouros). A correcção da actividade e dos preços no sector residencial pode ainda afectar negativamente o consumo por diversas vias. Primeiro, a redução dos preços da habitação pode traduzir-se numa redução da riqueza das famílias. Segundo, poderá existir um efeito negativo no consumo privado por via do canal de crédito, uma vez que os activos imobiliários podem servir como colateral nos empréstimos ao consumo. Por fim, é de esperar que exista um impacto negativo decorrente do aumento do desemprego nos sectores acima referidos. Adicionalmente, num contexto de aumento dos custos de financiamento e de uma evolução desfavorável do rendimento disponível, o efeito sobre o consumo privado tenderá a ser maior em economias com um maior nível de endividamento das famílias. Deste modo, a magnitude do impacto negativo sobre o crescimento da actividade económica depende não apenas da dimensão da correcção em curso no mercado de habitação, mas também das características de cada economia, nomeadamente da situação financeira das famílias e do peso do sector da construção e das actividades correlacionadas com este no PIB.

REFERÊNCIAS

- Banco de Espanha (2006), "House prices in Spain: is the evidence of overvaluation robust?", *Economic Bulletin*, Julho.
- Ellis, L. (2008), "The housing meltdown: Why did it happen in the United States?", *BIS Working Papers*, No. 259, Setembro.
- FMI (2008a), "Box 1.2. House Prices: Corrections and Consequences", *World Economic Outlook*, Outubro.
- FMI (2008b), "The changing housing cycle and implications for monetary policy", *Capítulo 3 do World Economic Outlook*, Abril.
- Girouard, N., M. Kennedy, P. van den Noord e C. André (2006), "Recent house prices developments: the role of fundamentals", OCDE, *Economics Department Working Paper*, No. 475, Janeiro.
- Hilbers, P., A. W. Hoffmaister, A. Banerji e H. Shi (2008), "House Price Developments in Europe: A Comparison", *IMF Working Paper*, WP/08/211.
- Kuenzel, R. e B. Bjørnbak (2008), "The UK Housing Market: Anatomy of a house price boom", *European Commission, ECFIN Country Focus*, Volume 5, Issue 11, Outubro.
- RICS (2008), "European housing review 2008", *Royal Institution of Chartered Surveyors, Research*.

(13) Veja-se FMI (2008a) e Banco de Espanha (2006).

Caixa 2. Actuação das autoridades no contexto da crise financeira: medidas de gestão de liquidez e de intervenção nos sistemas financeiros

Desde o Verão de 2007 que se tem vindo a observar uma elevada instabilidade nos mercados financeiros internacionais, tendo-se intensificado substancialmente a partir de Setembro de 2008¹. Apesar de se ter iniciado nas principais economias avançadas, a turbulência generalizou-se em termos geográficos, assumindo proporções globais. Estes eventos estão associados a uma revisão no preço do risco que se traduziu na incorporação de prémios de risco de crédito e de liquidez muito elevados por parte dos investidores. A interligação entre risco de crédito e risco de liquidez tornou-se evidente com as fortes restrições no financiamento das instituições financeiras, colocando em causa instituições em princípio solventes mas com dificuldades de liquidez. Esta situação, assim como a de instituições em dificuldades financeiras com fortes ligações sistémicas, também acarreta riscos de contágio dentro do sistema financeiro e para a economia em geral.

Neste contexto, as autoridades das principais economias avançadas implementaram várias medidas em resposta à crescente turbulência nos mercados financeiros. A presente Caixa procura analisar as medidas tomadas, em particular, na área do euro, EUA e Reino Unido, bem como a motivação que esteve subjacente às mesmas².

Medidas de gestão de liquidez

Uma das funções tradicionais dos bancos centrais é a de prestamista de última instância. Para evitar que uma instituição solvente mas com dificuldades de liquidez não seja capaz de cumprir as suas responsabilidades, o banco central pode providenciar liquidez à instituição a uma taxa penalizadora e sob a entrega de colateral de boa qualidade. Este apoio é também justificável de modo a evitar uma situação de contágio, quer por via da corrida a levantamento de depósitos, quer por via do impacto sobre o balanço de outros bancos. Assim, o tradicional papel de prestamista de última instância consiste no apoio individual a uma instituição financeira solvente sob condições penalizadoras.

A novidade da actual crise financeira está na abrangência da situação de escassez de liquidez, que não é um fenómeno de instituições isoladas, mas generalizado nos mercados financeiros. A maior procura por liquidez e o ambiente de desconfiança sobre a solidez dos balanços dos participantes no mercado teve como consequência um aumento significativo no grau de restritividade de crédito nos mercados de financiamento de curto prazo, quer por via das quantidades quer por via do preço. As dificuldades de liquidez têm o potencial de gerar dificuldades no cumprimento de responsabilidades por parte das instituições, mesmo tendo activos suficientes no seu balanço.

Esta situação enquadra-se numa interpretação mais alargada da função de prestamista de última instância do banco central, ou de market-maker de última instância, no sentido em que o banco central deve resolver eventuais falhas de mercado que perturbem o seu normal funcionamento. As intervenções dos principais bancos centrais desde o Verão de 2007 procuram garantir a liquidez e a adequada disseminação desta pelos mercados, em especial no monetário, dada a sua importância no canal de taxas de juro do mecanismo de transmissão da política monetária. Neste contexto, as medidas tomadas pelos bancos centrais no âmbito da gestão de liquidez podem ser agrupadas do seguinte modo (Quadro 1):

- **Injecções de liquidez** – O tipo de medida mais imediata consiste na injeção de liquidez primária no mercado em montantes substancialmente superiores às necessidades do balanço agregado do sistema bancário³. Esta cedência de fundos foi realizada em geral através das operações reversíveis regulares dos ban-

(1) Veja-se a "Secção 2 [Enquadramento internacional](#)".

(2) Dada a propagação geográfica da crise financeira, nomeadamente às economias de mercado emergentes, o FMI acordou programas de apoio com algumas economias, em particular a Islândia, a Ucrânia e a Hungria, envolvendo empréstimos nos montantes de 2.1 mil milhões de dólares, 16.5 mil milhões de dólares e 20 mil milhões de euros (em conjunto com a União Europeia e o Banco Mundial), respectivamente. Adicionalmente, o FMI criou uma facilidade de crédito de curto-prazo dirigida a economias de mercado emergentes com políticas macroeconómicas sólidas que estejam a enfrentar problemas temporários de liquidez e que, por isso, é uma facilidade flexível, que não exige o cumprimento de condições prévias ou mudanças de política.

(3) De modo geral, para os bancos centrais sobre os quais a presente caixa incide, as necessidades de liquidez primária do sistema bancário resultam da obrigatoriedade das instituições de crédito cumprirem reservas mínimas e de outros factores fora do controlo directo dos bancos centrais, entre os quais a procura de notas.

cos centrais⁴. Por exemplo, o BCE respondeu à forte preferência por liquidez das contrapartes colocando através de operações principais de refinanciamento montantes muito superiores ao montante de referência. No entanto, em alguns casos houve a necessidade de criar novas tipologias de operações para responder às necessidades extraordinárias dos mercados, como é o caso da criação por parte da Reserva Federal dos leilões do “Term Auction Facility” (TAF);

- **Maturidade das operações** – Uma vez que as instituições apresentavam uma forte preferência por liquidez, evitando ceder fundos no mercado a prazos mais longos, onde a incerteza é maior, os bancos centrais procuraram promover a liquidez nestes prazos através de um aumento da maturidade média das operações de crédito. No caso do BCE, tal passou pelo aumento dos montantes colocados nas operações de 3 meses e pela criação de operações com maturidade de 6 meses;
- **Contrapartes** – As autoridades monetárias podem escolher as contrapartes com quem realizar as operações de política monetária, sendo que, em situações de tensão nos mercados, quanto mais amplo for este grupo de contrapartes, mais fácil será a disseminação de liquidez pelo sistema. A Reserva Federal chegou mesmo a expandir o seu grupo de contrapartes para além das operações de política monetária, uma vez que criou facilidades de financiamento a empresas não financeiras;
- **Colateral** – Em todas as operações de crédito, o banco central deve exigir como garantia activos financeiros, de modo a eliminar o risco de contraparte e limitar incentivos perversos à participação dos bancos nestas operações. Na actual conjuntura, tem-se vindo a observar uma forte procura de activos mais seguros e líquidos, em especial títulos de dívida pública, em contrapartida de uma situação de quase ausência de liquidez noutros activos, nomeadamente activos titularizados. De modo a contribuir para o acesso a liquidez primária por parte do sistema bancário, a generalidade dos bancos centrais alargou o colateral elegível para as operações de crédito. Por exemplo, antes da turbulência, o quadro de colateral do Eurosistema era mais amplo que o da Reserva Federal, o que levou a que esta tivesse que alargar substancialmente mais o colateral elegível em comparação com o Eurosistema;
- **Facilidades permanentes** – Os objectivos da facilidade de crédito (e da facilidade de depósito) dirigem-se à promoção da estabilidade das condições de mercado e das taxas de juro, em especial no curto prazo, em linha com a orientação de política monetária. No entanto, observou-se alguma relutância, associada a um problema de confidencialidade, por parte de algumas instituições de crédito em recorrer a esta facilidade, sob receios de que poderia sinalizar a existência de dificuldades financeiras. Os bancos centrais procuraram incentivar o uso da facilidade de crédito como uma facilidade efectiva à disposição das contrapartes, particularmente importante em situações de restrição de liquidez no mercado monetário. No Eurosistema, foram introduzidas alterações a este instrumento, embora com objectivos diferentes. Perante a deterioração das condições de financiamento a partir de Setembro de 2008, que levaram à quase ausência de transacções no mercado monetário, o BCE reduziu o corredor simétrico das facilidades permanentes, facilitando o financiamento dos bancos a custos mais reduzidos e contribuindo para limitar a volatilidade das taxas de juro;
- **Reservas mínimas** – Este instrumento tem por objectivo acomodar choques diários de liquidez evitando a volatilidade excessiva nas taxas de juro de curto prazo⁵. Neste sentido, alguns bancos centrais introduziram alterações nas regras de cumprimento ou na remuneração das reservas, de modo a permitir uma acomodação da volatilidade excessiva observada no mercado monetário de curto prazo. Por exemplo, o Banco de Inglaterra alargou o intervalo em torno do objectivo para o cumprimento de reservas dentro do qual estas são remuneradas;
- **Cedência em dólares** – As dificuldades de liquidez estenderam-se ao financiamento em moeda estrangeira, em particular em dólares, e afectaram em especial os bancos europeus, o que se reflectiu nas cotações dos swaps cambiais. Como apenas os bancos domésticos podem aceder às operações da Reserva Federal, esta estabeleceu linhas de swap com vários bancos centrais (inicialmente apenas com o BCE e o Banco

(4) Dado que as necessidades de liquidez primária variam ao longo do tempo, os bancos centrais intervêm regularmente, geralmente com operações reversíveis, de modo a manter a taxa de juro de mercado em torno da taxa de referência de política monetária. As operações consistem assim em empréstimos de curto prazo sob a entrega de garantia de boa qualidade com montante em geral determinado pelo banco central.

(5) Esta função é válida quando o cumprimento de reservas é feito em termos médios durante o período de manutenção.

Nacional da Suíça, alargando depois para um grupo de 10 bancos centrais de economias avançadas e de 4 de economias de mercado emergentes) de modo a que estes pudessem providenciar liquidez em dólares às respectivas contrapartes, fomentando a liquidez nos mercados de financiamento internacionais;

- **Outras medidas** – Dada a forte ligação dos sistemas financeiros, nomeadamente na Europa, os bancos centrais tomaram também medidas de apoio a sistemas financeiros de outros países de modo a evitar implicações adversas sistémicas. Neste sentido, o BCE estabeleceu acordos cambiais para a provisão de liquidez em euros com os bancos centrais da Hungria e da Dinamarca.

Quadro 1 (continua)

MEDIDAS DE GESTÃO DE LIQUIDEZ DE ALGUNS BANCOS CENTRAIS

| | BCE/Eurosistema | Reserva Federal | Banco de Inglaterra |
|-----------------------------|--|--|--|
| Injecção de liquidez | Saldo médio de 488 mil milhões de euros desde Ago/07 (427 mil milhões de euros entre Jan/06 e Ago/07). | Saldo médio de 203 mil milhões de dólares desde Ago/07 (27 mil milhões de dólares entre Jan/06 e Ago/07). | Saldo médio de 53 mil milhões de libras desde Ago/07 ⁶ (48 mil milhões de libras entre Jan/06 e Ago/07). |
| Colateral | <p>Alargamento temporário do colateral aceite nas operações de cedência de liquidez (Out/08)⁷:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Activos emitidos na área do euro e denominados em dólares, libras e ienes; • Empréstimos bancários sindicados denominados em euros regidos pela lei do Reino Unido; • Títulos de dívida emitidos por instituições de crédito; transaccionados em alguns mercados não regulados • Instrumentos de dívida subordinada com determinada garantia; • Rating mínimo do colateral aceite de BBB- (excepto ABS). | <ul style="list-style-type: none"> • Criação da Term Auction Facility (TAF) com colateral mais amplo do que nas operações regulares. • Criação de um programa de empréstimo de títulos, Term Securities Lending Facility (TSLF) (Mar/08): empréstimo de títulos do Tesouro no montante máximo de 200 mil milhões de dólares por 28 dias contra a entrega de outros títulos (entre os quais Asset-Backed Securities). • Criação de leilões de opções sobre o TSLF para épocas de maior pressão nos mercados (Jul/08), no montante de 50 mil milhões de USD. • Alargamento do colateral aceite no Primary Dealers Credit Facility (Set/08), passando a incluir acções e títulos de dívida com baixa notação de rating. • Planos para comprar títulos de dívida de curto prazo da Fannie Mae e Freddie Mac (Set/08). | <ul style="list-style-type: none"> • Alargamento do colateral aceite nas operações a 3 meses (Dez/07 e Out/08). • Criação do Special Liquidity Scheme (SLS) (Abr/08): programa de swap de Residential Mortgage Backed Securities emitidos até ao final de 2007 por bilhetes do Tesouro, com montante de 200 mil milhões de libras (alargado em Out/08). • Consulta sobre a introdução permanente de operações de prazo alargado contra a entrega de colateral mais amplo com procura separada por classes de colateral. |

(6) Este valor não inclui a facilidade de cedência de liquidez ao Northern Rock, incluída numa rubrica de outras operações que oscilou em torno de 15 a 20 mil milhões de libras a partir do terceiro trimestre de 2007.

(7) Em Setembro de 2008, o BCE havia anunciado a revisão do quadro do colateral no contexto da avaliação bienal do quadro, introduzindo maior restritividade nas regras, a implementar em Fevereiro de 2009.

Quadro 1 (continuação)

MEDIDAS DE GESTÃO DE LIQUIDEZ DE ALGUNS BANCOS CENTRAIS

| | BCE/Eurosistema | Reserva Federal | Banco de Inglaterra |
|---|---|---|--|
| Contrapartes | Alargamento do grupo de contrapartes elegíveis para as operações ocasionais a todas as contrapartes do Eurosistema (Out/08). | <ul style="list-style-type: none"> Grupo de contrapartes elegíveis para a TAF é mais alargado do que nas operações regulares. Aprovação do estatuto de grupos bancários supervisionados pela Reserva Federal para os bancos de investimento. Financiamento a instituições para a compra de Asset-Backed Commercial Paper aos fundos de mercado monetário (Set/08). Criação do Commercial Paper Funding Facility (CPFF) (Out/08): compra de papel comercial às empresas não financeiras. Criação de uma facilidade (Money Market Investor Funding Facility) para providenciar financiamento para a compra de activos a fundos de mercado monetário até 540 mil milhões de dólares (Out/08). | |
| Maturidades | <ul style="list-style-type: none"> Operações suplementares a 3 meses (Ago/07). Operações de cedência a 6 meses (Mar/08). Operação excepcional a 38 dias (Set/08) e operações com maturidade igual ao período de manutenção de reservas (Out/08). | | |
| Procedimentos operacionais | Alteração do procedimento das operações de cedência para leilão de taxa fixa com satisfação total da procura até ao primeiro trimestre de 2009 (Out/08). | <ul style="list-style-type: none"> Criação de um novo tipo de leilões de taxa variável, TAF (Dez/07); montante total inicial de 40 mil milhões. Criação de leilões da TAF forward para o final do ano no montante total de 150 mil milhões de dólares. Os montantes envolvidos nestes leilões sobem em Outubro para um valor potencial no final do ano de 900 mil milhões de dólares. | Fixação de uma taxa mínima de proposta nas operações de 3 meses 50 p.b. acima da taxa dos OIS para o mesmo prazo, devido ao alargamento do colateral (Out/08). |
| Facilidades de crédito e de depósito | Redução do corredor simétrico das taxas das facilidades permanentes para 100 p.b. (Out/08). | <ul style="list-style-type: none"> Redução da taxa da discount window para 25 p.b. acima da taxa dos fed funds e alargamento do prazo máximo para 90 dias. Criação de uma facilidade de crédito para os primary dealers (PDCF) (Mar/08). | <p>Alteração permanente através da criação de duas facilidades distintas:</p> <ul style="list-style-type: none"> Facilidades permanentes operacionais, com o objectivo de absorver desequilíbrios de origem técnica e operacional; Facilidade discount window, com o objectivo de ceder liquidez em caso de tensões e com maior confidencialidade. |

Quadro 1 (continuação)

MEDIDAS DE GESTÃO DE LIQUIDEZ DE ALGUNS BANCOS CENTRAIS

| | BCE/Eurosistema | Reserva Federal | Banco de Inglaterra |
|--------------------------------------|---|--|--|
| Reservas mínimas | | <ul style="list-style-type: none"> Reservas mínimas e reservas excedentárias passam a ser remuneradas (Out/08). Subida nas taxas de remuneração das reservas. | Alargamento do intervalo para cumprimento de reservas remuneradas (Set/07). |
| Cedência em moeda estrangeira | <ul style="list-style-type: none"> No início (Dez/07), cedência até 20 mil milhões de dólares com prazos de 28 e 35 dias. Cedência ilimitada de dólares a taxa fixa (Out/08). Operações de swaps cambiais euro-dólares (Out/08). Acordo cambial com o Banco Nacional da Suíça para cedência de francos suíços (Out/08). | <ul style="list-style-type: none"> Estabelecimento de linhas de swap inicialmente com o BCE e o Banco Nacional da Suíça (Dez/07), tendo sido alargada em Set-Out/08 para incluir os bancos centrais de Inglaterra, Canadá, Japão, Austrália, Suécia, Dinamarca, Noruega e Nova Zelândia. Montante inicial de 24 mil milhões de USD alargado para montantes ilimitados em Out/08. Estabelecimento, pela primeira vez, de linhas de swap, com bancos centrais de economias de mercado emergentes (Brasil, México, Coreia do Sul e Singapura) no montante máximo de 30 mil milhões de dólares com cada. | <ul style="list-style-type: none"> No início (Set/08), cedência até 40 mil milhões de dólares com prazos overnight e uma semana. Cedência ilimitada de dólares a taxa fixa (Out/08). |
| Outras medidas | Acordos cambiais com os bancos centrais da Hungria e Dinamarca para a provisão de euros aos respectivos sistemas financeiros. | | |

Medidas governamentais em alguns sistemas financeiros

De modo a evitar implicações adversas excessivas sobre o sistema financeiro, proteger as poupanças e manter o financiamento ao sector real da economia, as autoridades também intervieram directamente no sistema financeiro (Quadro 2). Em termos cronológicos, esta intervenção passou primeiro por medidas isoladas de apoio a instituições específicas, sujeitas a uma avaliação caso-a-caso. À medida que mais instituições foram afectadas pela instabilidade dos mercados, foi surgindo a necessidade de uma resposta sistémica, em alguns casos concertada, nomeadamente entre várias economias avançadas. De facto, a natureza global da crise financeira torna desejável a concertação de acções. Neste sentido, com o objectivo de estimular a confiança necessária para que os investidores privados voltem a providenciar fundos e capital aos mercados e às instituições financeiras, os membros do G7 apresentaram um conjunto de princípios comuns à intervenção dos Estados e os países membros da área do euro apresentaram um plano de acção concertada. Este plano foi apresentado com os seguintes objectivos: (i) promoção da liquidez, em cooperação com o Eurosistema; (ii) financiamento dos bancos através de, por exemplo, planos de garantia; (iii) recapitalização do sistema bancário, incluindo, se necessário, injeções de capital por parte dos Estados; (iv) flexibilização de regras contabilísticas dadas as circunstâncias excepcionais actuais. As decisões em relação a aspectos operacionais foram tomadas individualmente de acordo com as necessidades do sistema financeiro e as capacidades orçamentais de cada país da área do euro, no contexto da autonomia das políticas orçamentais ao nível da União Europeia⁸. Contudo, os planos nacionais devem respeitar os princípios orientadores definidos pela Comissão Europeia que procuram garantir a igualdade de tratamento, a concorrência leal e a protecção dos contribuintes. Assim, os apoios estatais devem ser temporários, claramente definidos, de alcance limitado, independentes da nacionalidade e devem implicar o estabelecimento de um código de conduta. Estes

(8) Veja-se a "Caixa 1 Principais medidas das autoridades portuguesas relativamente ao sistema financeiro no âmbito da crise financeira internacional" para mais pormenores sobre os planos em Portugal e nos restantes países da área do euro.

princípios levam a que as medidas impliquem a satisfação de determinadas condições por parte das instituições apoiadas, assegurando os incentivos correctos na gestão do risco das instituições numa perspectiva intertemporal.

Neste contexto, as medidas governamentais podem ser agrupadas do seguinte modo:

- **Concessão de garantias** – Na actual situação de elevada instabilidade nos mercados financeiros, existe um potencial para perdas substanciais, o que agravaria a situação financeira do sistema bancário e poderia ter impactos sobre as poupanças e o financiamento às empresas e famílias. Para evitar comportamentos de volatilidade excessiva, as autoridades devem tomar medidas com custos limitados que promovam a confiança dos agentes. De facto, o custo potencial das medidas será tanto menor quanto mais depressa se restabelecer a confiança no sistema bancário. É neste contexto que se inserem as garantias a depósitos e as garantias ao financiamento de instituições financeiras. Geralmente, o Estado garante um montante máximo dos depósitos bancários, de modo a evitar corridas ao levantamento dos depósitos e estimular a confiança no sistema bancário, tendo este montante sido expandido pela generalidade dos Estados. As garantias ao financiamento dos bancos procuram restaurar a confiança dos investidores no sistema bancário de modo a fomentar o regular funcionamento dos mercados de financiamento e, conseqüentemente, a actividade normal dos bancos de intermediação financeira e provisão de crédito às famílias e empresas;
- **Empréstimos a instituições e compras de activos ilíquidos** – Os Estados também intervieram no sentido de apoiar instituições com dificuldades temporárias de financiamento ou cuja falência teria efeitos sistémicos. Enquadra-se aqui, nomeadamente, o empréstimo feito pelo Tesouro norte-americano à AIG sob condições penalizadoras. Outra alternativa que os Governos seguiram foi a compra directa de activos, nomeadamente os mais ilíquidos, às instituições financeiras, com o objectivo de retirar do balanço das instituições o risco associado a estes activos. Por exemplo, o Governo espanhol criou um fundo para comprar títulos de elevada qualidade aos bancos de modo a contribuir para o financiamento destes;
- **Injecções de capital** – Este tipo de medidas implica a afectação de recursos públicos directamente no capital das empresas com dificuldades financeiras. Aplica-se em situações em que está em causa a solvência de instituições com efeitos sistémicos, que não são capazes de obter capital junto dos investidores privados em condições de mercado muito adversas. No caso da área do euro, dado que cada país tem autonomia sobre as respectivas políticas orçamentais, estas decisões são tomadas a nível individual, embora dada a elevada dimensão de alguns bancos afectados e o respectivo carácter supranacional, se justifique a necessidade de concertação entre os Estados, tanto em relação à intervenção em instituições específicas, como em relação à concertação de princípios de acção;
- **Outras medidas** – Várias autoridades de supervisão dos mercados de capitais alteraram regras no sentido de limitar a venda a descoberto de acções⁹, dado que, em situações de volatilidade excessiva, esta prática tem o potencial de exacerbar movimentos de queda dos preços. As autoridades internacionais procuraram ainda uma flexibilização das regras contabilísticas. As normas internacionais de contabilidade mark-to-market¹⁰ tendem a ter um efeito pró-cíclico, uma vez que quando a valorização dos activos é revista em baixo, as instituições procuram reduzir a sua alavancagem gerando novas quedas nos preços dos activos e reduzindo a liquidez. Assim, as autoridades responsáveis flexibilizaram as regras contabilísticas, de modo a limitar perdas excessivas, permitindo a reclassificação de alguns instrumentos financeiros, e garantir que a valorização reflecte efectivamente o justo valor, ou seja, o preço que os activos teriam em condições normais de mercado, e não em situações de venda forçada ou de elevada iliquidez.

É ainda de referir que este tipo de medidas foi tomado não somente pelas autoridades das principais economias avançadas apresentadas no Quadro 2, mas também noutros países. Como exemplos, refira-se que a Suécia implementou um plano de acção semelhante ao aplicado à UE, a Coreia do Sul anunciou um plano de acção de apoio ao sistema financeiro e a Federação Russa anunciou medidas de apoio aos mercados financeiros domésticos e ao financiamento dos bancos e das empresas dos sectores-chave da economia.

(9) A venda a descoberto de acções permite aos investidores a venda de acções que não possuem em carteira no momento da venda. Em situações normais de mercado, permite aumentar a liquidez e contribuir para a determinação do preço dos títulos.

(10) Estas regras implicam que os activos do balanço das instituições sejam valorizados segundo o valor de mercado.

Quadro 2 (continua)

MEDIDAS GOVERNAMENTAIS EM ALGUNS SISTEMAS FINANCEIROS

| | Área do euro | EUA | Reino Unido |
|---|---|---|--|
| Plano de acção abrangente e sistémica | <i>Plano de acção concertada entre os países europeus, que passa por: garantias ao financiamento dos bancos, recapitalização dos bancos, flexibilidade nas regras contabilísticas. Montante aproximado: 1.5 biliões de euros para garantias de financiamento e mais de 100 mil milhões de euros para injeções de capital.</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Plano (Troubled Assets Relief Plan) com objectivo inicial de compra dos activos "tóxicos" com montante de 700 mil milhões de USD. Deste montante, 250 mil milhões de USD serão para injeção de capital em instituições financeiras. • Garantia temporária da nova emissão de dívida de bancos, até 125 por cento da dívida existente no final de Setembro de 2008. | <i>Plano de apoio financeiro ao sector bancário:</i> <ul style="list-style-type: none"> • Garantia temporária de 250 mil milhões de libras de novas emissões de dívida de curto e médio prazo dos bancos; • Compra de participações em bancos britânicos no montante máximo de 50 mil milhões de libras. |
| Concessão de garantias¹¹ | <i>Aumento da garantia mínima dos depósitos para 50 mil euros ao nível da UE, com alguns Estados a garantirem a totalidade.</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Garantia temporária a fundos do mercado monetário até 50 mil milhões de dólares; fundos que optem por entrar no programa têm de pagar uma comissão. • Garantia da totalidade dos depósitos do Washington Mutual. • Aumento temporário da garantia dos depósitos para 250 mil dólares (ilimitada para contas à ordem sem juros). | <i>Aumento da garantia dos depósitos para 50 mil libras.</i> |
| Empréstimos a instituições isoladas¹¹ | <ul style="list-style-type: none"> • Empréstimo de 7 mil milhões de euros do Estado alemão ao IKB. • Empréstimo de 50 mil milhões de euros ao Hypo Real Estate, suportado pelo Estado em 27 mil milhões de euros e o restante por um consórcio de bancos alemães. | <ul style="list-style-type: none"> • Empréstimo de 124.8 mil milhões de dólares à AIG. • Empréstimo de 29 mil milhões de dólares à JPMorgan para a compra do Bear Stearns. | |
| Injeção de capital¹¹ | <ul style="list-style-type: none"> • 11.2 mil milhões de euros no Fortis por parte dos Estados belga, luxemburguês e holandeses. Cada Estado fica com 49 por cento do capital da respectiva instituição no país. • Nacionalização por parte do Estado holandês do Fortis Holanda no valor de 16.8 mil milhões de euros. • 6.4 mil milhões de euros no Dexia por parte dos Estados belga, francês e luxemburguês. • Estados belga e luxemburguês ficam com participações do BNP Paribas em contrapartida de este assumir pelo menos um terço do negócio do Fortis. | <ul style="list-style-type: none"> • 200 mil milhões de USD para a Fannie Mae e a Freddie Mac • Governo fica com 79.9 por cento das acções da AIG. | <ul style="list-style-type: none"> • Nacionalização do Northern Rock. • Nacionalização do Bradford & Bingley no valor de 18 mil milhões de libras. |

(11) As medidas apresentadas excluem as tomadas no contexto dos planos de acção abrangente e sistémica.

Quadro 2 (continuação)

| MEDIDAS GOVERNAMENTAIS EM ALGUNS SISTEMAS FINANCEIROS | | | |
|---|---|--|---|
| | Área do euro | EUA | Reino Unido |
| Outras medidas¹¹ | <ul style="list-style-type: none"> • Limitação à venda a descoberto de acções • Flexibilização das regras de contabilização mark-to-market. | <ul style="list-style-type: none"> • Limitação à venda a descoberto de acções. • Flexibilização das regras de contabilização mark-to-market. | <ul style="list-style-type: none"> • Limitação à venda a descoberto de acções. |

SISTEMA BANCÁRIO PORTUGUÊS NO DECURSO DE 2008

1. APRECIAÇÃO GLOBAL

O ano de 2008 tem sido marcado pela crise nos mercados financeiros internacionais e pela sua interacção com a desaceleração económica a nível global, traduzindo-se num enquadramento particularmente desfavorável para o desempenho da actividade dos bancos. Uma vez que a economia portuguesa é uma pequena economia fortemente integrada do ponto de vista económico e financeiro, os bancos portugueses também têm vindo a ser afectados pelas perturbações no sistema financeiro mundial. O impacto sobre o sistema bancário português tem ocorrido essencialmente por via das dificuldades na obtenção de financiamento nos mercados por grosso a nível internacional, bem como pelas perdas em activos financeiros, muito embora a exposição directa dos bancos portugueses ao mercado *subprime* norte-americano e a instrumentos relacionados não seja significativa. Adicionalmente, os resultados dos bancos com comissões e operações financeiras também têm sido condicionados pela deterioração das condições financeiras a nível global. Assim, o enquadramento da actividade do sistema bancário português tem vindo a afectar de forma negativa a sua rentabilidade, liquidez e solvabilidade. De qualquer modo, os bancos portugueses têm continuado a revelar uma elevada capacidade de adaptação ao contexto especialmente adverso que tem persistido desde o Verão de 2007.

De facto, a actividade do sistema bancário português, avaliada pelo activo total, em base consolidada, continuou a apresentar um forte crescimento no primeiro semestre de 2008. Deste modo, apesar de evidenciar algum abrandamento face à expansão muito intensa nos últimos anos, a actividade bancária, com destaque para o crédito, parece não ter sido afectada de forma significativa em termos quantitativos pela turbulência financeira neste período. Esta evolução foi possível uma vez que os bancos portugueses, não obstante as condições adversas prevaletentes nos mercados financeiros, conseguiram manter algum acesso ao financiamento por grosso e os recursos de clientes registaram um aumento substancial no mesmo período. No entanto, uma vez que esse aumento esteve associado a uma recomposição da carteira de activos financeiros dos clientes, que substituíram activos com remuneração mais sensível às flutuações dos mercados por depósitos, a manutenção de uma taxa de variação elevada nestes recursos não deverá ser sustentável a prazo, sem um aumento significativo da taxa de poupança do sector privado.

A carteira de crédito a clientes manteve-se como o principal elemento subjacente ao crescimento da actividade bancária. Em linha com o observado no período mais recente, este aumento reflectiu a crescente importância da actividade internacional desenvolvida pelos principais grupos bancários, que se concentra em países caracterizados por um elevado crescimento do crédito mas também o dinamismo que o mercado interno continuou a evidenciar, apesar de um enquadramento económico e financeiro claramente mais adverso do que o registado em anos anteriores. Contudo, comparativamente a outros sistemas bancários da União Europeia, a dimensão da exposição internacional é relativamente pequena, estando muito concentrada em países da área do euro e em países cujo rating soberano é elevado. No mercado interno, os empréstimos bancários às sociedades não financeiras mantiveram um crescimento forte, embora denotando algum abrandamento, num período em que se observaram emissões substanciais de papel comercial, em larga medida tomadas pelos bancos. Relativamente aos particulares, os empréstimos para aquisição de habitação prosseguiram a tendência de desaceleração observada desde 2006, enquanto os empréstimos para consumo e outros fins,

apesar de terem registado taxas de variação elevadas no início do ano, evidenciaram também algum abrandamento posteriormente.

Ao longo da última década, uma parte significativa da expansão da actividade dos bancos portugueses foi financiada junto dos mercados de dívida por grosso, sobretudo em euros e em prazos médios e longos, o que contribuiu para mitigar o risco de refinanciamento. Esta evolução inseriu-se numa tendência observada a nível internacional e, como referido nos Relatórios de Estabilidade Financeira do Banco de Portugal, constituía um elemento de vulnerabilidade para a liquidez do sistema caso ocorresse uma deterioração significativa e prolongada no acesso a estes mercados.

De facto, no contexto das perturbações muito intensas e prolongadas nos mercados de dívida por grosso, o risco de liquidez passou a assumir um lugar proeminente na avaliação da estabilidade do sistema bancário português. Não obstante os bancos centrais das economias avançadas terem injectado montantes avultados de liquidez no sistema bancário mundial desde o Verão de 2007, as instituições financeiras continuaram a enfrentar condições de financiamento extremamente adversas nos mercados por grosso no final de 2007 e ao longo de 2008. Com efeito, têm-se observado perturbações graves no funcionamento do mercado monetário interbancário, num quadro de elevada incerteza e quebra generalizada de confiança entre os agentes neste mercado. Adicionalmente, as instituições financeiras têm enfrentado dificuldades na colocação de títulos de dívida nos mercados por grosso, dada a intensificação do risco de contraparte associado a problemas de assimetria de informação.

Ainda que o recurso ao financiamento nos mercados de dívida por grosso tenha assumido uma magnitude importante nos últimos anos, os depósitos captados junto de clientes continuaram a ser a principal fonte de financiamento do sistema bancário português. As dificuldades acrescidas no acesso a financiamento nos mercados por grosso no último ano terão contribuído para que a captação de recursos de clientes passasse a assumir uma maior relevância, em particular para os bancos domésticos. De facto, no primeiro semestre de 2008, à semelhança do observado na segunda metade de 2007, os recursos captados junto de clientes, com destaque para os particulares, constituíram o principal fluxo de financiamento dos bancos domésticos. Para este conjunto de bancos, os recursos captados junto de clientes evidenciaram uma variação superior à do crédito concedido durante o primeiro semestre de 2008, o que implicou uma ligeira diminuição do rácio entre crédito e depósitos.

Apesar das condições adversas no financiamento nos mercados por grosso, os bancos portugueses conseguiram preservar o acesso aos mercados primários de emissões de títulos de dívida. Até ao final de Outubro de 2008, os bancos portugueses emitiram cerca de 14 mil milhões de euros em Portugal e no exterior. Aproximadamente 45 por cento destas emissões foram obrigações hipotecárias que, sendo garantidas por empréstimos à habitação que constituem um património autónomo na carteira dos bancos, têm subjacente um custo de financiamento inferior ao de obrigações emitidas através de programas EMTN (*Euro-Medium Term Notes*). A quase totalidade destas obrigações foi colocada junto de investidores não residentes. Contudo, reflectindo dificuldades na colocação de títulos a médio e longo prazo, as emissões de obrigações (incluindo o caso das obrigações hipotecárias) foram efectuadas sobretudo em prazos mais curtos do que o observado anteriormente, o que contribuiu para agravar o risco de refinanciamento. A maturidade média das obrigações emitidas passou de 5 anos em 2007 para 3 anos em 2008, enquanto a maturidade das obrigações hipotecárias se reduziu de 7 para 3 anos no mesmo período. Adicionalmente, as emissões efectuadas ao longo do último ano têm tido subjacentes custos de financiamento mais elevados, tendo por comparação os custos historicamente reduzidos observados em anos anteriores. Em termos gerais, a redução das maturidades e o aumento dos custos de financiamento, decorrentes da subida dos prémios de risco, constituem factos estilizados em situações de tensão nos mercados financeiros.

Num contexto de dificuldades no acesso dos bancos a financiamento de mercado a nível global, de aumento da aversão ao risco e de intensificação dos problemas de assimetria de informação, parte das operações habitualmente efectuadas no mercado interbancário e nos mercados de dívida titulada estarão a ser efectuadas junto de bancos centrais, o que também ocorreu no caso português.

Não obstante o enquadramento desfavorável, os *gaps* de liquidez do sistema bancário português, com destaque para as instituições domésticas, apresentaram uma evolução positiva no decurso do primeiro semestre de 2008. A evolução positiva dos indicadores que avaliam o *gap* entre activos líquidos e passivos voláteis com maturidades residuais inferiores a um ano esteve essencialmente associada ao crescimento registado pelos activos líquidos. Este aumento resultou do crescimento dos activos interbancários e, sobretudo, dos activos elegíveis como garantia em operações de política monetária do BCE. Este último proveio em grande medida da evolução dos títulos adquiridos pelos bancos a veículos de titularização referentes a créditos concedidos originalmente pelos próprios bancos, à semelhança do efectuado por outros bancos europeus. Refira-se que para que estes títulos possam ser elegíveis em operações de política monetária do BCE é necessário que haja uma cedência efectiva e incondicional, a veículos de titularização detidos por terceiros, dos activos subjacentes a estas operações. Mais recentemente, alguns bancos portugueses têm vindo a reforçar com empréstimos a pool de activos elegíveis para operações de política monetária do BCE.

Contudo, importa ressaltar que o *gap* de liquidez até um ano permanece num nível negativo, ou seja, os passivos com maturidades residuais inferiores a 1 ano assumem uma magnitude superior à dos activos de elevada liquidez, reflectindo essencialmente o peso das necessidades de refinanciamento dos bancos neste prazo. Deste modo, a persistência de perturbações no funcionamento nos mercados de dívida por grosso poderia agravar o risco de liquidez no sistema bancário português. Neste sentido, as medidas anunciadas pelo governo português, em articulação com outros governos europeus, deverão contribuir de forma substancial para limitar este risco. Estas medidas incluem a concessão de garantias do Estado português até ao limite de 20 mil milhões de euros, destinadas a assegurar o cumprimento das obrigações das instituições de crédito no âmbito das suas operações de financiamento ou refinanciamento. Através do recurso a estas garantias, os bancos portugueses deverão continuar a ter acesso a financiamento nos mercados por grosso, mesmo que persistam condições adversas nestes mercados. Adicionalmente, a estratégia de financiamento assente primordialmente na captação de depósitos de particulares, que tem vindo a ser seguida pelos bancos no período mais recente, conjugada com a desaceleração do crédito, constitui um desenvolvimento muito positivo, permitindo aos bancos ter acesso a uma fonte de financiamento mais estável e, simultaneamente, evitar o aumento da sua exposição a financiamento nos mercados por grosso, sobretudo nos prazos mais curtos. É, assim, fundamental que estas tendências persistam de modo a assegurar uma redução estrutural do rácio crédito-depósitos, na sequência do observado recentemente para as instituições domésticas.

A turbulência nos mercados financeiros internacionais iniciada no Verão de 2007 tinha já afectado de forma negativa os resultados dos bancos portugueses nos últimos meses do ano, nomeadamente através do aumento dos custos de financiamento, das perdas de valor da carteira de instrumentos financeiros e da evolução de algumas comissões. No decurso de 2008, face à deterioração das condições naqueles mercados, estes efeitos intensificaram-se de forma significativa. Deste modo, os resultados antes de impostos e de interesses minoritários do sistema bancário português, em base consolidada, registaram uma redução muito substancial que se reflectiu numa diminuição da rentabilidade quer do activo quer dos capitais próprios. Esta diminuição deveu-se sobretudo à evolução negativa dos resultados em operações financeiras e ao aumento das dotações de provisões e perdas de imparidade, em linha com os desenvolvimentos dos mercados financeiros no último ano. Neste contexto assumiram particular relevância as participações detidas por alguns dos principais grupos

bancários entre si, uma vez que os preços das acções de instituições financeiras foram dos mais afectados pelas desvalorizações nos mercados accionistas.

A margem financeira continuou a aumentar, reflectindo essencialmente o efeito volume, associado principalmente à expansão do crédito, observando-se uma ligeira diminuição da margem global entre as taxas de juro activas e passivas, bem como entre as taxas do crédito e dos depósitos de clientes. A compressão desta margem derivou da redução do diferencial de taxa de juro nas operações passivas relativamente às taxas de juro do mercado monetário, uma vez que o correspondente diferencial nas operações activas permaneceu globalmente estável, interrompendo a tendência de descida observada anteriormente. O decréscimo na margem das operações passivas, num período em que as taxas de juro interbancárias continuaram a aumentar, esteve associado à prática de estratégias mais concorrenciais por parte das instituições bancárias na captação de recursos de clientes, reflectindo as perturbações nos mercados de financiamento por grosso, a que esteve também associado o aumento do peso dos depósitos a prazo no total destes recursos. Por sua vez, o comportamento da margem nas operações activas terá começado a reflectir a alteração das políticas de concessão de crédito por parte dos bancos.

No contexto do novo regime prudencial de Basileia II, que a generalidade das instituições financeiras portuguesas passou a adoptar em 2008, o rácio de adequação global de fundos próprios do sistema bancário português, em base consolidada, situou-se em 9.9 por cento em Junho de 2008. A evolução do rácio reflectiu, à semelhança do observado no período recente, um crescimento elevado dos requisitos totais de fundos próprios, superior ao observado pelos fundos próprios totais, os quais foram significativamente afectados pela evolução desfavorável dos mercados financeiros. Considerando apenas os fundos próprios de base (Tier I), o rácio de adequação de fundos próprios situou-se em 7.1 por cento no final do primeiro semestre de 2008. O aumento dos fundos próprios totais reflectiu essencialmente o crescimento dos fundos próprios de base, uma vez que as restantes componentes apresentaram, de um modo geral, evoluções desfavoráveis. Os aumentos de capital realizados por alguns grupos bancários no decurso do último ano representaram o principal contributo positivo para o aumento dos fundos próprios de base. Contribuindo em sentido oposto, evidenciaram-se as perdas potenciais no valor de alguns dos instrumentos financeiros incluídos na carteira de activos financeiros disponíveis para venda, reflectindo as fortes perturbações nos mercados de dívida e de capital.

No dia 2 de Novembro, o Governo português anunciou um conjunto adicional de medidas de reforço da estabilidade financeira. Neste âmbito, foi anunciado um plano de recapitalização das instituições de crédito com sede em Portugal, tendo como referência as recomendações da Comissão Europeia, em linha com planos de natureza semelhante anunciados por vários países. Esta medida visa garantir que as instituições têm condições para reforçar os seus fundos próprios de base (Tier I), tendo em conta que o Banco de Portugal recomendou às instituições que supervisiona que, até 30 de Setembro de 2009, o rácio de fundos próprios de base seja, no mínimo, 8 por cento. Esta medida de apoio deverá abranger todas as instituições de crédito solventes e sólidas à luz da lei e dos critérios de supervisão aplicáveis, sendo financiada por dotações do Orçamento de Estado e por emissão de dívida pública até ao limite de 4 mil milhões de euros.

Nos últimos anos, num contexto financeiro internacional muito favorável, os bancos portugueses compensaram parte do acréscimo verificado no custo da dívida do sector privado não financeiro resultante da subida das taxas de juro com a oferta de produtos de crédito que permitiram adaptar os encargos associados ao serviço da dívida à capacidade financeira das famílias e empresas, sustentando assim a procura de crédito e o diferencial entre despesa e rendimento destes sectores, o que se traduziu numa redução continuada das respectivas taxas de poupança. Em consequência, a dívida destes sectores registou um acréscimo expressivo. A turbulência financeira surgida no Verão

de 2007 tornou mais clara a insustentabilidade desta dinâmica, dado o endurecimento das condições de financiamento dos bancos nos mercados financeiros internacionais. No entanto, no decurso de 2008, observou-se um impacto muito gradual da crise financeira internacional sobre a economia portuguesa, reflectindo o desfasamento existente entre as alterações das condições nos mercados, designadamente no mercado de crédito, e a sua propagação para o conjunto da economia. De facto, neste período, a dívida do sector privado não financeiro continuou a observar um crescimento significativo, verificando-se um novo aumento das necessidades de financiamento deste sector. Este aumento traduziu essencialmente a diminuição da poupança corrente de famílias e empresas, num contexto em que a recuperação do investimento terá sido interrompida e o consumo privado desacelerou apenas ligeiramente. Contudo, o crédito com incumprimento aumentou, quer no segmento dos particulares quer das sociedades não financeiras, reflectindo a deterioração da situação financeira de algumas famílias e empresas, num quadro de desaceleração da actividade económica, manutenção do perfil ascendente das taxas de juro bancárias, aumento da restritividade nas condições de oferta de crédito e materialização crescente do risco quanto à extensão e duração da instabilidade nos mercados financeiros.

É de esperar uma intensificação do impacto da crise financeira sobre a economia portuguesa, tendo em conta o cenário de forte abrandamento da economia mundial. Mesmo assumindo que as medidas tomadas pelas autoridades permitirão regularizar rapidamente a actividade dos mercados financeiros internacionais, é previsível uma desaceleração adicional do crédito, bem como um incremento dos rácios de incumprimento. No entanto, as medidas anunciadas pelo governo português relativamente ao sistema bancário tenderão a limitar as perturbações na sua função de intermediação e, como tal, no financiamento da economia.

Muito embora o nível de endividamento das empresas e particulares constitua uma fonte de vulnerabilidade, existem alguns factores que actuam como mitigantes em termos das suas consequências para a estabilidade financeira. Por um lado, a tendência de aumento do endividamento das empresas e dos particulares traduziu, em grande medida, a resposta endógena dos agentes económicos ao novo regime em que a economia portuguesa passou a operar com a sua participação na área do euro, caracterizado por taxas de juro mais baixas e menos voláteis. Este facto traduziu-se numa relativa estabilidade dos juros pagos pelo sector privado não financeiro em percentagem do PIB, apesar do maior nível de endividamento. Por outro lado, é de referir que tal ocorreu sem que fossem desenvolvidas bolhas especulativas no mercado imobiliário, ao contrário do observado em outros países. Adicionalmente, importa sublinhar a ausência de um segmento *subprime* no crédito à habitação em Portugal. De facto, os resultados do último Inquérito ao Património e Endividamento das Famílias indicam que a participação no mercado de crédito, em particular do crédito para habitação, das famílias de rendimentos mais baixos é bastante limitada e, para as famílias endividadas, o valor da sua riqueza bruta (que inclui o valor da habitação) ultrapassa o das respectivas dívidas com uma margem relativamente confortável.

2. ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO E FINANCEIRO

O ano de 2008 tem sido marcado pela crise nos mercados financeiros internacionais e pela sua interacção com a desaceleração económica a nível global, traduzindo-se num enquadramento particularmente adverso para o desempenho da actividade dos bancos. Uma vez que a economia portuguesa é uma pequena economia fortemente integrada do ponto de vista económico e financeiro, os bancos portugueses também têm vindo a ser afectados pelas perturbações no sistema financeiro mundial. O impacto sobre o sistema bancário português tem ocorrido essencialmente por via das dificuldades na obtenção de financiamento nos mercados por grosso a nível internacional, bem como pelas perdas em activos financeiros, muito embora a exposição dos bancos portugueses ao mercado *subprime* norte-americano e a instrumentos relacionados não seja materialmente significativa. Adicionalmente, os resultados dos bancos com comissões e operações financeiras também têm vindo a ser condicionados pela deterioração das condições financeiras a nível global. Deste modo, o enquadramento da actividade do sistema bancário português tem vindo a afectar de forma negativa a sua rentabilidade, liquidez e solvabilidade. Por seu turno, as pressões sobre o sistema bancário poderão condicionar as decisões de consumo e de investimento dos agentes económicos, designadamente se a capacidade de concessão de crédito dos bancos for restringida de forma significativa.

Desde o Verão de 2007, a economia mundial sofreu um conjunto de choques negativos que contribuíram para reforçar de forma acentuada as expectativas já existentes de abrandamento económico. Por um lado, as pressões inflacionistas intensificaram-se devido ao aumento dos preços das matérias-primas alimentares e à forte subida do preço do petróleo até meados de Agosto de 2008, ainda que posteriormente se tenha observado uma queda substancial dos preços destes bens. Por outro lado, o impacto sobre a economia mundial das fortes perturbações no sistema financeiro tem vindo a agravar-se desde o final de 2007. A interacção entre o funcionamento do sistema financeiro e a actividade económica mundial constitui um efeito amplificador destas perturbações. Por último, a deterioração da situação nos mercados imobiliários de várias economias avançadas também tem afectado negativamente o crescimento económico e a estabilidade financeira. Neste enquadramento, a economia mundial tem observado uma desaceleração significativa, encontrando-se várias economias avançadas em níveis de crescimento próximos de um quadro recessivo. Mais recentemente, as economias de mercado emergentes e em desenvolvimento também começaram a ser severamente afectadas, num quadro de agravamento das condições de financiamento, de abrandamento global da economia e de quedas nos preços das matérias-primas energéticas e alimentares.

De acordo com as previsões do FMI, a economia norte-americana deverá crescer 1.4 por cento em 2008, o que compara com 2.0 por cento em 2007. No decurso de 2008, o crescimento económico tem sido sustentado pelo comportamento das exportações líquidas, favorecidas pela desvalorização do dólar durante o primeiro semestre. Por seu turno, o investimento residencial contribuiu negativamente para o crescimento económico, tendo o consumo privado evidenciado alguma desaceleração. As empresas não financeiras norte-americanas mantiveram inicialmente um desempenho favorável, beneficiando de níveis reduzidos de endividamento, da acumulação de lucros e de uma procura externa robusta. No entanto, mais recentemente, os lucros das empresas não financeiras começaram a evidenciar o impacto das perturbações nos mercados financeiros e do abrandamento global. As previsões do FMI apontam para uma contracção da economia norte-americana de 0.7 por cento em 2009.

Apesar de as perturbações sobre o mercado financeiro terem tido inicialmente origem nos Estados Unidos, o impacto sobre o sistema financeiro e a economia da área do euro tem sido bastante signifi-

cativo, num contexto de forte integração financeira e económica. Deste modo, a actividade económica na área do euro deverá desacelerar de 2.6 por cento em 2007 para 1.2 por cento em 2008, de acordo com as previsões do FMI. O forte crescimento dos preços dos bens alimentares e energéticos até meados de 2008 afectou negativamente o consumo privado na área do euro, enquanto a apreciação do euro nesse período exerceu uma pressão negativa sobre o desempenho das exportações. Mais recentemente, as exportações da área do euro também estarão a ser negativamente afectadas por um forte abrandamento da procura externa, não obstante a depreciação do euro e a queda do preço do petróleo e de outras matérias-primas desde Agosto de 2008. A maior restritividade na concessão de crédito e o aumento dos custos de financiamento também deverão ter um impacto negativo sobre a evolução do investimento e do consumo. Neste quadro, o FMI prevê que a economia da área do euro registe uma contracção de 0.5 por cento em 2009.

Por seu turno, as economias de mercado emergentes também deverão registar um abrandamento em 2008 e 2009. Apesar de o impacto das perturbações nos mercados financeiros sobre estas economias ter sido relativamente limitado ao longo do último ano, no período mais recente estas economias têm vindo a ser significativamente afectadas pelo agravamento da situação do sistema financeiro e da economia mundial.

A economia portuguesa também tem sentido o impacto da interacção entre a crise financeira internacional e a deterioração das perspectivas sobre o crescimento económico mundial. Neste contexto, em 2008, deverá observar-se uma desaceleração da actividade económica, reflectindo um menor dinamismo das exportações e da procura interna, em particular por via de um abrandamento do investimento, enquanto o consumo privado deverá registar apenas uma ligeira desaceleração¹.

O principal risco no sentido descendente sobre o crescimento económico a nível global prende-se com a possibilidade de as graves perturbações no sistema financeiro mundial persistirem durante um período ainda mais prolongado, existindo ainda incerteza sobre a eficácia das medidas anunciadas por diversas autoridades a nível internacional. Deste modo, permanece o risco de ocorrer uma deslancagem abrupta do sector financeiro, com consequentes restrições sobre a concessão de crédito e a actividade económica. Para além disso, uma deterioração adicional da situação nos mercados imobiliários dos Estados Unidos e de alguns países europeus pode afectar negativamente o crescimento económico. Um eventual ajustamento abrupto dos desequilíbrios macroeconómicos a nível global constitui um risco adicional.

Ao longo do último ano, a articulação entre o arrefecimento da actividade económica e o aumento das pressões inflacionistas, num quadro de crescente turbulência nos mercados financeiros internacionais, colocou desafios particularmente complexos para a condução da política monetária. Assim, a Reserva Federal norte-americana justificou as sucessivas diminuições da taxa de juro de referência dos *fed funds* com o agravamento dos riscos sobre a actividade económica. Em Junho, a Reserva Federal interrompeu este processo de redução das taxas de juro, num quadro de intensificação das pressões inflacionistas. Também neste contexto, o BCE aumentou a taxa de juro das operações principais de refinanciamento em 25 p.b. em Julho de 2008. Contudo, o aumento do diferencial entre as taxas de juro no mercado monetário e a taxa de juro oficial, a deterioração das condições nos mercados financeiros e a apreciação do euro contribuíram para tornar as condições monetárias na área do euro ainda mais restritivas, em particular em alguns países. A partir de Agosto de 2008, o alívio das pressões sobre os preços de matérias-primas energéticas e alimentares e, posteriormente, o forte agravamento da situação nos mercados financeiros, contribuíram para intensificar as expectativas de diminuições das taxas de juro oficiais em várias economias avançadas. Neste enquadramento, no dia 8 de Outubro, o BCE, a Reserva Federal, o Banco de Inglaterra, o Banco Nacional da Suíça, o Banco

(1) Ver texto "A economia portuguesa em 2008", neste Boletim.

da Suécia e o Banco do Canadá tomaram a decisão conjunta de diminuir em 50 p.b. as suas taxas de juro oficiais, tendo em consideração o agravamento dos riscos sobre o crescimento económico e a diminuição da intensidade das pressões inflacionistas. No final de Outubro, a Reserva Federal efectuou uma nova diminuição de 50 p.b. da sua taxa de referência para 1 por cento e, no início de Novembro, o BCE diminuiu a taxa das operações principais de refinanciamento de 3.75 para 3.25 por cento.

As fortes perturbações no sistema financeiro mundial e a progressiva deterioração das expectativas sobre o crescimento económico têm afectado negativamente os mercados financeiros no seu conjunto. No início do ano, a divulgação de perdas por alguns grandes grupos financeiros internacionalmente activos e o aumento da probabilidade de recessão nos Estados Unidos contribuíram para que se registasse uma deterioração das condições nos mercados financeiros. Estas perturbações agravaram-se em meados de Março, quando se tornaram públicos os problemas registados pelo *Bear Stearns*, um dos maiores bancos de investimento norte-americanos, que exigiram uma intervenção da Reserva Federal norte-americana. Esta intervenção terá contribuído para interromper a tendência de agravamento das condições nos mercados financeiros internacionais. Contudo, a partir de Maio, a divulgação de problemas em várias instituições financeiras e o aumento do impacto estimado destas perturbações sobre a actividade económica contribuíram para um novo aumento dos prémios de risco nos mercados de dívida e, sobretudo, para perdas nos mercados accionistas, com destaque para as acções do sector financeiro.

Na sequência da necessidade de intervenção estatal em diversas instituições financeiras norte-americanas, destacando-se as intervenções na *Fannie Mae*, no *Freddie Mac* (que, em conjunto, detinham a maior parte dos empréstimos hipotecários nos Estados Unidos) e na *AIG* (uma das maiores seguradoras do mundo), a situação nos mercados financeiros internacionais agravou-se de uma forma muito significativa a partir de meados de Setembro. A falência da *Lehman Brothers*, um dos maiores bancos de investimento a nível global, agravou de forma substancial esta situação, gerando uma crise de confiança global. Alguns bancos europeus também sofreram problemas de solvabilidade, tendo ocorrido diversas injeções de capital público. Na sequência destas graves perturbações, foram anunciadas diversas medidas a nível internacional com o objectivo de restabelecer o funcionamento regular dos mercados financeiros e reforçar a confiança no sistema financeiro². Para além das medidas apresentadas pelos governos, os bancos centrais continuaram a injectar liquidez no sistema bancário e efectuaram diversas alterações no quadro operacional das operações de política monetária.

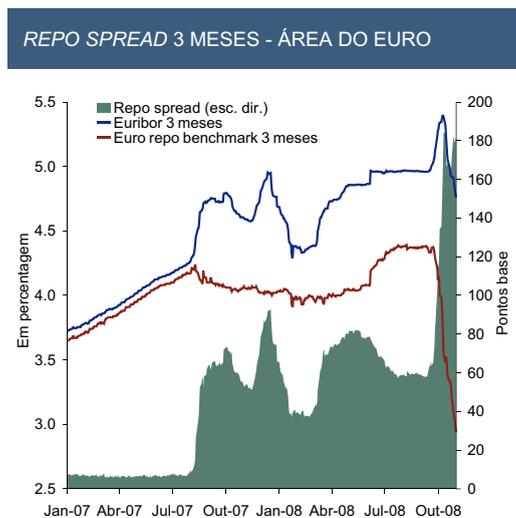
As perturbações observadas desde o Verão de 2007 afectaram de uma forma transversal os mercados financeiros, nomeadamente o mercado monetário interbancário, os mercados de dívida privada e pública e os mercados accionistas.

Neste enquadramento, uma das principais manifestações dos problemas enfrentados pelos bancos a nível internacional prende-se com a persistência em níveis elevados dos *spreads* entre taxas de juro em operações não colateralizadas e colateralizadas nos mercados monetários interbancários³ (Gráfico 2.1). O aumento destes diferenciais reflecte essencialmente um desajustamento entre a procura e a oferta de fundos neste mercado. Dada a incerteza prevalecente e o forte aumento do risco de contraparte, os bancos têm restringido a oferta de fundos no mercado monetário, procurando preservar níveis de liquidez adequados e evitar dificuldades futuras no acesso a financiamento. Estes diferenciais mantiveram-se em níveis globalmente elevados durante a maior parte do ano, tendo aumentado

(2) Para um resumo das principais medidas de actuação das autoridades a nível global ver "Caixa 2 Actuação das autoridades no contexto da crise financeira: medidas de gestão de liquidez e de intervenção nos sistemas financeiros", no texto "A economia portuguesa em 2008" deste Boletim. As principais medidas anunciadas em Portugal são sintetizadas na "Caixa 1 Principais medidas das autoridades portuguesas relativamente ao sistema financeiro no âmbito da crise financeira internacional" neste texto.

(3) Para uma análise dos motivos subjacentes a esta persistência, ver "Caixa 2.1. O prémio de risco no mercado monetário durante o período de turbulência nos mercados financeiros: risco de crédito ou de liquidez?", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira 2007*.

Gráfico 2.1

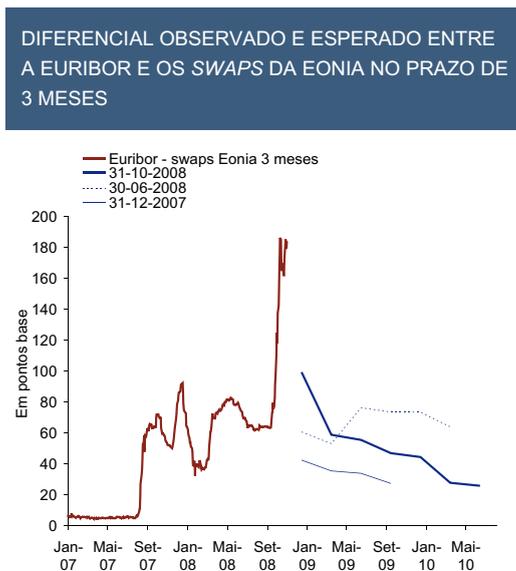


Fonte: Thomson Reuters.

de forma assinalável em meados de Setembro para valores superiores a 150 p.b. De acordo com as expectativas de mercado, as tensões nos mercados monetários deverão persistir por um período relativamente prolongado, apesar de existir uma expectativa de atenuação gradual destes diferenciais (Gráfico 2.2).

Neste contexto, os bancos portugueses enfrentaram condições de financiamento bastante adversas nos mercados financeiros por grosso ao longo de 2008. Alguns mercados de financiamento por grosso a que os bancos portugueses habitualmente recorrem registaram um volume de emissões muito reduzido durante parte do ano. Por exemplo, no mercado primário de obrigações hipotecárias não se

Gráfico 2.2



Fontes: Bloomberg, Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Diferencial esperado medido pela diferença entre a Euribor 3 meses implícita nos futuros e a taxa forward do swap da EONIA a 3 meses a começar na data de vencimento do futuro.

registaram emissões durante um período significativo. A procura de activos titularizados também diminuiu de forma abrupta. Ainda assim, os bancos portugueses conseguiram emitir um volume relativamente significativo de títulos, embora com custos mais elevados e em maturidades mais reduzidas do que anteriormente, conforme discutido na Secção 4.3 *Risco de Liquidez*.

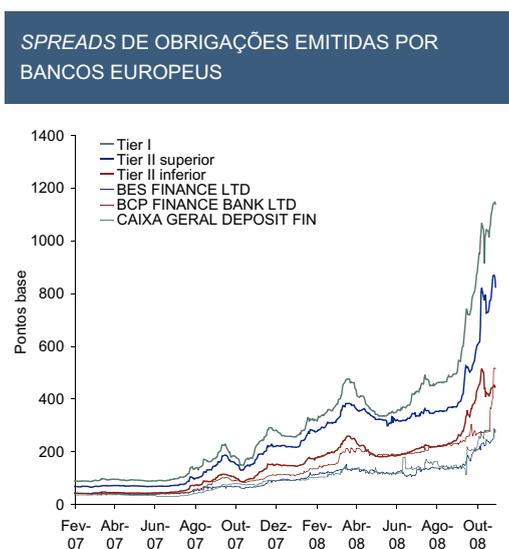
A maior restritividade das condições de financiamento dos bancos reflectiu-se num aumento substancial dos *spreads* de títulos emitidos por bancos portugueses, prosseguindo a tendência observada deste o Verão de 2007. Este aumento esteve globalmente em linha com o observado para outros bancos da área do euro (Gráfico 2.3 e Quadro 2.1).

O aumento do risco subjacente ao sistema financeiro pode ser ilustrado pela evolução dos prémios de *credit default swaps* (CDS). Estes prémios registaram um aumento acentuado até meados de Março, reflectindo receios de que alguns bancos norte-americanos pudessem não se encontrar solventes (Gráfico 2.4). Após a intervenção da Reserva Federal norte-americana no banco de investimento *Bear Sterns* observou-se alguma diminuição dos prémios de CDS. Contudo, as fortes perturbações observadas a partir de meados de Setembro repercutiram-se num aumento muito pronunciado destes prémios de risco, que foi parcialmente revertido após meados de Outubro, na sequência das medidas anunciadas por diversas autoridades a nível internacional. Não obstante, estes prémios de risco permanecem em níveis bastante elevados.

A necessidade de injeção de fundos públicos em vários bancos e a concessão de garantias à dívida emitida pelo sistema financeiro anunciada recentemente implicaram um aumento do risco de crédito subjacente a emittentes soberanos. Como consequência, os prémios de CDS de dívida soberana de vários países europeus aumentaram de forma assinalável a partir do final de Setembro, tendo-se aproximado dos prémios de risco do sector financeiro (Gráfico 2.5).

A evolução dos índices accionistas tem vindo a reflectir as tensões no sector financeiro e a deterioração das perspectivas sobre o crescimento económico e, conseqüentemente, sobre os lucros das empresas. Na segunda metade de 2007 as quedas dos índices accionistas foram relativamente moderadas, concentrando-se sobretudo no sector financeiro. Contudo, ao longo de 2008, os principais índices registaram quedas substanciais, que se intensificaram a partir de meados de Setembro

Gráfico 2.3



Fontes: Bloomberg, JP Morgan e Banco de Portugal.

Quadro 2.1

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

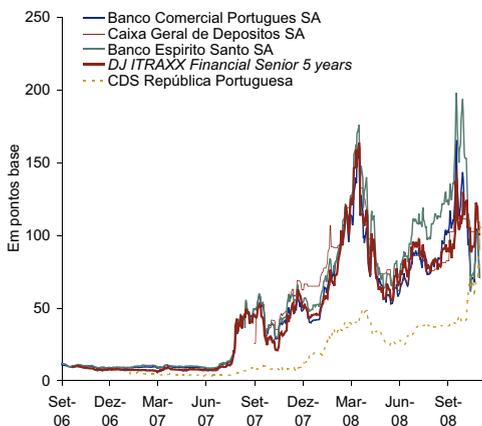
| | Subordinado (S/N) | Maturidade | Rating Bloomberg Composite ^(b) | Spread 23/07/2007 (p.p.) | Spread 31/12/2007 (p.p.) | Spread 31/10/08 (p.p.) | Variação desde 23/07/2007 (p.p.) | Variação desde 31/12/2007 (p.p.) | Variação entre o mínimo e 31/10/2008 ^(c) |
|---------------------------------|----------------------|-------------------|--|-----------------------------|-----------------------------|---------------------------|--|--|---|
| BBV INT'L FIN (CAYMAN) | S | 24/12/2009 | AA- | 0.49 | 1.07 | 2.99 | 2.50 | 1.92 | 2.70 |
| ING BANK NV | S | 15/06/2010 | AA- | 0.23 | 0.64 | 3.04 | 2.81 | 2.40 | 2.86 |
| SANTANDER CENT HISP ISSU | S | 05/07/2010 | AA- | 0.29 | 0.70 | 2.61 | 2.32 | 1.91 | 2.38 |
| SANTANDER CENT HISP ISSU | S | 14/03/2011 | AA- | 0.30 | 0.84 | 2.90 | 2.60 | 2.06 | 2.65 |
| ING BANK NV | S | 19/12/2035 | AA- | 0.60 | 0.88 | 1.52 | 0.93 | 0.64 | 1.19 |
| CAIXA GERAL DEPOSIT FIN | S | 12/10/2009 | A+ | 0.37 | 0.93 | 2.93 | 2.56 | 2.00 | 2.67 |
| BANK OF IRELAND | S | 10/02/2010 | A+ | 0.34 | 1.22 | 4.00 | 3.66 | 2.78 | 3.80 |
| BBV INTL FINANCE LTD | S | 25/02/2010 | AA- | 0.30 | 0.86 | 0.96 | 0.67 | 0.10 | 0.80 |
| ABN AMRO BANK NV | S | 28/06/2010 | A+ | 0.23 | 0.61 | 1.49 | 1.27 | 0.88 | 1.35 |
| POPULAR CAPITAL SA | S | 29/10/2049 | A+ | 1.50 | 1.63 | 6.69 | 5.19 | 5.06 | 5.54 |
| BCP FINANCE BANK LTD | S | 29/03/2011 | A | 0.46 | 1.08 | 5.13 | 4.67 | 4.06 | 4.79 |
| BES FINANCE LTD | S | 17/05/2011 | A | 0.45 | 0.91 | 3.16 | 2.71 | 2.25 | 2.80 |
| SNS BANK NEDERLAND | S | 15/04/2011 | A- | 0.40 | 0.59 | 7.82 | 7.42 | 7.23 | 7.50 |
| BANKINTER SA | S | 18/12/2012 | NR | 0.58 | 1.16 | 2.43 | 1.85 | 1.27 | 2.22 |
| BANCO SANTANDER SA | N | 15/03/2009 | AAA | 0.17 | 0.57 | 2.14 | 1.97 | 1.57 | 2.01 |
| BANCO SANTANDER SA | N | 19/12/2008 | AAA | 0.17 | 0.59 | 3.33 | 3.17 | 2.74 | 3.27 |
| BANCO SANTANDER SA | N | 10/09/2010 | AAA | 0.20 | 0.43 | 1.45 | 1.25 | 1.02 | 1.34 |
| RABOBANK NEDERLAND | N | 02/07/2010 | AA+ | 0.02 | 0.22 | 2.20 | 2.17 | 1.97 | 2.12 |
| BANCO ESPANOL DE CREDITO | N | 23/02/2011 | AA+ | 0.26 | 0.51 | 1.73 | 1.47 | 1.23 | 1.61 |
| BANCO ESPANOL DE CREDITO | N | 12/05/2010 | AA+ | 0.21 | 0.52 | 1.48 | 1.27 | 0.96 | 1.42 |
| CAIXA GERAL DE DEPOSITOS | N | 18/10/2012 | AA | 0.42 | 0.73 | 1.22 | 0.81 | 0.49 | 1.16 |
| BANK OF IRELAND | N | 22/10/2010 | AA- | 0.37 | 0.75 | 2.21 | 1.84 | 1.46 | 1.95 |
| BCP FINANCE BANK LTD | N | 31/03/2024 | A+ | 0.56 | 0.69 | 1.86 | 1.30 | 1.17 | 1.41 |
| BCP FINANCE BANK LTD | N | 22/12/2008 | A+ | 0.24 | 1.06 | 3.51 | 3.27 | 2.46 | 3.32 |
| BES FINANCE LTD | N | 25/03/2010 | A+ | 0.38 | 0.89 | 3.36 | 2.97 | 2.47 | 3.05 |
| SNS BANK NEDERLAND | N | 12/11/2014 | A+ | 0.47 | 0.84 | 2.01 | 1.55 | 1.17 | 1.87 |
| BANCO BPI SA CAYMAN | N | 14/11/2035 | A | 0.56 | 0.58 | 1.59 | 1.02 | 1.01 | 1.27 |
| BANCO PORTUGUES DE INVES | N | 05/10/2009 | A | 1.94 | 2.31 | 3.35 | 1.41 | 1.04 | 1.84 |
| BCP FINANCE BANK LTD | N | 12/07/2011 | A | 1.96 | 2.13 | 3.61 | 1.65 | 1.48 | 2.07 |
| SNS BANK NEDERLAND | N | 28/05/2014 | A | 1.94 | 2.03 | 4.17 | 2.23 | 2.15 | 2.89 |
| BAYER HYPO- VEREINSBANK | N | 17/03/2014 | SR | 0.28 | 0.47 | 0.93 | 0.65 | 0.45 | 0.90 |
| EUROHYPO SA DUBLIN | N | 12/03/2009 | SR | 0.37 | 0.91 | 2.52 | 2.15 | 1.62 | 2.34 |
| BES FINANCE LTD | N | 12/02/2009 | SR | 0.27 | 1.05 | 3.54 | 3.28 | 2.49 | 3.33 |
| BANCO SABADELL SA | N | 15/06/2015 | SR | 0.41 | 0.61 | 1.71 | 1.30 | 1.11 | 1.57 |
| BANCO SABADELL SA | N | 26/01/2011 | SR | 0.25 | 0.56 | 1.86 | 1.60 | 1.29 | 1.75 |
| BANCO POP VERONA NOVARA | N | 21/01/2009 | SR | 0.33 | 0.91 | 2.75 | 2.42 | 1.84 | 2.51 |
| Média | | | | 0.51 | 0.90 | 2.78 | 2.27 | 1.88 | 2.45 |

Fontes: Bloomberg e Banco de Portugal.

Notas: SR: Sem rating. (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. (c) Mínimo observado desde o início de 2005.

Gráfico 2.4

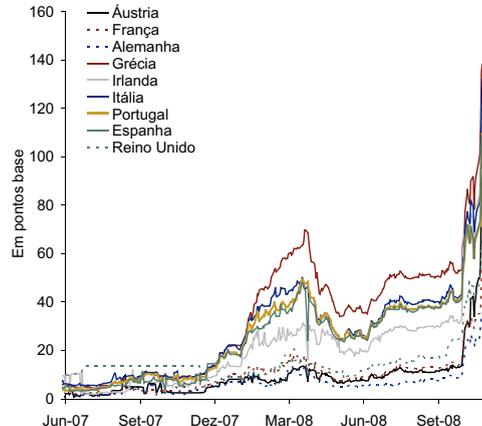
CREDIT DEFAULT SWAP SPREADS DE BANCOS PORTUGUESES (5 ANOS SENIOR)



Fontes: Bloomberg e Thomson Reuters.

Gráfico 2.5

CREDIT DEFAULT SWAP SPREADS DE PAÍSES EUROPEUS (5 ANOS SENIOR)



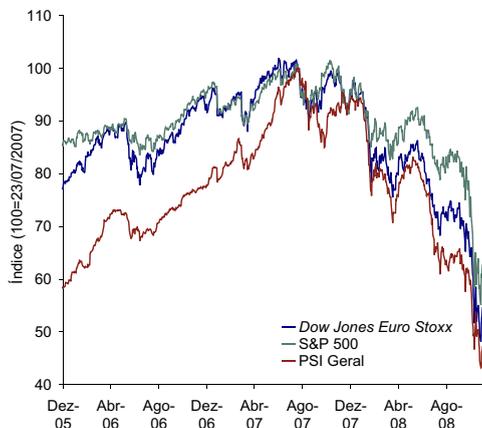
Fonte: Thomson Reuters.

Nota: O CDS para a República Francesa tem uma maturidade de 6 anos.

(Gráfico 2.6). Até ao final de Outubro, o índice S&P 500 tinha perdido cerca de 34 por cento do seu valor face ao final do ano, enquanto que, no mesmo período, os índices Dow Jones Euro Stoxx e PSI Geral tinham registado uma variação negativa de 43 e 49 por cento, respectivamente. Estas quedas foram mais pronunciadas para os índices de acções do sector bancário (Gráfico 2.7). Por seu turno, as acções de bancos portugueses evidenciaram quedas ainda mais substanciais, registando-se uma queda de cerca de 59 por cento no índice PSI Serviços Financeiros durante este período. Os preços das acções do BCP e do BPI diminuíram mais de 60 por cento no mesmo período, enquanto as acções do BES registaram uma desvalorização de 50 por cento (Gráfico 2.8). Contudo, é importante referir que entre o final de 2005 e Julho de 2007, as acções dos bancos portugueses tinham registado

Gráfico 2.6

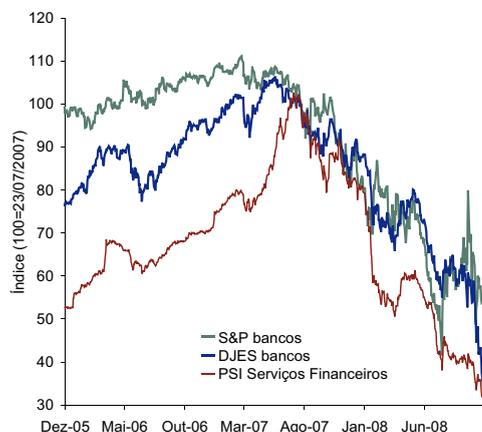
EVOLUÇÃO DOS PREÇOS NOS MERCADOS ACCIONISTAS



Fonte: Bloomberg.

Gráfico 2.7

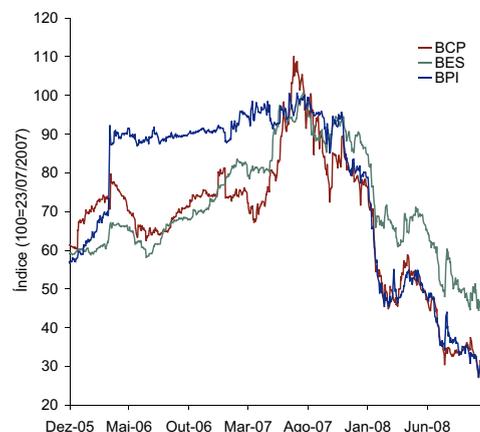
EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DE ACÇÕES DE BANCOS



Fonte: Bloomberg.

Gráfico 2.8

EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DE ACÇÕES DE BANCOS PORTUGUESES



Fonte: Bloomberg.

um crescimento bastante superior ao observado nas acções do sector financeiro europeu ou norte-americano.

O desempenho negativo nos mercados accionistas afecta os bancos por diferentes vias. Por um lado, os bancos registam perdas na sua carteira de activos financeiros, bem como na carteira de activos dos fundos de pensões dos empregados bancários, com impactos negativos sobre a sua rentabilidade e solvabilidade. Por outro lado, a turbulência nos mercados financeiros afecta negativamente os resultados dos bancos com comissões e operações financeiras⁴.

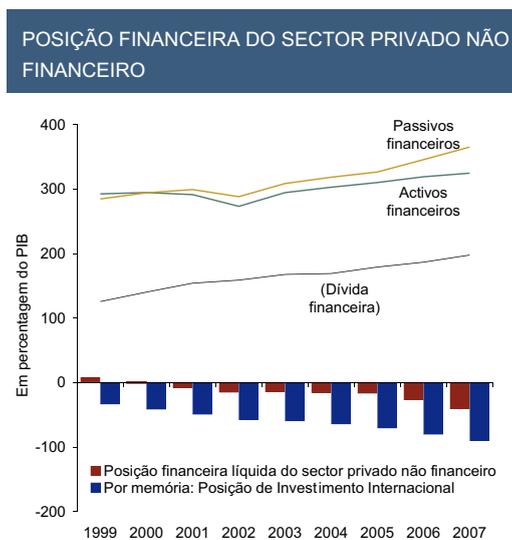
A turbulência nos mercados financeiros tem-se repercutido numa deterioração substancial dos *ratings* atribuídos a bancos e empresas do sector financeiro a nível global. Contudo, os bancos portugueses não têm sido muito afectados por esta tendência geral. Somente o BPN registou uma revisão negativa dos seus *ratings*, pela *Moody's*, que atribuiu em Junho um *outlook* negativo às perspectivas sobre as notações de *rating* deste grupo bancário, tendo em consideração as perdas registadas nalguns activos e problemas ao nível da gestão deste grupo bancário. Em meados de Outubro, a *Fitch* colocou as notações do Santander Totta e do BPN sob revisão no sentido negativo e a S&P atribuiu um *outlook* negativo ao *rating* do grupo Millennium BCP. Mais recentemente, em meados de Novembro, a *Moody's* efectuou um *downgrade* das notações de *rating* do Banco Privado Português, reflectindo os desafios enfrentados pelo banco para manter um modelo de negócio que depende essencialmente da evolução dos mercados financeiros. Em contrapartida, a S&P efectuou um *upgrade* das notações atribuídas à CGD no final de Agosto, como resultado da evolução favorável da rentabilidade e da qualidade dos activos, bem como dos dois aumentos de capital efectuados no último ano.

(4) A actividade, rentabilidade e solvabilidade dos bancos portugueses são analisadas em detalhe na Secção 4 deste texto.

3. SITUAÇÃO FINANCEIRA DO SECTOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO

Ao longo da corrente década, o reforço da integração financeira da economia portuguesa, favorecido pela participação na área do euro, permitiu expandir significativamente as possibilidades de escolha dos agentes económicos residentes, ao contribuir para a diminuição das restrições de liquidez num contexto de taxas de juro mais baixas e menos voláteis e ao possibilitar um leque alargado e diversificado de oportunidades de afectação da riqueza financeira isentas de risco cambial. Neste contexto, a economia portuguesa registou, por um período relativamente prolongado, taxas de crescimento da procura interna superiores às do rendimento interno, o que se traduziu num recurso crescente a poupança externa, a qual foi canalizada para o sector privado não financeiro predominantemente através do sistema bancário. Adicionalmente, o quadro financeiro internacional especialmente favorável que vigorou durante um período muito prolongado facilitou a captação de fundos pelas instituições financeiras portuguesas, em euros e a prazos alargados. À semelhança das suas congéneres da área do euro e de outras economias avançadas, aquelas instituições expandiram significativamente a sua actividade creditícia, satisfazendo as necessidades de financiamento das famílias e empresas portuguesas. Em consequência, a dívida financeira destes sectores registou um acréscimo expressivo entre 1997 e 2007, atingindo 198 por cento do PIB no final de 2007, um dos níveis mais elevados entre os países da área do euro. A posição financeira do sector privado não financeiro tornou-se devedora em 2001, tendo observado desde então uma continuada deterioração, em resultado de um crescimento significativo da dívida, só parcialmente compensado por um maior valor de activos financeiros. Este desenvolvimento tem-se repercutido no agravamento da posição de investimento internacional da economia portuguesa e encontra-se traduzido em larga medida no aumento do peso das responsabilidades face a não residentes nos balanços do sistema bancário (Gráfico 3.1). Convirá, no entanto, salientar que, em grande medida, esta evolução traduziu a resposta endógena dos agentes económicos ao novo regime em que a economia portuguesa passou a operar com a sua participação na área do euro, dado o contexto financeiro internacional. É igualmente de referir que tal ocorreu sem que fossem desenvolvidas bolhas especulativas no mercado imobiliário, ao contrário do observado em outros países. Adicionalmente, importa sublinhar a ausência de um segmento *subprime* no crédito

Gráfico 3.1



Fonte: Banco de Portugal.

à habitação em Portugal. De facto, os resultados do último Inquérito ao Património e Endividamento das Famílias (IPEF) indicam que a participação no mercado de crédito, em particular do crédito para habitação, das famílias de rendimentos mais baixos é bastante limitada e, para as famílias endividadas, o valor da sua riqueza bruta (que inclui o valor da habitação) ultrapassa o das respectivas dívidas com uma margem relativamente confortável⁵.

Apesar da subida das taxas de juro oficiais em finais de 2005, a evolução do crédito ao sector privado não financeiro até ao Verão de 2007 beneficiou da manutenção de *spreads* de financiamento dos bancos nos mercados financeiros internacionais relativamente reduzidos, a par de um ambiente muito concorrencial no mercado de crédito, em particular no segmento destinado à aquisição de habitação e, em menor grau, no relativo a sociedades não financeiras. Neste enquadramento, os bancos portugueses compensaram parte do acréscimo verificado no custo da dívida do sector privado não financeiro resultante da subida das taxas de juro com a oferta de produtos de crédito que permitiram adaptar os encargos associados ao serviço da dívida à capacidade financeira das famílias e empresas, sustentando assim a procura de crédito e o diferencial entre despesa e rendimento destes sectores, o que se traduziu numa redução continuada das respectivas taxas de poupança. A turbulência financeira surgida no Verão de 2007 tornou mais clara a insustentabilidade desta dinâmica, dado o endurecimento das condições de financiamento dos bancos nos mercados financeiros internacionais. No entanto, no primeiro semestre de 2008, o impacto deste enquadramento sobre a economia portuguesa continuou a ser limitado, reflectindo o desfasamento existente entre as alterações das condições nos mercados, designadamente no mercado de crédito, e a sua propagação para o conjunto da economia. Neste período, a dívida do sector privado não financeiro continuou a observar um crescimento significativo, verificando-se um novo aumento das necessidades de financiamento deste sector. Este aumento traduziu essencialmente a diminuição da poupança corrente de famílias e empresas num contexto em que a recuperação do investimento terá sido interrompida e o consumo privado desacelerou apenas ligeiramente. Ao mesmo tempo, o crédito com incumprimento aumentou, quer no segmento dos particulares quer das sociedades não financeiras, reflectindo a deterioração da situação financeira de algumas famílias e empresas, num contexto de desaceleração da actividade económica, manutenção do perfil ascendente das taxas de juro bancárias, aumento da restritividade nas condições de oferta de crédito e materialização crescente do risco quanto à extensão e duração da instabilidade nos mercados financeiros (ver “Secção 4.4. *Risco de Crédito*”, neste texto).

Particulares

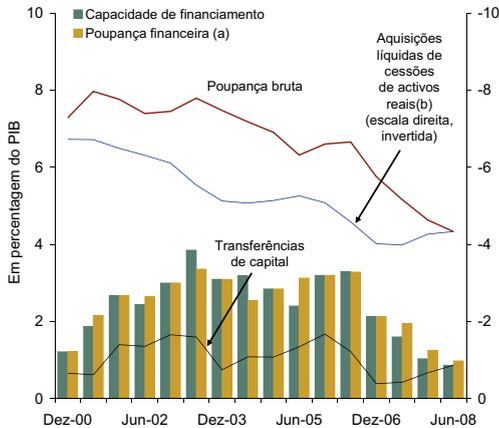
No primeiro semestre de 2008, a capacidade de financiamento dos particulares representou cerca de 0.9 por cento do PIB, o que correspondeu a uma diminuição face ao observado quer no semestre homólogo quer no conjunto do ano de 2007 e reflectiu essencialmente a manutenção da trajectória descendente da taxa de poupança deste sector (Gráfico 3.2). Com efeito, o consumo privado continuou a crescer a uma taxa superior à do rendimento disponível, apesar de evidenciar alguma moderação face ao ano anterior, sobretudo na componente relacionada com a aquisição de bens duradouros⁶. Refira-se que a evolução do consumo privado nos dois últimos anos tem sido acompanhada pelo recurso acrescido das famílias a crédito bancário ao consumo. Em particular, em 2007, o forte crescimento dos empréstimos bancários esteve em grande medida associado à aceleração do consumo de

(5) Veja-se Farinha (2007) “O endividamento das famílias portuguesas: evidência recente com base nos resultados do IPEF 2006-2007”, Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira* 2007.

(6) A este propósito refira-se que, em 2007, o consumo de bens duradouros registou uma aceleração significativa relacionada com componente automóvel que estará a ser parcialmente revertida em 2008. O dinamismo observado por esta componente da procura (influenciado pelas alterações introduzidas na tributação sobre veículos) foi, em parte, sustentado pela manutenção de um crescimento elevado dos empréstimos para consumo, que apresentaram um perfil ascendente ao longo do ano não obstante a instabilidade nos mercados financeiros internacionais. Sobre este assunto, veja-se “Caixa 4.1 A evolução do consumo privado em 2007 e o comportamento dos bens duradouros”, Banco de Portugal, *Relatório Anual* 2007.

Gráfico 3.2

CAPACIDADE DE FINANCIAMENTO, POUPANÇA E INVESTIMENTO DOS PARTICULARES



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: Valores anuais terminados no mês considerado. (a) A poupança financeira corresponde à diferença entre as aplicações financeiras realizadas e as responsabilidades financeiras incorridas pelo sector no período considerado. É igual, a menos de uma discrepância estatística, ao saldo de capacidade/necessidade de financiamento apurado do lado das operações não financeiras. (b) Corresponde à soma da FBCF, variações de existências, aquisições líquidas de cessões de objectos de valor e aquisições líquidas de cessões de activos financeiros não produzidos.

automóveis, tendo para tal contribuído um conjunto de instituições de crédito especialmente orientadas para a concessão deste tipo de crédito⁷. No primeiro semestre de 2008, a procura de empréstimos para consumo e outros fins terá diminuído ligeiramente, face ao abrandamento das despesas com bens duradouros, à deterioração da confiança dos consumidores e a um maior recurso a fontes de financiamento alternativas, nomeadamente aplicações de poupanças. Ainda assim, o crescimento deste agregado de crédito continuou a ser significativo, o que terá permitido sustentar a dinâmica do consumo corrente. Por seu lado, o investimento realizado por particulares terá tido um crescimento moderado, no decurso do primeiro semestre de 2008. Ao mesmo tempo, os empréstimos a particulares para aquisição de habitação e para outros fins distintos do consumo observaram um abrandamento, o que sugere uma menor utilização de crédito bancário para financiamento do seu investimento em activos reais⁸ (ver “Secção 4.4. *Risco de crédito*”, neste artigo).

De acordo com o Inquérito de conjuntura aos consumidores conduzido pelo INE, a confiança das famílias portuguesas terá mantido uma trajectória descendente até ao início do quarto trimestre de 2008, quando atingiu um valor semelhante ao mínimo observado em 2003. Esta trajectória reflectiu a deterioração das expectativas de um número crescente de famílias relativamente à situação económica geral, à situação financeira específica, à evolução do desemprego e à respectiva capacidade para poupar, num contexto de desaceleração da actividade económica e de manutenção de forte instabilidade nos mercados financeiros internacionais. De acordo com a informação disponível, a crise financeira ter-se-á repercutido, ainda que de forma limitada, na situação financeira dos particulares no

(7) Sobre este assunto, veja-se “Caixa 7.1 *Desenvolvimentos recentes no mercado de crédito a particulares para consumo e outros fins*”, Banco de Portugal, *Relatório Anual* 2007.

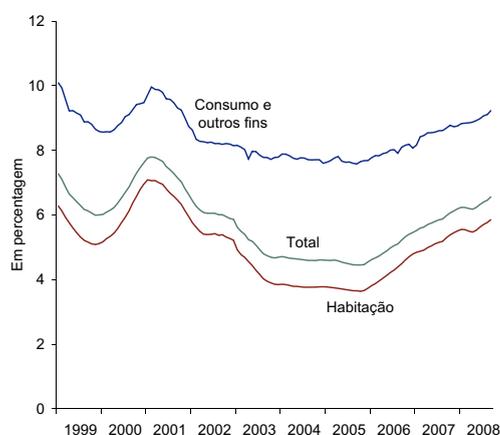
(8) Refira-se que apenas uma parte, ainda que significativa, da formação bruta de capital realizada pelos particulares corresponde a investimento em habitação. A remanescente estará relacionada com a actividade produtiva deste sector institucional, nomeadamente em sectores de actividade como a agricultura, comércio, reparação e restauração, onde o peso dos empresários em nome individual será importante. No primeiro semestre de 2008, quer o crédito para aquisição de habitação quer os empréstimos particulares para outros fins (onde estarão classificados a maior parte dos empréstimos concedidos a empresários em nome individual) evidenciaram desacelerações, que prosseguiram no terceiro trimestre.

decurso do primeiro semestre de 2008, quer por via de um maior custo do serviço da dívida, decorrente de taxas de juro mais elevadas, quer traduzindo-se em menores níveis de riqueza, em resultado designadamente, da queda dos preços de alguns activos financeiros. No que se refere ao custo da dívida, estima-se que, comparativamente ao primeiro semestre de 2007, os encargos com juros relativos à dívida dos particulares tenham aumentado em cerca de 0.7 pontos percentuais do PIB. Efectivamente, o perfil ascendente apresentado pelas taxas de juro dos saldos de empréstimos a particulares desde o quarto trimestre de 2005 prosseguiu ao longo da primeira metade de 2008, atingindo, em Setembro, níveis similares aos observados no final de 2001 (Gráfico 3.3).

No que diz respeito aos activos financeiros na posse de particulares, assistiu-se desde o início da turbulência dos mercados financeiros a uma recomposição das carteiras dos particulares, favorecendo os activos menos sensíveis a flutuações de mercado, designadamente depósitos. Este movimento terá resultado, por um lado, de uma maior aversão ao risco dos indivíduos enquanto investidores e, por outro, do impacto da instabilidade dos mercados financeiros sobre a rentabilidade dos diferentes instrumentos de aplicação de poupança. Adicionalmente, terá sido influenciado pelo comportamento mais concorrencial por parte dos bancos (sobretudo domésticos) na captação de depósitos de clientes, que se traduziu numa subida das remunerações dos depósitos a prazo, num contexto de dificuldades acrescidas de financiamento nos mercados por grosso. Assim, no primeiro semestre de 2008, as aplicações de particulares em depósitos verificaram um acréscimo assinalável (representando cerca de 7 por cento do PIB) em detrimento principalmente das unidades de participação em fundos de investimento que apresentaram resgates líquidos (cerca de 5 por cento do PIB) (Gráfico 3.4). A instabilidade dos mercados financeiros traduziu-se ainda em flutuações de valor muito significativas na componente de acções e outras participações da carteira dos particulares, sobretudo nas acções cotadas. Estima-se que a perda líquida de valor desta carteira entre Dezembro de 2007 e Junho de 2008 tenha representado cerca de 6 por cento do PIB. Ao mesmo tempo, a dívida financeira do sector continuou a aumentar, representando, no final do primeiro semestre de 2008, 92 por cento do PIB (Gráficos 3.5 e 3.6). De acordo com os resultados do último IPEF, a dívida total das famílias endividadas representava, em média, cerca de duas vezes o respectivo rendimento anual, correspondendo a pou-

Gráfico 3.3

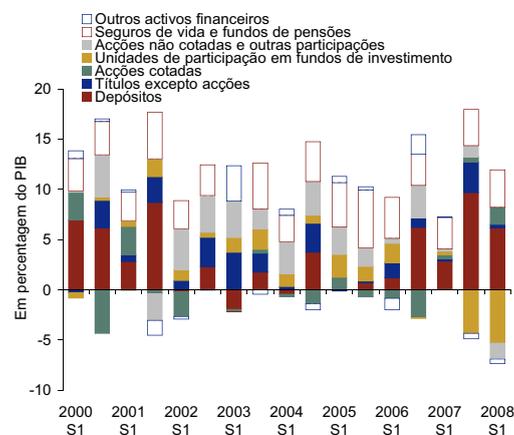
TAXAS DE JURO DOS SALDOS DE CRÉDITO A PARTICULARES



Fonte: Banco de Portugal. Último valor: Setembro de 2008.

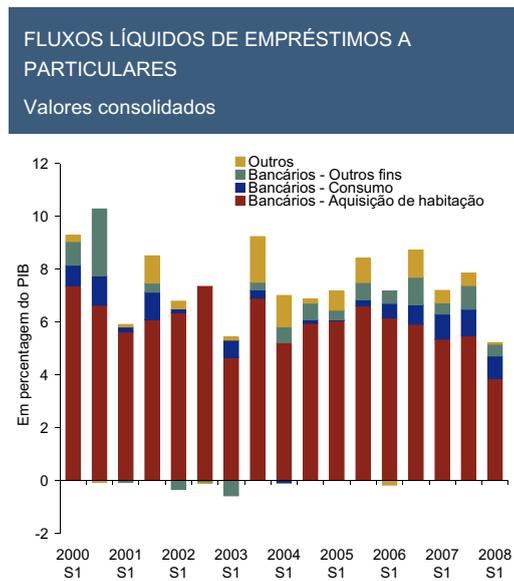
Gráfico 3.4

ACTIVOS FINANCEIROS DOS PARTICULARES
Transacções



Fonte: Banco de Portugal.

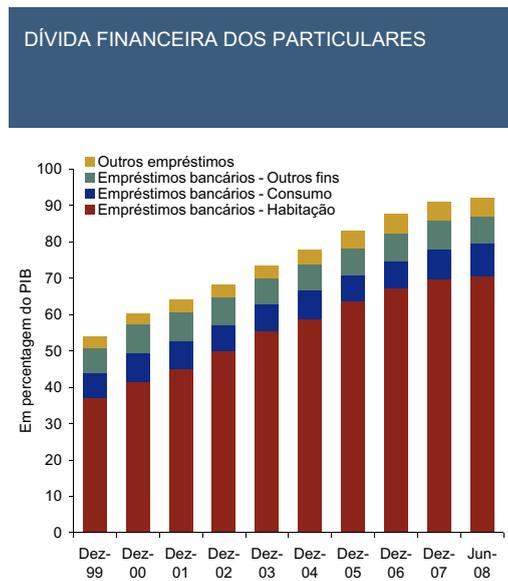
Gráfico 3.5



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Consideram-se famílias (onde se incluem empresários em nome individual e emigrantes) e instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias.

Gráfico 3.6



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Consideram-se famílias (onde se incluem empresários em nome individual e emigrantes) e instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias.

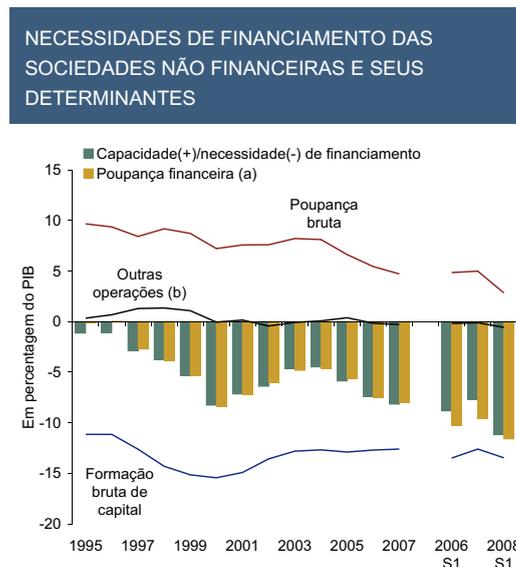
co mais de 60 por cento da sua riqueza bruta total⁹. É nas famílias de rendimento mais baixo e cujo representante é mais jovem que se observam valores particularmente elevados da dívida face ao rendimento. No entanto, esta situação estará parcialmente mitigada pelo facto de, nestes estratos, a maior parte da dívida respeitar à aquisição de habitação, estando por isso garantida pela hipoteca do imóvel. Adicionalmente, observa-se que na maior parte dos casos, mesmo nestes agregados, a riqueza bruta cobre as dívidas com uma margem relativamente confortável. Os resultados do IPEF sugerem ainda que a dívida total concedida a famílias pertencentes a estratos em que se observam situações mais vulneráveis ou que podem tornar-se potencialmente mais vulneráveis (nomeadamente, porque o representante está desempregado) tem um peso relativamente pequeno no total, não devendo, por isso, pôr em risco a estabilidade do sistema financeiro.

Sociedades não financeiras

No primeiro semestre de 2008, as necessidades de financiamento das sociedades não financeiras superaram em cerca de 2 pontos percentuais do PIB o valor do semestre homólogo de 2007. Este acréscimo expressivo deveu-se essencialmente a uma nova redução da poupança corrente, estimando-se que a formação bruta de capital realizada por este sector tenha registado um aumento ligeiro em percentagem do PIB (Gráfico 3.7). A redução da poupança corrente das empresas não financeiras reflectiu, por um lado, uma redução importante dos resultados operacionais das empresas e, por outro, um montante elevado de rendimentos pagos por este sector como remuneração do capital investido (juros e dividendos). De acordo com a informação trimestral da Central de Balanços do Banco de Portugal, a diminuição dos resultados operacionais das empresas não financeiras reflectiu, em larga medida, um aumento do custo dos consumos intermédios num contexto de desaceleração da procura

(9) Para o sector agregado (isto é, considerando as famílias com e sem dívida), tendo em conta as estimativas disponíveis de riqueza não financeira das famílias portuguesas (essencialmente, imóveis para habitação), a dívida financeira representava, em 2007, cerca de um quinto da riqueza total deste sector (riqueza não financeira e financeira), tendo apresentado, de forma continuada, um perfil ascendente ao longo da corrente década. Veja-se Cardoso, Farinha e Lameira (2008), "Household wealth in Portugal: revised series", Banco de Portugal, Occasional Papers, Setembro.

Gráfico 3.7



Fontes: INE, Eurostat e Banco de Portugal.

Notas: Valores semestrais anualizados. Valores anuais para 2007 calculados com base nas contas nacionais trimestrais. (a) A poupança financeira corresponde à diferença entre as aplicações financeiras realizadas e as responsabilidades financeiras incorridas pelo sector no período considerado. É igual, a menos de uma discrepância estatística, ao saldo de capacidade/necessidade de financiamento apurado do lado das operações não financeiras. (b) Transferências de capital (saldo) menos aquisições líquidas de cessões de activos não financeiros não produzidos.

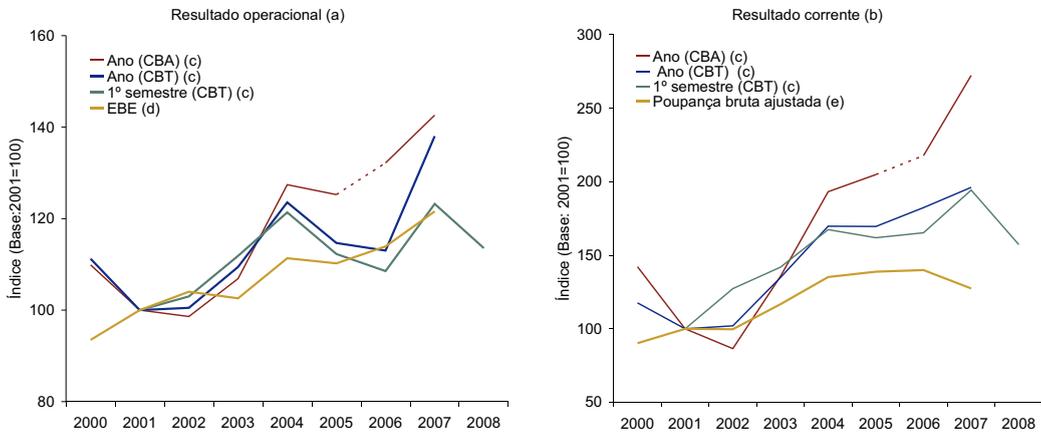
interna e externa, que se terá repercutido numa diminuição do excedente de exploração do sector (Gráfico 3.8)¹⁰. Por seu lado, a subida das taxas de juro, em conjunto com o aumento do endividamento verificado nos últimos anos, tem vindo a traduzir-se em maiores encargos com juros suportados pelas empresas, o que, no semestre em análise, também contribuiu para a diminuição do rendimento disponível do sector. Adicionalmente, o montante de rendimentos de sociedades distribuídos sob a forma de dividendos, em termos líquidos, (em parte significativa, relativos a empresas cotadas) terá sido mais elevado do que o verificado no ano anterior, reflectindo-se, assim, numa menor parcela do excedente mantida no sector.

É de referir que, após 2004, a poupança bruta das sociedades não financeiras, em percentagem do PIB, tem apresentado uma trajectória de redução progressiva, ao mesmo tempo que, segundo a informação da Central de Balanços Anual do Banco de Portugal, a rentabilidade das empresas do sector terá registado sucessivos acréscimos até 2007 (tendência que, de acordo com os dados da Central de Balanços Trimestral, foi invertida no primeiro semestre de 2008) (Gráfico 3.9). Num contexto em que o excedente de exploração das sociedades não financeiras, em percentagem do PIB, se manteve praticamente estabilizado desde então (denotando mesmo um aumento ligeiro em 2007), a evolução da poupança reflectiu o aumento continuado da remuneração dos sectores financiadores das empre-

(10) Para uma caracterização detalhada das amostras de empresas participantes na Central de Balanços do Banco de Portugal, de inquirição anual (CBA) e trimestral (CBT), vejam-se Banco de Portugal, Suplemento 5/2005 ao Boletim Estatístico, Dezembro de 2005 e Suplemento 1/2008 ao Boletim Estatístico, Maio de 2008. É de referir que, no caso da amostra trimestral e, em menor grau, da amostra anual até 2005, existe um importante enviesamento para as empresas de grande dimensão. A partir de 2006, com a utilização da Informação Empresarial Simplificada, a cobertura da CBA melhorou significativamente, sendo próxima de 100 por cento em termos do VAB total das sociedades não financeiras.

Gráfico 3.8

EVOLUÇÃO DOS RESULTADOS DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS

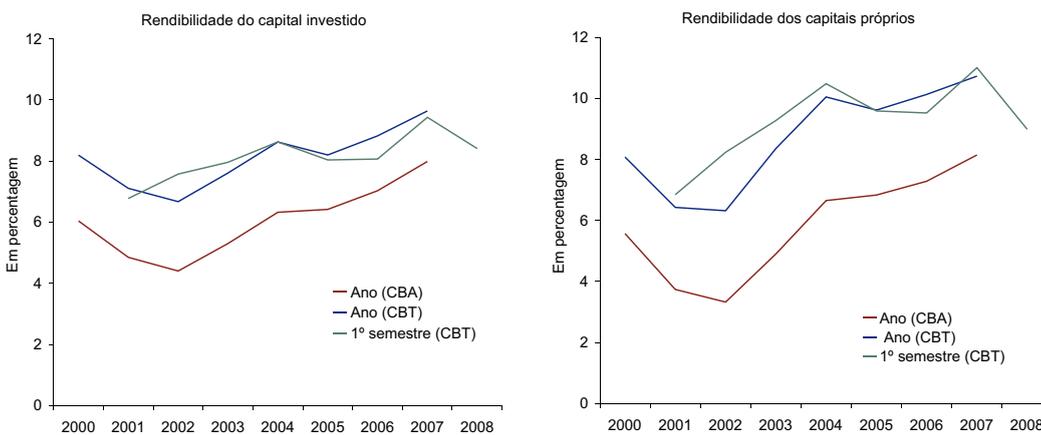


Fonte: INE e Banco de Portugal.

Notas: Índices de variações homólogas calculados com base em valores acumulados no ano para as empresas da Central de Balanços comuns em dois anos consecutivos. EBE e poupança bruta ajustada calculados com base nas contas nacionais anuais (até 2006 inclusivé) e trimestrais (2007). (a) Resultado operacional = VAB - custos com o pessoal + outros proveitos e ganhos operacionais (líquidos de custos e perdas) - impostos (excepto indirectos) - amortizações e provisões do exercício. (b) Resultado corrente = resultado operacional + resultado financeiro. (c) CBA: Central de Balanços anual. CBT: Central de Balanços trimestral. No caso da CBT, as variações consideradas referem-se ao primeiro semestre de cada ano e ao conjunto do ano. Quebra de série em 2006 para a CBA; a partir deste ano (inclusivé) é utilizada a Informação Empresarial Simplificada. A taxa de cobertura do VAB das sociedades não financeiras na CBA é de cerca de 60 por cento até 2005 e próxima de 100 por cento desde 2006. Para a CBT, a taxa de cobertura oscila entre 41 e 45 por cento. (d) EBE: excedente bruto de exploração do ano. (e) Poupança bruta mais rendimentos distribuídos de sociedades a pagar menos saldo dos lucros de investimento directo estrangeiro reinvestidos.

Gráfico 3.9

TAXAS DE RENDIBILIDADE DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS



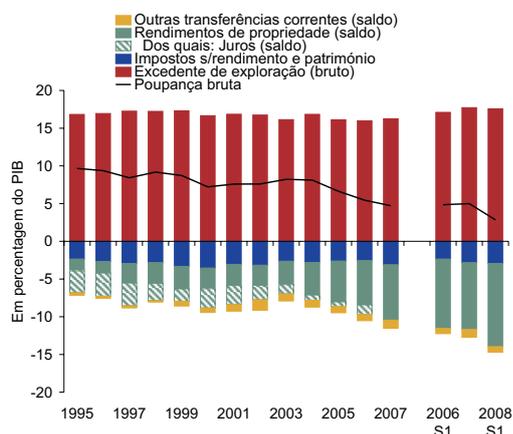
Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Rentabilidade do capital investido = (resultado corrente + juros suportados) / (ações e outras participações + dívida financeira). Rentabilidade dos capitais próprios = resultado corrente / ações e outras participações. CBA: Central de Balanços anual. CBT: Central de Balanços trimestral. No caso da CBT, os rácios apresentados referem-se ao primeiro semestre de cada ano e ao conjunto do ano. Os rácios são calculados aplicando, ao último valor disponível, taxas de variação calculadas com base em empresas comuns em dois anos consecutivos. A partir de 2006 (inclusivé), o rácio relativo à CBA é calculado utilizando a Informação Empresarial Simplificada.

sas não financeiras, sejam tomadores de dívida ou accionistas¹¹ (Gráfico 3.10). Em consequência, a capacidade de auto-financiamento do sector reduziu-se gradualmente, traduzindo-se em crescentes necessidades de financiamento, apesar da quase estabilidade do investimento realizado. Em grande parte, as necessidades de financiamento deste sector observadas nos últimos anos têm sido satisfeitas através do aumento do endividamento junto do sector financeiro, observando-se também, especialmente em 2006, um aumento significativo das participações de sócios e accionistas, em grande parte sob a forma de prestações suplementares (Gráfico 3.11). No primeiro semestre de 2008, os empréstimos concedidos a este sector continuaram a crescer a uma taxa elevada, sendo igualmente de destacar o montante significativo de emissões líquidas de títulos de dívida, essencialmente de curto prazo, maioritariamente tomado por bancos (cerca de 75 por cento) (ver Secção 4.4 Risco de crédito, neste texto).

Gráfico 3.10

CONTRIBUTOS PARA A POUPANÇA BRUTA DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS



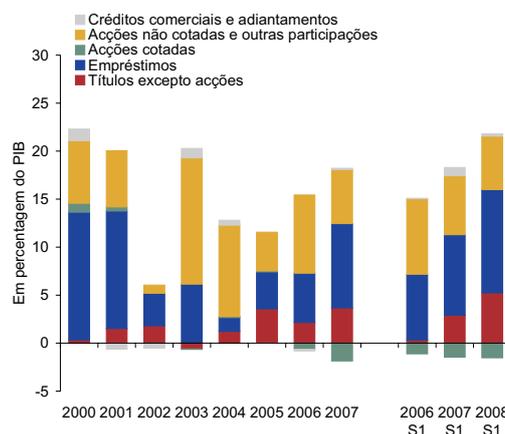
Fonte: INE.

Nota: Contas nacionais anuais até 2006 (inclusivé) e contas nacionais trimestrais em 2007 e nos valores semestrais (anualizados). O saldo corresponde à diferença entre recursos e empregos.

Gráfico 3.11

FLUXOS DE FINANCIAMENTO DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS

Valores consolidados



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Valores semestrais anualizados.

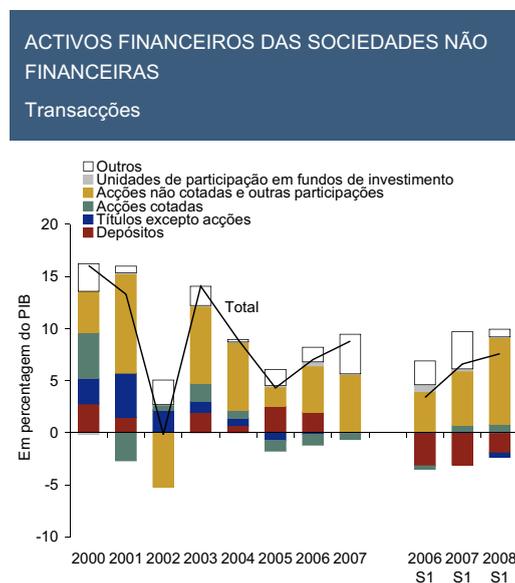
No tocante à carteira de activos financeiros das sociedades não financeiras, é de assinalar o montante expressivo de aquisições líquidas de acções e outras participações realizadas no primeiro semestre de 2008 (Gráfico 3.12). Em termos não consolidados, este montante é consideravelmente superior, o que sugere que uma parte significativa do reforço de capital observado no sector (nomeadamente por via de prestações suplementares) estará associado a processos de consolidação entre empresas. Reflectindo o aumento das necessidades de financiamento na primeira metade de 2008, a dívida financeira das sociedades não financeiras elevou-se para cerca de 113 por cento do PIB (107

(11) O excedente de exploração de um sector corresponde à diferença entre o valor acrescentado bruto desse sector (igual ao valor bruto de produção menos consumos intermédios) e as remunerações e impostos à produção e importação pagos pelo sector, sendo, por isso, a medida do rendimento gerado (ou absorvido) pelo sector em resultado da sua actividade produtiva (antes da contabilização dos custos e proveitos financeiros). A menos dos custos com amortizações e provisões, poderá ser interpretado, no caso das sociedades não financeiras, como uma aproximação ao resultado operacional agregado das unidades que constituem este sector. No Sistema Integrado de Contas Nacionais, o excedente de exploração constitui um recurso do sector, transferível para outros sectores sob a forma de rendimentos de propriedade (nomeadamente, juros, dividendos e rendas), impostos sobre o rendimento e património e transferências correntes. O saldo remanescente constitui o rendimento disponível. No caso dos sectores com consumo final (famílias, instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias e administrações públicas) o rendimento disponível é repartido entre despesa de consumo final e poupança. Nos restantes sectores (nomeadamente no das sociedades não financeiras) este saldo corresponde integralmente à poupança do sector.

por cento no final de 2007), o que se repercutiu num acréscimo do rácio de alavanca financeira do sector (Gráfico 3.13).

A instabilidade dos mercados financeiros e a materialização crescente dos riscos sobre a economia real estarão a influenciar as decisões de produção e investimento das sociedades não financeiras. Para além dos efeitos sobre a actividade económica mundial, que se repercutirão na procura dirigida às empresas portuguesas, maiores dificuldades no acesso ao crédito tenderão a reflectir-se num agravamento da sua situação financeira. A este propósito refira-se que, de acordo com os resultados do Inquérito de Conjuntura ao Investimento realizado em Abril e dos Inquéritos de Conjuntura à Indústria Transformadora de 2008, a percentagem de empresas que apontam restrições de natureza financeira como principais factores limitativos ao investimento e à produção aumentou, ainda que de forma limitada, em comparação com o ano anterior.

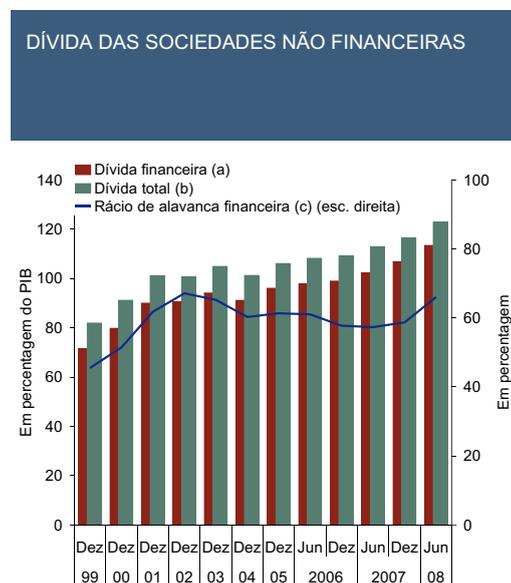
Gráfico 3.12



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Valores consolidados. Valores semestrais anualizados.

Gráfico 3.13



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: (a) Inclui empréstimos e títulos excepto acções (valores consolidados). (b) 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 e créditos comerciais recebidos de outros sectores. (c) Rácio entre a dívida financeira e o valor dos passivos financeiros em acções e outras participações (valores não consolidados).

4. SISTEMA BANCÁRIO¹²

4.1. Actividade, exposição internacional e rentabilidade

Actividade

A turbulência nos mercados financeiros internacionais que eclodiu no Verão de 2007, caracterizada por fortes perturbações nos mercados de dívida por grosso e desvalorizações acentuadas nos mercados accionistas, alterou de forma significativa o enquadramento em que o sistema bancário português desenvolve a sua actividade. Dada a relevância que o financiamento nos mercados por grosso assumiu para a expansão da actividade do sistema bancário nos últimos anos, em linha com a tendência internacional, bem como a sensibilidade de alguns elementos de balanço a flutuações nos mercados, a magnitude e persistência dos acontecimentos que marcaram o último ano potenciam um abrandamento da actividade e uma revisão das estratégias de gestão de activos e passivos dos bancos.

Em Junho de 2008, a actividade do sistema bancário português, avaliada pelo activo total, em base consolidada, apresentou uma taxa de variação homóloga próxima de 10 por cento (Quadro 4.1.1). Deste modo, apesar de evidenciar algum abrandamento face ao forte crescimento dos últimos anos, a actividade bancária parece não ter sido afectada de forma significativa em termos quantitativos pela turbulência financeira no primeiro semestre de 2008. Esta evolução foi possível uma vez que os bancos portugueses, não obstante as condições adversas prevaletentes nos mercados financeiros, conseguiram manter algum acesso ao financiamento por grosso e os recursos de clientes registaram um aumento substancial no mesmo período. No entanto, uma vez que esse aumento esteve associado a uma recomposição da carteira de activos financeiros dos clientes, a manutenção de uma taxa de variação elevada nestes recursos não deverá ser sustentável a médio prazo, sem um aumento significativo da taxa de poupança do sector privado.

A carteira de crédito a clientes, que representa cerca de 2/3 do activo, constituiu o principal elemento subjacente ao crescimento da actividade, ao apresentar uma taxa de variação próxima de 13 por cento em Junho de 2008. Em linha com o observado no período mais recente, este aumento reflectiu a crescente importância da actividade internacional desenvolvida pelos principais grupos bancários, que se concentra em países caracterizados por um elevado crescimento do crédito, mas também o dinamismo que o mercado interno continuou a evidenciar, apesar de um enquadramento financeiro e macroeconómico claramente mais adverso do que o registado em anos anteriores.

(12) Na análise efectuada neste artigo, o agregado definido como sistema bancário português refere-se às instituições de crédito e empresas financeiras a operar em Portugal sob supervisão do Banco de Portugal, com excepção das instituições com sede no *off-shore* da Madeira. Assim, são considerados os grupos financeiros, em base consolidada, que incluam no perímetro de consolidação pelo menos uma instituição de crédito ou uma empresa de investimento, e as instituições de crédito e empresas de investimento, em base individual, que não são objecto de consolidação em Portugal (incluindo as sucursais de instituições de crédito ou empresas de investimento). A análise deste universo revela-se importante na medida em que é a este conjunto de instituições que se aplica a nova Directiva de Requisitos de Capital, sendo o universo de referência na generalidade dos países europeus. Todavia, não é possível ter dados anteriores a 2007 para o agregado em consideração, uma vez que a adopção das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) não foi transversal a todas as instituições, coexistindo em 2005 e 2006 diferentes sistemas contabilísticos. Deste modo, os dados apresentados neste artigo têm por base diferentes agregados de instituições. Em particular, até 2004 o conjunto de instituições refere-se a bancos e caixas económicas, com excepção dos bancos com sede ou actividade exclusiva no *off-shore* da Madeira e/ou actividade predominante com não residentes. Foram considerados como bancos as sucursais de instituições de crédito com sede em outro Estado-membro da União Europeia - excluindo aquelas que não sejam classificáveis como instituições financeiras monetárias (IFM) - assim como as sucursais de instituições de crédito com sede em países terceiros. De Dezembro de 2004 até Junho de 2008, são considerados dois conjuntos de instituições. Um primeiro, para o período de Dezembro de 2004 a Dezembro de 2007, que corresponde aos treze grupos bancários que adoptaram as NIC (ou as Normas de Contabilidade Ajustadas) na elaboração das respectivas demonstrações financeiras em 2005 (e que representava, em Dezembro de 2004, cerca de 87 por cento do total do activo do conjunto de instituições analisado até então). O segundo, o adoptado neste artigo, para o período de Março de 2007 a Junho de 2008. O período de sobreposição dos diferentes conjuntos de instituições permite a análise consistente de variações. De forma a facilitar a leitura, sempre que necessário os gráficos e quadros deste capítulo apresentam uma recta vertical que sinaliza as quebras de série.

Quadro 4.1.1

BALANÇO DO SISTEMA BANCÁRIO

Base consolidada

| | Em milhões de euros | | | Estrutura (em percentagem do activo total) | | | | | | Taxas de variação homóloga ^(a) (em percentagem) | | | | | |
|--|---------------------|----------------|----------------|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2007 | | 2008 | 2007 | | | | 2008 | | 2007 | | | 2008 | | |
| | Jun. | Dez. | Jun. | Mar. | Jun. | Set. | Dez. | Mar. | Jun. | Mar. | Jun. | Set. | Dez. | Mar. | Jun. |
| Caixa e disponibilidades em bancos centrais | 5 739 | 9 378 | 7 920 | 1.6 | 1.4 | 1.6 | 2.1 | 1.9 | 1.7 | 18.2 | -11.9 | 3.5 | 12.4 | 36.4 | 38.0 |
| Disponibilidades em outras instituições de crédito | 3 797 | 4 480 | 4 206 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 0.8 | 0.9 | -0.4 | -19.4 | 23.6 | 2.5 | 10.2 | 10.8 |
| Aplicações em instituições de crédito | 40 273 | 38 496 | 38 301 | 8.6 | 9.5 | 9.3 | 8.7 | 7.7 | 8.3 | -15.1 | 11.2 | 0.9 | -6.7 | 1.1 | -4.9 |
| Activos financeiros ao justo valor através de resultados | 27 026 | 23 145 | 24 682 | 6.2 | 6.4 | 5.9 | 5.2 | 5.0 | 5.3 | 5.2 | 13.4 | 4.7 | 0.1 | -7.6 | -8.7 |
| Títulos de capital | 1 553 | 1 701 | 1 415 | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | -9.6 | 32.8 | -10.3 | 21.9 | -24.0 | -8.9 |
| Instrumentos de dívida | 17 569 | 13 528 | 13 541 | 4.1 | 4.2 | 3.8 | 3.1 | 2.8 | 2.9 | 0.4 | 3.4 | -4.0 | -12.8 | -22.8 | -22.9 |
| Outros | 7 905 | 7 915 | 9 726 | 1.6 | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 1.9 | 2.1 | 23.3 | 34.9 | 28.5 | 22.3 | 35.4 | 23.0 |
| Activos financeiros disponíveis para venda | 24 865 | 27 220 | 27 978 | 5.8 | 5.9 | 5.7 | 6.1 | 5.9 | 6.0 | 23.3 | 29.9 | 25.4 | 34.2 | 14.2 | 12.5 |
| Títulos de capital | 7 924 | 7 939 | 6 338 | 1.7 | 1.9 | 1.7 | 1.8 | 1.5 | 1.4 | 42.4 | 66.8 | 29.9 | 25.9 | -3.7 | -20.0 |
| Instrumentos de dívida | 16 306 | 18 502 | 19 828 | 3.9 | 3.9 | 3.9 | 4.2 | 4.2 | 4.3 | 20.3 | 22.4 | 22.6 | 37.0 | 21.3 | 21.6 |
| Outros | 635 | 779 | 1 812 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.4 | -39.2 | -56.4 | 40.3 | 78.2 | 33.5 | 185.3 |
| Investimentos detidos até à maturidade | 1 633 | 1 451 | 2 296 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.6 | 0.5 | -19.2 | -21.8 | -27.2 | -28.4 | 65.1 | 40.6 |
| Derivados de cobertura | 2 060 | 1 385 | 1 599 | 0.4 | 0.5 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 31.6 | 56.3 | -5.6 | -12.9 | 15.0 | -22.4 |
| Investimento em filiais | 3 645 | 3 769 | 3 293 | 1.1 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 6.1 | -11.6 | -7.4 | -15.3 | -23.1 | -9.7 |
| Crédito a clientes líquido | 272 167 | 293 255 | 308 826 | 64.9 | 64.4 | 65.5 | 66.1 | 67.5 | 66.6 | 12.5 | 13.9 | 16.8 | 14.5 | 18.3 | 13.5 |
| Crédito bruto | 278 854 | 300 019 | 316 107 | 66.5 | 66.0 | 67.0 | 67.7 | 69.1 | 68.2 | 12.2 | 13.6 | 16.4 | 14.3 | 18.2 | 13.4 |
| do qual: Crédito vencido a clientes | 5 022 | 5 035 | 6 181 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.3 | 1.3 | 4.5 | 8.4 | 5.1 | 14.1 | 22.1 | 23.1 |
| Imparidade e correcções de valor de crédito a clientes | -6 687 | -6 764 | -7 281 | -1.6 | -1.6 | -1.6 | -1.5 | -1.6 | -1.6 | -0.4 | 3.9 | -0.7 | 8.4 | 14.3 | 8.9 |
| Activos titularizados e não desreconhecidos | 19 113 | 19 867 | 23 018 | 4.9 | 4.5 | 4.5 | 4.5 | 4.7 | 5.0 | 23.3 | 20.8 | 3.7 | 18.5 | 10.5 | 20.4 |
| do qual: Crédito a clientes | 19 116 | 19 935 | 23 018 | 4.9 | 4.5 | 4.5 | 4.5 | 4.7 | 5.0 | 23.0 | 20.8 | 3.7 | 19.1 | 10.7 | 20.4 |
| Activos tangíveis e intangíveis | 5 256 | 5 529 | 5 581 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.2 | 13.0 | 12.6 | 10.0 | 10.0 | 14.0 | 6.2 |
| Outros activos | 16 817 | 15 478 | 16 048 | 4.0 | 4.0 | 3.5 | 3.5 | 3.5 | 3.5 | -0.3 | 5.4 | 0.6 | -0.9 | 1.4 | -4.6 |
| Total do activo | 422 391 | 443 454 | 463 746 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 10.2 | 13.4 | 13.1 | 11.7 | 13.8 | 9.8 |
| Recursos de bancos centrais | 2 369 | 5 731 | 6 898 | 0.5 | 0.6 | 1.0 | 1.3 | 1.0 | 1.5 | -77.3 | -76.6 | 150.0 | 198.8 | 115.1 | 191.2 |
| Recursos de outras instituições de crédito | 72 809 | 72 362 | 74 730 | 16.9 | 17.2 | 16.4 | 16.3 | 16.3 | 16.1 | 8.8 | 6.7 | -3.0 | 4.1 | 10.0 | 2.6 |
| Recursos de clientes e outros empréstimos | 179 493 | 195 604 | 203 276 | 43.5 | 42.5 | 43.3 | 44.1 | 45.0 | 43.8 | 4.2 | 5.6 | 10.3 | 8.2 | 17.8 | 13.3 |
| Responsabilidades representadas por títulos | 95 943 | 97 333 | 105 232 | 22.1 | 22.7 | 22.5 | 21.9 | 21.6 | 22.7 | 32.0 | 44.2 | 23.5 | 17.5 | 11.6 | 9.7 |
| Passivos subordinados | 10 719 | 11 693 | 11 455 | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.7 | 2.5 | 0.8 | 0.9 | 4.7 | 9.3 | 14.3 | 6.9 |
| Passivos financeiros de negociação | 9 882 | 10 004 | 12 060 | 1.9 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.4 | 2.6 | 16.9 | 29.7 | 55.2 | 61.1 | 42.7 | 22.0 |
| Derivados de cobertura | 2 778 | 2 015 | 2 432 | 0.5 | 0.7 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 76.9 | 92.8 | 7.6 | 7.8 | 5.2 | -12.4 |
| Passivos por activos não desreconhecidos em operações de titularização | 5 527 | 5 163 | 4 673 | 1.4 | 1.3 | 1.6 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 77.1 | 81.0 | 47.4 | 9.3 | -8.0 | -15.4 |
| Outros passivos | 15 459 | 15 277 | 14 573 | 4.0 | 3.7 | 3.5 | 3.4 | 3.2 | 3.1 | -4.6 | -0.1 | 3.3 | 0.9 | -7.7 | -5.7 |
| Total do passivo | 394 978 | 415 182 | 435 330 | 93.3 | 93.5 | 93.6 | 93.6 | 93.8 | 93.9 | 9.5 | 13.1 | 13.2 | 11.7 | 14.3 | 10.2 |
| Capital | 27 413 | 28 272 | 28 416 | 6.7 | 6.5 | 6.4 | 6.4 | 6.2 | 6.1 | 21.6 | 17.5 | 12.0 | 11.8 | 6.2 | 3.7 |
| Total do passivo e capital | 422 391 | 443 454 | 463 746 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 10.2 | 13.4 | 13.1 | 11.7 | 13.8 | 9.8 |

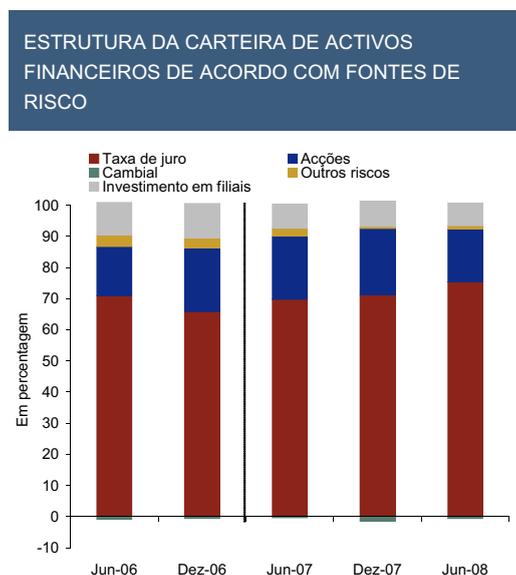
Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (a) As taxas de variação homólogas referentes a 2007 foram calculadas com base nos treze grupos bancários que adoptaram as normas internacionais de contabilidade em 2005, devido à indisponibilidade de demonstrações financeiras comparáveis para o total do sistema bancário em 2006 e 2007.

No mercado doméstico, a taxa de variação dos empréstimos ao sector privado não financeiro situou-se em torno de 10 por cento em Junho de 2008¹³. No que diz respeito às sociedades não financeiras, os empréstimos bancários mantiveram um crescimento forte, embora denotando algum abrandamento, num período em que se observaram emissões substanciais de papel comercial, em larga medida tomadas pelos bancos. Relativamente aos particulares, os empréstimos para aquisição de habitação prosseguiram a tendência de desaceleração observada desde 2006, enquanto os empréstimos para consumo e outros fins, apesar de terem registado taxas de variação elevadas no início do ano, evidenciaram também algum abrandamento no final do primeiro semestre de 2008¹⁴.

Reflectindo as perturbações nos mercados financeiros, o valor da carteira global de títulos e investimentos financeiros diminuiu 2.6 por cento em termos homólogos em Junho de 2008¹⁵. Os instrumentos financeiros cuja principal fonte de risco é a variação de taxa de juro continuaram a representar a maior componente desta carteira, aumentando o respectivo peso para 75 por cento em Junho de 2008 (Gráfico 4.1.1). Num período em que as taxas de juro de longo prazo aumentaram, a evolução observada reflectiu essencialmente a aquisição líquida de títulos de dívida, em particular títulos emitidos por veículos de titularização. Por sua vez, os activos financeiros especialmente expostos a variações de preço de acções e de outros instrumentos de capital reduziram o seu peso no total da carteira de instrumentos financeiros (situando-se próximo de 17 por cento), em linha com a desvalorização da generalidade dos mercados accionistas e a alienação de algumas participações.

Gráfico 4.1.1



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: A quebra de série representada em 2007 corresponde a um alargamento do conjunto das instituições em análise.

(13) A evolução dos empréstimos concedidos ao sector privado não financeiro tem subjacente a informação relativa ao conjunto de instituições financeiras monetárias residentes, de acordo com as Estatísticas Monetárias e Financeiras. A taxa de variação anual foi calculada 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 e corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao activo e de reavaliações cambiais e de preço).

(14) Para mais detalhes sobre a evolução e qualidade da carteira de crédito, veja-se a "Secção 4.4 Risco de Crédito".

(15) A carteira de títulos e investimentos financeiros compreende os activos financeiros ao justo valor através de resultados incluindo derivados de negociação (líquidos de passivos financeiros detidos para negociação), os activos financeiros disponíveis para venda, os investimentos detidos até à maturidade, os investimentos em filiais e os derivados de cobertura.

No primeiro semestre de 2008, por oposição ao observado em anos anteriores, os recursos de clientes registaram uma taxa de variação anual bastante expressiva e similar à observada para o crédito a clientes, de cerca de 13 por cento¹⁶. Esta evolução traduziu essencialmente o crescimento dos recursos de clientes residentes, embora tenha também beneficiado da expansão da actividade internacional dos principais grupos bancários. No mercado doméstico, o crescimento dos recursos de clientes reflectiu, em grande medida, a recomposição da carteira de activos financeiros dos agentes económicos que, face à forte instabilidade nos mercados financeiros, reinvestiram a respectiva poupança em depósitos bancários, em detrimento de aplicações financeiras mais sensíveis a flutuações nos mercados de dívida e de capital, como sejam as unidades de participação em fundos de investimento. O aumento verificado terá reflectido também a oferta de taxas de remuneração mais elevadas decorrente da adopção de estratégias mais concorrenciais de captação de recursos de clientes por parte dos bancos, em resultado das maiores dificuldades na obtenção de financiamento nos mercados por grosso.

Apesar das perturbações nos mercados internacionais de dívida por grosso, quer em termos de preço quer de quantidades, as responsabilidades representadas por títulos cresceram em Junho de 2008, em termos homólogos, aproximadamente 10 por cento. Por sua vez, o financiamento no mercado monetário interbancário (líquido de aplicações) aumentou cerca de 23 por cento. O aumento da posição devedora do sistema bancário português no mercado interbancário reflectiu sobretudo a diminuição de activos de outras instituições de crédito face a um aumento dos recursos obtido junto das mesmas. Refira-se, no entanto, que o conjunto das instituições domésticas evidenciou o comportamento oposto, diminuindo o recurso (líquido) a este tipo de financiamento. Simultaneamente, verificou-se um aumento das operações junto de bancos centrais, as quais, embora tenham continuado a representar uma parcela pequena no total do financiamento do sistema bancário, permitiram acomodar parte das perturbações verificadas nos outros mercados de financiamento, em particular no mercado entre outras instituições de crédito.

De acordo com a informação tornada pública por algumas instituições bancárias, as tendências observadas na primeira metade de 2008 mantiveram-se no decurso do terceiro trimestre do ano. Em particular, a actividade bancária continuou a ser sustentada essencialmente pelo crescimento da carteira de crédito a clientes, embora registando um ritmo de crescimento mais moderado. Por sua vez, as perturbações nos mercados financeiros (que se agravaram consideravelmente a partir de meados de Setembro) originaram perdas de valor adicionais em alguns instrumentos financeiros integrados nas carteiras de activos financeiros a valor de mercado.

Exposição internacional do sistema bancário doméstico

No final do primeiro semestre de 2008, o valor dos activos externos dos grupos bancários domésticos, em base consolidada, representava cerca de 72 por cento do PIB, observando-se um acréscimo de 7.5 por cento em relação ao valor em Junho de 2007 (Quadro 4.1.2)¹⁷. Estes activos correspondiam a aproximadamente 30 por cento do activo total dos bancos domésticos, sendo de referir que os activos locais em moeda local (que estão associados à actividade local das filiais e sucursais localizadas no exterior) ascendiam a cerca de 8 por cento do activo total. Em termos de sectores de contraparte, observava-se uma concentração elevada no sector privado (bancos e sector privado não bancário).

(16) Para mais detalhes sobre o financiamento das instituições financeiras no decurso de 2008, e respectiva posição de liquidez, veja-se a "Secção 4.3 Risco de Liquidez".

(17) Consideram-se activos externos os activos internacionais e as disponibilidades locais em moeda local das filiais e sucursais no exterior de bancos domésticos. Os activos internacionais correspondem a disponibilidades externas (isto é, face a não residentes independentemente da moeda de denominação) e a disponibilidades locais de filiais e sucursais localizadas no exterior denominadas em moeda estrangeira. Para maior detalhe sobre os conceitos aqui referidos, veja-se "Caixa 5.3 Exposição internacional do sistema bancário", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira*, 2004.

Quadro 4.1.2

| ACTIVOS EXTERNOS CONSOLIDADOS NA ÓPTICA DO RISCO IMEDIATO - ESTRUTURA | | | | |
|---|-----------|-----------|-----------|------------------------|
| | Dez. 2006 | Jun. 2007 | Dez. 2007 | Jun. 2008 ^p |
| Total (10 ⁹ €) | 93 793 | 95 583 | 93 586 | 102 780 |
| Activos internacionais | 77.8 | 72.8 | 70.3 | 71.9 |
| Maturidade | | | | |
| até 1 ano | 45.3 | 35.0 | 30.4 | 33.6 |
| de 1 a 2 anos | 2.7 | 2.6 | 2.4 | 4.0 |
| a mais de 2 anos | 22.7 | 29.9 | 31.4 | 30.6 |
| Outros | 7.0 | 5.3 | 5.9 | 3.8 |
| Contraparte institucional | | | | |
| Bancos | 46.7 | 36.2 | 30.5 | 32.8 |
| Sector público | 3.3 | 3.2 | 3.3 | 2.8 |
| Sector privado não bancário | 27.7 | 33.1 | 36.0 | 35.9 |
| Outros | 0.0 | 0.3 | 0.5 | 0.4 |
| Contraparte geográfica | | | | |
| Países desenvolvidos | 55.6 | 54.1 | 48.6 | 51.1 |
| Centros <i>off-shore</i> | 10.5 | 6.0 | 6.9 | 6.0 |
| Países em desenvolvimento na Europa | 4.0 | 4.5 | 5.3 | 5.8 |
| Outros | 7.6 | 8.2 | 9.4 | 9.0 |
| Activos locais em moeda local | 22.2 | 27.2 | 29.7 | 28.1 |
| Contraparte geográfica | | | | |
| Países desenvolvidos | 15.6 | 19.8 | 21.3 | 20.1 |
| Centros <i>off-shore</i> | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.0 |
| Países em desenvolvimento na Europa | 4.0 | 4.6 | 5.1 | 5.2 |
| Outros | 2.1 | 2.3 | 2.8 | 2.7 |
| <i>Por memória:</i> | | | | |
| Passivos locais em moeda local (10 ⁶ €) | 18 379 | 19 286 | 21 445 | 21 580 |

Fonte: Banco de Portugal.

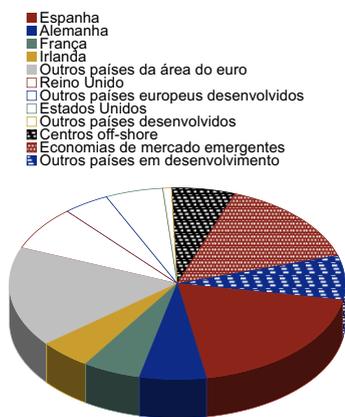
Nota: p - valores provisórios.

Comparativamente a outros sistemas bancários da União Europeia, a dimensão da exposição internacional dos grupos bancários portugueses (avaliada pelo respectivo peso no PIB) é relativamente pequena, estando muito concentrada em países da área do euro e em países cujo *rating* soberano é elevado. Com efeito, no final de Junho de 2008, a maior parte dos activos externos dos bancos domésticos traduziam-se em exposições face a países desenvolvidos, sobretudo na Europa (quase dois terços do total), destacando-se nestes a Espanha e, com um peso inferior, o Reino Unido e a Alemanha (sendo que, um terço da exposição internacional total dos grupos bancários domésticos referia-se a estes três países) (Gráfico 4.1.2). Os riscos cambial e de crédito associados a esta exposição serão, assim, relativamente limitados. Em particular, é de salientar que a exposição a economias de mercado emergentes era claramente inferior à do Reino Unido e à de outros países da área do euro (nomeadamente, Áustria, Países Baixos, Bélgica e Espanha) (Gráfico 4.1.3)¹⁸. No total dos activos face a não residentes dos bancos domésticos portugueses, esta exposição representava cerca de 15 por cento. A exposição a estas economias é especialmente relevante no caso dos activos locais em moeda local, onde pesa cerca de 23 por cento do total, correspondendo essencialmente à actividade da filial de um grande grupo bancário português na Polónia. No caso dos activos internacionais, para além da Polónia, a exposição ao Brasil é também expressiva.

(18) O agregado das economias de mercados emergentes corresponde aos países que, em Setembro de 2008, compunham o *Morgan Stanley Emerging Markets Index*, conforme se discriminam em seguida: África do Sul, Argentina, Brasil, Chile, China, Colômbia, Coreia, Egipto, Filipinas, Hungria, Índia, Indonésia, Israel, Jordânia, Malásia, Marrocos, México, Paquistão, Peru, Polónia, República Checa, Rússia, Tailândia, Formosa e Turquia.

Gráfico 4.1.2

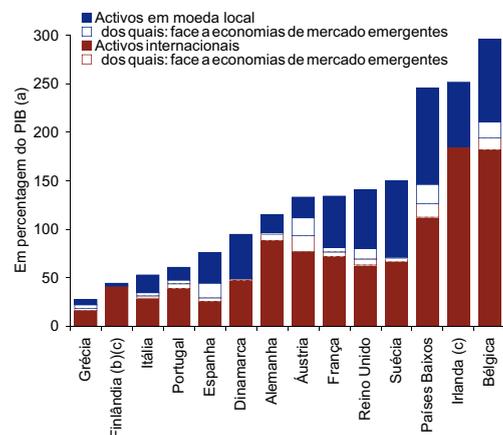
ESTRUTURA GEOGRÁFICA DOS ACTIVOS EXTERNOS DOS GRUPOS BANCÁRIOS DOMÉSTICOS
Junho de 2008



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 4.1.3

ACTIVOS EXTERNOS DOS GRUPOS BANCÁRIOS DOMÉSTICOS DOS PAÍSES DA UNIÃO EUROPEIA



Fontes: BIS (Estatísticas Bancárias Internacionais Consolidadas) e Eurostat.
Notas: Junho de 2008. UE15, excluindo Luxemburgo. A tracejado, activos face a economias de mercado emergentes (considerando a composição do *Morgan Stanley Emerging Markets Index*). (a) Previsões de PIB em 2008. (b) Estrutura relativa a Dezembro de 2007 aplicada ao valor dos activos externos em Junho de 2008. (c) Desagregação por países só parcialmente disponível.

Rendibilidade

A turbulência nos mercados financeiros internacionais iniciada no Verão de 2007, na sequência de problemas no segmento do *subprime* hipotecário norte americano, ao qual os bancos portugueses têm uma exposição directa não significativa, tinha já afectado de forma negativa os resultados nos últimos meses deste ano, nomeadamente através do aumento dos custos de financiamento, da perda de valor da carteira de instrumentos financeiros e da evolução de algumas comissões. No decurso de 2008, face à deterioração das condições nos mercados financeiros, estes efeitos intensificaram-se de forma significativa. Deste modo, no primeiro semestre de 2008, os resultados antes de impostos e de interesses minoritários do sistema bancário português, em base consolidada, registaram uma redução de cerca de 38 por cento, por comparação com o primeiro semestre de 2007 (Quadro 4.1.3). Esta evolução reflectiu-se numa diminuição da rendibilidade quer do activo (ROA) quer dos capitais próprios (ROE), fixando-se os respectivos indicadores em 0.74 e 12.0 por cento, no final do primeiro semestre (Gráfico 4.1.4). Neste contexto, importa destacar os resultados associados à actividade internacional que, sendo desenvolvida sobretudo em economias de mercado emergentes e em desenvolvimento, relativamente menos afectadas pelos desenvolvimentos nos mercados financeiros na primeira metade de 2008, continuaram a evidenciar taxas de crescimento elevadas¹⁹.

Em termos de contributos, a diminuição da rendibilidade do activo no primeiro semestre de 2008, em 60 pontos base, deveu-se sobretudo à evolução negativa dos resultados em operações financeiras e ao aumento das dotações de provisões e perdas de imparidade, em linha com os desenvolvimentos dos mercados financeiros no último ano, que conjuntamente representaram 50 pontos base da redu-

(19) A Polónia, Roménia, Grécia, Angola e Brasil são alguns dos países onde os principais grupos bancários desenvolvem a sua actividade.

Quadro 4.1.3

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS DO SISTEMA BANCÁRIO

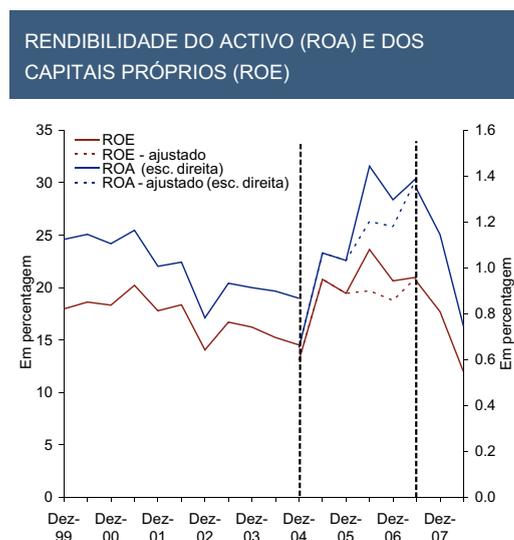
Base consolidada

| | Em milhões de euros | | | | Estrutura (em percentagem do activo médio) ^(a) | | | | Taxas de variação homóloga (em percentagem) ^(b) | | | |
|--|----------------------------------|--------------|---------------|--------------|--|-------------|-------------|-------------|---|-------------|-------------|--------------|
| | 1S 2007 | 2S 2007 | 2007 | 1S 2008 | 1S 2007 | 2S 2007 | 2007 | 1S 2008 | 1S 2007 | 2S 2007 | 2007 | 1S 2008 |
| | 1. Juros e rendimentos similares | 12 068 | 13 925 | 25 993 | 15 207 | 5.95 | 6.45 | 6.20 | 6.70 | 27.5 | 29.8 | 28.7 |
| 2. Juros e encargos similares | 8 044 | 9 787 | 17 831 | 10 898 | 3.97 | 4.53 | 4.25 | 4.80 | 34.9 | 40.3 | 37.8 | 35.5 |
| 3. Margem financeira (1-2) | 4 024 | 4 138 | 8 162 | 4 309 | 1.98 | 1.92 | 1.95 | 1.90 | 14.2 | 9.1 | 11.5 | 7.1 |
| 4. Rendimentos de instrumentos de capital | 158 | 62 | 220 | 220 | 0.08 | 0.03 | 0.05 | 0.10 | 12.8 | 42.7 | 17.5 | 39.3 |
| 5. Rendimentos (líquidos) de serviços e comissões | 1 464 | 1 745 | 3 209 | 1 637 | 0.72 | 0.81 | 0.77 | 0.72 | 4.3 | 14.2 | 9.4 | 11.8 |
| 6. Resultados de activos e passivos financeiros avaliados ao justo valor através de resultados | 300 | -472 | -171 | -214 | 0.15 | -0.22 | -0.04 | -0.09 | - | - | 172.7 | - |
| 7. Resultados de activos financeiros disponíveis para venda | 401 | 680 | 1 080 | 406 | 0.20 | 0.31 | 0.26 | 0.18 | 72.7 | 190.1 | 130.8 | 1.3 |
| 8. Resultados de reavaliação cambial | 111 | 290 | 401 | 80 | 0.05 | 0.13 | 0.10 | 0.04 | -60.8 | 31.0 | -20.8 | -28.2 |
| 9. Resultados de alienação de outros activos financeiros | 191 | -28 | 163 | 34 | 0.09 | -0.01 | 0.04 | 0.01 | -67.1 | -102.7 | -79.0 | -82.3 |
| 9.a) Resultados de alienação de outros activos financeiros - ajustado | 191 | -28 | 163 | 34 | 0.09 | -0.01 | 0.04 | 0.01 | -15.1 | -102.7 | -64.5 | -82.3 |
| 10. Outros resultados de exploração | 323 | 386 | 709 | 361 | 0.16 | 0.18 | 0.17 | 0.16 | -16.5 | -22.5 | -19.7 | 11.5 |
| 10.a) Outros resultados de exploração - ajustado | 323 | 386 | 709 | 361 | 0.16 | 0.18 | 0.17 | 0.16 | -10.3 | -22.5 | -16.9 | 11.5 |
| 11. Produto de actividade (3+4+5+6+7+8+9+10) | 6 973 | 6 801 | 13 774 | 6 834 | 3.44 | 3.15 | 3.29 | 3.01 | 9.1 | 3.0 | 6.0 | -2.0 |
| 11.a) Produto de actividade - ajustado (3+4+5+6+7+8+9.a+10.a) | 6 973 | 6 801 | 13 774 | 6 834 | 3.44 | 3.15 | 3.29 | 3.01 | 16.2 | 3.0 | 9.4 | -2.0 |
| 12. Custos com o pessoal | 1 885 | 2 169 | 4 053 | 2 063 | 0.93 | 1.00 | 0.97 | 0.91 | -0.1 | 8.0 | 4.1 | 9.5 |
| 13. Gastos gerais administrativos | 1 337 | 1 534 | 2 871 | 1 436 | 0.66 | 0.71 | 0.69 | 0.63 | 8.5 | 11.8 | 10.2 | 7.4 |
| 14. Amortizações do exercício | 272 | 309 | 581 | 301 | 0.13 | 0.14 | 0.14 | 0.13 | 6.5 | 14.1 | 10.4 | 10.4 |
| 15. Provisões líquidas de reposições e anulações | 139 | 84 | 222 | 36 | 0.07 | 0.04 | 0.05 | 0.02 | 112.0 | -11.1 | 41.2 | -73.8 |
| 16. Perdas de imparidade e outras correcções de valor líquidas | 821 | 905 | 1 726 | 1 356 | 0.41 | 0.42 | 0.41 | 0.60 | 45.9 | 27.2 | 35.6 | 65.0 |
| 17. Diferenças de consolidação negativas | -5 | -9 | -14 | -1 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | - | - | - | -76.5 |
| 18. Apropriação de resultados de associadas e empreendimentos conjuntos (equi. patrimonial) | 201 | 267 | 467 | 47 | 0.10 | 0.12 | 0.11 | 0.02 | 25.0 | 237.2 | 97.4 | -76.5 |
| 18.a) Apropriação de resultados de associadas e empreendimentos conjuntos (equi. patrimonial) - ajustado | 201 | 267 | 467 | 47 | 0.10 | 0.12 | 0.11 | 0.02 | 72.7 | 237.2 | 141.3 | -76.5 |
| 19. Resultado antes de impostos e de interesses minoritários (11-12-13-14-15-16-17+18) | 2 725 | 2 076 | 4 800 | 1 691 | 1.34 | 0.96 | 1.15 | 0.74 | 7.1 | -4.7 | 1.7 | -37.9 |
| 19.a) Resultado antes de impostos e de interesses minoritários - ajustado (11.a-12-13-14-15-16-17+18.a) | 2 725 | 2 076 | 4 800 | 1 691 | 1.34 | 0.96 | 1.15 | 0.74 | 28.6 | -4.7 | 11.8 | -37.9 |
| 20. Imposto sobre os lucros do exercício | 476 | 309 | 784 | 362 | 0.23 | 0.14 | 0.19 | 0.16 | 25.5 | -41.4 | -11.9 | -23.9 |
| 21. Resultado antes de interesses minoritários (19-20) | 2 249 | 1 767 | 4 016 | 1 329 | 1.11 | 0.82 | 0.96 | 0.59 | 4.1 | 5.3 | 4.6 | -40.9 |
| 21.a) Resultado antes de interesses minoritários - ajustado (19.a-20) | 2 249 | 1 767 | 4 016 | 1 329 | 1.11 | 0.82 | 0.96 | 0.59 | 29.2 | 5.3 | 17.5 | -40.9 |
| 22. Interesses minoritários | 389 | 296 | 685 | 294 | 0.19 | 0.14 | 0.16 | 0.13 | 8.2 | 19.4 | 12.8 | -24.5 |
| 23. Resultado líquido (21-22) | 1 860 | 1 471 | 3 331 | 1 035 | 0.92 | 0.68 | 0.79 | 0.46 | 3.2 | 2.6 | 2.9 | -44.3 |
| 23.a) Resultado líquido - ajustado (21.a-22) | 1 860 | 1 471 | 3 331 | 1 035 | 0.92 | 0.68 | 0.79 | 0.46 | 35.2 | 2.6 | 18.6 | -44.3 |

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: O ajustamento efectuado em algumas rubricas em 2006, que se reflecte nas taxas de variação homólogas de 2007, refere-se à dedução do efeito de uma operação de reestruturação de participações de empresas no sector segurador realizada por um dos principais grupos bancários considerados na análise. Note-se, no entanto, que não se efectuou o correspondente ajustamento na rubrica de impostos sobre os lucros do exercício e de interesses minoritários líquidos (linhas 20 e 22). (a) Os dados relativos aos semestres encontram-se anualizados. (b) As taxas de variação homólogas referentes a 2007 foram calculadas com base nos treze grupos bancários que adoptaram as normas internacionais de contabilidade em 2005, devido à indisponibilidade de demonstrações financeiras comparáveis para o total do sistema bancário em 2006 e 2007.

Gráfico 4.1.4



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: A quebra de série apresentada em 2004 corresponde à introdução das normas internacionais de contabilidade, a qual implicou, adicionalmente, uma redefinição do conjunto de instituições bancárias analisado. Por sua vez, a quebra de série representada em 2007 corresponde a um alargamento do conjunto das instituições em análise. Os indicadores de rentabilidade ajustados obtêm-se após a dedução aos resultados do impacto da operação de reestruturação de participações em empresas (nomeadamente na área seguradora) realizada por um dos principais grupos bancários considerados em 2006.

ção verificada (Gráfico 4.1.5)²⁰. No mesmo sentido, embora em menor grau, contribuíram as evoluções dos resultados de associadas e empreendimentos conjuntos e da margem financeira. Os restantes elementos de resultados apresentaram um contributo positivo para a evolução da rentabilidade, ainda que pouco significativo.

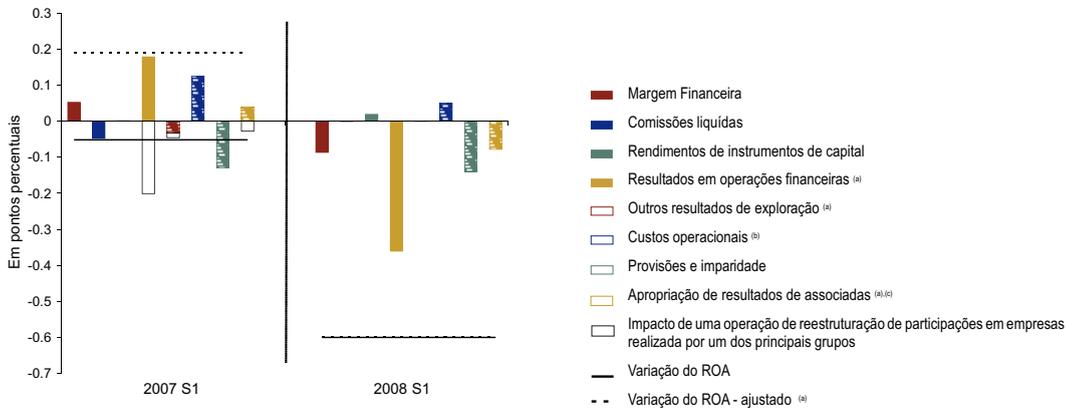
No primeiro semestre de 2008, os resultados em operações financeiras diminuíram em termos homólogos cerca de 70 por cento, contribuindo em 36 pontos base para a diminuição da rentabilidade do activo. Esta redução reflectiu o impacto da turbulência nos mercados financeiros no último ano, mas também o facto de o primeiro semestre de 2007 ter sido caracterizado por uma evolução particularmente favorável nos mercados financeiros, afectando de forma muito positiva os resultados daquele período. Recorde-se que, na primeira metade de 2007, os mercados bolsistas registaram valorizações máximas e os mercados de dívida, não obstante a subida das taxas de juro longas, caracterizavam-se por prémios de risco bastante reduzidos. Assim, com excepção dos derivados detidos para negociação, o comportamento das restantes componentes que integram os resultados em operações financeiras contribuiu negativamente para a evolução da rentabilidade no primeiro semestre de 2008 (Gráfico 4.1.6). O maior impacto adveio da componente de activos e passivos financeiros avaliados ao justo valor através de resultados, reflectindo a diminuição do valor da carteira, em consequência das desvalorizações acentuadas nos mercados accionistas e das perturbações nos mercados de dívida²¹. Analisando a evolução dos resultados em operações financeiras na óptica do risco, observava-se que o principal contributo negativo para a redução da rentabilidade ocorreu nas componentes

(20) Os resultados de operações financeiras correspondem à soma dos Resultados de activos e passivos financeiros avaliados ao justo valor através de resultados, dos Resultados de activos disponíveis para venda, dos Resultados de reavaliações cambiais e dos Resultados de alienação de outros activos financeiros.

(21) Note-se que apenas as mais e menos valias potenciais dos activos e passivos financeiros avaliados ao justo valor através de resultados são registadas na demonstração de resultados. A variação de valor dos activos financeiros disponíveis para venda, apesar de serem contabilizados ao valor de mercado no balanço, afectam apenas os resultados do exercício quando realizadas (isto é, na respectiva venda) ou através do reconhecimento de imparidade. As variações de valor não realizadas destes activos são relevadas em contas de reserva nos capitais próprios.

Gráfico 4.1.5

VARIAÇÃO DA RENDIBILIDADE DO ACTIVO - ROA
Decomposição de contributos

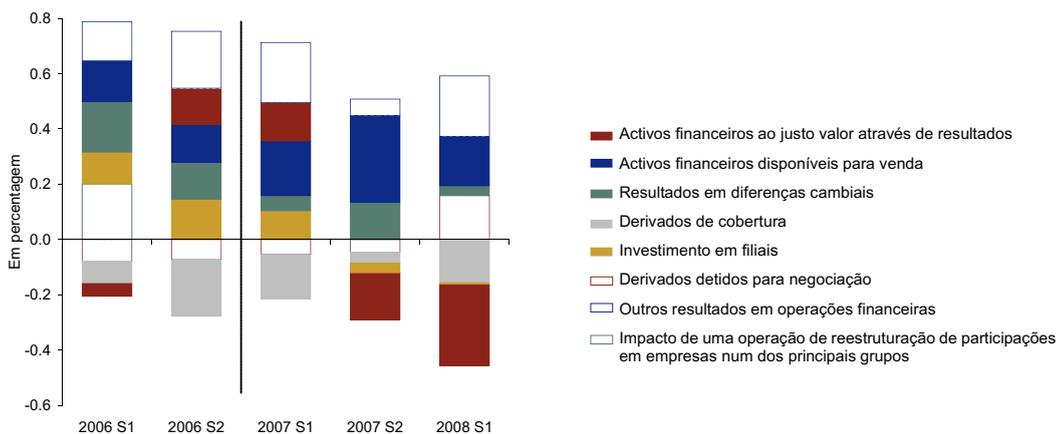


Fonte: Banco de Portugal.

Notas: A rendibilidade do activo é calculada considerando os resultados antes de impostos e de interesses minoritários. A quebra de série apresentada corresponde a uma alteração do conjunto de instituições bancárias em análise. (a) Exclui resultados associados a uma operação de reestruturação de participações em empresas (nomeadamente da área seguradora) realizada por um dos principais grupos considerados em 2006. (b) 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).

Gráfico 4.1.6

RESULTADOS EM OPERAÇÕES FINANCEIRAS DE ACORDO COM A CLASSIFICAÇÃO NIC
Em percentagem do activo médio



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: A quebra de série apresentada em 2007 corresponde a um alargamento do conjunto de instituições em análise. Valores semestrais anualizados.

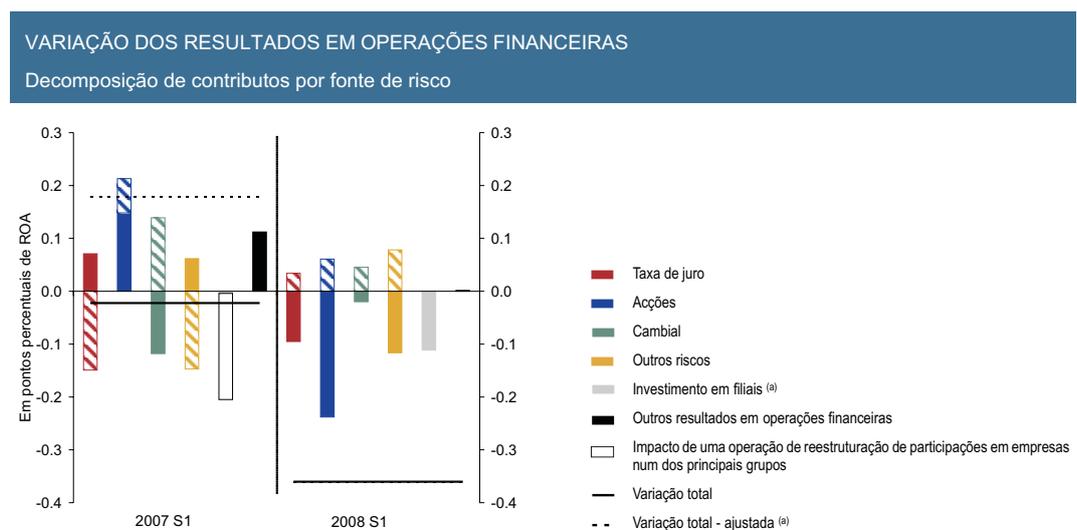
de acções, de instrumentos onde o risco de taxa de juro é predominante e de investimentos em filiais. Em sentido contrário, saliente-se a componente cambial, dado que o euro continuou a apreciar-se face ao dólar no primeiro semestre de 2008 (Gráfico 4.1.7).

As dotações de provisões e perdas de imparidade registaram uma taxa de variação homóloga próxima de 45 por cento no primeiro semestre de 2008, que se traduziu num contributo de 14 pontos base para a redução da rendibilidade do activo. Subjacente a este aumento esteve essencialmente o reconhecimento de imparidade associada a activos financeiros disponíveis para venda, em resultado da turbulência nos mercados financeiros. Neste contexto assumiram particular relevância as participações detidas por alguns dos principais grupos bancários entre si, uma vez que os preços das acções de instituições financeiras foram dos mais afectados pelas desvalorizações nos mercados accionistas.

A margem financeira aumentou 7.1 por cento no primeiro semestre de 2008, por comparação com igual período de 2007, diminuindo o respectivo contributo para a rendibilidade do activo em cerca de 9 pontos base. O efeito volume, associado principalmente à expansão do crédito, continuou a ser o elemento determinante para a evolução observada, num período em que o efeito relativo à variação da taxa de juro foi reduzido. As taxas de juro médias implícitas dos saldos das principais operações activas e passivas prosseguiram a tendência de subida, em linha com o aumento das taxas de juro do mercado monetário (taxas de referência para a actividade bancária em Portugal), mas também com o acréscimo do custo de financiamento em outros mercados de dívida. Deste modo, o diferencial total entre as taxas implícitas activas e passivas registou uma ligeira diminuição, por comparação com o primeiro semestre de 2007, verificando-se também um estreitamento no diferencial entre taxas implícitas no crédito e nos depósitos de clientes. (Quadro 4.1.4).

Este facto é corroborado pela evolução do diferencial entre as taxas de juros activas e passivas nas operações com clientes das Estatísticas Monetárias e Financeiras, que registou uma ligeira diminuição no primeiro semestre de 2008 (Gráfico 4.1.8). A compressão desta margem derivou da redução do diferencial de taxa de juro nas operações passivas relativamente às taxas de juro do mercado mo-

Gráfico 4.1.7



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: A rendibilidade 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 quebra de série apresentada corresponde a uma alteração do conjunto de instituições bancárias em análise. (a) Exclui resultados associados a uma operação de reestruturação de participações em empresas (nomeadamente da área seguradora) realizada por um dos principais grupos considerados em 2006.

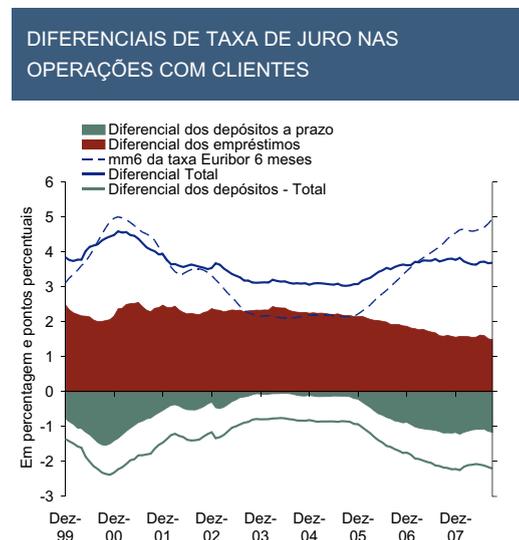
Quadro 4.1.4

| TAXAS DE JURO MÉDIAS IMPLÍCITAS DAS PRINCIPAIS RUBRICAS DO BALANÇO ^(a) | | | | | | | | | | |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Em percentagem | | | | | | | | | | |
| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2007 | | 2008 |
| | | | | | | | | 1S | 2S | 1S |
| Activos remunerados com juros | 5.44 | 4.24 | 3.88 | 3.30 | 4.22 | 4.56 | 5.48 | 5.23 | 5.72 | 5.76 |
| Dos quais: | | | | | | | | | | |
| Activos interbancários ^(b) | 4.09 | 2.79 | 2.23 | 1.77 | 2.69 | 3.71 | 4.16 | 3.92 | 4.39 | 4.38 |
| Activos não interbancários | | | | | | | | | | |
| Crédito | 6.26 | 4.94 | 4.60 | 4.00 | 4.56 | 4.86 | 5.87 | 5.64 | 6.08 | 6.10 |
| Títulos | 5.05 | 4.08 | 3.96 | 2.94 | 4.85 | 4.52 | 5.67 | 5.56 | 5.88 | 6.54 |
| Passivos remunerados com juros | 3.59 | 2.61 | 2.28 | 1.87 | 2.32 | 2.71 | 3.49 | 3.23 | 3.73 | 3.78 |
| Dos quais: | | | | | | | | | | |
| Passivos interbancários ^(c) | 4.42 | 3.00 | 2.42 | 2.02 | 2.89 | 3.58 | 4.39 | 4.13 | 4.66 | 4.66 |
| Passivos não interbancários | | | | | | | | | | |
| Depósitos | 2.81 | 2.10 | 1.80 | 1.45 | 1.60 | 1.80 | 2.46 | 2.26 | 2.65 | 2.83 |
| Títulos | 4.12 | 3.17 | 3.12 | 2.46 | 3.03 | 3.72 | 4.38 | 4.02 | 4.73 | 4.63 |
| Passivos subordinados | 5.48 | 4.53 | 4.30 | 3.72 | 4.61 | 4.82 | 5.30 | 5.26 | 5.32 | 5.50 |
| Diferenciais (pontos percentuais): | | | | | | | | | | |
| Activos remunerados-passivos remunerados | 1.86 | 1.63 | 1.60 | 1.43 | 1.90 | 1.84 | 1.99 | 2.00 | 1.98 | 1.98 |
| Crédito-depósitos | 3.45 | 2.84 | 2.81 | 2.56 | 2.96 | 3.05 | 3.40 | 3.39 | 3.43 | 3.27 |

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: A quebra de série apresentada em 2004 corresponde à introdução das normas internacionais de contabilidade, a qual implicou, adicionalmente, uma redefinição do conjunto de instituições bancárias analisado. Por sua vez, a quebra de série representada em 2007 corresponde a um alargamento do conjunto das instituições em análise. (a) Taxas de juro média implícitas calculadas como o rácio entre o fluxo de juros no período em consideração e o stock médio da correspondente rubrica do balanço. (b) Inclui caixa, depósitos em bancos centrais, disponibilidades sobre instituições de crédito e aplicações em instituições de crédito. (c) Inclui recursos de bancos centrais e outras instituições de crédito.

Gráfico 4.1.8



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Os diferenciais por tipo de operação foram calculados como a diferença entre as taxas de juro de saldos (disponibilizadas pelas Estatísticas Monetárias e Financeiras) 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. Última observação: Setembro de 2008.

netário, uma vez que o correspondente diferencial nas operações activas permaneceu globalmente estável neste período, interrompendo a tendência de descida observada anteriormente. O decréscimo na margem das operações passivas, num período em que as taxas de juro interbancárias conti-

nuaram a aumentar, esteve associado à prática de estratégias mais concorrenciais por parte das instituições bancárias na captação de recursos de clientes, reflectindo as perturbações nos mercados de financiamento por grosso, a que esteve também associado o aumento do peso dos depósitos a prazo no total destes recursos. Por sua vez, o comportamento da margem nas operações activas terá começado a reflectir a alteração das políticas de concessão de crédito por parte dos bancos. De acordo com os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, os bancos terão adoptado critérios de concessão de crédito mais restritivos, em particular a aplicação de *spreads* mais elevados, a partir do segundo semestre de 2007. A informação disponível, tendo por base as taxas de juro aplicadas nos contratos mais recentes, indicia uma interrupção na tendência de estreitamento do diferencial de taxa de juro nestas operações. Todavia, note-se que existe algum desfasamento temporal de transmissão às taxas de juro médias de saldos das variações das taxas de juro aplicadas em novas operações. Paralelamente, a capacidade das instituições bancárias efectuarem revisões nas condições contratuais de créditos firmados é diferenciada entre os segmentos de empréstimos, o que limita a repercussão de alargamento de *spreads* às taxas de juro de saldos. Nos empréstimos a particulares para aquisição de habitação a repercussão deverá ser lenta, na medida em que os *spreads* de taxa de juro destes empréstimos se encontram definidos contratualmente para prazos alargados, enquanto nos empréstimos a sociedades não financeiras e a particulares para consumo e outros fins a repercussão deverá ser relativamente rápida, uma vez que para parte destes empréstimos as condições contratuais podem ser revistas com alguma regularidade e dado que estes empréstimos têm tipicamente maturidades mais reduzidas²².

O rendimento (líquido) de serviços e comissões registou uma taxa de crescimento homóloga próxima de 12 por cento no primeiro semestre de 2008, tendo o respectivo contributo para a rendibilidade do activo permanecido virtualmente inalterado. Todavia, no primeiro semestre de 2007, esta rubrica de resultados foi significativamente afectada pelos custos relacionados com a Oferta Pública de Aquisição do grupo Millennium BCP ao BPI. Se excluídos estes custos dos resultados de 2007, a taxa de variação homóloga dos rendimentos de serviços e comissões situar-se-ia perto de 5 por cento, representando uma desaceleração em relação ao comportamento desta componente de resultados no passado recente. As comissões associadas a outros serviços prestados foram as que apresentaram o maior contributo para o aumento observado. Em sentido contrário, dado o actual contexto financeiro, destacou-se a diminuição das comissões relativas a operações financeiras, em particular das comissões de gestão de fundos de investimento e de operações com títulos realizadas por conta de terceiros (Gráfico 4.1.9).

Os custos operacionais, apesar de terem registado uma taxa de variação homóloga próxima de 9 por cento, continuaram a crescer menos do que o activo, o que se reflectiu favoravelmente na evolução do ROA. Todas as componentes destes custos, onde se evidenciam os custos com pessoal, registaram taxas de crescimento elevadas, reflectindo a expansão da rede por parte de alguns dos principais grupos bancários no decurso do último ano, em particular no mercado externo. Deste modo, e perante a diminuição do produto da actividade, o rácio *cost-to-income* registou uma deterioração, situando-se em 55.6 por cento (Gráfico 4.1.10)²³.

Por fim, no que diz respeito aos resultados da actividade internacional desenvolvida por alguns dos principais grupos bancários, estes continuaram a registar taxas de crescimento expressivas (21 por cento), representando, no final do primeiro semestre de 2008, cerca de 31 por cento dos resultados consolidados do conjunto de instituições financeiras em análise (Quadro 4.1.5). O desenvolvimento

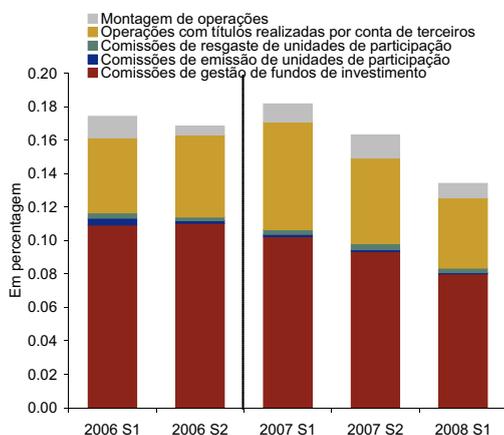
(22) Relativamente às sociedades não financeiras, a revisão das condições aplicáveis aos empréstimos é viável no contexto da reavaliação das vertentes económico e financeiras das contrapartes que, no máximo, ocorre numa frequência anual.

(23) O indicador *cost-to-income* corresponde ao rácio entre custos operacionais (definidos como a soma dos custos com pessoal, dos gastos administrativos e das amortizações) e o produto da actividade.

Gráfico 4.1.9

COMISSÕES LÍQUIDAS ASSOCIADAS A OPERAÇÕES FINANCEIRAS

Em percentagem do activo médio



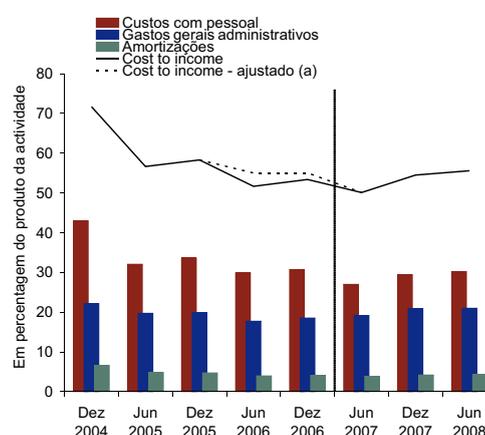
Fonte: Banco de Portugal.

Notas: A quebra de série apresentada em 2007 corresponde a um alargamento do conjunto de instituições em análise. Valores semestrais anualizados.

Gráfico 4.1.10

RÁCIO COST-TO-INCOME

Decomposição por tipo de custo



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: A quebra de série representada em 2007 corresponde a um alargamento do conjunto das instituições em análise. (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 em 2006.

da actividade bancária mais tradicional, reflectida na margem financeira, continuou a representar o principal contributo para o aumento observado. Em linha com a expansão da actividade nestes mercados, os custos operacionais apresentaram também taxas de crescimento elevadas. Este crescimento dos resultados da actividade internacional permitiu mitigar a evolução menos favorável dos resultados obtidos no mercado doméstico.

No terceiro trimestre de 2008, de acordo com os dados publicados, os resultados das instituições bancárias continuaram a ser negativamente afectados pela crise nos mercados financeiros internacionais, observando-se diminuições consideráveis face aos resultados do período homólogo. O

Quadro 4.1.5

IMPORTÂNCIA DA ACTIVIDADE INTERNACIONAL PARA A RENDIBILIDADE DO SISTEMA BANCÁRIO PORTUGUÊS

Em percentagem

| | Peso das filiais estrangeiras | | | Taxa de variação homóloga |
|--|-------------------------------|-----------|-----------|---------------------------|
| | Jun. 2007 | Dez. 2007 | Jun. 2008 | Jun. 2008 |
| Margem financeira | 12.9 | 13.1 | 16.1 | 33.8 |
| Comissões | 15.1 | 14.5 | 16.0 | 18.1 |
| Produto da actividade bancária | 12.0 | 13.9 | 16.8 | 37.0 |
| Gastos administrativos | 12.3 | 12.1 | 15.0 | 32.2 |
| <i>dos quais:</i> Custos com pessoal | 12.7 | 12.3 | 15.3 | 31.8 |
| Imparidade | 0.0 | 8.3 | 4.2 | - |
| Resultado antes de impostos e de interesses minoritários | 15.9 | 18.0 | 31.0 | 21.0 |

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Estimativas do Banco de Portugal com base na informação solicitada pela Instrução nº 14/2006.

comportamento desfavorável dos resultados em operações financeiras e o aumento da imparidade associada a participações financeiras voltaram a assumir um papel determinante nesta evolução.

4.2. Adequação de fundos próprios²⁴

Em 2007, entrou em vigor o Novo Acordo de Capital, também designado por Basileia II, que estabelece novos critérios de determinação do rácio de capital das instituições do sistema bancário. Enquanto a definição de fundos próprios elegíveis permaneceu similar à do anterior Acordo de Capital, Basileia I, o cálculo dos requisitos de fundos próprios sofreu alterações significativas, com o intuito de tornar os mesmos mais sensíveis ao perfil de risco efectivo da carteira de crédito e de forma a assegurar uma maior cobertura dos riscos, passando a incidir também sobre o risco operacional das instituições. Apesar destas alterações, o nível mínimo regulamentar para o rácio de adequação global de fundos próprios manteve-se em 8 por cento²⁵. Note-se, contudo, que beneficiando da prerrogativa contemplada na Directiva Comunitária nº 2006/48/CE, a generalidade das instituições financeiras a operar em Portugal apenas adoptou o regime prudencial de Basileia II no apuramento do respectivo rácio de capital em 2008.

O acordo de Basileia II estabelece, para as diferentes componentes de risco, a possibilidade de as instituições optarem por métodos alternativos de determinação de requisitos de capital, os quais diferem na respectiva complexidade e sofisticação. No entanto, os métodos de avaliação mais avançados, baseados em modelos internos desenvolvidos pelas instituições, estão sujeitos à aprovação dos supervisores nacionais. Em Junho de 2008, todas as instituições sob supervisão prudencial do Banco de Portugal determinaram os requisitos de capital para risco de crédito de acordo com o método padrão e os requisitos de risco operacional pelo método indicador básico. No que diz respeito ao risco de crédito, principal componente dos requisitos totais, o método padrão é o modelo de avaliação mais próximo das práticas de Basileia I, na medida em que estabelece previamente um conjunto de ponderadores para as diferentes classes de risco, embora contemple já alguma diferenciação de clientes do mesmo segmento de negócio, através da determinação de ponderadores em função do *rating*. De facto, enquanto para algumas classes de risco os ponderadores são uniformes, para outras classes os ponderadores são definidos de acordo com a notação de *rating* das contrapartes atribuída por uma avaliação externa, realizada por agências de *rating* (Quadro 4.2.1). Comparando o método padrão com os ponderadores de Basileia I para alguns dos principais agregados da carteira de crédito do sistema bancário português, observa-se que os empréstimos a empresas deixam de ser ponderados na sua totalidade a 100 por cento, os empréstimos da carteira de retalho diminuem a ponderação de 100 para 75 por cento, enquanto os empréstimos para aquisição de habitação, que têm tipicamente subjacente uma garantia real (um dos factores que justificava já o facto destes empréstimos apresentarem comparativamente menores exigências de capital em Basileia I), passam também a ser ponderados por coeficientes inferiores aos anteriormente aplicados²⁶.

No contexto do novo regime prudencial, o rácio de adequação global de fundos próprios do sistema bancário português, em base consolidada, situou-se em 9.9 por cento em Junho de 2008. Em Junho e Dezembro de 2007, de acordo com Basileia I, o rácio de solvabilidade tinha-se fixado em 10.5 e 10.4 por cento, respectivamente (Gráfico 4.2.1). A evolução do rácio reflectiu, à semelhança do observado

(24) O conjunto de instituições financeiras analisado nesta secção difere do considerado na secção anterior, uma vez que são excluídas as sucursais de grupos financeiros com sede em países membros da União Europeia.

(25) Os objectivos e principais características do Novo Acordo de Capital foram apresentados no "Capítulo 7 *Enquadramento regulamentar*" do Relatório de Estabilidade Financeira 2004, do Banco de Portugal. Por sua vez, o documento que agrega todas as alterações efectuadas ao Acordo de Capital original foi publicado em Julho de 2006, encontrando-se disponível em <http://www.bis.org/publ/bcbs128.htm>.

(26) O segmento de retalho compreende principalmente os empréstimos a particulares e a empresas de pequena e média dimensão, inferiores a um milhão de euros por cada contraparte.

Quadro 4.2.1

PRINCIPAIS CLASSES DE ACTIVOS DE RISCO E RESPECTIVOS PONDERADORES EM BASILEIA I E BASILEIA II - MÉTODO PADRÃO

| | Ponderadores | |
|--|------------------------------------|---|
| | Basileia I | Basileia II - Método Padrão |
| Administração Central/ Bancos centrais | 0% | 0 a 150% (em função do respectivo <i>rating</i>) |
| Bancos | 20% países da OCDE; 100% outros | 20 a 150% (em função do <i>rating</i> soberano do país onde o banco se localiza) |
| Empresas | 100% | 20 a 150% (em função do respectivo <i>rating</i>) |
| Retalho | 100% | 75% |
| Hipotecário residencial | 50% | 35% |
| Hipotecário comercial | 100% | 50% |

no período recente, um crescimento elevado dos requisitos totais de fundos próprios, não acompanhado pelo comportamento dos fundos próprios totais, os quais foram significativamente afectados pela evolução desfavorável dos mercados financeiros (Quadro 4.2.2). Considerando apenas os fundos próprios de base (Tier I), o rácio de adequação de fundos próprios situou-se em 7.1 por cento no final do primeiro semestre de 2008. O mesmo rácio, em 2007, tinha registado 7.3 por cento em Junho e 7.0 por cento no final do ano.

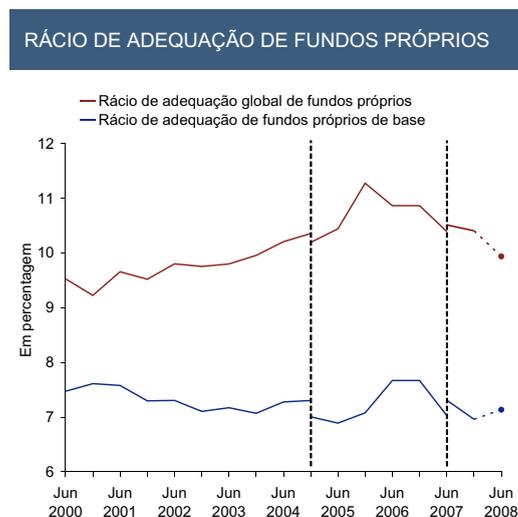
O aumento dos fundos próprios totais reflectiu essencialmente o crescimento dos fundos próprios de base, uma vez que as restantes componentes apresentaram, de um modo geral, evoluções desfavoráveis. Os aumentos de capital realizados por alguns grupos bancários no decurso do último ano representaram o principal contributo positivo para o aumento dos fundos próprios de base²⁷. Contribuindo em sentido oposto, evidenciaram-se as perdas potenciais no valor de alguns dos instrumentos financeiros incluídos na carteira de activos financeiros disponíveis para venda, reflectindo as fortes perturbações nos mercados de dívida e de capital. Não obstante estes desenvolvimentos, o valor de mercado de alguns dos instrumentos financeiros incluídos na referida carteira de activos continuava, em Junho de 2008, a apresentar ganhos potenciais, embora significativamente menores do que os observados em 2007. A redução dos ganhos latentes nesses instrumentos constituiu o principal elemento indutor da diminuição dos fundos próprios complementares observada no período²⁸.

A evolução dos requisitos totais de fundos próprios foi condicionada pela alteração da metodologia de cálculo associada a Basileia II, conforme referido. Deste modo, em Junho de 2008, a maioria das instituições apresentou pela primeira vez requisitos para risco operacional, os quais representaram cerca de 7 por cento dos requisitos totais. Por seu turno, os requisitos para risco de crédito, embora apresentando um crescimento em termos homólogos, registaram uma diminuição relativamente aos níveis de Dezembro de 2007, num período em que o crédito a clientes continuou a aumentar. O

(27) Desde o início da turbulência nos mercados financeiros internacionais até Junho de 2008, diversos grupos bancários realizaram aumentos de capital, nomeadamente a CGD, o Banco Millennium BCP, o Banco BPI e o Banco Banif. Este comportamento reflectiu-se num aumento de aproximadamente 1500 milhões de euros nos fundos próprios, na componente de capital realizado, por comparação com o nível de Junho de 2007, o que correspondeu a cerca de 5 pontos percentuais do crescimento dos fundos próprios totais verificado no mesmo período. Ainda relativamente a aumentos de capital, refira-se que já no início do segundo semestre, a CGD efectuou um novo aumento, no montante de 400 milhões de euros.

(28) A variação de valor da carteira de activos financeiros disponíveis para venda é relevada como elemento de fundos próprios. Na contabilização das variações de valor dos instrumentos financeiros que constituem esta carteira existe diferenciação entre os instrumentos que registam perdas e os instrumentos que verificam ganhos potenciais. Assim, enquanto os ganhos não realizados são reconhecidos, em 45 por cento, nos fundos próprios complementares, as perdas de valor não realizadas são reconhecidas, na sua totalidade, como elemento negativo dos fundos próprios de base.

Gráfico 4.2.1



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: A quebra de série apresentada em 2004 corresponde à introdução das normas internacionais de contabilidade, a qual implicou, adicionalmente, uma redefinição do conjunto de instituições bancárias analisado. Por sua vez, a quebra de série representada em 2007 corresponde a um alargamento do conjunto das instituições em análise. Em 2008, o rácio de adequação de fundos próprios foi determinado de acordo com os critérios de Basileia II para a totalidade das instituições em análise, que alterou essencialmente a metodologia de cálculo dos requisitos de fundos próprios.

Quadro 4.2.2

ADEQUAÇÃO DE FUNDOS PRÓPRIOS

Em milhões de euros

| | 2007 | | 2008 |
|--|---------------|---------------|---------------|
| | Jun. | Dez. | Jun. |
| 1. Fundos próprios | 29 305 | 30 877 | 31 244 |
| 1.1. Fundos próprios de base totais para efeitos de solvabilidade | 20 372 | 20 653 | 22 436 |
| 1.1.1. Fundos próprios de base (brutos) | 21 305 | 21 549 | 23 310 |
| 1.1.2. Deduções aos fundos próprios de base | 933 | 897 | 874 |
| 1.2. Fundos próprios complementares totais para efeitos de solvabilidade | 10 483 | 11 135 | 9 802 |
| 1.2.1. Fundos próprios complementares (brutos) | 11 409 | 12 015 | 10 652 |
| 1.2.2. Deduções aos fundos próprios complementares | 926 | 881 | 850 |
| 1.3. Deduções aos fundos próprios totais | 1 571 | 927 | 994 |
| 1.4. Fundos próprios suplementares totais disponíveis para cobertura de riscos de mercado | 20 | 17 | 0 |
| 2. Requisitos de fundos próprios | 22 301 | 23 739 | 25 153 |
| 2.1. Requisitos de FP para risco de crédito, risco de crédito de contraparte e transacções incompletas | 21 344 | 22 941 | 22 525 |
| 2.2. Risco de liquidação | 2 | 1 | 0 |
| 2.3. Requisitos de fundos próprios para riscos de posição, riscos cambiais e riscos de mercadorias | 933 | 773 | 838 |
| 2.3.1. Instrumentos de dívida | 607 | 533 | 548 |
| 2.3.2. Títulos de capital | 153 | 111 | 134 |
| 2.3.3. Riscos cambiais | 125 | 99 | 153 |
| 2.3.4. Risco de mercadorias | 47 | 30 | 3 |
| 2.4. Requisitos de fundos próprios para risco operacional | 16 | 18 | 1 781 |
| 2.5. Requisitos de fundos próprios - Despesas gerais fixas | 6 | 6 | 6 |
| 2.6. Grandes riscos - Carteira de negociação | 0 | 0 | 2 |
| 2.7. Requisitos transitórios de fundos próprios ou outros requisitos de fundos próprios | 1 | 0 | 0 |
| 3. Rácios (em percentagem) | | | |
| 3.1. Fundos próprios/Requisitos totais | 131.4 | 130.1 | 124.2 |
| 3.2. Fundos próprios/(Requisitos totais x 12.5) | 10.5 | 10.4 | 9.9 |
| 3.3. Fundos próprios de base/(Requisitos totais x 12.5) | 7.3 | 7.0 | 7.1 |

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: A quebra de série apresentada no quadro corresponde à adopção dos critérios de Basileia II, que se reflectiu essencialmente na evolução das diferentes componentes dos requisitos de capital.

comportamento destes requisitos reflectiu a menor ponderação de uma parcela significativa da carteira de crédito das instituições, de acordo com os critérios de Basileia II no método padrão.

Em Setembro e no início de Outubro, a turbulência nos mercados financeiros acentuou-se de forma significativa, verificando-se quedas abruptas nos mercados accionistas e perturbações graves nos mercados de dívida. Perante estes desenvolvimentos, e dada a relevância do sistema financeiro no funcionamento da economia, foi adoptado um conjunto de medidas quer a nível internacional quer específicas a Portugal visando normalizar o funcionamento dos mercados de financiamento por grosso e atenuar a pressão que a actual conjuntura financeira impõe quer nos resultados quer no capital das instituições financeiras²⁹.

Neste contexto, importa destacar algumas medidas com impacto na evolução dos fundos próprios. A nível internacional, o *International Accounting Standards Board* (IASB) efectuou alterações nas normas de contabilização dos instrumentos financeiros a valor de mercado, flexibilizando a aplicação do princípio *market-to-market* na avaliação de activos, tendo em conta a elevada iliquidez e as situações de venda forçada que têm caracterizado os mercados financeiros. Por sua vez, o Banco de Portugal alterou o tratamento prudencial de ganhos e perdas não realizados que não apresentem imparidade em títulos de dívida classificados na carteira de activos disponíveis para venda, e alargou em três anos o período para reconhecimento do impacto ainda por reconhecer relativo a benefícios de empregados, decorrente da transição para as Normas Internacionais de Contabilidade³⁰. Adicionalmente, aumentou o limite percentual aceite para reconhecimento de acções preferenciais com vencimento indeterminado e sem incentivos à remissão como elemento positivo dos fundos próprios de base, e passou a aceitar a inclusão integral dos impostos diferidos activos no cálculo dos fundos próprios³¹. Por fim, emitiu uma recomendação às instituições que supervisiona para que, até 30 de Setembro de 2009, o rácio de fundos próprios de base (Tier I) seja, no mínimo, de 8 por cento.

4.3. Risco de liquidez

Ao longo da última década, uma parte significativa da expansão da actividade dos bancos portugueses foi financiada junto dos mercados financeiros internacionais, sobretudo em euros e em prazos médios e longos, o que contribuiu para mitigar o risco de refinanciamento. Esta evolução inseriu-se numa tendência observada a nível internacional e, como referido nos últimos Relatórios de Estabilidade Financeira do Banco de Portugal, constituía um elemento de vulnerabilidade para a liquidez do sistema caso ocorresse uma deterioração significativa e prolongada no acesso a estes mercados.

A nível internacional, diversos bancos têm enfrentado sérios problemas de liquidez e, nalguns casos, de solvabilidade, conforme discutido na “Secção 2 *Enquadramento macroeconómico e financeiro*”. Os bancos centrais das economias avançadas têm injectado montantes avultados de liquidez no sistema bancário mundial desde Agosto de 2007. Não obstante, as instituições financeiras continuam a enfrentar condições de financiamento extremamente adversas nos mercados por grosso por um período já muito prolongado. De facto, têm-se observado perturbações graves no funcionamento do mercado monetário interbancário, num quadro de elevada incerteza e quebra generalizada de confiança entre os agentes neste mercado. Adicionalmente, as instituições financeiras têm enfrentado di-

(29) Para mais informação sobre os programas de apoio ao sistema financeiro desenvolvidos pelos governos de diversos países e as medidas adoptadas por alguns organismos internacionais, veja-se a “Caixa 2 *Actuação das autoridades no contexto da crise financeira: medidas de gestão de liquidez e de intervenção nos sistemas financeiros*”, no texto “*A economia portuguesa em 2008*” deste boletim, e a “Caixa 1 *Principais medidas das autoridades portuguesas relativamente ao sistema financeiro no âmbito da crise financeira internacional*” apresentada neste texto.

(30) Alterações efectuadas pelos Avisos nº6/2008 e nº7/2008 do Banco de Portugal, respectivamente.

(31) A revisão do limite associado a acções preferenciais foi efectuada no âmbito do projecto de alteração da Directiva nº2006/48/CE e da Directiva nº2006/49/CE, apresentado pela Comissão Europeia, no qual se prevê o estabelecimento de novos limites para elegibilidade de instrumentos híbridos como elementos de fundos próprios de base. A regulamentação relativa a impostos diferidos foi alterada pelo Aviso nº9/2008 do Banco de Portugal.

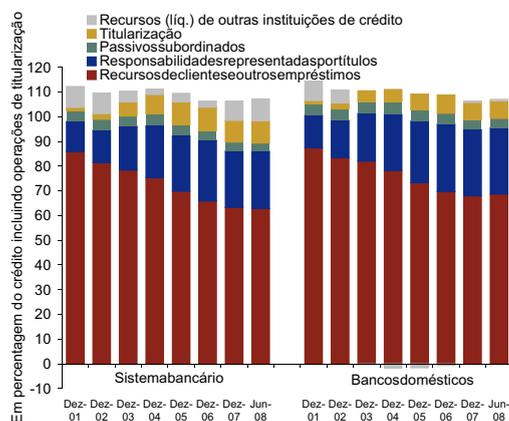
ficuldades na colocação de títulos de dívida nos mercados por grosso, dada a intensificação do risco de contraparte associado a problemas de assimetria de informação. Neste contexto, os bancos cujo financiamento tem origem essencialmente na captação de depósitos junto de clientes têm sido menos penalizados pela escassez de liquidez nos mercados de financiamento por grosso.

No actual enquadramento, o risco de liquidez passou a assumir um lugar proeminente na avaliação da estabilidade do sistema bancário português. Neste sentido, o Banco de Portugal alargou o conjunto de informação reportada pelas instituições sujeitas à sua supervisão neste domínio, solicitando a diversos grupos bancários o envio de informação adicional sobre a sua posição de liquidez, com periodicidade mensal ou, nalguns casos, quinzenal, desde o Verão de 2007. Mais recentemente, num quadro de deterioração da situação financeira internacional, o Banco de Portugal passou a solicitar informação com periodicidade diária a um conjunto alargado de instituições e grupos bancários.

Ainda que o recurso ao financiamento nos mercados financeiros por grosso tenha assumido uma magnitude importante nos últimos anos, os depósitos captados junto de clientes continuam a ser a principal fonte de financiamento do sistema bancário português³² (Gráfico 4.3.1). As dificuldades acrescidas no acesso a financiamento nos mercados por grosso no último ano terão contribuído para que a captação de recursos de clientes passasse a assumir uma maior relevância, em particular para os bancos domésticos. De facto, no primeiro semestre de 2008, à semelhança do observado na segunda metade de 2007, os recursos captados junto de clientes constituíram o principal fluxo de financiamento dos bancos domésticos (Gráfico 4.3.2). Para este conjunto de bancos, os recursos captados junto de clientes evidenciaram uma variação ligeiramente superior à do crédito concedido

Gráfico 4.3.1

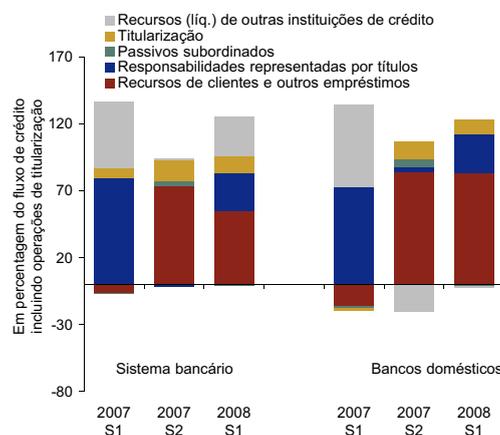
FONTES DE FINANCIAMENTO DO SISTEMA BANCÁRIO



Fonte: Banco de Portugal.
Notas: Os recursos (líquidos) de outras instituições de crédito incluem recursos líquidos face a bancos centrais. As titularizações incluem estimativas relativas a operações desconhecidas e não desconhecidas. As estimativas de títulos emitidos pelos bancos mas colocados junto da sua base de clientes são incluídos na rubrica 'Recursos de clientes'. Existe uma quebra de série em 2004 que corresponde à alteração das normas contabilísticas, a qual implicou, adicionalmente, uma redefinição do conjunto de instituições bancárias analisado. Para além disso, existe uma quebra de série em 2007 que corresponde a um alargamento do conjunto de instituições em análise.

Gráfico 4.3.2

FLUXOS DE FINANCIAMENTO DO SISTEMA BANCÁRIO



Fonte: Banco de Portugal.
Notas: Os recursos (líquidos) de outras instituições de crédito incluem recursos líquidos face a bancos centrais. As titularizações incluem estimativas relativas a operações desconhecidas e não desconhecidas. As estimativas de títulos emitidos pelos bancos mas colocados junto da sua base de clientes são incluídos na rubrica 'Recursos de clientes'.

(32) Os recursos de clientes representavam, em Junho de 2008, cerca de 55 por cento da dívida do sistema bancário português (60 por cento para os bancos domésticos). O conceito de recursos de clientes utilizado nesta secção considera, para além dos recursos e outros empréstimos de clientes (maioritariamente depósitos), uma estimativa dos títulos emitidos pelos bancos mas colocados junto da sua base de clientes. Estes títulos são excluídos da rubrica relativa a responsabilidades representadas por títulos. Na primeira metade de 2008, estes títulos registaram um crescimento assinalável, bastante superior ao observado para os depósitos.

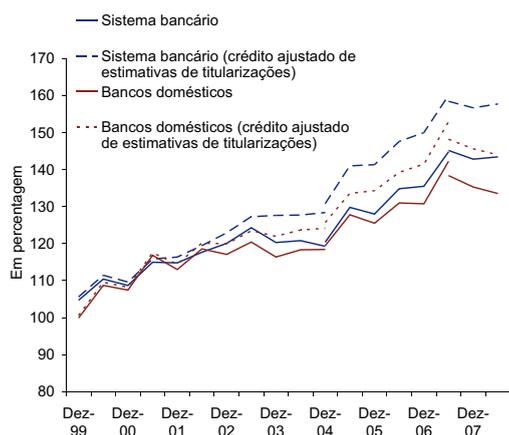
durante o primeiro semestre de 2008 (registando uma taxa de variação semestral de 6.1 e 4.7 por cento, respectivamente), o que implicou uma ligeira diminuição do rácio entre crédito e depósitos (Gráfico 4.3.3). As instituições não domésticas registaram um crescimento mais expressivo do crédito concedido e um crescimento mais moderado dos recursos de clientes, o que se traduziu num ligeiro aumento do referido rácio para o conjunto do sistema bancário.

Note-se que a evolução dos depósitos reflecte simultaneamente incentivos do lado da procura e da oferta. Por um lado, num contexto de aumento das taxas de juro e de forte instabilidade nos mercados financeiros, os investidores têm vindo a aumentar a procura de aplicações financeiras com reduzida sensibilidade a flutuações de mercado, desmobilizando aplicações em fundos de investimento e outros activos financeiros com maior risco³³ (Gráficos 4.3.4 e 4.3.5). Por outro lado, num contexto de dificuldades de financiamento nos mercados por grosso, os bancos têm vindo a oferecer condições mais atractivas na captação de depósitos, conforme discutido na “Secção 4.2 *Actividade e rentabilidade*”. O principal contributo para a aceleração evidenciada pelos depósitos teve origem nos depósitos de particulares residentes, que registaram uma taxa de variação anual de 12 por cento em Junho de 2008, o que compara com 8 por cento no final de 2007 e com 5 por cento em Junho de 2007 (Gráfico 4.3.6).

Apesar das condições adversas no financiamento nos mercados por grosso, os bancos portugueses conseguiram preservar o acesso aos mercados primários de emissões de títulos de dívida. Até ao final de Outubro de 2008, os bancos portugueses emitiram cerca de 14 mil milhões de euros em Portugal e no exterior (Gráfico 4.3.7). Cerca de metade destas obrigações foram emitidas com taxa fixa, contrastando com apenas um quarto em 2007. Cerca de 45 por cento destas emissões foram obrigações hipotecárias que, sendo garantidas por empréstimos à habitação que constituem um património autónomo na carteira dos bancos, têm subjacente um custo de financiamento inferior ao de obriga-

Gráfico 4.3.3

RÁCIO ENTRE CRÉDITO E RECURSOS DE CLIENTES
(Incluindo títulos emitidos por bancos e colocados junto de clientes)

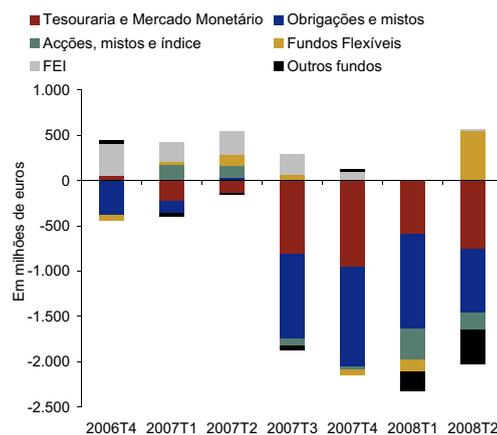


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: A quebra de série em 2004 corresponde à alteração das normas contabilísticas, a qual implicou, adicionalmente, uma redefinição do conjunto de instituições bancárias analisado. Por sua vez, a quebra de série em 2007 corresponde a um alargamento do conjunto de instituições em análise.

Gráfico 4.3.4

SUBSCRIÇÕES LÍQUIDAS EM FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO E MERCADO MONETÁRIO

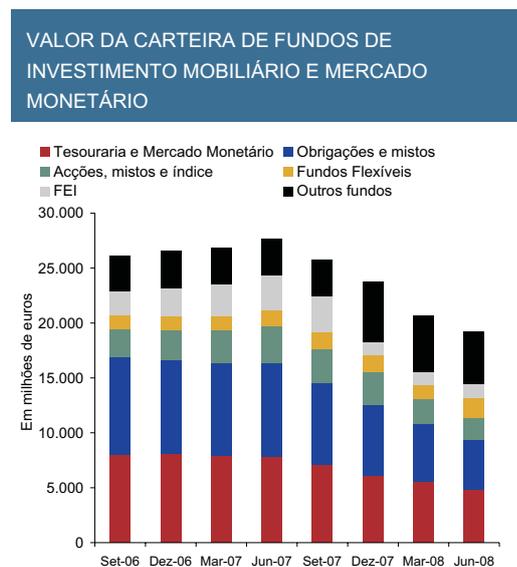


Fontes: APFIPP e Banco de Portugal.

Nota: A categoria "outros fundos" inclui PPR/E, PPA, fundos de capital garantido e outros fundos. Exclui agrupamentos de fundos e fundos de fundos. Valores corrigidos de investimentos em outros fundos nacionais.

(33) Embora em menor grau, o aumento substancial dos resgates de certificados de aforro, devido a alterações na estrutura de remuneração destes activos, também deverá ter contribuído para reforçar a procura de depósitos.

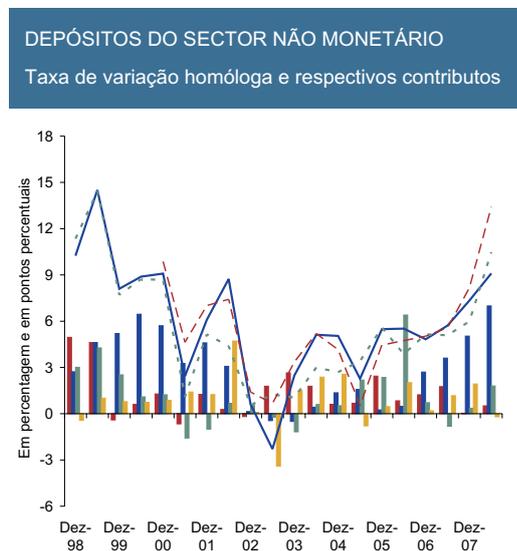
Gráfico 4.3.5



Fontes: APFIPP e Banco de Portugal.

Nota: A categoria "outros fundos" inclui PPR/E, PPA, fundos de capital garantido e outros fundos. Exclui agrupamentos de fundos e fundos de fundos. Valores corrigidos de investimentos em outros fundos nacionais.

Gráfico 4.3.6



Fonte: Banco de Portugal (Estatísticas Monetárias e Financeiras; Posição de Investimento Internacional).

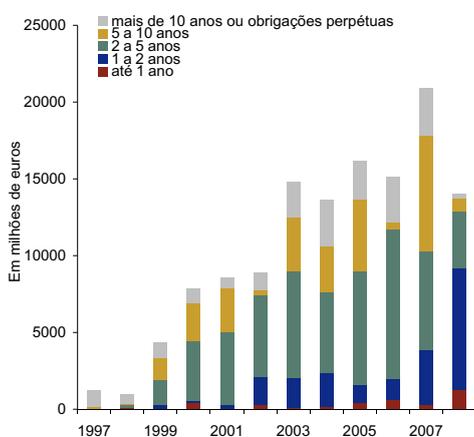
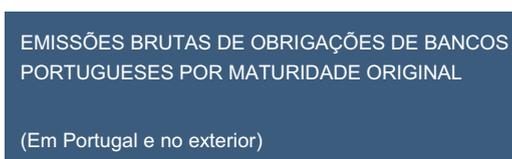
Nota: (a) Excluindo passivos por liquidez recebida com operações de titularização não desreconhecidas do balanço, registados sob a forma de depósitos (e equiparados) de OIFAF.

ções emitidas através de programas EMTN (*Euro-Medium Term Notes*). Importa referir que as obrigações hipotecárias emitidas pelos bancos que permaneçam na sua carteira podem ser utilizadas como colateral em operações de crédito do Eurosistema. Apesar desta possibilidade, a quase totalidade destas obrigações tem sido colocada junto de investidores não residentes. Contudo, reflectindo dificuldades na colocação de títulos a médio e longo prazo, as emissões de obrigações foram efectuadas sobretudo nos prazos mais curtos (incluindo no caso das obrigações hipotecárias), o que contribuiu para agravar o risco de refinanciamento. A maturidade média das obrigações emitidas passou de 5 anos em 2007 para 3 anos em 2008, enquanto que a maturidade das obrigações hipotecárias se reduziu de 7 para 3 anos no mesmo período. Adicionalmente, as emissões efectuadas ao longo do último ano têm tido subjacentes custos de financiamento mais elevados, tendo por comparação os custos historicamente reduzidos observados em anos anteriores. Em termos gerais, a redução das maturidades e o aumento dos custos de financiamento, decorrentes da subida dos prémios de risco, constituem factos estilizados em situações de tensão nos mercados financeiros.

Refira-se que cerca de 17 por cento do saldo vivo de obrigações de médio e longo prazo emitidas por bancos portugueses irá vencer ao longo do próximo ano (Gráfico 4.3.8). Deste modo, a persistência de perturbações no funcionamento dos mercados por grosso poderia agravar o risco de liquidez no sistema bancário português. Neste sentido, as medidas anunciadas pelo governo português, em articulação com outros governos europeus, deverão contribuir significativamente para limitar este risco. Estas medidas incluem a concessão de garantias do Estado português até ao limite de 20 mil milhões de euros, destinadas a assegurar o cumprimento das obrigações das instituições de crédito no âmbito das suas operações de financiamento ou refinanciamento³⁴. Através do recurso a estas garantias, os bancos portugueses deverão continuar a ter acesso a financiamento nos mercados por grosso, mesmo que persistam condições adversas nestes mercados.

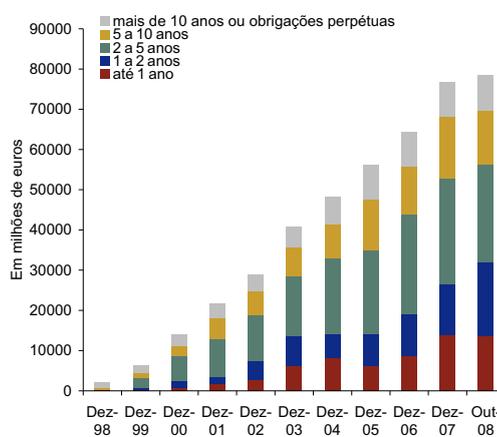
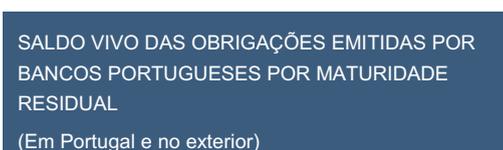
A titularização de empréstimos também tem constituído nos últimos anos uma fonte de financiamento significativa para os bancos portugueses (Gráfico 4.3.1). Durante o primeiro semestre de 2008, os

Gráfico 4.3.7



Fontes: Bloomberg, Dealogic Bondware e Thomson Reuters.
Nota: inclui observações até ao final de Outubro.

Gráfico 4.3.8



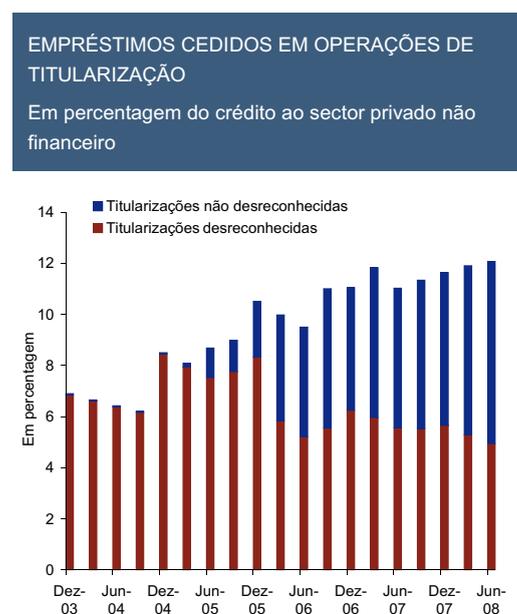
Fontes: Bloomberg, Dealogic Bondware e Thomson Reuters.
Nota: inclui observações até ao final de Outubro.

(34) Ver "Caixa 1 Principais medidas das autoridades portuguesas relativamente ao sistema financeiro no âmbito da crise financeira internacional" neste texto.

bancos continuaram a efectuar um volume importante de operações de titularização (Gráfico 4.3.9). De facto, o saldo de empréstimos cedidos nestas operações registou uma taxa de variação homóloga de 20 por cento em Junho de 2008. Contudo, é de referir que, no actual enquadramento, a procura de títulos resultantes de operações de titularização registou uma diminuição assinalável. Neste contexto, alguns bancos adquiriram os títulos resultantes destas operações aos veículos de titularização envolvidos, à semelhança do efectuado por outros bancos europeus. Note-se que, desta forma, as operações de titularização também contribuem de forma positiva para a gestão de liquidez das instituições, dado que estes títulos são elegíveis, tal como as obrigações hipotecárias, como activos de garantia em operações de crédito do Eurosistema^{35,36}.

No conjunto do sistema bancário, observou-se, ao longo dos últimos doze meses, um aumento do recurso a financiamento líquido junto de instituições de crédito, incluindo bancos centrais (Gráfico 4.3.2). Esta evolução resultou do aumento dos recursos captados junto de outras instituições de crédito e, sobretudo, junto de bancos centrais (Quadro 4.3.1). Contudo, esta evolução esconde uma forte discrepância entre o financiamento junto de instituições de crédito por parte das instituições domésticas e não domésticas. De facto, para as instituições domésticas observou-se uma diminuição do fi-

Gráfico 4.3.9



Fonte: Banco de Portugal.

(35) Conforme definido no documento *"A execução da política monetária na área do euro: Documentação geral sobre os instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema"*, os activos transaccionáveis elegíveis em operações de crédito do Eurosistema compreendem instrumentos de dívida emitidos ou garantidos por bancos centrais, entidades do sector público, entidades do sector privado ou instituições internacionais ou supranacionais. Contudo, os bancos não podem submeter como colateral activos emitidos ou garantidos pelos próprios, nem por qualquer outra entidade com a qual tenham "relações estreitas", conforme definido no documento acima referido. Deste modo, os bancos podem utilizar como colateral os títulos originados a partir das suas próprias operações de titularização se existir uma cedência efectiva e incondicional aos veículos de titularização envolvidos dos activos subjacentes a estas operações, ou seja, se estes activos constituírem um património autónomo.

(36) Refira-se, a este propósito, que o BCE efectuou uma revisão das medidas de controlo de risco nas operações de crédito do Eurosistema no início de Setembro que, entre outras medidas, prevê a aplicação de critérios mais restritivos para a utilização como colateral de títulos garantidos por activos emitidos por entidades com "relações estreitas" com os bancos a partir de Fevereiro de 2009, estimando-se que o impacto sobre o colateral de bancos portugueses não seja significativo. Em meados de Outubro, num quadro de agravamento substancial das condições do sistema financeiro, o BCE efectuou uma revisão do colateral aceite nestas operações de crédito, no sentido de facilitar a cedência de liquidez. Esta revisão assume uma natureza temporária e inclui o alargamento da lista de activos aceites como colateral nestas operações. Nomeadamente, passaram a ser aceites como colateral em operações de política monetária do Eurosistema activos transaccionáveis emitidos na área do euro e denominados em dólares, libras e ienes; empréstimos sindicados emitidos em euros regidos pela lei do Reino Unido; instrumentos de dívida emitidos por instituições de crédito transaccionados em alguns mercados não regulamentados (definidos no site do BCE); e instrumentos de dívida subordinada protegidos por determinadas garantias. Adicionalmente, o *rating* mínimo para o colateral aceite em operações de crédito do Eurosistema passou de A- para BBB-, excepto para títulos garantidos por activos (*asset-backed securities*).

Quadro 4.3.1

| POSIÇÃO DOS BANCOS PORTUGUESES FACE A OUTRAS INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO E BANCOS CENTRAIS | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|
| Sistema bancário | Jun-07 | Dez-07 | Jun-08 |
| Recursos (líq.) de instituições de crédito | 25369 | 25739 | 31202 |
| Dos quais face a bancos centrais | -4114 | -6931 | -1441 |
| Caixa, disponibilidades e aplicações em bancos centrais | 6483 | 12662 | 8339 |
| Disponibilidades e aplicações em outras instituições de crédito | 43326 | 39692 | 42087 |
| no país | 7461 | 8539 | 8687 |
| no estrangeiro | 35865 | 31153 | 33401 |
| sede e sucursais da própria instituição | 2649 | 3216 | 1622 |
| Recursos de bancos centrais | 2369 | 5731 | 6898 |
| Recursos de outras instituições de crédito | 72809 | 72362 | 74730 |
| no país | 6444 | 7672 | 7096 |
| no estrangeiro | 66365 | 64690 | 67634 |
| sede e sucursais da própria instituição | 11989 | 12586 | 14317 |
| <hr/> | | | |
| Bancos domésticos | Jun-07 | Dez-07 | Jun-08 |
| Recursos (líq.) de instituições de crédito | 5917 | 1654 | 1550 |
| Dos quais face a bancos centrais | -2583 | -8099 | -1504 |
| Caixa, disponibilidades e aplicações em bancos centrais | 4850 | 11601 | 7142 |
| Disponibilidades e aplicações em outras instituições de crédito | 30720 | 26027 | 30158 |
| no país | 5452 | 6112 | 6200 |
| no estrangeiro | 25268 | 19915 | 23957 |
| sede e sucursais da própria instituição | 1 | 1 | 0 |
| Recursos de bancos centrais | 2268 | 3502 | 5638 |
| Recursos de outras instituições de crédito | 39220 | 35780 | 33212 |
| no país | 4613 | 5483 | 5112 |
| no estrangeiro | 34607 | 30297 | 28100 |
| sede e sucursais da própria instituição | 0 | 0 | 0 |

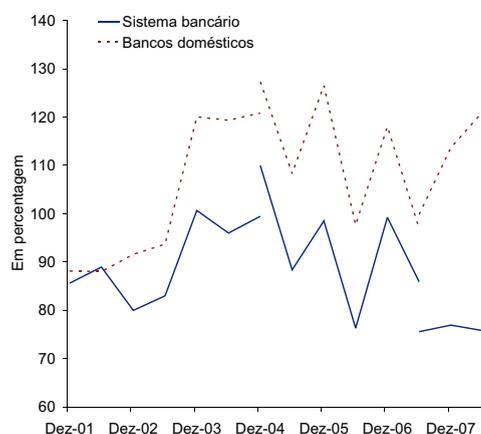
Fonte: Banco de Portugal.

nanciamento líquido no mercado monetário, registando-se uma queda dos recursos captados junto de outras instituições de crédito, sobretudo no estrangeiro. Deste modo, o recurso acrescido a financiamento no mercado monetário para o conjunto do sistema bancário reflecte essencialmente o aumento dos fluxos de financiamento das instituições não domésticas com actividade em Portugal junto da sede e sucursais do grupo e junto de outras instituições de crédito.

Num enquadramento de dificuldades no acesso a financiamento de mercado a nível global, de aumento da aversão ao risco e de intensificação dos problemas de assimetria de informação, parte das operações habitualmente efectuadas junto de outros bancos no mercado interbancário e nos mercados de dívida por grosso estarão a ser efectuadas junto de bancos centrais, conforme ilustrado pelo forte crescimento dos activos e recursos junto de bancos centrais.

A evolução do financiamento das instituições domésticas e não domésticas no mercado interbancário condicionou a respectiva evolução do rácio de cobertura de passivos interbancários por activos de elevada liquidez (Gráfico 4.3.10). Por um lado, o forte crescimento dos passivos interbancários das instituições não domésticas resultou numa queda substancial do rácio de cobertura de passivos interbancários por activos de elevada liquidez para estas instituições. Por outro lado, as instituições domésticas, supervisionadas pelo Banco de Portugal, registaram uma evolução favorável deste

Gráfico 4.3.10

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 em 2004 corresponde à alteração das normas contabilísticas, a qual implicou, adicionalmente, uma redefinição do conjunto de instituições bancárias analisado. Por sua vez, a quebra de série em 2007 corresponde a um alargamento do conjunto de instituições em análise.

indicador, uma vez que os activos de elevada liquidez, que incluem activos interbancários e activos elegíveis como garantia em operações de política monetária, registaram um crescimento bastante significativo, contrastando com a variação negativa dos passivos interbancários³⁷. De facto, os activos elegíveis em operações de política monetária ofereceram um importante contributo para o crescimento dos activos de elevada liquidez, tendo registado um crescimento superior a 65 por cento em termos homólogos. Este forte crescimento dos activos elegíveis em operações de política monetária resultou em grande medida da evolução da carteira de títulos garantidos por activos (*asset-backed securities*), à semelhança do observado para outros bancos europeus. Conforme referido anteriormente, incluem-se nesta carteira os títulos resultantes de operações de titularização adquiridos pelos bancos aos veículos envolvidos nestas operações. Mais recentemente, alguns bancos portugueses têm vindo a reforçar com direitos sob a forma de empréstimos bancários a sua *pool* de colateral elegível em operações de política monetária do Eurosistema³⁸.

Apesar do enquadramento desfavorável, os *gaps* de liquidez do sistema bancário português, com destaque para as instituições domésticas, apresentaram uma evolução positiva no decurso do primeiro semestre de 2008³⁹ (Gráfico 4.3.11). A evolução positiva destes indicadores, que avaliam o *gap* entre activos líquidos e passivos voláteis com maturidades residuais inferiores a um ano, esteve essencialmente associada ao crescimento registado pelos activos líquidos. Este aumento resultou da

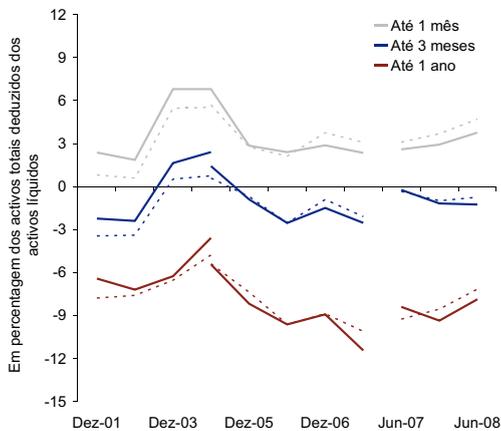
(37) Note-se que são considerados neste agregado de títulos elegíveis em operações de política monetária apenas os títulos que ainda não se encontram dados em garantia efectiva em qualquer operação de financiamento.

(38) Desde o início de 2007, passaram a ser elegíveis como colateral em operações de crédito do Eurosistema activos não transaccionáveis, nomeadamente empréstimos concedidos a sociedades não financeiras, a entidades do sector público e a instituições internacionais ou supranacionais e instrumentos de dívida não transaccionáveis garantidos por empréstimos hipotecários (*non-marketable retail mortgage-backed debt instruments*). A qualidade dos activos não transaccionáveis é aferida com base no *Eurosystem Credit Assessment Framework* (ECAAF). Para mais detalhes sobre o quadro operacional da política monetária do Eurosistema ver "A execução da política monetária na área do euro: Documentação geral sobre os instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema".

(39) O cálculo dos *gaps* de liquidez tem por base a Instrução n.º 1/2000, à qual estão sujeitas apenas as instituições financeiras que captam depósitos.

Gráfico 4.3.11

GAPS DE LIQUIDEZ EM ESCALAS CUMULATIVAS DE MATURIDADE



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Gap de liquidez definido como $(\text{Activos líquidos} - \text{Passivos voláteis}) / (\text{Activo} - \text{Activos líquidos}) \times 100$ em cada escala cumulativa de maturidade residual. Instituições domésticas surgem a tracejado. A quebra de série em 2004 corresponde à alteração das normas contabilísticas, a qual implicou, adicionalmente, uma redefinição do conjunto de instituições bancárias analisado. Por sua vez, a quebra de série em 2007 corresponde a um alargamento do conjunto de instituições em análise.

variação positiva dos activos interbancários e, sobretudo, da já referida evolução dos activos elegíveis como garantia em operações de crédito do Eurosistema. Contudo, será de referir que estes indicadores, embora apresentem valores positivos em maturidades até 1 mês e apenas marginalmente negativos em maturidades até 3 meses, permanecem em níveis negativos no horizonte de 1 ano, ou seja, os passivos com maturidades residuais inferiores a 1 ano assumem uma magnitude superior à dos activos de elevada liquidez. Esta situação reflecte essencialmente as necessidades de refinanciamento dos bancos neste prazo. Deste modo, conforme referido, a medida de concessão de garantias sobre a emissão de dívida de bancos recentemente anunciada pelo governo português, em linha com outros governos europeus, assume uma especial relevância no sentido de limitar o risco de refinanciamento dos bancos nos mercados por grosso.

Adicionalmente, a estratégia de financiamento assente primordialmente na captação de depósitos de particulares que tem vindo a ser seguida pelos bancos no período mais recente, conjugada com a desaceleração do crédito, constitui um desenvolvimento muito positivo, permitindo aos bancos ter acesso a uma fonte de financiamento mais estável e, simultaneamente, evitar o aumento da sua exposição a financiamento nos mercados por grosso, sobretudo nos prazos mais curtos. É, assim, fundamental que estas tendências persistam de modo a assegurar uma redução estrutural do rácio entre crédito e depósitos, na sequência do observado recentemente para as instituições domésticas.

4.4. Risco de crédito

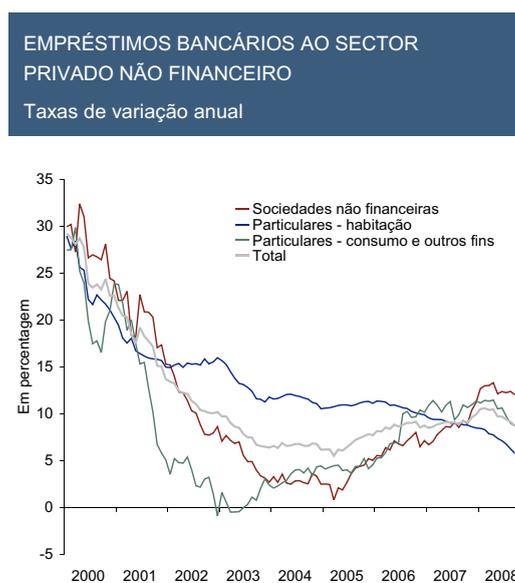
No primeiro semestre de 2008, o crédito concedido pelo sistema bancário ao sector privado não financeiro residente continuou a apresentar uma taxa de variação elevada, apesar de algum acréscimo de restritividade que as condições de oferta terão evidenciado, num contexto em que se acentuaram as dificuldades de acesso dos bancos aos mercados de financiamento por grosso e se materializaram os riscos de desaceleração da actividade económica e de deterioração da capacidade financeira de em-

presas e famílias. Neste quadro, observou-se um aumento do incumprimento do sector privado não financeiro.

O perfil de evolução dos empréstimos ao sector privado não financeiro foi diferenciado nos seus diversos segmentos (Gráfico 4.4.1). O crédito para aquisição de habitação manteve uma trajectória de desaceleração, que se acentuou nos primeiros meses do segundo semestre. Por seu lado, os empréstimos a particulares para consumo e outros fins observaram também um abrandamento, mais ligeiro do que no segmento da habitação, sendo de realçar a manutenção de um crescimento muito significativo do crédito ao consumo, numa conjuntura em que se estima que a despesa de consumo das famílias evidencie apenas uma ligeira desaceleração (ver “Secção 3 Situação financeira do sector privado não financeiro”). Os empréstimos a sociedades não financeiras mantiveram um crescimento elevado, observando-se em Setembro uma taxa de variação anual superior às verificadas em Junho e em Dezembro de 2007, apesar do abrandamento do investimento e da produção. Adicionalmente, o montante de papel comercial emitido por este sector na carteira dos bancos registou um aumento assinalável, acentuando a exposição do sistema bancário às grandes empresas não financeiras portuguesas.

Num contexto de intensificação da crise financeira, aumento das taxas de juro e desaceleração da actividade económica, assistiu-se, no primeiro semestre de 2008, a um aumento do incumprimento no crédito a particulares e a empresas, que prosseguiu nos primeiros meses do segundo semestre. Refira-se que os rácios de incumprimento no crédito ao sector privado não financeiro residente diminuíram, ao longo da corrente década, para níveis relativamente reduzidos quando comparados com os observados em fases similares de ciclos económicos anteriores. Em parte, este facto poderá reflectir a concentração da carteira de crédito do sistema bancário português em empréstimos a particulares para aquisição de habitação própria e permanente e a grandes empresas, as quais têm apresentado níveis de rentabilidade, em geral, elevados. Adicionalmente, face à trajectória ascendente das taxas de juro desde finais de 2005, a manutenção de rácios de incumprimento em níveis baixos reflectiu, por um lado, alguma adaptação das condições de oferta de crédito à capacidade corrente

Gráfico 4.4.1



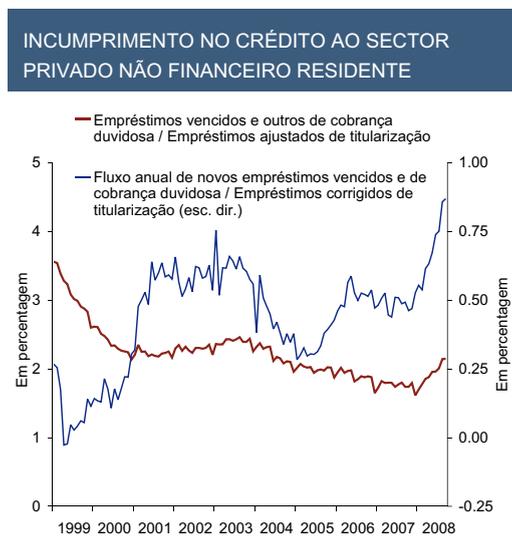
Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Taxas calculadas a partir de valores ajustados de titularizações e corrigidos de reclassificações, abatimentos ao activo e reavaliações cambiais e de preço. Valores mensais. Último valor: Setembro de 2008.

das empresas e dos particulares assegurarem o serviço da dívida e, por outro, estratégias activas por parte dos bancos no sentido de excluïrem dos respectivos balanços alguns créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa já com um grau elevado de provisionamento, quer por via de abates quer através de vendas. Para o conjunto do sector privado não financeiro, o peso do fluxo anual de novos empréstimos vencidos e outros de cobrança duvidosa no saldo de empréstimos bancários ajustados de titularização atingiu, em Setembro de 2008, o valor máximo da corrente década (Gráfico 4.4.2). Ainda assim, o rácio de incumprimento, avaliado pelo peso do crédito vencido e outros de cobrança duvidosa no crédito total concedido ao sector (ajustado de operações de titularização), permaneceu abaixo dos níveis observados em 2003, reflectindo, em grande parte, um montante significativo de abatimentos ao activo de créditos com incumprimento⁴⁰.

O acréscimo verificado no incumprimento de particulares e de sociedades não financeiras repercutiu-se no rácio entre o montante de crédito em incumprimento e o crédito total do conjunto do sistema bancário que se elevou, de 1.41 por cento em Dezembro de 2007 (após 1.44 por cento em Junho de 2007), para 1.61 por cento em Junho de 2008⁴¹. Este movimento terá sido partilhado pelos principais grupos bancários portugueses. Por seu lado, o provisionamento específico do crédito aumentou de 1.09 por cento em Dezembro (1.12 por cento em Junho de 2007) para 1.17 por cento em Junho de 2008, verificando-se, contudo, uma redução ligeira na cobertura por provisões específicas das situações de incumprimento (já verificado ou de elevada probabilidade), de 77 por cento em Junho e Dezembro de 2007 para 72 por cento em Junho de 2008. Para esta redução terá contribuído a diminuição do nível de provisionamento de um dos maiores grupos bancários, o qual, todavia, permaneceu bastante acima da média do sistema. O rácio entre o crédito com incumprimento, líquido de provisões para crédito de cobrança duvidosa e para crédito vencido, e o crédito total, também líquido dessas provisões, aumentou para 0.45 por cento (após 0.33 por cento em Junho e Dezembro de 2007).

Gráfico 4.4.2



Fonte: Banco de Portugal. Último valor: Setembro de 2008.

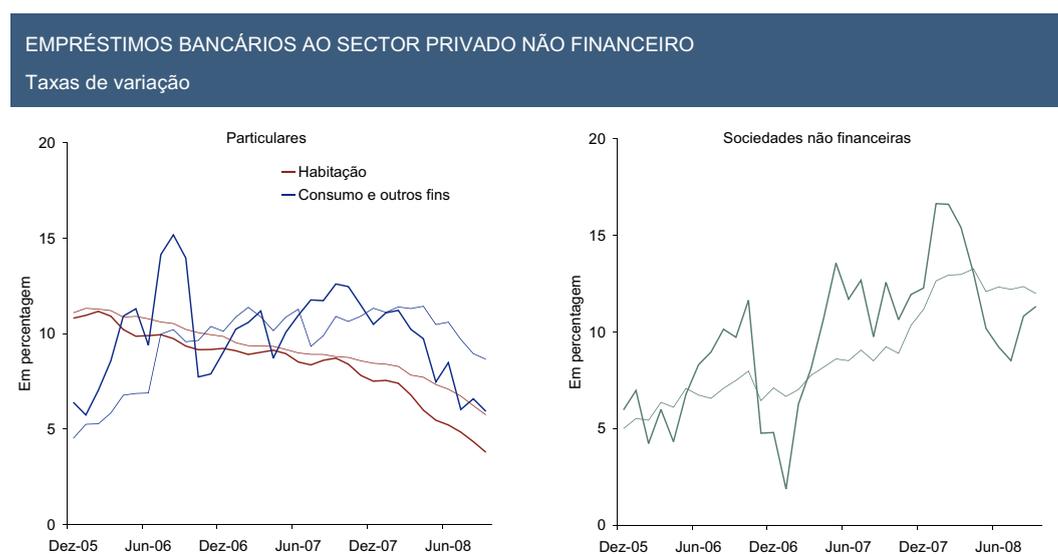
(40) O agregado de crédito com incumprimento aqui considerado corresponde ao conceito das Estatísticas Monetárias e Financeiras e inclui crédito vencido e outros créditos de cobrança duvidosa. Consideram-se créditos vencidos os créditos (respeitantes a dívidas de capital ou a juros) por regularizar no prazo de 30 dias após o seu vencimento. Outros créditos de cobrança duvidosa respeitam às prestações futuras de um crédito quando houver dívidas quanto à sua cobrança, tal como se encontra estabelecido no Aviso do Banco de Portugal nº3/95 e demais legislação em vigor.

(41) 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 no Aviso do Banco de Portugal nº3/95. Para mais detalhes, consultar a Instrução nº16/2004 e o Aviso nº3/95 em www.bportugal.pt/servs/sibap/sibap_p.htm.

Na primeira metade de 2008, a taxa de variação anual dos empréstimos concedidos por instituições monetárias residentes ao sector privado não financeiro continuou elevada (Quadro 4.4.1). A informação disponível relativa à variação trimestral anualizada deste agregado, calculada a partir dos dados corrigidos de sazonalidade, evidencia, no entanto, uma desaceleração daqueles empréstimos sobretudo no decurso do segundo trimestre, que se manteve, em geral, até ao final do terceiro trimestre (Gráfico 4.4.3). De acordo com as indicações dos bancos participantes nos Inquéritos sobre o Mercado de Crédito que tiveram lugar em Abril, Julho e Outubro de 2008, os critérios de aprovação de empréstimos quer a sociedades não financeiras quer a particulares, independentemente da finalidade, ter-se-ão tornado sucessivamente mais restritivos, por comparação com os trimestres anteriores. O aumento do custo de financiamento, a escassez de liquidez nos mercados de dívida por grosso e restrições de balanço dos bancos, em conjunto com a deterioração das expectativas quanto à actividade económica em geral, terão sido os factores determinantes para o aperto dos critérios de aprovação de crédito ao sector privado não financeiro. A alteração de critérios ter-se-á traduzido em *spreads* de taxa de juro mais elevados e num aumento de restritividade das restantes condições contratuais, como sejam o encurtamento da maturidade dos novos contratos, a redução dos montantes concedidos e do rácio entre o valor do empréstimo e o da garantia, uma maior exigência quanto às garantias solicitadas, maiores comissões e outros encargos não relacionados com a taxa de juro e a imposição de outras condições contratuais não pecuniárias mais apertadas (Gráfico 4.4.4).

Com respeito aos empréstimos a particulares, a trajectória de desaceleração observada desde meados de 2006 acentuou-se no decurso de 2008. Contrastando com o verificado no ano anterior, em que os dois segmentos do crédito a particulares apresentaram evoluções díspares, quer os empréstimos para aquisição de habitação quer os destinados a consumo e a outros fins registaram um abrandamento nos primeiros três trimestres do corrente ano, o qual foi, contudo, mais significativo no primeiro caso (Gráfico 4.4.1). Em Setembro, a taxa de variação trimestral anualizada (calculada a partir dos dados corrigidos de sazonalidade) do crédito à habitação situava-se próximo de 4 por cento, abaixo da registada pelos empréstimos destinados a consumo e a outros fins, de 6 por cento (Gráfico 4.4.3). O perfil descendente da taxa de crescimento dos empréstimos para aquisição de habitação foi parti-

Gráfico 4.4.3



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Taxas calculadas a partir de valores ajustados de titularizações e corrigidos de reclassificações, abatimentos ao activo e reavaliações cambiais e de preço. A traço grosso, taxas de variação trimestral anualizada calculadas sobre valores corrigidos de sazonalidade. A traço fino, taxas de variação anual. Valores mensais. Último valor: Setembro de 2008.

Quadro 4.4.1

EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS POR OUTRAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS MONETÁRIAS AO SECTOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO ^(a)

Taxa de variação anual em fim de período

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | | 2008 | Último mês | Peso no total |
|---|------|------|-------|-------|------|------|------|------------|---------------|
| | | | | | Jun. | Dez. | Jun. | Set.08 | Dez. 2007 |
| Total | 6.4 | 6.1 | 7.7 | 8.7 | 9.0 | 9.9 | 9.7 | 8.7 | 100 |
| Particulares | 9.6 | 9.2 | 9.8 | 9.9 | 9.4 | 9.0 | 7.7 | 6.3 | 57.7 |
| Aquisição de habitação | 11.8 | 10.5 | 11.1 | 9.9 | 9.0 | 8.5 | 7.1 | 5.7 | 46.7 |
| Consumo e outros fins | 2.4 | 4.4 | 4.5 | 10.1 | 11.3 | 11.3 | 10.6 | 8.7 | 11.0 |
| <i>dos quais:</i> | | | | | | | | | |
| Consumo | 6.8 | 0.3 | 1.9 | 9.6 | 12.4 | 13.7 | 11.9 | 11.8 | 5.7 |
| Outros | -1.8 | 9.3 | 7.2 | 10.6 | 10.2 | 9.1 | 9.1 | 5.3 | 5.3 |
| Sociedades não financeiras | 2.7 | 2.5 | 5.0 | 7.1 | 8.5 | 11.2 | 12.3 | 12.0 | 42.3 |
| <i>Por memória:</i> | | | | | | | | | |
| Empréstimos concedidos por OIFM a sociedades não financeiras e títulos de dívida emitidos pelo sector na carteira de OIFM | 2.7 | 3.4 | 7.1 | 9.6 | 12.0 | 14.7 | 16.0 | 14.5 | - |
| Sociedades não financeiras, por sector de actividade ^(b) : | | | | | | | | | 100 |
| Agricultura, produção animal, caça, silvicultura e pesca | 7.8 | 5.0 | 4.5 | 10.0 | 11.4 | 16.1 | 20.7 | 24.4 | 1.6 |
| Indústrias extractivas | 15.4 | -6.7 | 0.6 | -5.1 | 4.0 | 4.5 | 12.4 | 14.3 | 0.4 |
| Indústrias transformadoras | 0.5 | -3.8 | -3.0 | 0.7 | 4.9 | 7.9 | 5.9 | 6.5 | 12.7 |
| Produção e distribuição de electricidade, gás e água | 4.8 | -2.0 | 37.9 | -11.3 | -8.4 | 13.7 | 31.8 | 25.5 | 2.1 |
| Construção | 3.8 | 6.0 | 10.7 | 5.4 | 8.9 | 10.7 | 12.8 | 12.2 | 19.7 |
| Serviços | 2.6 | 3.2 | 4.2 | 9.9 | 9.8 | 11.8 | 12.7 | 12.2 | 63.5 |
| <i>dos quais:</i> | | | | | | | | | |
| Actividades imobiliárias | 11.6 | 13.9 | 11.9 | 12.9 | 14.9 | 14.4 | 14.2 | 12.1 | 20.0 |
| Outras actividades de serviços prestados principalmente a empresas | -6.1 | -1.7 | 6.7 | 13.8 | 16.7 | 16.6 | 13.1 | 15.7 | 15.0 |
| Comércio, alojamento e restauração | 4.6 | 2.0 | 3.1 | 7.1 | 4.7 | 6.3 | 10.9 | 10.2 | 17.8 |
| Transportes, correios e telecomunicações | 3.7 | -4.5 | -10.6 | 0.7 | -3.7 | 11.0 | 14.6 | 12.9 | 5.4 |

Fonte: Banco de Portugal.

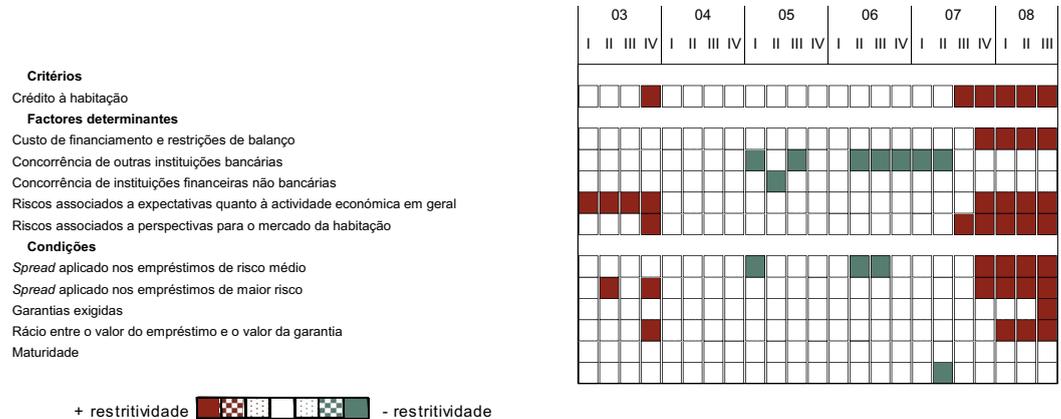
Notas: (a) As taxas de variação são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos bancários em fim de período e transacções calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações. São igualmente ajustados de operações de titularização e corrigidos de abatimentos ao activo e reavaliações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

lhado pela generalidade das instituições do sistema bancário, mantendo-se inalterada a quota de mercado dos cinco maiores grupos bancários (cerca de 80 por cento do total) (Gráfico 4.4.5). Segundo as respostas destes grupos aos Inquéritos sobre o Mercado de Crédito realizados em Abril, Julho e Outubro de 2008, a procura de empréstimos a particulares para aquisição de habitação terá registado uma diminuição significativa no decurso dos três primeiros trimestres do ano, o que é consistente com a redução que se observou na respectiva taxa de crescimento anual e no número de novos contratos de crédito à habitação realizados nos dois primeiros trimestres de 2008. De acordo com a informação da Direcção Geral do Tesouro, o número de empréstimos para aquisição de habitação contratados no primeiro semestre do corrente ano foi 11 por cento inferior ao registado no período homólogo do ano anterior⁴². Por seu lado, o valor médio contratado superou ligeiramente (em 1.6 por cento) o valor médio dos novos contratos efectuados no primeiro semestre de 2007 (Gráfico 4.4.6). Este aumento, ain-

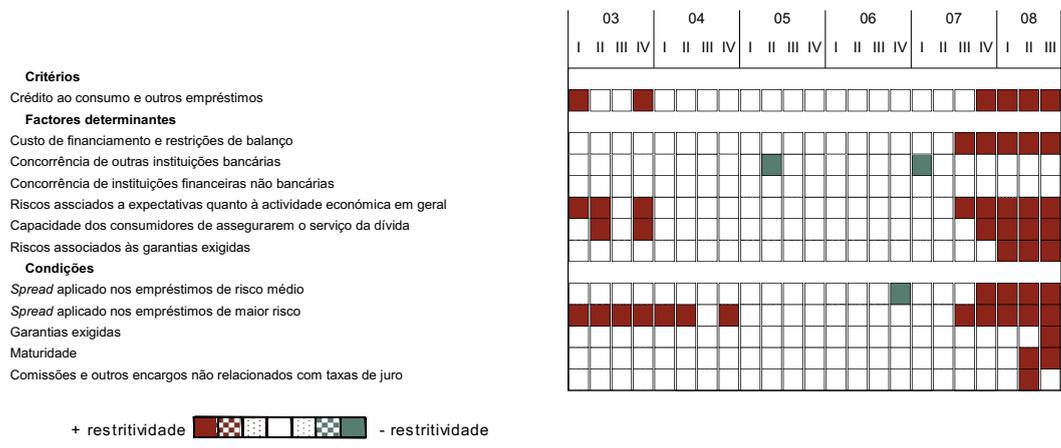
(42) Note-se que esta informação inclui também as substituições de empréstimos por motivo de alterações contratuais que são classificadas como novos contratos de crédito.

Gráfico 4.4.4

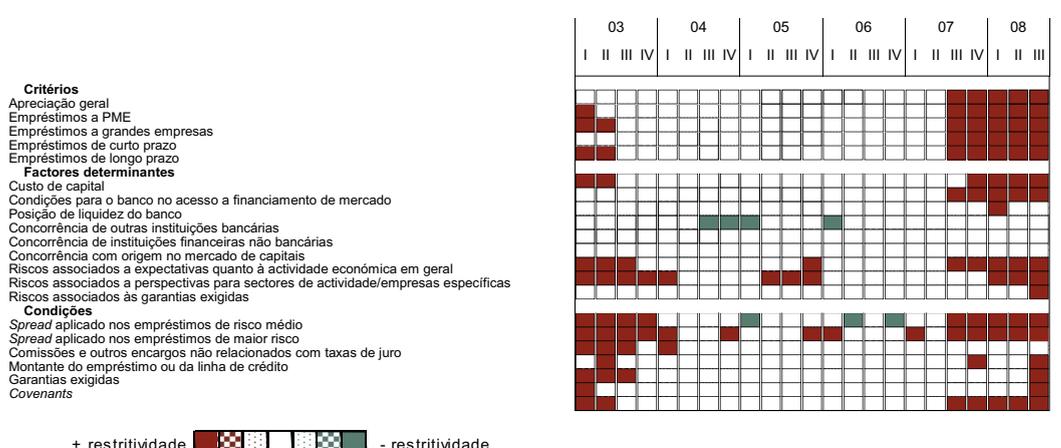
INQUÉRITO AOS BANCOS SOBRE O MERCADO DE CRÉDITO
Empréstimos a Particulares - Habitação



Empréstimos a Particulares - Outros fins

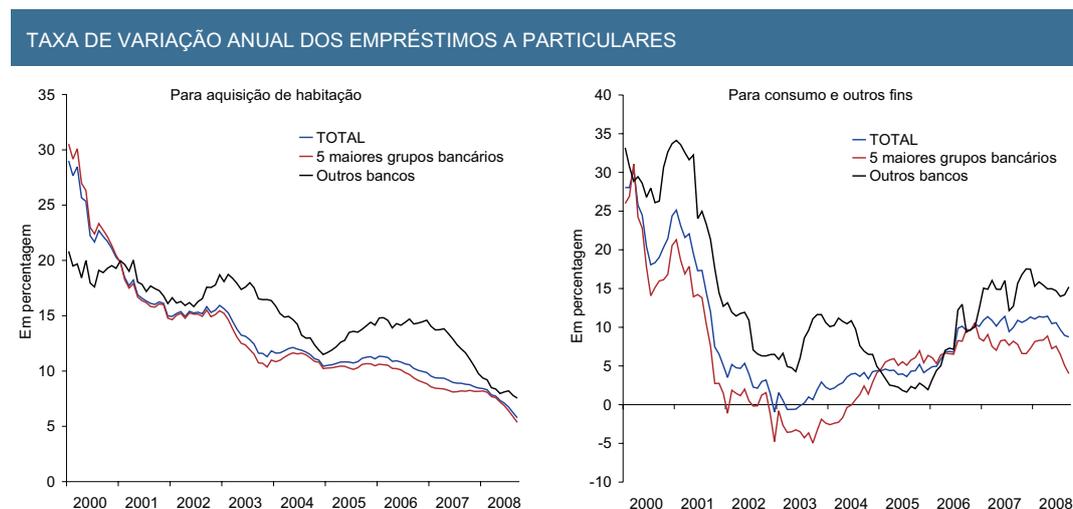


Empréstimos a sociedades não financeiras



Fonte: Banco de Portugal

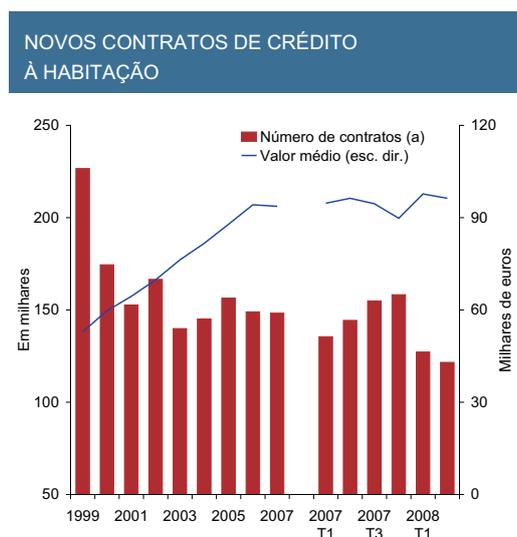
Gráfico 4.4.5



Fonte: Banco de Portugal. Último valor: Setembro de 2008.

da que inferior ao crescimento dos preços de habitação no mesmo período (cerca de 3 por cento, avaliado pela taxa de variação média do índice Confidencial Imobiliário) foi similar ao verificado por estes no último semestre de 2007. Assim, atendendo ao desfasamento que existirá entre o momento de fixação do preço da habitação e o momento de celebração do contrato de empréstimo, o aumento do valor médio contratado no primeiro semestre de 2008 terá reflectido aproximadamente a variação do custo de aquisição de habitação, sugerindo uma estabilização dos rácios *loan-to-value*. Ainda segundo as respostas dos bancos ao Inquérito sobre o Mercado de Crédito, a redução da procura de empréstimos para aquisição de habitação, nos primeiros três trimestres de 2008, terá reflectido sobretudo a deterioração das perspectivas para o mercado de habitação e da confiança dos consumidores. A utilização de poupança acumulada em períodos anteriores estará também a reflectir alguma dete-

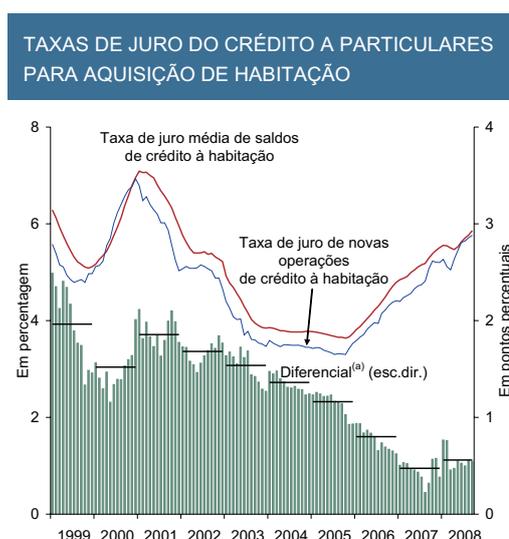
Gráfico 4.4.6



Fonte: Direcção Geral do Tesouro.

Nota: (a) Valores trimestrais anualizados.

Gráfico 4.4.7



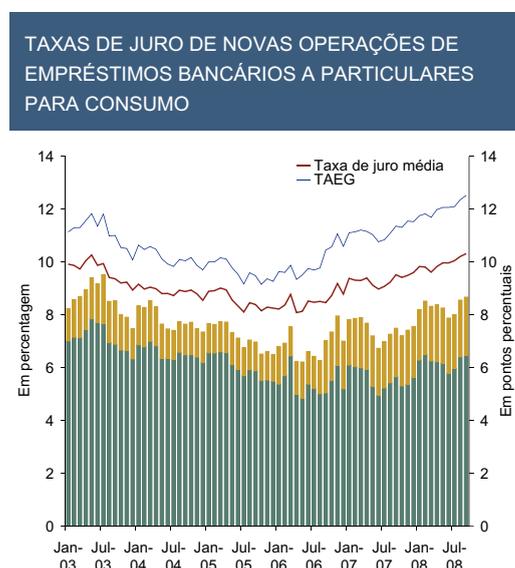
Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (a) Diferencial entre a taxa de juro de novas operações e a Euribor a 6 meses. Último valor: Setembro de 2008.

rioração da situação financeira deste sector, num contexto de subida continuada das taxas de juro implícitas nos saldos de dívida dos particulares, maioritariamente contraída a taxa variável (ver “Secção 3 Situação financeira do sector privado não financeiro”). Com efeito, a taxa de juro dos saldos dos empréstimos à habitação manteve globalmente uma trajectória ascendente no decurso dos três primeiros trimestres de 2008, reflectindo sobretudo o aumento das taxas de juro do mercado monetário, utilizadas em regra como indexante (Gráfico 4.4.7).

Quanto aos empréstimos bancários para consumo e outros fins, a desaceleração observada no primeiro semestre de 2008 foi particularmente marcada no conjunto dos bancos de menor dimensão, os quais haviam tido um contributo assinalável para a variação observada neste segmento de mercado ao longo de 2007⁴³. Em contraste, os empréstimos concedidos pelos cinco maiores grupos bancários registaram, no mesmo período, uma aceleração ligeira face ao final de 2007 (Gráfico 4.4.5). Este desenvolvimento ocorreu não obstante a adopção de critérios mais restritivos na aprovação deste tipo de empréstimos por parte destes bancos, dada a percepção de maiores riscos associados à situação financeira das famílias e à sua capacidade para assegurar o serviço da dívida. No terceiro trimestre de 2008, observou-se um abrandamento destes empréstimos concedidos pelos cinco maiores grupos bancários. A informação disponível relativa a taxas de juro aplicadas em novas operações de empréstimos a particulares para consumo (componente essencialmente destinada às famílias) sugere que, no decurso do primeiro semestre de 2008, houve efectivamente um acréscimo quer no diferencial médio de juro quer na parcela de outros encargos que integram a taxa de juro efectiva global (Gráfico 4.4.8). Igualmente, a taxa de juro dos saldos de empréstimos a particulares para consumo e outros fins manteve uma trajectória ascendente até ao final de Setembro de 2008. Segundo as indicações

Gráfico 4.4.8



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: TAEG: Taxa anual de encargos efectiva global. Taxa de juro média calculada com base nas taxas de novos empréstimos por prazo de fixação inicial da taxa, ponderados pelos montantes de novas operações em cada prazo. O diferencial de taxa de juro (barra inferior) foi estimado utilizando, respectivamente, a Euribor a 6 meses, a Euribor a 1 ano e a taxa de rendibilidade das obrigações de Tesouro portuguesas com prazo residual de 5 anos, nos casos em que o prazo de fixação inicial da taxa é 1 ano, entre 1 e 5 anos e a mais de 5 anos. A barra superior corresponde ao diferencial entre a TAEG e a taxa de juro média das novas operações de empréstimos para consumo. Os diferenciais referem-se à escala direita. Último valor: Setembro de 2008.

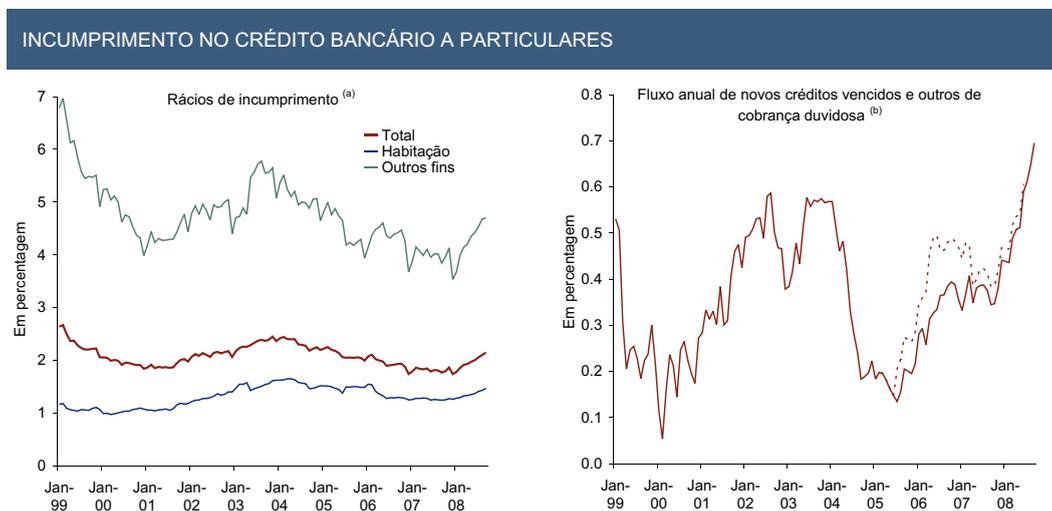
(43) Sobre este assunto, ver “Caixa 7.1. Desenvolvimentos recentes no mercado de crédito a particulares para consumo e outros fins”, Banco de Portugal, Relatório Anual 2007.

dos bancos participantes no Inquérito sobre o Mercado de Crédito, a procura de empréstimos neste segmento também terá diminuído, ainda que de forma menos marcada do que a indicada no caso dos empréstimos à habitação, num contexto de forte abrandamento nas despesas de consumo relativas a bens duradouros, de deterioração da confiança dos consumidores e de redução da poupança⁴⁴ (ver “Secção 3 Situação financeira do sector privado não financeiro”).

No final de Setembro de 2008, o rácio de incumprimento do crédito a particulares cifrava-se em 2.14 por cento, acima dos níveis observados em Setembro e em Dezembro de 2007 (respectivamente 1.76 e 1.73 por cento) (Gráfico 4.4.9). Este agravamento foi particularmente marcado no segmento dos empréstimos destinados a consumo e outros fins, cujo crédito vencido e outro de cobrança duvidosa representava 4.70 por cento do saldo total. Também o incumprimento no crédito à habitação aumentou, ascendendo a 1.47 por cento do total, no final de Setembro de 2008. Reflectindo a deterioração da capacidade financeira das famílias e os encargos crescentes com o serviço da dívida, o fluxo de novos créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa elevou-se, em Setembro, para cerca de 0.70 por cento do saldo médio de empréstimos bancários a particulares (o que corresponde ao valor mais elevado da última década) (Gráfico 4.4.9).

Ao longo da presente década, o recurso continuado a crédito bancário permitiu sustentar o crescimento das despesas de consumo e de investimento das famílias portuguesas, que simultaneamente apresentaram taxas de poupança decrescentes. A reavaliação dos prémios de risco que se traduziu designadamente no agravamento das condições nos mercados financeiros por grosso, no contexto da turbulência nos mercados financeiros iniciada no Verão de 2007, tem-se repercutido em custos de financiamento do sistema bancário progressivamente elevados e em critérios mais restritivos na aprovação de novos empréstimos reduzindo a capacidade dos bancos em ajustarem o serviço da dívida à capacidade financeira das famílias (o que, no passado recente, terá permitido moderar o acréscimo

Gráfico 4.4.9



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: (a) Rácio entre os empréstimos vencidos e outros de cobrança duvidosa e o saldo dos empréstimos ajustado de titularização. (b) Estimativa do fluxo anual de novos créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa calculada ajustando a variação do saldo de crédito vencido e outros de cobrança duvidosa dos abatimentos ao activo e das reclassificações de crédito vencido, em percentagem dos empréstimos bancários (corrigidos de titularização). A partir de Janeiro de 2005, também ajustada de vendas para fora do sistema bancário de créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa não abatidos ao activo, reportadas em base trimestral conforme a Instrução do Banco de Portugal n.º 2/2007 (a tracejado). Último valor: Setembro de 2008 (Junho 2008, para o tracejado em (b)).

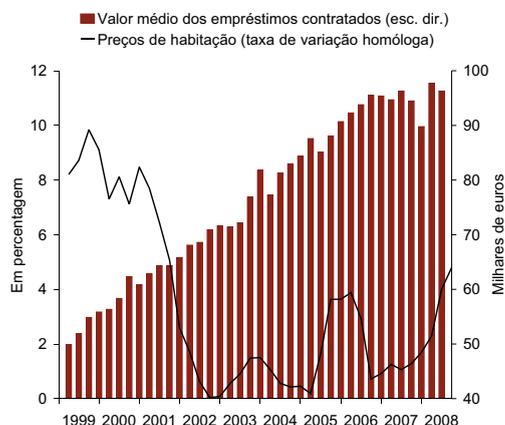
(44) A este propósito refira-se que, em 2007, o consumo de bens duradouros registou uma aceleração significativa relacionada com componente automóvel que estará a ser parcialmente revertida em 2008. O dinamismo observado por esta componente da procura (influenciado pelas alterações introduzidas na tributação sobre veículos) foi, em parte, sustentado pela manutenção de um crescimento elevado dos empréstimos para consumo, que apresentaram um perfil ascendente ao longo do ano não obstante a instabilidade nos mercados financeiros internacionais. Sobre este assunto, vejam-se “Caixa 4.1. A evolução do consumo privado em 2007 e o comportamento dos bens duradouros” e “Caixa 7.1. Desenvolvimentos recentes no mercado de crédito a particulares para consumo e outros fins”, Banco de Portugal, Relatório Anual 2007.

do rácio de incumprimento). Neste quadro, o incumprimento tenderá a elevar-se, especialmente nos estratos mais vulneráveis das famílias, como sejam as de rendimento mais baixo e as mais jovens. Refira-se que, segundo os resultados do último Inquérito ao Património e Endividamento das Famílias (IPEF), serão nestes estratos que se observam taxas de esforço associadas ao serviço da dívida mais elevadas, ainda que, de um modo geral, apresentem níveis moderados. Os riscos para a estabilidade do sistema financeiro associados à dívida destas famílias serão, em geral, limitados. Com efeito, o peso da dívida total concedida às famílias que apresentam situações de maior vulnerabilidade, como sejam as de rendimentos mais baixos e as mais jovens, ou susceptíveis de se tornar mais vulneráveis, nomeadamente em resultado da permanência prolongada em situação de desemprego de elementos do agregado, será pequeno no total da dívida do sector. Adicionalmente, o valor da dívida nos estratos mais vulneráveis estará maioritariamente coberta pelos bens a cuja aquisição se destina. Em particular, no caso do crédito para aquisição de habitação (que representa cerca de 80 por cento da dívida dos particulares), a taxa de recuperação é elevada, reflectindo a garantia real que lhe está associada e o facto de existir alguma evidência de que os preços dos activos imobiliários em Portugal não verificaram valorizações excessivas, em termos agregados (Gráfico 4.4.10). Importa ainda referir que, segundo os resultados do último IPEF, a participação das famílias no mercado da dívida para fins que não a aquisição, construção ou reconstrução/remodelação da habitação intensificou-se no decurso da presente década sobretudo por parte das famílias com níveis de rendimento intermédios e em que o representante pertence a faixas etárias intermédias. A maior parte do valor dos empréstimos enquadráveis nesta categoria terá tido como finalidade a aquisição de veículos (cerca de metade) e a aquisição de imóveis não destinados à habitação, estando, em princípio, garantidos pelos bens a cuja finalidade se destinaram.

Ainda assim, a deterioração da situação financeira das famílias em geral, num contexto de desaceleração da actividade económica, poderá estender a estratos intermédios as dificuldades em satisfazer o serviço da dívida, o que poderá ter efeitos visíveis em termos da rentabilidade do sistema bancário. A este propósito, refira-se que a proposta de Orçamento do Estado para 2009 inclui, no conjunto de medidas de apoio às famílias, a aprovação de um regime especial que institui a possibilidade das famílias oneradas com as prestações dos empréstimos contraídos para aquisição da sua habitação pró-

Gráfico 4.4.10

EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DA HABITAÇÃO E DO VALOR MÉDIO DOS EMPRÉSTIMOS CONTRATADOS



Fontes: Direcção Geral do Tesouro e Índice Confidencial Imobiliário.

pria e permanente alienarem o respectivo imóvel a um fundo ou sociedade de investimento imobiliário para arrendamento habitacional, reduzindo os respectivos encargos por via da substituição da prestação do empréstimo por uma renda de valor inferior e mantendo uma opção de compra sobre o imóvel que arrendem.

No tocante aos empréstimos a sociedades não financeiras, estes verificaram uma aceleração no primeiro trimestre parcialmente revertida nos meses seguintes, situando-se a respectiva taxa de variação anual, em Setembro de 2008, acima das observadas quer em Junho quer em Dezembro de 2007 (Quadro 4.4.1). Quando se considera a taxa de variação trimestral anualizada calculada sobre valores corrigidos de sazonalidade, observa-se todavia um forte abrandamento destes empréstimos ao longo dos sete primeiros meses de 2008, parcialmente revertido em Agosto e Setembro (situando-se a respectiva taxa em torno de 11 por cento) (Gráfico 4.4.3). É, no entanto, de referir que o crescimento da exposição do sistema bancário ao risco de crédito associado às empresas não financeiras foi bastante mais expressivo do que o verificado pelos empréstimos bancários. Com efeito, considerando também os empréstimos concedidos por instituições financeiras não monetárias residentes e os títulos de dívida emitidos por sociedades não financeiras na carteira dos bancos, a aceleração do financiamento do sistema bancário a este sector no decurso da primeira metade do ano foi substancial, face quer ao semestre homólogo quer ao final de 2007 (Quadro 4.4.1). Efectivamente, verificaram-se no primeiro semestre de 2008 emissões líquidas de papel comercial de empresas não financeiras em montantes elevados, que foram maioritariamente tomadas pelos bancos. Neste segmento do mercado de crédito, são de assinalar os aumentos expressivos, em 2008, dos contributos para a variação total dos empréstimos bancários a sociedades não financeiras associados a empresas dos ramos do “comércio, alojamento e restauração”, “produção e distribuição de electricidade, gás e água” e “construção”. No caso dos sectores dos serviços de “actividades imobiliárias” e “outras actividades de serviços prestados principalmente a empresas”, cujos contributos têm sido dos mais significativos nos últimos anos, assistiu-se, no decurso do primeiro semestre de 2008, respectivamente, a uma estabilização e a uma redução destes contributos. Segundo a informação da Central de Responsabilidades de Crédito, os empréstimos a empresas com grandes exposições (cujo saldo representa mais de 80 por cento do montante total de empréstimos concedidos por instituições de crédito residentes a sociedades não financeiras) continuaram a apresentar taxas de crescimento superiores à do total (Quadro 4.4.2). Re-

Quadro 4.4.2

CRÉDITO A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS, POR DIMENSÃO DAS EXPOSIÇÕES ^(a)

Taxas de variação homóloga (em percentagem) ^(b)

| | Jun-07 | Dez-07 | Jun-08 | Por memória (em Junho de 2008): | | |
|--|--------|--------|--------|---------------------------------|---------------------------------|----------------------------|
| | | | | Limite inferior ^(e) | Saldo médio (10 ³ €) | Peso do saldo no total (%) |
| Total | 9.9 | 11.9 | 11.7 | | | |
| Grandes exposições (percentil 90) ^(c) | 10.1 | 11.7 | 12.0 | 468 | 3 741 | 88 |
| <i>das quais: exposições muito grandes (percentil 99) ^(c)</i> | 12.7 | 13.4 | 13.5 | 6 176 | 23 818 | 56 |
| <i>das quais: maiores exposições (percentil 99.5) ^(c)</i> | 14.6 | 14.6 | 14.3 | 11 781 | 39 202 | 46 |
| Exposições de retalho ^(d) | 8.5 | 12.9 | 9.6 | - | 56 | 12 |

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. (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 2008, a taxa de variação das exposições totais, em cada período. (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.

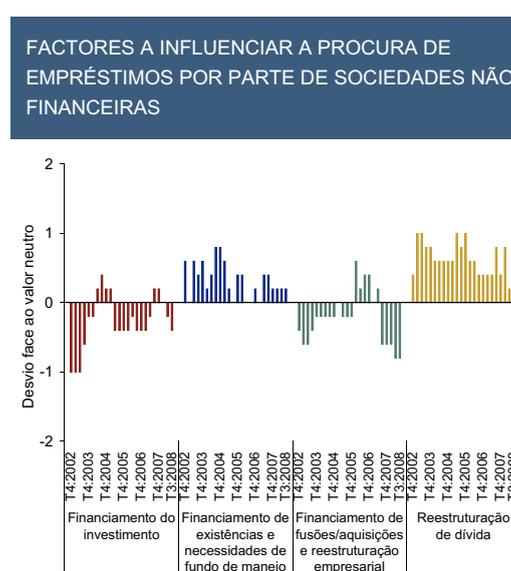
fira-se ainda que a taxa de variação dos empréstimos concedidos pelos cinco maiores grupos bancários portugueses a empresas não financeiras residentes, em Junho de 2008, foi inferior à do sistema total, tendo registado também uma aceleração menos acentuada do que a verificada pelo total desde o início do ano (Gráfico 4.4.11). De acordo com as respostas dos bancos participantes no Inquérito sobre o Mercado de Crédito, a procura de empréstimos bancários e linhas de crédito por sociedades não financeiras ter-se-á reduzido ligeiramente ao longo dos três primeiros trimestres do ano. A reestruturação da dívida e, em menor grau, necessidades de financiamento de existências e de fundo de maneiço terão continuado a ser os principais factores contribuindo para um acréscimo da procura de crédito por parte das empresas não financeiras (Gráfico 4.4.12). O perfil de maturidade contratual do saldo de empréstimos bancários a sociedades não financeiras continuou a acentuar-se no sentido dos empréstimos com prazo superior a cinco anos, cujo contributo para a variação anual do saldo total apresentou um acréscimo significativo no decurso do primeiro semestre do ano (Gráfico 4.4.13). Esta evolução, num contexto em que os maiores bancos indicaram o encurtamento da maturidade como uma condição de maior restritividade na aprovação de empréstimos e linhas de crédito a sociedades não financeiras independentemente da respectiva dimensão, poderá estar a reflectir o alongamento da maturidade de empréstimos anteriormente contratados, ajustando-a assim à capacidade de algumas empresas com dificuldades de liquidez no presente assegurarem o serviço da dívida. Por seu lado, o financiamento do investimento tornou a ser indicado como tendo um impacto negativo sobre a procura de crédito, depois de apresentar alguns sinais de recuperação no decurso do segundo semestre de 2007. A instabilidade dos mercados financeiros e a incerteza crescente relativamente à dimensão dos seus efeitos sobre a economia real estarão a condicionar fortemente as decisões de investimento das sociedades não financeiras. A este propósito refira-se que, de acordo com os resultados mais recentes do Inquérito de Conjuntura ao Investimento (realizado em Abril), a percentagem de empresas que indicaram factores de natureza financeira (designadamente, o nível da taxa de juro, a capacidade de autofinanciamento e a dificuldade em obter crédito bancário) como principais

Gráfico 4.4.11



Fonte: Banco de Portugal. Último valor: Setembro de 2008.

Gráfico 4.4.12



Fonte: Banco de Portugal.

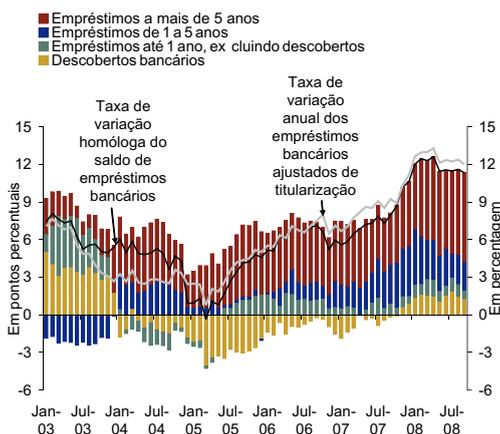
Nota: Média das respostas dos cinco grupo bancários portugueses inquiridos pelo Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito na área do euro (*Bank Lending Survey*). Valores inferiores a 3 (valor neutro) correspondem a factores que contribuem para a redução da procura de crédito comparativamente ao trimestre anterior, enquanto que valores superiores a 3 representam factores que concorrem para o aumento da procura de crédito.

limitações ao investimento em 2008 aumentou apenas ligeiramente em comparação com o ano anterior. Refira-se, a este propósito, que a taxa de juro média dos saldos destes empréstimos (incluindo descobertos) manteve uma trajetória ascendente no primeiro semestre do ano, situando-se, no final de Setembro, 31 pontos base acima do valor de Dezembro de 2007 (superando em mais de 2 pontos percentuais o nível mínimo registado no final do terceiro trimestre de 2005). O diferencial desta taxa face à do mercado monetário aumentou ligeiramente ao longo do semestre (após o que terá registado uma pequena diminuição), reflectindo a transmissão gradual das alterações nas taxas de novas operações de empréstimos sobre as taxas dos saldos (Gráfico 4.4.14).

Num quadro de abrandamento da actividade económica global e de maiores custos operacionais e financeiros, a poupança das sociedades não financeiras terá continuado a reduzir-se e o número de empresas com dificuldades acrescidas no cumprimento do serviço da dívida estará a aumentar (ver “Secção 3 Situação financeira do sector privado não financeiro”). De acordo com a informação da Central de Responsabilidades de Crédito, a percentagem de sociedades não financeiras com empréstimos junto de instituições de crédito residentes que apresentavam crédito e juros vencidos no final de Junho de 2008 foi claramente superior aos níveis quer de Dezembro quer de Junho do ano precedente, tendo este acréscimo sido observado na generalidade dos escalões de crédito concedido⁴⁵ (Quadro 4.4.3). Também o rácio de crédito vencido aumentou em todos os escalões de crédito concedido. No final de Setembro de 2008, o rácio de incumprimento nos empréstimos bancários a sociedades não financeiras situava-se em 2.13 por cento, bastante acima do nível verificado um ano antes e aproximando-se do observado em 2003. Este agravamento reflectiu um montante anual de novos créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa particularmente significativo, superior ao verificado em 2001 (1.07 por cento do saldo médio de empréstimos bancários ao sector, ajustado de ope-

Gráfico 4.4.13

CONTRIBUTOS DOS SEGMENTOS DE PRAZO CONTRATUAL PARA A TAXA DE VARIAÇÃO DO SALDO DE EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS

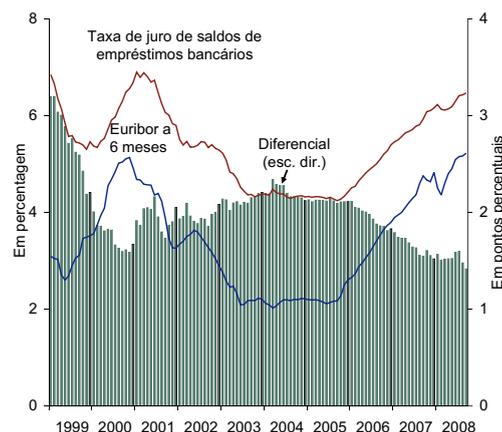


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Os contributos referem-se ao saldo de empréstimos bancários contabilizados no activo dos bancos, sem qualquer ajustamento, para o qual a taxa de variação homóloga é apresentada. A taxa de variação anual é calculada com base na relação entre os saldos ajustados de operações de titularização e transacções mensais calculadas a partir dos saldos corrigidos de reclassificações, abatimentos ao activo e reavaliações cambiais e de preço.

Gráfico 4.4.14

TAXAS DE JURO DO MERCADO MONETÁRIO, DE EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS E RESPECTIVO DIFERENCIAL



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Taxas e diferencial referentes a saldos em fim de período. Os finais de ano encontram-se sublinhados. Até Dezembro de 2002, as taxas de saldos são estimativas. O diferencial é calculado como a diferença entre a taxa sobre saldos e a média móvel de 6 meses da Euribor a 6 meses. Último valor: Setembro de 2008.

(45) Participam na informação da Central de Responsabilidades de Crédito 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.

Quadro 4.4.3

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

| | Dez-06 | Jun-07 | Dez-07 | Jun-08 |
|--|--------|--------|--------|--------|
| Exposição total | | | | |
| Número de devedores com incumprimento ^(b) | 11.5 | 12.8 | 13.5 | 14.6 |
| Crédito e juros vencidos ^(c) | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 2.1 |
| Saldo total dos devedores com incumprimento ^(c) | 6.9 | 7.9 | 8.6 | 10.4 |
| Grandes exposições (percentil 90) ^(d) | | | | |
| Número de devedores com incumprimento ^(e) | 9.8 | 10.8 | 10.6 | 13.3 |
| Crédito e juros vencidos ^(f) | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.6 |
| Saldo total dos devedores com incumprimento ^(f) | 6.1 | 7.2 | 8.1 | 9.8 |
| <i>das quais: exposições muito grandes (percentil 99) ^(d)</i> | | | | |
| Número de devedores com incumprimento ^(e) | 6.2 | 8.0 | 7.4 | 10.4 |
| Crédito e juros vencidos ^(f) | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.6 |
| Saldo total dos devedores com incumprimento ^(f) | 4.0 | 5.1 | 6.5 | 7.8 |
| <i>das quais: maiores exposições (percentil 99.5) ^(d)</i> | | | | |
| Número de devedores com incumprimento ^(e) | 5.2 | 6.7 | 6.7 | 9.7 |
| Crédito e juros vencidos ^(f) | 0.1 | 0.3 | 0.3 | 0.4 |
| Saldo total dos devedores com incumprimento ^(f) | 3.3 | 4.3 | 6.2 | 7.1 |
| Exposições de retalho ^(g) | | | | |
| Número de devedores com incumprimento ^(e) | 11.7 | 13.0 | 13.8 | 14.7 |
| Crédito e juros vencidos ^(f) | 5.0 | 5.3 | 5.3 | 5.6 |
| Saldo total dos devedores com incumprimento ^(f) | 11.8 | 12.9 | 12.7 | 14.6 |

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. (b) Em percentagem do número de sociedades não financeiras com dívidas a instituições financeiras participantes na CRC. (c) Em percentagem do crédito total concedido por instituições financeiras participantes na CRC a sociedades 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 junt das instituições participantes na CRC.

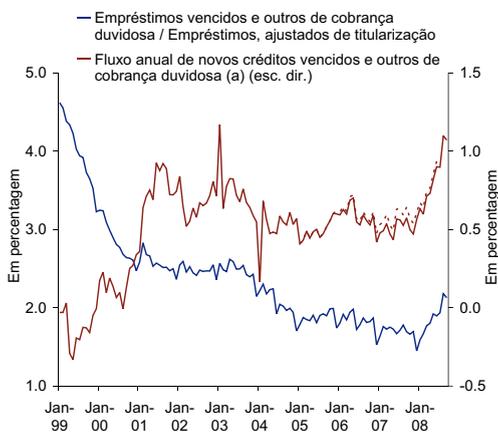
rações de titularização) (Gráfico 4.4.15). Por sector de actividade, destacam-se os acréscimos observados nos contributos do crédito com incumprimento das empresas de serviços de actividades imobiliárias e da construção (que constituem sectores de actividade cujo peso na carteira de crédito do sistema bancário português ascende a 15 por cento⁴⁶) para a variação do rácio de incumprimento do total das sociedades não financeiras (Gráfico 4.4.16). Estes acréscimos estarão a reflectir a particular sensibilidade daqueles sectores de actividade ao actual contexto de crise financeira e à desaceleração da actividade económica. Em consequência destes desenvolvimentos, o peso do saldo em risco (isto é, do saldo total de empréstimos a devedores com incumprimento) no total do crédito a sociedades não financeiras aumentou, segundo os dados da Central de Responsabilidades de Crédito, de 8.6 por cento em Dezembro de 2007, para quase 10.5 por cento no final de Junho de 2008.

Redigido com informação disponível até ao final de Outubro de 2008, com excepção das Estatísticas Monetárias e Financeiras, das decisões de política monetária, das medidas relativas ao sistema financeiro e das notações de rating dos bancos.

(46) Corresponde ao peso dos empréstimos concedidos pelas instituições de crédito residentes a sociedades não financeiras destes sectores no crédito bruto a clientes do sistema bancário em base consolidada, no final do primeiro semestre de 2008. Quando se consideram os empréstimos totais concedidos por aquelas instituições de crédito a empresas não financeiras, o peso dos referidos sectores de actividade é de praticamente 40 por cento.

Gráfico 4.4.15

INCUMPRIMENTO NOS EMPRÉSTIMOS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS

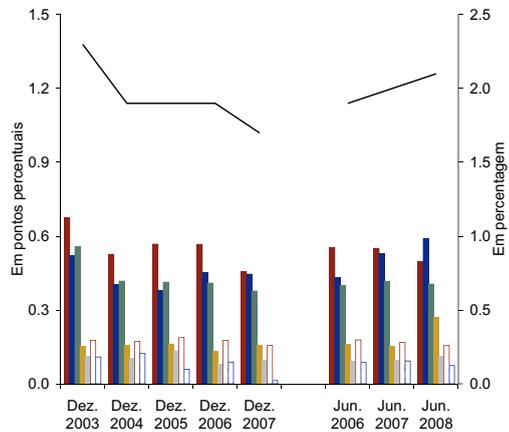


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (a) Estimativa do fluxo anual de novos créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa calculada ajustando a variação do saldo de crédito vencido e outros de cobrança duvidosa dos abatimentos ao activo e das reclassificações de crédito vencido, em percentagem dos empréstimos bancários (corrigidos de titularização). A partir de Janeiro de 2005, também ajustada de vendas para fora do sistema bancário de créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa não abatidos ao activo, reportadas em base trimestral conforme a Instrução do Banco de Portugal nº 2/2007 (a tracejado). Último valor: Setembro de 2008 (Junho de 2008, para o tracejado).

Gráfico 4.4.16

RÁCIO DE INCUMPRIMENTO DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS
Contribuição sectorial



- Indústrias transformadoras
- Construção
- Comércio por grosso e a retalho e reparação de automóveis, motociclos e outros bens
- Serviços de actividades imobiliárias
- Outras actividades de serviços prestados principalmente a empresas
- Outros serviços
- Outras actividades

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Corresponde ao crédito concedido por instituições de crédito residentes. Inclui créditos cedidos em operações de titularização.

Caixa 1. Principais medidas das autoridades portuguesas relativamente ao sistema financeiro no âmbito da crise financeira internacional

As fortes perturbações no sistema financeiro internacional exigiram actuações a diversos níveis por parte das autoridades nacionais e internacionais, com o intuito de garantir a estabilidade do sistema financeiro e de restabelecer a confiança dos agentes económicos. Esta caixa tem como objectivo sumariar as principais medidas do governo português, em particular no âmbito do plano de acção concertada a nível europeu, bem como as alterações regulamentares de natureza prudencial efectuadas pelo Banco de Portugal¹.

Desde o início da turbulência nos mercados financeiros no Verão de 2007, os bancos centrais têm desenvolvido esforços, muitas vezes coordenados, para assegurar o acesso a liquidez nos mercados monetários, num enquadramento de dificuldades generalizadas no financiamento nos mercados por grosso. Contudo, a forte deterioração da situação no sistema financeiro mundial a partir de meados de Setembro exigiu que fossem tomadas diversas medidas adicionais visando restabelecer a confiança dos agentes, conter o risco sistémico, salvaguardar os depósitos do sector privado não financeiro e mitigar o impacto sobre a economia real. Neste enquadramento, em meados de Outubro, foram anunciadas diversas medidas pelos governos europeus, contemplando nomeadamente a concessão de garantias governamentais ao financiamento dos bancos nos mercados de dívida titulada, o alargamento das garantias sobre depósitos e a possibilidade de injeção de capital nos bancos. Este conjunto de medidas resulta de um plano de acção coordenado apresentado na sequência de uma cimeira de chefes de Estado e de Governo de países da área do euro no dia 12 de Outubro de 2008. Este plano tem como objectivos (i) assegurar condições de liquidez adequadas para as instituições financeiras, (ii) promover o acesso a financiamento por parte dos bancos nos mercados de dívida titulada, (iii) disponibilizar às instituições financeiras o capital adicional necessário para que continuem a assegurar o financiamento da economia, (iv) assegurar uma recapitalização eficiente de bancos em dificuldades, (v) permitir alguma flexibilidade na aplicação de normas contabilísticas internacionais e, por último, (vi) aperfeiçoar os mecanismos de cooperação entre países europeus. Os princípios orientadores deste plano de acção foram aprovados no Conselho Europeu de 15 e 16 de Outubro, após a publicação de orientações concretas da Comissão Europeia sobre a articulação entre as medidas governamentais de apoio ao sistema financeiro e as regras europeias de ajuda estatal, tendo como objectivo evitar que estas medidas de apoio gerem distorções na concorrência entre instituições financeiras de diferentes Estados Membros. Em termos concretos, a Comissão definiu que as medidas governamentais devem garantir a não discriminação no acesso (por exemplo, com base na nacionalidade), devendo assumir um carácter temporário. Para além disso, o auxílio estatal deve ser claramente definido e limitado, excluindo qualquer benefício não justificado para os accionistas. O sector privado deve suportar parte do custos do apoio estatal, devendo ser instituídas regras que impeçam as instituições de utilizar estes apoios para, por exemplo, desenvolver estratégias de expansão da sua actividade. Tendo por base os princípios definidos no plano de acção concertada anunciado a 12 de Outubro, e considerando as recomendações da Comissão Europeia, os Estados Membros têm vindo a adoptar diversas medidas que se encontram, em traços gerais e para alguns países, sumariadas no Quadro 1.

Neste contexto, o Governo português anunciou a concessão de garantias governamentais para o financiamento dos bancos nos mercados de dívida titulada até ao limite conjunto de 20.000 milhões de euros². Esta medida assume um carácter temporário, incidindo sobre garantias a conceder até ao final de 2009 e mantendo-se apenas enquanto tal seja justificado pelas condições prevalecentes nos mercados. Estas garantias podem ser solicitadas por todas as instituições de crédito com sede em Portugal que enfrentem constrangimentos ao nível da sua liquidez, desde que cumpram os mínimos regulamentares em termos de solvabilidade. As garantias deverão ser concedidas apenas a contratos de financiamento ou de emissão de dívida em euros, com maturidade entre 3 meses e 3 anos³, sendo excluídas as operações no mercado monetário interbancário e a emissão de dívida subordinada. Os pedidos de concessão de garantias serão analisados pelo Banco de Portugal e pelo Instituto de Gestão da Teosouraria e do Crédito Público, que terão em consideração o contributo da instituição para o financiamento da economia, bem como a necessidade e as condições do financiamento. Para beneficiar desta garantia, as instituições

(1) A "Caixa 2 Actuação das autoridades no contexto da crise financeira: medidas de gestão de liquidez e de intervenção nos sistemas financeiros", no texto "A economia portuguesa em 2008" neste Boletim Económico, discute as principais medidas tomadas na área do euro, nos Estados Unidos e no Reino Unido no âmbito da crise financeira internacional.

(2) Estas garantias foram definidas na Lei n.º 60-A/2008 e concretizadas na portaria n.º 1 219-A/2008, disponíveis em www.min-financas.pt.

(3) Por proposta fundamentada do Banco de Portugal, o prazo máximo pode ser alargado para 5 anos.

de crédito deverão pagar uma comissão de 50 p.b. para dívida com prazos entre 3 e 12 meses. Para emissões com prazo superior, acresce a esta comissão o prémio dos credit default swaps a 5 anos do respectivo banco ou, caso não existam, de uma amostra representativa de bancos. Em caso de incumprimento da instituição de crédito e consequente accionamento da garantia, o Estado, enquanto credor, tem o direito de converter a dívida em capital (através da emissão de acções preferenciais) e de intervir directamente sobre a gestão da instituição em questão. De um modo geral, os termos concretos de concessão destas garantias governamentais assumem características bastante semelhantes às adoptadas noutros países europeus.

No dia 2 de Novembro, o Governo português anunciou um conjunto adicional de medidas de reforço da estabilidade financeira. Neste âmbito, foi anunciado um plano de recapitalização das instituições de crédito com sede em Portugal, tendo como referência as recomendações da Comissão Europeia acima referidas, em linha com planos de natureza semelhante anunciados, por exemplo, pelo Reino Unido, França, Alemanha ou Países Baixos. Esta medida tem como objectivo garantir que as instituições têm condições para reforçar os seus fundos próprios de base, uma vez que o Banco de Portugal recomendou recentemente que o valor mínimo para o rácio de fundos próprios de base (Tier 1) deve passar a fixar-se em 8 por cento até ao final de Setembro de 2009. Esta medida de apoio deverá abranger todas as instituições de crédito solventes e sólidas à luz da lei e dos critérios de supervisão aplicáveis, sendo financiada por dotações do Orçamento de Estado e por emissão de dívida pública até ao limite de 4 mil milhões de euros. As operações de capitalização podem ter por base quaisquer instrumentos financeiros elegíveis como fundos próprios de base, designadamente, aquisição de acções próprias, aumento de capital social e emissão de títulos representativos de capital. Esta iniciativa pretende ainda criar um quadro legal específico para uma intervenção pública directa nos processos de recuperação e saneamento de instituições de crédito com níveis de fundos próprios inferiores aos mínimos legais. O apoio à recapitalização dos bancos assume uma natureza temporária, estando em vigor até Dezembro de 2009, e implica um conjunto de contrapartidas sobre a gestão das instituições de crédito beneficiárias. O desinvestimento público deverá ocorrer no prazo máximo de 3 anos (excepcionalmente, 5 anos, caso tal se justifique pelas condições de mercado).

Também no dia 2 de Novembro, o Governo apresentou uma proposta de lei para a nacionalização do Banco Português de Negócios (BPN), procurando proteger os depositantes da referida instituição, bem como defender os interesses dos contribuintes⁴. Este grupo bancário enfrentava um conjunto de dificuldades com origem na própria instituição que, em conjugação com o agravamento das condições de liquidez nos mercados financeiros internacionais, conduziram à necessidade de intervenção estatal. Estas dificuldades estavam em parte associadas a irregularidades que foram alvo de processos de contra-ordenação e denúncia junto da Procuradoria-Geral da República. A gestão do BPN foi transitoriamente atribuída à CGD que, no prazo de 60 dias após a efectivação da nacionalização, deverá definir os objectivos de gestão do BPN. Os titulares das acções representativas do capital social do BPN serão indemnizados tendo por referência o valor de mercado dos seus direitos, com base numa avaliação a efectuar por duas entidades independentes⁵.

Adicionalmente, a cobertura máxima do Fundo de Garantia de Depósitos passou de 25.000 para 100.000 euros por depositante e por instituição e foi reduzido substancialmente o prazo de reembolso dos depósitos, tendo como referência as recomendações da Comissão Europeia neste sentido⁶. Foram ainda efectuadas diversas alterações com o intuito de reforçar os deveres de informação e transparência das instituições financeiras e de fortalecer os poderes de coordenação do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros⁷. Por seu turno, a CMVM proibiu as vendas curtas de acções emitidas por instituições financeiras, à semelhança do efectuado noutros países europeus.

O Banco de Portugal efectuou algumas alterações no regime de supervisão prudencial. Em primeiro lugar, por via do Aviso n.º 6/2008 do Banco de Portugal, foi alterado o tratamento prudencial de ganhos e perdas não realizados em títulos de dívida classificados na carteira de activos disponíveis para venda para efeitos de fundos próprios,

(4) No dia 11 de Novembro, foi promulgada a Lei n.º 62-A/2008, que nacionaliza todas as acções representativas do capital social do BPN e aprova o regime jurídico de apropriação pública por via de nacionalização.

(5) Este processo será alvo de análise mais detalhada no Relatório de Estabilidade Financeira de 2008 do Banco de Portugal.

(6) O aumento do limite coberto pelo Fundo de Garantia de Depósitos foi promulgado no Decreto-Lei n.º 211-A/2008, onde se define que uma parcela até 10.000 euros de todos os depósitos abrangidos deve ser reembolsada nos sete dias seguintes à data em que os depósitos se tornam indisponíveis. O remanescente deverá ser reembolsado no prazo máximo de um mês.

(7) Estas medidas também foram promulgadas no Decreto-Lei n.º 211-A/2008.

em linha com a possibilidade prevista em 2004 pelo Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária (CEBS). Assim, os ganhos e perdas não realizados que não representem imparidade nos títulos de dívida passaram a ter um efeito neutro na evolução dos fundos próprios. Em segundo lugar, o impacto da transição para as Normas Internacionais de Contabilidade sobre os fundos de pensões de empregados bancários que ainda não se encontrava reconhecido em resultados transitados a 30 de Junho de 2008 passou a poder ser reconhecido por um período adicional de três anos face ao estabelecido anteriormente, conforme definido no Aviso n.º 7/2008. No âmbito do projecto em curso de alteração da Directiva n.º 2006/48/CE e da Directiva n.º 2006/49/CE, no qual se prevê a definição de novos limites para elegibilidade de instrumentos híbridos como elementos positivos dos fundos próprios de base, foi revisto o limite aceite para reconhecimento de acções preferenciais com vencimento indeterminado e sem incentivos à remissão (de 20 para 35 por cento). Por último, por via do Aviso n.º 9/2008, a totalidade das reservas e resultados correspondentes a activos por impostos diferidos passou a ser aceite como elemento positivo de fundos próprios, eliminando-se o limite de 10 por cento dos fundos próprios de base para esta rubrica.

O apuramento de resultados e dos fundos próprios dos bancos portugueses também foi afectado por alterações de natureza contabilística a nível internacional. Concretamente, o International Accounting Standards Board (IASB) efectuou alterações nas normas de contabilização dos instrumentos financeiros a valor de mercado, permitindo uma maior flexibilidade nos critérios de reclassificação destes instrumentos, com efeitos a partir de 1 de Julho de 2008. Refira-se que a variação de valor da carteira de activos financeiros avaliados ao justo valor é reconhecida nos resultados do exercício, que por sua vez constituem um elemento dos fundos próprios, enquanto a variação de valor da carteira de activos disponíveis para venda é relevada directamente nas contas de capital. Por sua vez, a carteira de instrumentos detidos até à maturidade apresenta uma menor sensibilidade a flutuações nos mercados financeiros, na medida em que não é registada a valor de mercado, mas sim a custo amortizado, critério também adoptado na carteira de empréstimos. Para além disso, o IASB efectuou algumas alterações nos critérios de valorização de activos financeiros a justo valor, designadamente caso os mercados onde se transaccionam tais activos enfrentem perturbações graves.

Embora apenas no médio prazo seja possível avaliar no seu conjunto a eficácia e os custos e benefícios destas medidas, de um modo geral estes planos de acção europeus têm contribuído para mitigar a escalada de tensão no sistema financeiro observada entre meados de Setembro e meados de Outubro. O anúncio destas medidas demonstrou que os governos se encontram empenhados em proteger os depósitos do público e em assegurar a estabilidade e o funcionamento do sistema bancário e dos mercados financeiros. Assim, o reforço das garantias sobre os depósitos deverá contribuir para evitar eventuais corridas aos depósitos. Por sua vez, as garantias oferecidas pelos governos ao financiamento dos bancos deverão promover o restabelecimento da confiança e garantir o acesso a refinanciamento nos mercados primários de dívida. Por último, a generalidade dos países europeus passou a dispor dos instrumentos para, se necessário, efectuar reforços no capital das instituições financeiras.

Quadro 1 (continua)

| MEDIDAS GOVERNAMENTAIS EM ALGUNS SISTEMAS FINANCEIROS EUROPEUS | | | | | |
|--|---|---|--|---|---|
| | Fundo de garantia de depósitos | Garantias públicas na emissão de dívida | Autorizações e fundos de recapitalização de bancos | Injecções de capital em bancos específicos | Outras medidas |
| Portugal | Limite máximo de cobertura passou de 25.000 para 100.000 euros por depositante e instituição. | Até ao limite total de 20 mil milhões de euros (exclui mercado interbancário e dívida subordinada). | Plano de recapitalização (4 mil milhões de euros). | Nacionalização do BPN. | |
| Bélgica | | Garantias ao financiamento dos bancos. | | Injecção de capital no grupo Dexia (com França e Luxemburgo). Injecção de capital no grupo Fortis (com Luxemburgo e Países Baixos). Injecção de capital no grupo KBC. | |
| Alemanha | Garantia política para os depósitos. | Até ao limite total de 400 mil milhões de euros. | Criação de um fundo no montante de 80 mil milhões de euros. | Injecção de capital no Commerzbank e no BayernLB (no âmbito do fundo de recapitalização). | |
| Irlanda | Garantia de cobertura integral dos depósitos (cerca de 400 mil milhões de euros). | Garantia de passivos dos bancos entre 30/09/2008 e 29/09/2010 (inclui passivos interbancários). | | | |
| Grécia | Limite máximo de cobertura passou para 100.000 euros. | Criação de um fundo no montante de 15 mil milhões de euros. | Criação de um fundo no montante de 5 mil milhões de euros. | | Alteração da lei de protecção dos devedores. Emissão de 8 mil milhões de euros de dívida pública que podem ser cedidos aos bancos para ser utilizados como garantia. |
| Espanha | Limite máximo de cobertura passou para 100.000 euros. | Até ao limite total de 100 mil milhões de euros em 2008; montante para 2009 por definir. | O Estado passa a ter autorização para injectar capital nos bancos. | | Criação de um fundo no montante de 30 mil milhões (extensível até 50 mil milhões). O fundo pode comprar títulos de elevada qualidade dos bancos. |

Quadro 1 (continuação)

| MEDIDAS GOVERNAMENTAIS EM ALGUNS SISTEMAS FINANCEIROS EUROPEUS | | | | | |
|--|---|---|--|--|---|
| | Fundo de garantia de depósitos | Garantias públicas na emissão de dívida | Autorizações e fundos de recapitalização de bancos | Injeções de capital em bancos específicos | Outras medidas |
| <i>França</i> | | Até ao limite total de 320 mil milhões de euros. | Criação de um fundo (40 mil milhões). | Injeção de capital no grupo Dexia (com Bélgica e Luxemburgo). Aquisição de dívida subordinada no valor de 10.5 mil milhões de 6 grupos bancários no âmbito do fundo. | |
| <i>Itália</i> | Possibilidade de extensão da cobertura dos fundos de garantia de depósitos. | Todas as novas emissões obrigacionistas de bancos garantidas por 5 anos. | O Estado passou a estar autorizado a subscrever ou garantir aumentos de capital de bancos italianos. | | Swap para converter dívida privada em títulos de dívida pública. |
| <i>Luxemburgo</i> | Limite máximo de cobertura passou para 100.000 euros. | Garantia para o financiamento do grupo Dexia. | | Injeção de capital no grupo Dexia (com Bélgica e França). Injeção de capital no grupo Fortis (com Países Baixos e Bélgica). | Medidas para assegurar a liquidez de fundos do mercado monetário. |
| <i>Países Baixos</i> | Limite máximo de cobertura passou para 100.000 euros. | Até ao limite total de 200 mil milhões de euros. | Criação de um fundo no montante de 20 mil milhões de euros. | Injeção de capital no grupo Fortis (com Luxemburgo e Bélgica) e no grupo ING (este último no âmbito do fundo). | |
| <i>Áustria</i> | Cobertura integral dos depósitos. | Até ao limite total de 85 mil milhões de euros. | O Estado tem autorização para injectar capital nos bancos. Criação de um fundo de 15 mil milhões de euros. | Injeções de capital nos grupos Raiffeisen Zentralbank (RZB) e Erste Group Bank. | |
| <i>Suécia</i> | | Até ao limite total de 1500 mil milhões de coroas suecas. | Criação de um fundo no montante de 15 mil milhões de coroas suecas. | | |
| <i>Reino Unido</i> | Limite máximo de cobertura passou para 50.000 libras por depositante. | Até ao limite total de 250 mil milhões de libras. Dependente da solvabilidade das instituições. O Barclays efectuou a primeira emissão com garantia a 22 de Outubro (3 mil milhões de euros). | Criação de um fundo no montante de 50 mil milhões de libras para vários grandes bancos. | Nacionalização do Northern Rock e do Bradford & Bingley. Injeção de capital no Royal Bank of Scotland e no HBOS-Lloyds (no âmbito do fundo de recapitalização). | |

Fontes: CEBS, FMI, Ministérios das Finanças Nacionais e Thomson Reuters.

Nota: Alguns pacotes de medidas ainda se encontram em fase de estruturação. A informação apresentada no quadro não cobre integralmente as medidas tomadas pelos países, em particular em situações em que a informação divulgada na imprensa não foi difundida através de canais oficiais de comunicação dos respectivos governos.



ARTIGOS

Heterogeneidade numa União Monetária e Impacto Sobre o Bem-Estar

Prémio de Risco nos Principais Mercados Accionistas

Uma Perspectiva Sectorial Sobre a Rigidez Nominal e Real dos Salários em Portugal

O Desempenho das Exportações Portuguesas em Perspectiva: Uma Análise de Quota de Mercado Constante

HETEROGENEIDADE NUMA UNIÃO MONETÁRIA E IMPACTO SOBRE O BEM-ESTAR*

Carla Soares**

1. INTRODUÇÃO

Desde 1999, 15 países europeus abandonaram as suas moedas nacionais e a sua política monetária autónoma e criaram a área do euro. Segundo a teoria das Áreas Monetárias Óptimas (AMO) é preferível para as regiões integrar uma área monetária se existir um nível mínimo de sincronização dos ciclos económicos e de integração no que respeita ao comércio entre as regiões e dos mercados de trabalho. Apesar da crescente integração económica entre os países da área do euro, continuam a observar-se diferenças entre estes. Benalal *et al.* (2006) mostra que, desde a criação da área do euro, a dispersão do crescimento económico entre os países não se alterou significativamente, mantendo-se em níveis relativamente baixos. Dado que o grau de sincronização dos ciclos económicos tem também aumentado, estas diferenças sugerem a existência de diferenças estruturais entre os países. Um estudo do Banco Central Europeu (BCE, 2003) sobre os diferenciais de inflação conclui que estes se devem em parte a processos de convergência, mas também a outros factores estruturais. Outros estudos alertam para a existência de diferenças entre os países nos mecanismos de formação de preços e salários (Dhyne *et al.*, 2005; Dickens *et al.*, 2006)¹. Mesmo perante choques comuns, estas diferenças estruturais entre os países podem ter implicações sobre os mecanismos de transmissão da política monetária. Dado que a política monetária na área do euro é definida para a união como um todo, sem procurar responder a especificidades dos países ou choques idiosincráticos, qual a importância da heterogeneidade ao nível da união? Em particular, qual o impacto sobre o bem-estar de cada economia e da união como um todo?

Este artigo procura estudar esta questão de um ponto de vista geral e teórico, procurando analisar o impacto sobre o bem-estar de uma política monetária que responde às variáveis agregadas da união e em que existe heterogeneidade entre os países, nomeadamente no que diz respeito aos graus de rigidez de preços e salários. Para tal, é desenvolvido um modelo simples de economia estocástica com dois países que formam uma união monetária, em que o banco central define a política monetária seguindo uma regra que responde às variáveis agregadas da união². O modelo não inclui um sector Estado, uma vez que o objectivo se prende com a avaliação do impacto de diferentes fontes de heterogeneidade numa união monetária e não tanto com a interacção entre política monetária e política orçamental. No entanto, reconhece-se que a política orçamental pode atenuar ou mesmo eliminar os impactos negativos das assimetrias entre regiões ou de choques assimétricos no contexto de uma união monetária (Adão *et al.*, 2006).

Este trabalho vem na linha da literatura recente de modelos dinâmicos estocásticos de equilíbrio geral, aplicados num contexto de uma união monetária com vários países que funciona como uma economia fechada. Neste âmbito, vale a pena referir os trabalhos de Benigno (2004), Jondeau e Sahuc

* As opiniões expressas no artigo são responsabilidade do autor e não coincidem necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema.

** Departamento de Estudos Económicos.

(1) A este propósito, vale a pena também referir os trabalhos desenvolvidos no contexto da *Inflation Persistence Network* do Eurosistema (http://www.ecb.int/home/html/researcher_ipn.en.html).

(2) O artigo aqui apresentado é baseado em Soares (2008).

(2008) e Gomes (2004). Benigno (2004) procura estudar a política monetária óptima numa união monetária sujeita a choques assimétricos, concluindo que o óptimo pode ser aproximado por uma política de objectivo de inflação que pondere mais a inflação na região onde a rigidez nominal é maior. Por sua vez, Jondeau e Sahuc (2008) comparam dois modelos estimados para a área do euro: um modelo para a área como um todo e um modelo multi-país (Alemanha, França e Itália). Estes autores concluem que existem significativas perdas de bem-estar se a autoridade monetária não levar em conta as especificidades das regiões na definição da política monetária. Noutra linha de investigação, Gomes (2004) estuda as implicações de diferentes graus de rigidez de preços numa união monetária perante choques específicos e comuns com base num modelo calibrado. Conclui que os choques idiossincráticos e, em menor grau, os choques comuns, geram diferenciais de crescimento e de inflação significativos entre os países. Da comparação de diferentes regras de política monetária, conclui que regras que produzem o melhor resultado para a união não equivalem ao melhor resultado em termos individuais. Regras que procuram estabilizar a taxa de juro, estabilizam a inflação e o produto, reduzem os diferenciais entre os países mas reduzem a correlação entre a inflação dos países. Regras que procuram estabilizar o produto reduzem a volatilidade do produto em detrimento da volatilidade da inflação e reduzem a correlação entre o produto dos países.

O artigo está organizado da seguinte forma: na próxima secção apresenta-se uma descrição sintética do modelo. A secção 3 apresenta a calibração para o caso de referência que replica uma união homogénea. Depois, é introduzida heterogeneidade entre os países de modo a analisar o impacto sobre o bem-estar. As fontes de heterogeneidade analisadas são as preferências das famílias em consumir bens produzidos domesticamente, o grau de rigidez de salários e o grau de rigidez de preços. Neste ponto, vale a pena salientar que introduzir heterogeneidade em relação à rigidez nominal de preços e salários tem impactos significativos, daí que se aprofunde este aspecto através da análise da interacção entre os dois tipos de rigidez. A secção 4 apresenta as principais conclusões do estudo.

2. DESCRIÇÃO DO MODELO³

A união monetária é constituída por dois países: a economia doméstica (designada por D) e a economia externa (designada por F). A população total da área é constituída por agentes idênticos que vivem infinitamente e é normalizada para a unidade. A dimensão relativa da economia doméstica é dada por n , logo $(1-n)$ é a dimensão da economia externa. Existem três agentes na economia: as famílias, as empresas e o banco central. As economias dos dois países funcionam de modo semelhante. Assim, descreve-se nesta secção o funcionamento da economia num dos países, sendo que o outro será semelhante.

As famílias consomem bens produzidos nos dois países, poupam investindo em activos financeiros e oferecem trabalho diferenciado às empresas do respectivo país. O objectivo das famílias consiste na maximização da utilidade esperada descontada ao longo do tempo. A utilidade da família representativa em cada momento é separável no consumo e no trabalho, dependendo positivamente do consumo descontado dos hábitos externos no consumo⁴ e negativamente das horas trabalhadas. As famílias estão sujeitas a dois choques aleatórios: um choque de preferências, que influencia a preferência entre consumo presente e futuro das famílias, e um choque de oferta de trabalho, que afecta a disponibilidade das famílias em oferecer trabalho às empresas.

(3) Para mais detalhes sobre o modelo, veja-se Soares (2008).

(4) Assume-se a hipótese de hábitos externos, ou seja, de que as famílias tomam em consideração os desvios do seu nível de consumo face ao consumo *per capita* do país no período anterior, o que permite que o comportamento do consumo no modelo apresente maior persistência e uma resposta gradual a choques, em linha com a evidência empírica (Abel, 1990, Fuhrer, 2000, Smets e Wouters, 2003).

O consumo da família representativa consiste num cabaz de bens produzidos nas duas economias, conforme a sua preferência por bens domésticos ou bens produzidos externamente. Assume-se que $C_{D,t}(j)$ é o consumo pela família representativa j , residente na economia doméstica, de bens produzidos domesticamente, $C_{F,t}(j)$ é o consumo pela mesma família de bens produzidos na economia externa⁵ e ϖ (denominado o parâmetro do *home bias*) é a proporção do consumo de bens produzidos na economia doméstica no consumo total. Assim, o cabaz de bens consumidos pela família j , residente na economia doméstica, pode ser representado pela seguinte expressão:

$$C_t^D(j) = \frac{(C_{D,t}(j))^{\varpi} (C_{F,t}(j))^{1-\varpi}}{\varpi^{\varpi} (1-\varpi)^{1-\varpi}} \quad (2.1)$$

Diz-se que não existe *home bias*, ou seja, que é indiferente para as famílias consumir bens domésticos ou bens importados, quando ϖ é igual a 0.5. Quando ϖ é inferior a 0.5, as famílias preferem consumir bens produzidos na economia externa; e quando é superior a 0.5 preferem consumir bens domésticos.

As famílias têm que respeitar a restrição orçamental a que estão sujeitas. Por um lado, recebem rendimentos do trabalho e dividendos distribuídos pelas empresas do respectivo país, dado que estas vão funcionar num mercado de concorrência monopolística. Por outro lado, podem usar os seus rendimentos em consumo e em poupança. Neste sentido, as famílias podem transaccionar obrigações sem risco da união e activos contingentes específicos apenas a cada país. Ambos os mercados financeiros têm que estar equilibrados em cada momento.

No modelo, cada família oferece serviços de trabalho às empresas do respectivo país. As famílias apenas podem trabalhar nas empresas do seu país, uma vez que não existe mobilidade do factor trabalho ao nível da união. O trabalho é diferenciado entre as famílias, que funcionam como fornecedores de trabalho em concorrência monopsonística e determinam o salário com base neste poder de mercado que possuem. De modo a introduzir fricção no mecanismo de fixação de salários, assume-se que as famílias não podem determinar em cada período o salário que lhes permite atingir o nível máximo de utilidade, tendo em conta a procura de trabalho por parte das empresas. As famílias apenas podem otimizar os salários ocasionalmente, mas não sabem *a priori* quando o podem fazer. Em cada período, cada família vai poder otimizar salários com uma probabilidade de $(1 - \xi_w^D)^6$. Assim, o parâmetro $\xi_w^D \in [0, 1]$, que é igual para todas as famílias e constante ao longo do tempo, indica o grau de rigidez de salários da economia, no sentido em que quanto mais próximo estiver de um, mais rígidos são os salários porque a probabilidade de otimizar salários em cada período é mais baixa. Quando as famílias não podem otimizar, vão actualizar os salários numa proporção da inflação no consumidor do respectivo país do período anterior. Nos períodos em que cada família não pode determinar o salários, vão ter em conta o intervalo de tempo esperado (dado por $1/(1 - \xi_w^D)$ trimestres, uma vez que a frequência do modelo é trimestral) até à próxima optimização. Assim, o salário óptimo da família representativa vai ser definido com uma margem sobre a evolução esperada ao longo do tempo da taxa marginal de substituição entre consumo e trabalho. O salário agregado em cada trimestre é aproximado por uma média do salário óptimo e do salário actualizado segundo o mecanismo de indexação, ponderada pela proporção de famílias que optimizaram salários nesse trimestre.

Utilizando o trabalho como único factor produtivo, as empresas vão produzir bens diferenciados, estando ainda sujeitas a um choque aleatório de produtividade. Na produção, têm que fazer face a cus-

(5) $C_{D,t}$ e $C_{F,t}$ representam a agregação num bem homogéneo, dado que existe diferenciação do produto, tanto entre os bens produzidos internamente como entre os bens produzidos pela outra economia. As famílias estão dispostas a trocar entre bens diferenciados do mesmo país segundo a sua elasticidade de substituição.

(6) O índice superior D no parâmetro significa que este é o parâmetro que se refere à economia doméstica. Para a economia externa, utiliza-se o índice F .

tos fixos, comuns a todas as empresas. Os custos marginais são dados pelo salário nominal ponderado pelo factor de produtividade. À semelhança dos salários, também existe rigidez no mecanismo de fixação dos preços. As empresas apenas podem otimizar os preços no momento t quando recebem um “sinal” aleatório para tal, que ocorre com probabilidade $(1 - \xi_p^D)$. Assim, com probabilidade ξ_p^D , não podem otimizar os preços no momento t , actualizando os preços numa proporção do índice de preços no produtor do respectivo país do período anterior. O parâmetro ξ_p^D indica então o grau de rigidez de preços, que será tanto maior quanto mais próximo de um estiver o parâmetro⁷. Quando as empresas podem otimizar os preços, fixam o preço óptimo com uma margem sobre os custos marginais esperados ao longo do tempo. Dado que em cada momento há empresas que optimizam preços e outras que não podem optimizar, o índice de preços dos bens produzidos em cada economia é aproximado por uma média do nível de preços óptimo e dos preços actualizados segundo o mecanismo de indexação, ponderada pelo grau de rigidez de preços.

Uma vez que as famílias consomem bens produzidos nos dois países, o índice de preços no consumidor é dado pela média dos índices de preços no produtor doméstico e externo, ponderada pela proporção do consumo interno (ω) e do consumo de bens importados ($1-\omega$). O índice para a união será a média dos índices nacionais ponderada pela respectiva dimensão.

Dado que este é um modelo de união monetária, a taxa de câmbio nominal será sempre igual a um. Como os bens de consumo são livremente transaccionados entre os países, os preços praticados na economia doméstica são iguais aos praticados na economia externa para os mesmos bens. Assim, a hipótese de *pricing-to-market* (Obstfeld e Rogoff, 1996; Betts e Devereux, 2000) não é viável neste modelo.

Dado que o modelo possui um grau significativo de não linearidades, uma solução explícita não é possível. Deste modo, segue-se a generalidade da literatura e é feita uma análise em termos dos desvios em logaritmos em relação ao estado estacionário⁸. A regra de política monetária é introduzida de forma *ad-hoc* e não resulta do programa de optimização. Seguindo a tradição das regras de Taylor, o banco central vai responder aos desvios da inflação e do produto em relação aos valores de estado estacionário, assumindo que o objectivo do banco central para a inflação é o estado estacionário. A autoridade monetária demonstra também uma preferência por suavizar a trajectória da taxa de juro. A regra é ainda alargada de modo a que o banco central responda às variações de curto prazo na inflação e no produto (Smets e Wouters, 2003). Por fim, refira-se que o banco central está ainda sujeito a um choque monetário que pode introduzir surpresas na taxa de juro. Assim, pode-se exprimir a regra de política monetária na seguinte expressão:

$$\hat{R}_t = \gamma_R \hat{R}_{t-1} + (1 - \gamma_R) (\gamma_\pi \hat{\pi}_t + \gamma_Y \hat{Y}_t) + \gamma_{\Delta\pi} (\hat{\pi}_t - \hat{\pi}_{t-1}) + \gamma_{\Delta Y} (\hat{Y}_t - \hat{Y}_{t-1}) + \hat{m}_t \quad (2.2)$$

Em que \hat{R}_t , $\hat{\pi}_t$ e \hat{Y}_t são, respectivamente, a taxa de juro, a inflação e o produto da área em desvios do estado estacionário e \hat{m}_t é um choque aleatório de política monetária.

A função bem-estar da sociedade de cada país define-se a partir da função utilidade da família representativa, correspondendo à agregação da utilidade por todas as famílias do respectivo país (Benigno e Woodford, 2004)⁹.

(7) À semelhança do grau de rigidez dos salários, ξ_p^D varia entre zero e um, é igual para todas as empresas e é constante ao longo do tempo.

(8) As equações do modelo log-linearizado são apresentadas em apêndice, em que variáveis em termos dos desvios em logaritmos em relação ao estado estacionário são designadas com $\hat{\cdot}$.

(9) A função bem-estar é aproximada por uma expansão de Taylor de segunda ordem da agregação da utilidade das famílias do país. O bem-estar vai depender dos níveis de bem-estar de estado estacionário, nomeadamente do consumo, e da dinâmica da economia em resposta aos choques, sendo de realçar como factores que influenciam o bem-estar a volatilidade da inflação de preços e da inflação dos salários, a volatilidade do consumo e do produto e a interacção entre a dinâmica do produto e os choques que afectam a economia (excepto o choque de política monetária).

3. ANÁLISE DE BEM-ESTAR

3.1. Calibração do modelo para o caso de referência de uma união homogénea

Numa primeira fase, o modelo é calibrado de modo a replicar o caso de uma união homogénea, ou seja, os países vão ter a mesma dimensão, não vai haver diferentes preferências pelos bens das duas economias e os restantes parâmetros serão iguais para os dois países. A calibração está próxima dos resultados de estimações de modelos DSGE para a área do euro, nomeadamente a de Smets e Wouters (2003)¹⁰.

A taxa de desconto intertemporal das famílias é calibrada de modo a que a taxa de juro real no estado estacionário em termos anuais é próxima de 4%. Dado que se assume que não existe *home bias* no caso de referência de uma união homogénea, o parâmetro ω é calibrado para 0.5. A persistência do consumo é calibrada para 0.6, em linha com as estimações de Smets e Wouters (2003), mas ligeiramente abaixo do estimado para um modelo da área do euro em menor escala como o de Jondeau e Sahuc (2008)¹¹. A elasticidade intertemporal de substituição do consumo é calibrada para cerca de 0.7, em linha com a hipótese generalizada na literatura dos ciclos económicos reais de uma elasticidade entre 0.5 e 1. Por sua vez, a elasticidade da oferta de trabalho é calibrada para cerca de 0.4. O grau de rigidez de salários é calibrado para 0.7, o que significa que, em média, as famílias demoram entre 3 a 4 trimestres a otimizar os salários. Nos trimestres em que não podem otimizar salários, estes são actualizados em 75% da inflação no consumidor do período anterior. Por sua vez, o grau de rigidez de preços é calibrado para 0.9, logo as empresas optimizam os seus preços a cada 10 trimestres, em média. Galí *et al.* (2001) também chegam a um valor elevado e próximo a 0.9 para a rigidez de preços na área do euro quando estimam uma curva de Phillips com rendimentos constantes à escala na função de produção¹². Durante os trimestres em que as empresas não optimizam preços, estes são actualizados em 50% da inflação no produtor do período anterior. Assim, seguindo os resultados de Smets e Wouters (2003), o modelo apresenta uma maior rigidez nominal de preços do que de salários. A elasticidade da procura de trabalho é calibrada para 3, o que significa que o *markup* dos salários é de 1.5. O valor calibrado para a elasticidade-preço da procura de 6 implica um *markup* dos preços de 1.2, o que está em linha com o intervalo de 1.1-1.4 geralmente aceite na literatura (Galí *et al.*, 2001, Christiano *et al.*, 2005). A calibração usada na regra de política monetária também se encontra de acordo com a generalidade da literatura. O taxa de juro apresenta uma persistência relativamente elevada, com um coeficiente de autocorrelação de 0.8. O banco central pondera mais os desvios de inflação face ao objectivo do que os desvios no produto, de acordo com os resultados que se encontram na literatura (peso na regra de 1.7 para a inflação e de 0.1 para o produto). Os pesos das componentes diferenciais do produto e da inflação na regra de política monetária também são relativamente baixos (0.15). Assume-se que o choque de política monetária não apresenta persistência, dado que a taxa de juro já apresenta um elevado grau de persistência. Os choques de preferências, oferta de trabalho e produtividade apresentam elevada persistência, de acordo com os resultados da literatura.

(10) O Apêndice 5.2 apresenta os valores dos parâmetros calibrados.

(11) O valor calibrado está também próximo do valor estimado para os EUA em Christiano *et al.* (2005)

(12) No entanto, comparando com outras estimações, nomeadamente para os EUA, o pressuposto implica um grau elevado de rigidez de preços (Christiano *et al.*, 2005).

3.2. Regras de política monetária

Nesta secção pretende-se estudar o impacto sobre o bem-estar das diferentes regras que o banco central pode seguir. Para tal, considera-se o seguinte conjunto de regras:

1. Regra original $\hat{R}_t = 0.8\hat{R}_{t-1} + 0.2(1.7\hat{\pi}_t + 0.1\hat{Y}_t) + 0.15(\hat{\pi}_t - \hat{\pi}_{t-1}) + 0.15(\hat{Y}_t - \hat{Y}_{t-1}) + \hat{m}_t$
2. Regra sem componentes diferenciais ($\gamma_{\Delta\pi} = \gamma_{\Delta Y} = 0$)
3. Regra sem persistência da taxa de juro ($\gamma_R = 0$)
4. Regra de Taylor simples ($\gamma_{\Delta\pi} = \gamma_{\Delta Y} = 0$ e $\gamma_R = 0$)
5. Baixo peso na inflação ($\gamma_\pi = 1$)
6. Elevado peso na inflação ($\gamma_\pi = 2$)
7. Hiato do produto não entra na regra ($\gamma_y = 0$)
8. Elevado peso para o hiato do produto ($\gamma_y = 1$)

A regra inicialmente definida no modelo (regra 1) é semelhante à estimada no modelo para a área do euro de Smets e Wouters (2003). Na regra 2, o banco central não reage à evolução de curto prazo na inflação e no produto. A regra 3 procura avaliar qual o impacto da preferência em suavizar a trajectória para a taxa de juro, uma vez que se não houver persistência na taxa de juro, pode-se atingir mais depressa os objectivos de inflação e produto. Refira-se que a generalidade da literatura considera como bastante válida a hipótese de gradualismo na taxa de juro, uma vez que a menor volatilidade na taxa de juro pode ser considerada importante para o bem-estar das economias, além de que a incerteza quanto ao verdadeiro modelo da economia e ao impacto dos choques justifica uma abordagem mais cautelosa por parte dos bancos centrais (Martins, 2000). Pretende-se ainda discutir uma regra de Taylor simples que reage apenas aos desvios da inflação e do produto (regra 4).

Um segundo conjunto de regras avalia a importância relativa que o banco central dá à estabilização da inflação e do produto em torno do objectivo (regras 5 a 8). A existência de um *trade-off* de curto prazo entre estabilizar o produto e estabilizar a inflação justifica a análise do impacto desta opção do banco central sobre o bem-estar. Se o banco central responde à inflação de modo que a taxa de juro varia menos do que a inflação, então a política monetária pode contribuir para gerar ainda mais volatilidade na economia (Clarida *et al.*, 2000). Assim, o valor mais baixo que se considera que a autoridade monetária pode assumir para o peso da inflação na regra é precisamente 1. À medida que se assumem valores superiores para o peso da inflação, significa que a regra está a permitir um ajustamento mais acentuado dos choques (Clarida *et al.*, 2000). Se a autoridade monetária der mais relevância à estabilização do produto, então o peso relativo deste na regra deve aumentar.

Os resultados para as diferentes fontes de heterogeneidade (ver Gráficos 1, 2 e 3) mostram que a comparação de diferentes regras é indiferente à fonte de rigidez considerada. Em qualquer dos casos, as regras com peso relativo mais elevado para a inflação em comparação com o peso para o hiato do produto geram um melhor resultado em termos de bem-estar, em ambos os países e ao nível da união. Em contrapartida, as regras que pesam relativamente mais o hiato do produto levam a maiores perdas de bem-estar em comparação com as restantes regras. No modelo, as regras com um peso relativo maior para a inflação são as que melhor estabilizam esta variável, o que sugere, dado os efeitos das regras no bem-estar, que a volatilidade da inflação é relevante para os níveis de bem-estar. De facto, verifica-se que os agentes dão uma elevada importância à volatilidade da inflação na função

bem-estar. É ainda de esperar que a volatilidade da inflação afecte as decisões de consumo e produção das famílias e empresas.

A comparação das diferentes regras está em linha com a generalidade da literatura. De facto, parece ser consensual que o banco central deve reagir mais fortemente à inflação. Clarida *et al.* (1999) referem que, sob compromisso (“*commitment*”), a política óptima leva o banco central a responder de modo mais agressivo à inflação do que ao produto. Gomes (2004) refere que as políticas que permitem maior estabilização da inflação não são as mesmas que induzem a maior estabilização do produto em torno do nível de estado estacionário.

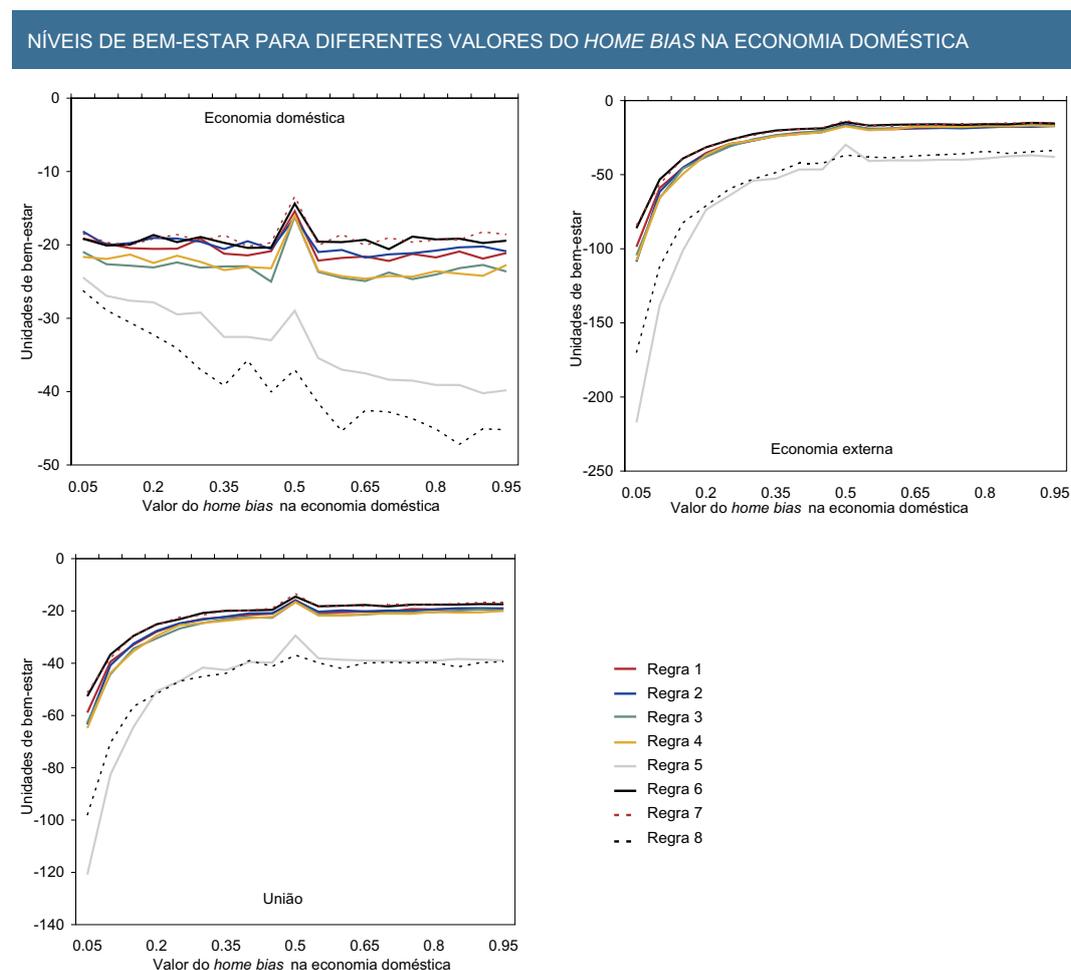
Por outro lado, o grupo de regras de política que compara diferentes estruturas de regras (regras 1 a 4) leva a níveis de bem-estar bastante próximos, o que sugere que a escolha do banco central entre as diferentes formulações não é muito relevante. Se o banco central optar por suavizar a trajectória da taxa de juro, o bem-estar diminui ligeiramente. Contudo, pode-se mostrar que este resultado é dependente do tipo e da dimensão dos choques predominantes na economia.

3.3. Heterogeneidade em relação ao *home bias*

Nesta sub-secção, introduz-se heterogeneidade na união monetária alterando apenas um parâmetro isoladamente na economia doméstica face à calibração de referência (secção 3.1). A primeira fonte de heterogeneidade a ser analisada é o *home bias*. A economia externa permanece sem preferências claramente expressas sobre bens domésticos ou bens produzidos nesta economia ($\varpi^* = 0.5$). Analisa-se o impacto no bem-estar por variar o *home bias* na economia doméstica, ou seja, quando as famílias do país preferem consumir bens importados ($\varpi < 0.5$) e quando preferem consumir bens produzidos internamente ($\varpi > 0.5$). O Gráfico 1 apresenta os principais resultados.

A existência de preferências pelos bens domésticos ou importados diferentes entre os países têm impacto sobretudo sobre o bem-estar de estado estacionário, uma vez que a dinâmica das economias permanece relativamente inalterada. Quando o *home bias* é mais baixo na economia doméstica ($\varpi < 0.5$), a preferência por consumir bens domésticos é mais baixa, logo a procura por estes bens é menor e a produção também. Assim, as empresas domésticas podem utilizar uma quantidade de trabalho menor. Em contrapartida, as empresas da economia externa vão aumentar a produção em resposta à maior procura pelos seus bens e, necessariamente, a quantidade de trabalho utilizada sobe. Dado que a elasticidade do trabalho é menor do que a elasticidade do consumo nas famílias, em cada país observam-se variações mais acentuadas no consumo do que no trabalho. Em consequência do efeito combinado da redução (aumento) do trabalho e aumento (redução) do consumo na economia doméstica (externa) perante níveis mais baixos no *home bias* neste país, o bem-estar na economia doméstica é ligeiramente mais elevado e, em contrapartida, na economia externa o nível bem-estar é mais reduzido. Contudo, o melhor resultado em termos de bem-estar para a união e para os dois países é atingido quando os países são complementares em relação ao *home bias*, ou seja, quando a preferência global da união é igual para os bens dos dois países. Isto não significa que os países tenham que ser iguais, mas que se a preferência da economia doméstica por bens domésticos for elevada, a preferência por bens domésticos por parte das famílias do outro país deve ser baixa (ou seja, $\varpi + \varpi^* = 1$).

Gráfico 1

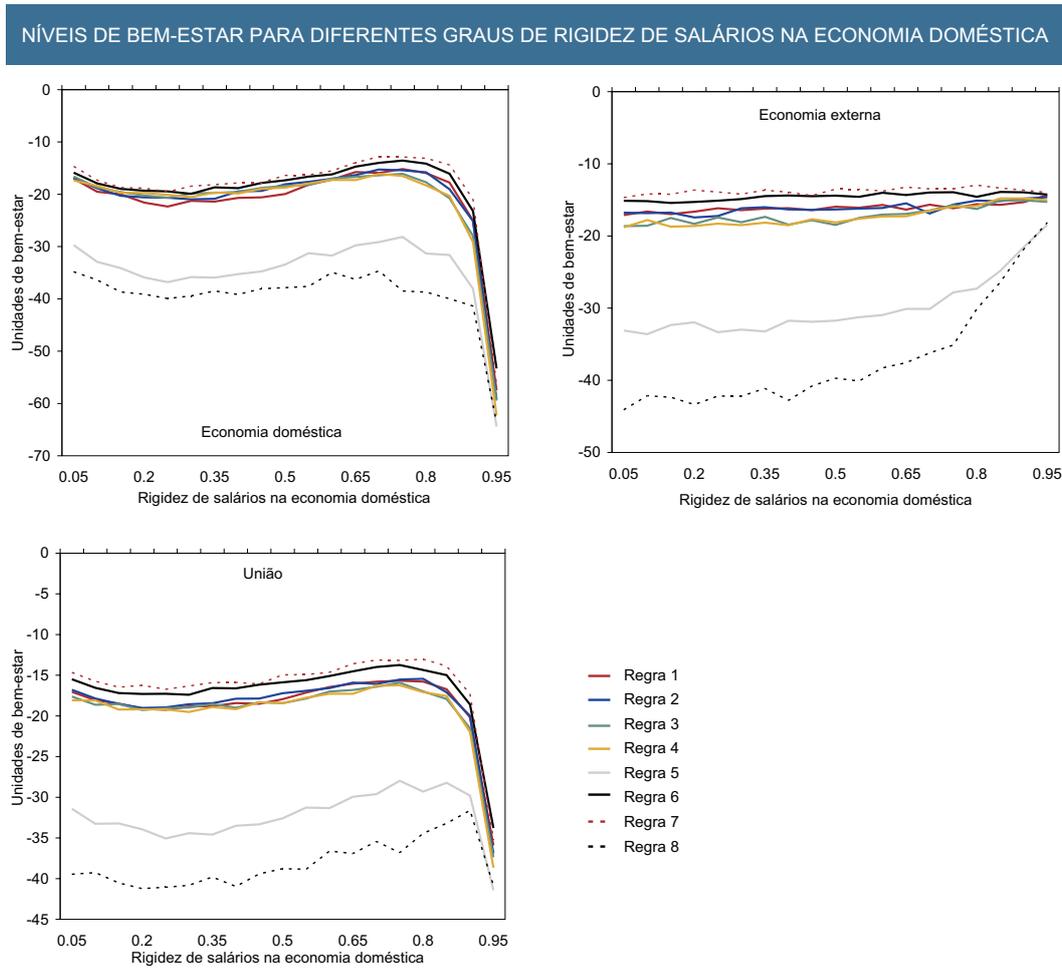


3.4. Heterogeneidade em relação à rigidez nominal

Assume-se agora que as economias podem diferir quanto aos graus de rigidez de preços e salários. De modo a analisar o efeito desta fonte de heterogeneidade, alteram-se os parâmetros dos graus de rigidez de salários ξ_w^D e de preços ξ_p^D da economia doméstica isoladamente. Verifica-se que este tipo de diferenças entre os países da união não altera o bem-estar de estado estacionário, mas tem efeitos significativos sobre a dinâmica das economias. Os Gráficos 2 e 3 apresentam os resultados do impacto no bem-estar de alterar os parâmetros dos graus de rigidez de salário e preços, respectivamente, na economia doméstica.

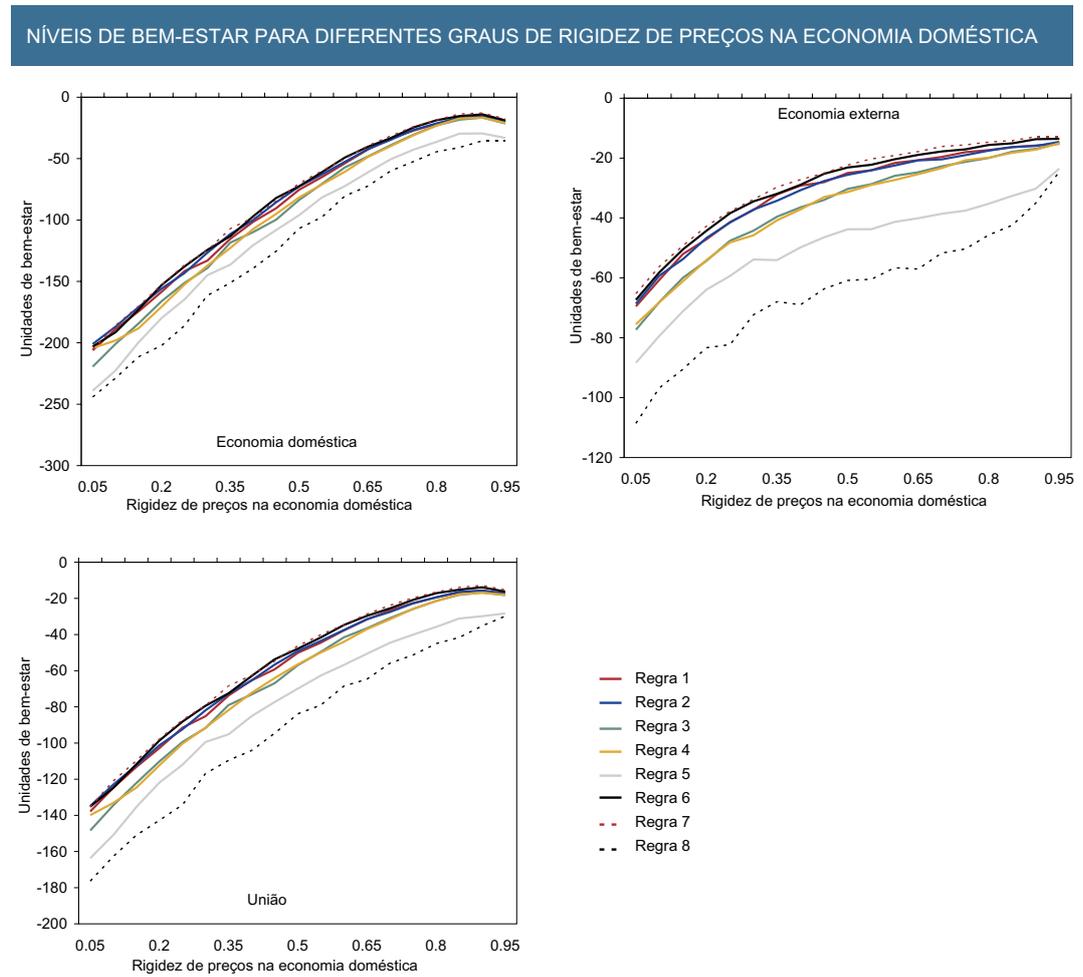
Verifica-se que, em termos gerais, reduzir a rigidez na economia doméstica enquanto a economia externa permanece com um grau de rigidez mais elevado reduz o bem-estar em ambas as economias. Este efeito é devido essencialmente ao facto de que maior flexibilidade gera maior volatilidade, em especial da inflação, o que piora o bem-estar. O país mais flexível, nomeadamente em relação aos preços, tende a apresentar um nível de bem-estar mais baixo. É interessante também realçar alguns resultados relativos à heterogeneidade em relação à rigidez de salários. Verifica-se, por um lado, que quando os salários são mais flexíveis num dos países, o impacto em termos de bem-estar é praticamente nulo. Contudo, quando se aumenta o valor do parâmetro de rigidez de salários num dos países,

Gráfico 2



Nota: O grau de rigidez aumenta com o valor do parâmetro respectivo. Na economia externa, o parâmetro para a rigidez de salários permanece fixo em 0.7.

Gráfico 3



Nota: O grau de rigidez aumenta com o valor do parâmetro respectivo. Na economia externa, o parâmetro para a rigidez de preços permanece fixo em 0.9.

em especial acima do parâmetro de rigidez de preços, observa-se que o bem-estar diminui significativamente. Ou seja, além da questão da heterogeneidade ao nível da união, a interacção entre rigidez de preços e salários parece ser também um factor relevante para o bem-estar. Deste modo, apresenta-se de seguida uma análise mais detalhada destes efeitos.

3.4.1. Interacção entre rigidez de preços e de salários

A análise apresentada nesta secção decorre em duas fases: primeiro, considera-se que os países permanecem sempre iguais e analisa-se os efeitos de variar os graus de rigidez nominal (Gráfico 4); na segunda fase, apenas se variam os parâmetros na economia doméstica, procurando avaliar a interacção entre rigidez de preços e de salários (Gráfico 5). Em qualquer dos casos, mantém-se a regra de política monetária constante (segue-se a regra 1), assim como a resposta do banco central às variáveis agregadas e os restantes parâmetros dos países. Adicionalmente, a análise apresentada refere-se apenas aos efeitos sobre a dinâmica de curto prazo das economias em resposta a choques, uma vez que, como foi referido anteriormente, alterações nos parâmetros de rigidez nominal não alteram o estado estacionário.

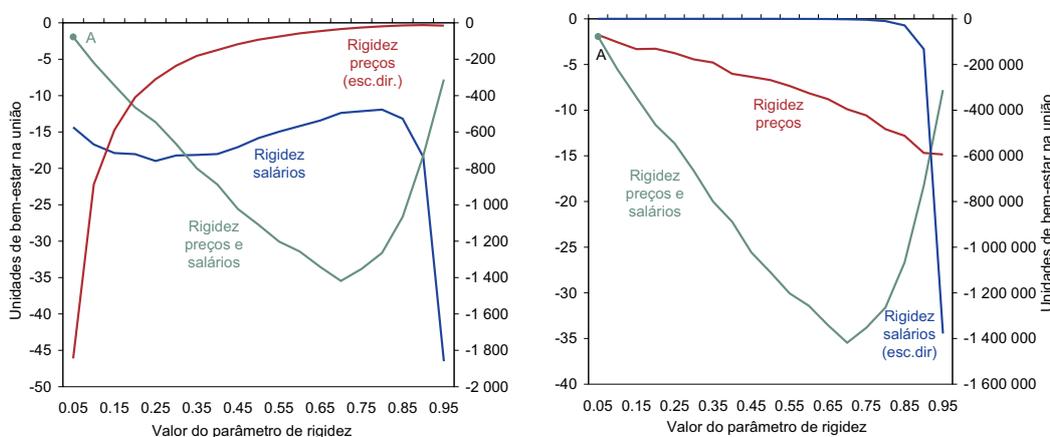
Do Gráfico 4 observa-se que salários e preços flexíveis geram efectivamente a melhor situação em termos de bem-estar (ponto A assinalado no gráfico). Quando os países partem de uma situação de maior flexibilidade de preços e salários (painel (b) do Gráfico 4), aumentar o grau de rigidez reduz o nível de bem-estar (passagem da esquerda para a direita do gráfico), de modo mais significativo quando se aumenta apenas a rigidez de salários mantendo os preços flexíveis. Por outro lado, quando os países partem do cenário base em que existe um elevado grau de rigidez nominal (painel (a) do Gráfico 4), aumentar a flexibilidade geral das economias melhora o bem-estar, mas aumentar apenas a flexibilidade de preços mantendo os salários rígidos piora o bem-estar. Neste caso, os preços acomodam mais o efeito dos choques, logo a inflação varia mais, uma vez que o ajustamento por via dos salários demora mais a ocorrer dada a existência de rigidez, o que é uma situação pior para as fa-

Gráfico 4

NÍVEIS DE BEM-ESTAR CONFORME VARIAÇÕES NOS GRAUS DE RIGIDEZ NOMINAL, MANTENDO SEMPRE OS PAÍSES IGUAIS.

(a) Países rígidos à partida

(b) Países flexíveis à partida



Nota: Cada linha corresponde ao bem-estar da união conforme o parâmetro de rigidez nominal que se está a variar em ambas as economias simultaneamente. O gráfico (a) apresenta o caso em que, quando se varia apenas uma fonte de rigidez, a outra mantém a calibração de partida em que as economias têm rigidez. O gráfico (b) apresenta o caso em que, quando se varia apenas uma fonte de rigidez, a outra mantém a calibração mais próxima do cenário de preços/salários flexíveis.

mílias e empresas. Assim, as principais conclusões a retirar da interação entre os tipos de rigidez com países iguais são as seguintes: (i) maior flexibilidade permite maior bem-estar, (ii) sendo que a flexibilidade de preços tem maior impacto no bem-estar, mas (iii) rigidez de preços e salários muito elevada também se traduz num dos melhores resultados de bem-estar. Neste caso, preços e salários reagem pouco a choques e, conseqüentemente, apresentam uma baixa volatilidade, o que explica em grande medida este resultado.

Numa economia com salários rígidos e preços flexíveis, as empresas podem ajustar facilmente os preços aos custos marginais. No entanto, as famílias não podem otimizar salários, mas podem actualizá-los numa proporção relativamente elevada (75%) da inflação no consumidor no período anterior. Em última instância, a evolução dos preços está a ser determinada pela própria inflação passada, a qual será também o principal determinante da resposta do banco central. Por sua vez, os salários demoram muito mais tempo a voltar ao nível óptimo e a política monetária não tem em conta a sua evolução. Assim, a volatilidade da inflação é bastante elevada e, conseqüentemente, o nível de bem-estar é substancialmente menor.

Quando se introduz heterogeneidade entre os países em relação aos parâmetros que reflectem a rigidez nominal, as conclusões alteram-se ligeiramente. Enquanto que no Gráfico 4 os países permaneciam homogéneos, no Gráfico 5 apresenta-se os resultados quando se varia os parâmetros de rigidez nominal na economia doméstica, enquanto que a economia externa permanece com elevada rigidez nominal (painel (a)) ou com reduzida rigidez (painel (b)). Economias mais flexíveis continuam a ser a situação preferível em termos de bem-estar, mas apenas enquanto os países são semelhantes. Se os países partem ambos de uma situação de grande flexibilidade e aumenta o grau de rigidez na economia doméstica (painel (b) do Gráfico 5), observa-se que o bem-estar na economia externa praticamente não se altera, mas verifica-se uma redução forte no bem-estar da economia doméstica, mais acentuada quando apenas se aumenta a rigidez de salários. Por outro lado, se a situação de partida é o cenário base (secção 3.1), em que ambos os países apresentam elevada rigidez nominal e se se varia os parâmetros de rigidez nominal na economia doméstica (painel (a) do Gráfico 5), então há perdas de bem-estar para a união, embora tal não implique que ambos os países piorem a sua situação. De facto, se a economia doméstica diminuir a rigidez global, poderá ter melhorias no bem-estar, mas a economia externa piora bastante a sua situação. A economia doméstica tem a capacidade de ajustar mais rapidamente aos choques e a resposta de política será mais contida do que se ambos os países fossem muito rígidos, o que irá prejudicar o país mais rígido. Por outro lado, quando apenas se flexibiliza uma das fontes de rigidez nominal, há perdas de bem-estar, uma vez que o ajustamento da economia aos choques há-de decorrer mais por via dos preços ou salários, conforme o que for mais flexível, e por via do impacte na actividade. Quando a economia doméstica apenas aumenta a flexibilidade de salários, a redução no nível de bem-estar é relativamente baixa e próxima entre os países. Contudo, quando apenas o grau de rigidez de preços na economia doméstica diminuiu, mantendo-se salários rígidos, então ambos os países vêm o seu nível de bem-estar reduzido, mas esta queda é mais acentuada para a economia doméstica. Neste caso, a volatilidade da inflação da economia doméstica será maior porque os preços ajustam mais rapidamente aos choques, o que contribui para que o bem-estar diminuía substancialmente neste país. Confirma-se novamente o forte impacto decorrente de uma situação de flexibilidade de preços com salários rígidos mencionada atrás.

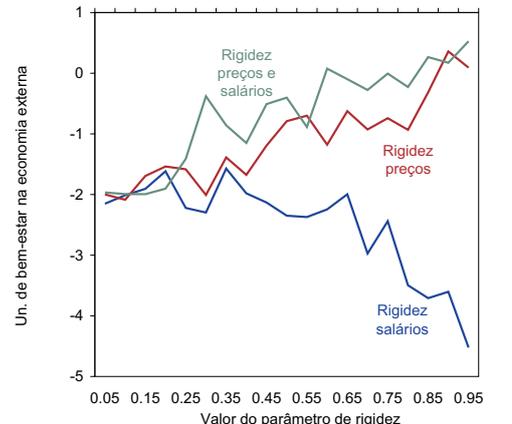
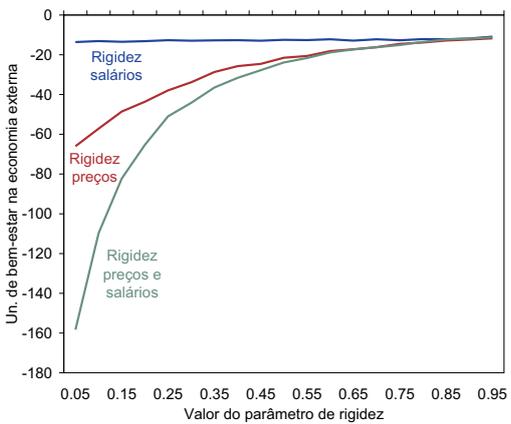
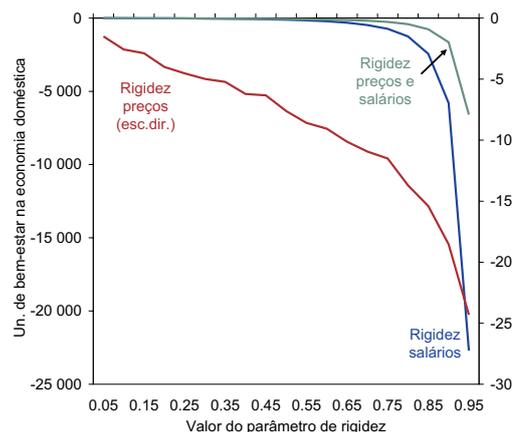
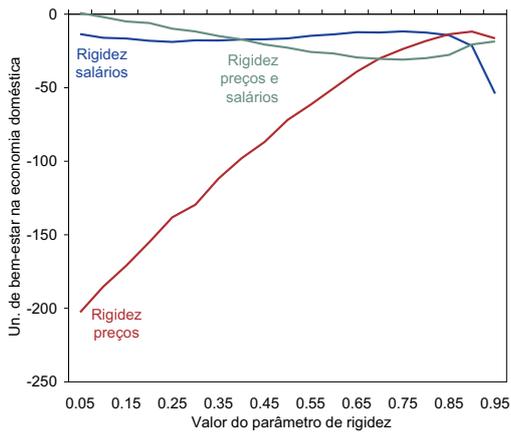
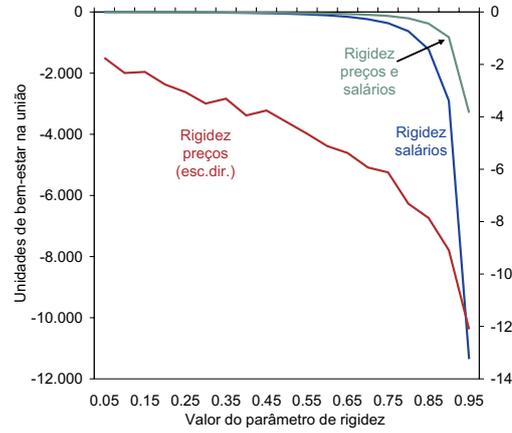
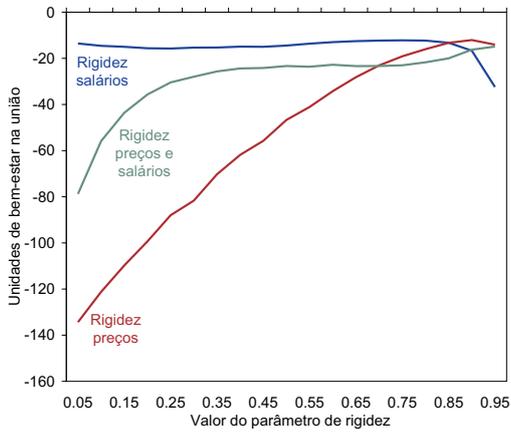
Verifica-se então que numa união monetária deveria haver o incentivo para políticas coordenadas ao nível da união que promovessem a flexibilização de preços e salários.

Gráfico 5

NÍVEIS DE BEM-ESTAR CONFORME VARIAÇÕES NOS GRAUS DE RIGIDEZ NOMINAL DA ECONOMIA DOMÉSTICA.

(a) Economia externa rígida, varia rigidez na economia doméstica

(b) Países flexíveis à partida, aumenta rigidez na economia doméstica



Notas: Cada linha corresponde ao bem-estar da união conforme o parâmetro de rigidez nominal que se está a variar na economia doméstica. Os gráficos da coluna (a) apresentam o caso em que, quando se varia apenas uma fonte de rigidez na economia doméstica, a outra mantém uma calibração de partida em que as economias têm rigidez, assim como a calibração da economia externa. Os gráficos da coluna (b) apresentam o caso em que, quando se varia apenas uma fonte de rigidez na economia doméstica, a outra mantém uma calibração mais próxima do cenário de preços/salários flexíveis, assim como a calibração da economia externa.

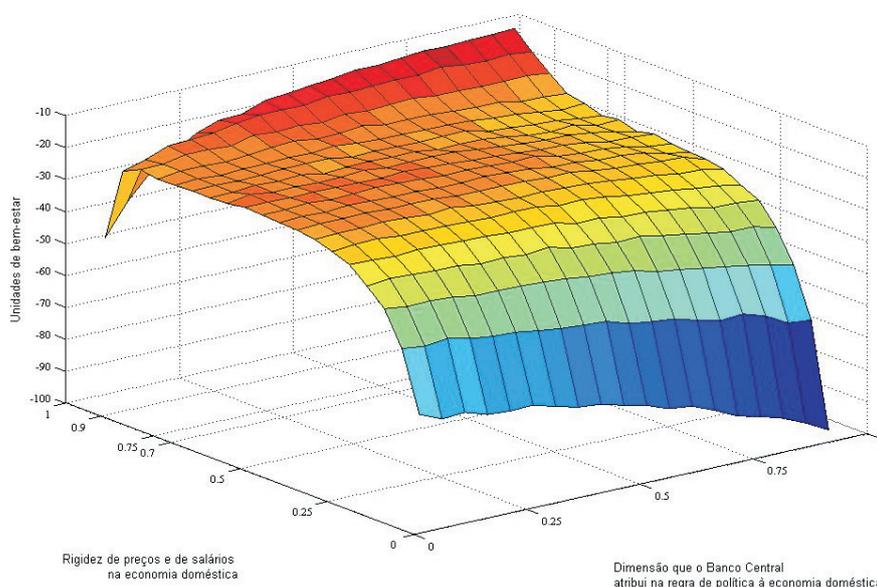
3.5. Peso dos países na regra de política monetária

Existem na literatura alguns estudos que procuram avaliar a política óptima por parte do banco central numa união monetária em que existe heterogeneidade entre as regiões. Benigno (2004) sugere que o banco central deve responder de modo mais agressivo à inflação do país mais rígido. No trabalho de Jondeau e Sahuc (2008), apresentam-se argumentos para que o banco central tome em conta as especificidades dos países membros ao definir a política monetária.

Neste contexto, e continuando apenas a avaliar o impacto de regras simples¹³, questiona-se se, neste modelo, o banco central deve tomar em conta o comportamento económico dos países em vez de olhar somente para o agregado. Assume-se que o banco central segue a regra 2 definida acima (regra de Taylor com persistência para a taxa de juro), mas que em vez de responder às variáveis agregadas calculadas a partir da média das variáveis individuais ponderadas pela dimensão do país, pode ponderar a inflação e o produto dos países numa proporção diferente da dimensão. Questiona-se então qual o peso que o banco central deve dar a cada país, tendo em conta que estes podem ser diferentes em relação aos graus de rigidez nominal.

Gráfico 6

BEM-ESTAR DA UNIÃO QUANDO VARIA O GRAU DE RIGIDEZ GLOBAL DA ECONOMIA DOMÉSTICA E O PESO DA ECONOMIA DOMÉSTICA NA REGRA DE POLÍTICA MONETÁRIA



Os resultados do modelo estão em linha com as principais conclusões encontradas na literatura. Verifica-se que quando existe heterogeneidade ao nível da rigidez nominal na união, observável pelo banco central, então este deve responder de forma mais acentuada, relativamente à dimensão dos países, às variáveis macroeconómicas do país mais rígido, uma vez que permite um nível de bem-es-

(13) Neste trabalho não se efectua a análise da política óptima. Galí (2002) refere que as regras simples funcionam como uma boa aproximação das regras óptimas, além de que são melhor compreendidas pelos agentes económicos.

tar mais elevado. Por exemplo, no Gráfico 6 observa-se que, no caso em que o nível global de rigidez nominal na economia doméstica é baixo, o bem-estar da união seria mais elevado se o banco central ponderasse a inflação e o produto desta economia com um peso inferior à verdadeira dimensão do país. Neste caso, o ajustamento a choques na economia doméstica ocorre mais rapidamente, o que justifica que o banco central procure contribuir mais para a estabilização da economia onde este processo decorre mais demoradamente. O banco central deve seguir esta estratégia quando os países são diferentes em apenas um dos tipos de rigidez ou em ambos simultaneamente. Na generalidade dos casos, esta estratégia resulta no melhor resultado em termos de bem-estar para a união e para os países tomados individualmente. Refira-se ainda que quando os países são mais semelhantes, o peso de cada país na regra aproxima-se da dimensão dos países e os ganhos de bem-estar por variar o peso são mínimos.

4. CONCLUSÃO

Neste artigo apresentou-se uma análise dos efeitos no bem-estar da existência de heterogeneidade entre os países membros de uma união monetária com base num modelo dinâmico estocástico simples de dois países. As fontes de heterogeneidade consideradas foram o *home bias*, ou seja, a preferência das famílias em consumir bens produzidos internamente, o grau de rigidez de preços e o grau de rigidez de salários.

O estudo permite tirar algumas conclusões sobre a importância da heterogeneidade numa união monetária. Relativamente ao *home bias*, é preferível que os países sejam complementares entre si, uma vez que é a situação que permite atingir um nível de bem-estar mais elevado. Da análise da heterogeneidade em relação aos graus de rigidez nominal, retira-se as principais conclusões¹⁴:

- Economias mais flexíveis resultam em maior bem-estar para a união desde que os países sejam semelhantes, em especial em relação aos níveis de rigidez nominal;
- Flexibilidade de preços com salários rígidos tem um forte efeito negativo sobre o bem-estar;
- Introduzir heterogeneidade nos graus de rigidez nominal entre os países de uma união monetária pode ter efeitos negativos sobre o bem-estar, o que justifica a coordenação entre os países;
- Se o banco central conseguir observar as especificidades dos países, deve responder de modo mais agressivo a desvios do objectivo no país mais rígido.

Contudo, importa recordar que estas conclusões são retiradas de simulações efectuadas sobre um modelo simples, que não inclui capital nem Estado. Assim, de modo a enriquecer o estudo e perceber a robustez dos resultados, uma das linhas de investigação futuras será incorporar no modelo capital e o sector Estado, uma vez que a interacção entre política monetária e política fiscal pode atenuar ou até mesmo eliminar os efeitos negativos de assimetrias ou choques idiossincráticos numa união monetária (Adão *et al.*, 2006).

Dada a importância da rigidez de salários quando os preços são fixos, levanta-se a possibilidade de a existência de mobilidade de trabalho ao nível da união poder atenuar tais efeitos negativos, uma vez

(14) Recorde-se que estas conclusões derivam da análise da dinâmica de curto prazo das economias em resposta aos choques considerados no modelo, uma vez que, neste modelo, diferentes níveis de rigidez nominal não alteram o estado estacionário.

que as empresas podem ajustar melhor a sua produção conforme os choques específicos a que as economias estão sujeitas.

Por fim, de modo a tentar aproximar o modelo aos dados estatísticos, outra possível linha de trabalho futuro seria a estimação do modelo. Seguindo o exemplo de Pytlarczyk (2005)¹⁵, poder-se-ia assumir que um dos países seria Portugal e o outro seria a restante área do euro, o que permitiria estudar as eventuais diferenças estruturais e os efeitos da união monetária em Portugal.

5. APÊNDICE

5.1. O modelo definido em termos de desvios em logaritmos do estado estacionário

$$\text{Consumo: } \hat{C}_t^D = \frac{h}{1+h} \hat{C}_{t-1}^D + \frac{1}{1+h} E_t \hat{C}_{t+1}^D + \frac{1-h}{\sigma_c(1+h)} (\hat{\varepsilon}_t^b - E_t \hat{\varepsilon}_{t+1}^b) - \frac{1-h}{\sigma_c(1+h)} (\hat{R}_t - E_t \hat{\pi}_{t+1}^{cD})$$

$$\begin{aligned} \text{Salário real: } \hat{w}_{D,t} &= \frac{\beta}{1+\beta} E_t \hat{w}_{D,t+1} + \frac{1}{1+\beta} \hat{w}_{D,t-1} + \frac{\beta}{1+\beta} E_t \hat{\pi}_{t+1}^{cD} - \frac{1+\beta\gamma_w}{1+\beta} \hat{\pi}_t^{cD} + \\ &+ \frac{\gamma_w}{1+\beta} \hat{\pi}_{t-1}^{cD} - \frac{1}{1+\beta} \frac{(1-\beta\xi_w^D)(1-\xi_w^D)}{(1+\varphi\sigma_L)\xi_w^D} \left[\hat{w}_{D,t} - \sigma_L \hat{L}_t^D - \frac{\sigma_c}{1-h} (\hat{C}_t^D - h\hat{C}_{t-1}^D) - \hat{\varepsilon}_t^{LD} \right] \end{aligned}$$

Inflação no produtor:

$$\hat{\pi}_{D,t} = \frac{\beta}{1+\beta\gamma_p} E_t \hat{\pi}_{D,t+1} + \frac{\gamma_p}{1+\beta\gamma_p} \hat{\pi}_{D,t-1} + \frac{1}{1+\beta\gamma_p} \frac{(1-\beta\xi_p^D)(1-\xi_p^D)}{\xi_p^D} (\hat{w}_{D,t} - \hat{A}_t^D)$$

Inflação no consumidor: $\hat{\pi}_t^{cD} = \varpi \hat{\pi}_{D,t} + (1-\varpi) \hat{\pi}_{F,t}$

Função de produção: $\hat{Y}_t^D = \phi^D (\hat{A}_t^D + \hat{L}_t^D)$

Equilíbrio de mercado: $\hat{Y}_t^D = \varpi T^{1-\varpi} \frac{C^D}{Y^D} [(1-\varpi)\hat{T}_t + \hat{C}_t^D] + \varpi^* \frac{1-n}{n} T^{1-\varpi} \frac{C^f}{Y^D} [(1-\varpi^*)\hat{T}_t + \hat{C}_t^F]$

Variáveis agregadas para a área: $\hat{\pi}_t = n\hat{\pi}_t^{cD} + (1-n)\hat{\pi}_t^{cF}$

$$\hat{Y}_t = \hat{C}_t$$

$$n\hat{Y}_t^D + (1-n)\hat{Y}_t^F = n\hat{C}_t^D + (1-n)\hat{C}_t^F$$

Regra de política monetária:

$$\hat{R} = \gamma_R \hat{R}_{t-1} + (1-\gamma_R) (\gamma_\pi \hat{\pi}_t + \gamma_y \hat{Y}_t) + \gamma_{\Delta\pi} (\hat{\pi}_t - \hat{\pi}_{t-1}) + \gamma_{\Delta y} (\hat{Y}_t - \hat{Y}_{t-1}) + \hat{m}_t$$

Função bem-estar:

$$W_t^D = \bar{U}^D (C^D) + \bar{U}_{C^D} (C^D) C^D \left[\begin{aligned} &(\hat{C}_t^D - h\hat{C}_{t-1}^D) + \frac{1}{2} ((\hat{C}_t^D)^2 - h^2 (\hat{C}_{t-1}^D)^2) - \\ & - \frac{\sigma_c}{2(1-h)} (\hat{C}_t^D - h^2 \hat{C}_{t-1}^D)^2 + \frac{1-h}{2(1-\sigma_c)} (\hat{\varepsilon}_t^{bD})^2 + \\ & + \hat{\varepsilon}_t^b (\hat{C}_t^D - h^2 \hat{C}_{t-1}^D) - u_1 (\hat{\pi}_{w,t}^D - \gamma_w \hat{\pi}_{D,t-1})^2 - \\ & - u_2 (\hat{\pi}_{D,t} - \gamma_P \hat{\pi}_{D,t-1})^2 - u_3 (\hat{Y}_t^D)^2 + u_4 \hat{Y}_t^D \hat{A}_t^D - \\ & - u_5 \hat{Y}_t^D (1 + \hat{\varepsilon}_t^{bD} + \hat{\varepsilon}_t^{LD}) \end{aligned} \right]$$

(15) Pytlarczyk (2005) apresenta um modelo estimado para a Alemanha e o resto da área do euro.

5.2. Calibração do modelo

Quadro 1

| VALORES DOS PARÂMETROS USADOS NA CALIBRAÇÃO E SIMULAÇÃO DO MODELO DE PAÍSES HOMOGÊNEOS (PARÂMETROS IGUAIS ENTRE AS DUAS ECONOMIAS) | | |
|--|---|-------|
| Parâmetro | Descrição | Valor |
| β | Factor de desconto intertemporal | 0.99 |
| h | Persistência no consumo | 0.6 |
| σ_c | Coefficiente da aversão relativa ao risco do consumo | 1.4 |
| ω | Parâmetro do <i>home bias</i> | 0.5 |
| σ_L | Coefficiente de aversão relativa ao risco do trabalho | 2.4 |
| γ_w | Indexação de salários | 0.75 |
| ξ_w | Probabilidade de não otimizar os salários | 0.7 |
| φ | Elasticidade da procura de trabalho | 3 |
| γ_p | Indexação de preços | 0.5 |
| ξ_p | Probabilidade de não otimizar os preços | 0.9 |
| θ | Elasticidade-preço | 6 |
| n | Dimensão da economia doméstica | 0.5 |
| γ_R | Persistência da taxa de juro | 0.8 |
| γ_π | Peso da inflação na regra de política monetária | 1.7 |
| γ_y | Peso do hiato do produto na regra | 0.1 |
| $\gamma_{\Delta\pi}$ | Peso da componente diferencial da inflação na regra | 0.15 |
| $\gamma_{\Delta y}$ | Peso da componente diferencial do produto na regra | 0.15 |
| ρ_b | Persistência do choque de preferências | 0.85 |
| ρ_L | Persistência do choque de oferta de trabalho | 0.89 |
| ρ_a | Persistência do choque de produtividade | 0.82 |
| ρ_m | Persistência do choque de política monetária | 0 |
| | Choque de preferências | 0.4 |
| | Choque de oferta de trabalho | 3 |
| | Choque de produtividade | 0.6 |
| | Choque de política monetária | 0.1 |

6. REFERÊNCIAS

- Abel, Andrew B. (1990), "Asset Prices under Habit Formation and Catching up with the Joneses", *The American Economic Review*, 80 (2): 38-42.
- Adão, Bernardino, Isabel Correia e Pedro Teles (2006), "On the relevance of exchange rate regimes for stabilization policy", *Working Paper* 16, October, Banco de Portugal.
- Benalal, Nicholai, Juan L. D. Hoyo, Beatrice Pierluigi e Nick Vidalis (2006), "Output growth differentials across the euro area countries – Some stylised facts", *Occasional paper* 45, May, ECB.
- Benigno, Pierpaolo (2004), "Optimal monetary policy in a currency area", *Journal of International Economics*, 63 (2): 293-320.
- Benigno, Pierpaolo e Michael Woodford (2004), "Optimal stabilization policy when wages and prices are sticky: The case of a distorted steady state", *Working paper* 10839, October, NBER.
- Betts, Caroline e Michael B. Devereux (2000), "Exchange rate dynamics in a model of pricing-to-market", *Journal of International Economics*, 50 (1): 215-244.
- Christiano, Lawrence J., Martin Eichenbaum e Charles L. Evans (2005), "Nominal rigidities and the dynamic effects of a shock to monetary policy", *Journal of Political Economy*, 113 (1): 1-45.
- Clarida, Richard, Jordi Gali e Mark Gertler (1999), "The science of monetary policy: a new Keynesian perspective", *Journal of Economic Literature*, 37 (4):1661-1707.

- European Central Bank (2003), *Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications*, September.
- Dhyne, E., L. J. Álvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffmann, N. Jonker, P. Lünnemann, F. Rumler e J. Vilmunen (2005), "Price setting in the euro area: Some stylized facts from individual consumer price data", *Working paper 524*, September, ECB.
- Dickens, W. T., L. Götte, E. L. Goshen, S. Holden, J. Messina, M. E. Schweitzer, J. Turunen e M. E. Ward (2006), "How wages change? Micro evidence from the International Wage Flexibility Project", *Working paper 697*, November, ECB.
- Fuhrer, Jeffrey C. (2000), "Habit Formation in Consumption and Its Implications for Monetary-Policy Models", *The American Economic Review*, 90 (3): 367-390.
- Galí, Jordi, Mark Gertler e J. David López-Salido (2001), "European inflation dynamics", *European Economic Review*, 45: 1237-1270.
- Galí, Jordi (2002), "New perspectives on monetary policy, inflation, and the business cycle", *Working paper 8767*, February, NBER.
- Gomes, Sandra (2004), "Monetary policy in a currency union with national price asymmetries", *Working Paper 16*, July, Banco de Portugal.
- Jondeau, Eric e Jean-Guillaume Sahuc (2008), "Optimal monetary policy in an estimated DSGE model of the euro area with cross-country heterogeneity", *International Journal of Central Banking*, 4 (2): 23-72.
- Martins, Fernando (2000), "Regras de Taylor", *Boletim Económico*, Março, Banco de Portugal.
- Obstfeld, Maurice e Kenneth Rogoff (1996), *Foundations of International Macroeconomics*, Cambridge: The MIT Press.
- Pytlarczyk, Ernest (2005), "An estimated DSGE model for the German economy within the euro area", *Discussion paper 33 (series 1)*, Deutsche Bundesbank.
- Smets, Frank e Raf Wouters (2003), "An estimated dynamic stochastic general equilibrium model of the euro area", *Journal of the European Economic Association*, 1 (5): 1123-1175.
- Soares, Carla (2008), "Impact on welfare of country heterogeneity in a currency union", *Working Paper 14*, September, Banco de Portugal.

PRÉMIO DE RISCO NOS PRINCIPAIS MERCADOS ACCIONISTAS*

*Isabel Marques Gameiro***

O prémio de risco, definido como o retorno adicional face à taxa de juro sem risco que é exigido pelos investidores para deterem activos com risco, é um elemento fundamental para avaliar o preço dos activos nos mercados financeiros. A análise do comportamento do prémio de risco é, contudo, complicada uma vez que nem este nem os seus determinantes são directamente observáveis. Para além disso, o prémio de risco varia ao longo do tempo de acordo com a percepção dos investidores do risco do activo em causa e também consoante a sua atitude face ao risco. No caso específico do mercado accionista tal significa que o prémio de risco se move quando a incerteza relativamente aos resultados futuros das empresas se altera, mas também quando o grau de aversão ao risco dos investidores varia. Neste artigo, estima-se o prémio de risco para vários dos principais mercados accionistas internacionais utilizando um modelo de desconto de *cash flows* futuros que tem em conta o prémio de risco na taxa de desconto. Adicionalmente, avalia-se a existência de uma influência comum a todos eles e analisa-se a possibilidade de a mesma traduzir alterações generalizadas da atitude dos investidores internacionais face ao risco. Para além da influência comum analisa-se também a influência de factores específicos a cada país no comportamento do respectivo prémio de risco. Por fim avalia-se a importância relativa das componentes comum e específica no comportamento dos prémios de risco dos vários países desde 1995, sendo dado particular destaque ao período mais recente de turbulência financeira.

Este artigo está organizado em quatro secções. Na Secção 1 descreve-se a metodologia e os dados utilizados para estimar os prémios de risco nos mercados accionistas e apresentam-se os resultados obtidos. Na Secção 2, apresenta-se uma relação de determinação do prémio de risco de cada país no quadro da Teoria da Arbitragem com base num factor comum de origem internacional e num factor específico a cada país. Para identificar os factores recorre-se a uma abordagem estatística de análise das componentes principais. Com base nesta abordagem é identificada uma componente comum que explica mais de metade da variância total dos prémios de risco considerados e avalia-se o comportamento desta componente comum enquanto indicador do apetite pelo risco dos investidores a nível internacional. Na Secção 3 apresentam-se estimativas para a componente específica de cada país no respectivo prémio de risco e avalia-se a sua influência no comportamento do mesmo. Finalmente, na Secção 4 apresentam-se as principais conclusões.

1. PRÉMIO DE RISCO DAS ACÇÕES

A teoria económica actual subjacente aos modelos de avaliação de activos baseia-se na hipótese de que os indivíduos transaccionam activos com vista a otimizar a distribuição do consumo ao longo do tempo. Especificamente, comparam o benefício marginal de consumir uma unidade adicional hoje com o benefício marginal de investir essa unidade num activo hoje e consumir o proveito da venda

* A autora agradece os comentários e sugestões de Sónia Costa, Carlos Robalo Marques e João Sousa. As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade da autora não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal, todos os erros e omissões são da exclusiva responsabilidade da autora.

** Departamento de Estudos Económicos, Banco de Portugal.

desse activo no futuro. Este comportamento dá lugar a uma condição de arbitragem entre o retorno esperado do activo ajustado do prémio de risco e a taxa de juro sem risco, determinando que o preço de mercado de um activo hoje é dado pela actualização do fluxo esperado dos seus rendimentos futuros, tendo em conta o referido prémio de risco na taxa de desconto.

Neste trabalho, o prémio de risco das acções corresponde à taxa de desconto implícita num modelo de avaliação de acções com base na actualização dos *cash flows* futuros, deduzida da taxa de juro sem risco. Esta medida de prémio de risco corresponde ao conceito de *excess returns* recorrentemente utilizado na literatura de economia financeira, i.e. o retorno adicional requerido pelos investidores para deterem acções em vez de activos sem risco. O modelo de avaliação de acções utilizado é o *Three Stage Dividend Discount Model* de Fuller e Hsia (1984), o qual assume três períodos distintos para a evolução dos dividendos a distribuir pelas empresas¹. No primeiro período (que corresponde aos primeiros quatro anos) assume-se que a taxa de crescimento dos dividendos é a que se obtém pelas previsões dos analistas relativamente aos resultados das empresas, o que implica admitir um rácio constante entre os dividendos pagos e os resultados a que correspondem. O segundo período é um período de transição (que se assume de oito anos²), durante o qual a taxa de crescimento dos dividendos converge linearmente para uma taxa de crescimento de longo prazo que prevalece no terceiro e último período. A taxa de crescimento de longo prazo dos dividendos é aproximada pela taxa de crescimento do produto potencial da economia. Neste modelo o preço de equilíbrio do mercado accionista é dado pela seguinte expressão:

$$P_t = \frac{D_t [(1+g) + 8(g_t^a - g)]}{d_t - g} \quad (1)$$

Em que P_t corresponde ao preço das acções de determinado índice accionista, D_t ao valor dos dividendos distribuídos no momento actual, g às expectativas para a taxa de crescimento dos dividendos no longo prazo, g_t^a à taxa de crescimento dos dividendos esperada pelos analistas de mercado para os primeiros quatro anos e d_t à taxa de desconto que é calculada como termo residual. O prémio de risco é obtido subtraindo à taxa de desconto a taxa de juro real sem risco.

Esta abordagem tem a vantagem de utilizar informação do mercado e de fornecer uma medida do prémio de risco *ex-ante* que é o relevante na tomada de decisão de investimento por parte dos agentes económicos. De facto, a maior parte das estimativas disponíveis para o prémio de risco do mercado accionista utilizam dados históricos, pelo que nos dão uma media *ex-post*. De qualquer modo, na interpretação dos resultados da abordagem adoptada neste trabalho é necessário ter em conta que a mesma tem implícita a assumpção de que as previsões dos analistas relativamente aos resultados das empresas são razoáveis e que os índices accionistas estão correctamente valorizados.

1.1. Dados

Os dados utilizados neste trabalho referem-se a vinte países – Alemanha, Austrália, Áustria, Bélgica, Canada, China, Espanha, Estados Unidos da América, Finlândia, França, Hong Kong, Índia, Irlanda, Itália, Países Baixos, Portugal, Reino Unido, Singapura, Suécia e Suíça – e cobrem o período desde Janeiro de 1995 a Outubro de 2008. Os mercados accionistas de cada país são avaliados pelos índices MSCI (*Morgan Stanley Capital Internacional*) e os dados relativos ao total de dividendos pagos

(1) 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 dos índices accionistas do Reino Unido e dos EUA desde o início dos anos 90 até ao ano 2001.

(2) A duração do período de transição é subjectiva. Uma duração de oito anos é utilizada em várias aplicações empíricas do modelo (veja-se, por exemplo, Panigirtzoulou e Scammel (2002) e ECB (2005)).

pelas empresas e às previsões dos analistas para os resultados por acção provém da *International Brokers Estimate System* (IBES). Todos estes dados são obtidos da *Thomson Reuters*.

A taxa de juro sem risco é aproximada pela taxa de rendibilidade da dívida pública a 10 anos. Na ausência desta, tomou-se como referência, no caso da China, a taxa de juro dos depósitos de poupança a 5 anos e, nos casos de Hong Kong e Singapura a taxa de juro dos bilhetes do Tesouro a 3 meses. Estes dados também são obtidos da *Thomson Reuters*.

Relativamente às expectativas de inflação são calculadas médias das previsões reportadas mensalmente pelo *Consensus Economics* para a inflação de cada país nos anos t e $t + 1$. Especificamente, as expectativas de inflação $\Pi_{m,t}^e$ para cada país no mês m do ano t , são dadas pela seguinte expressão:

$$\Pi_{m,t}^e = \frac{(13-m)}{12} * \Pi_t^e + \frac{(m-1)}{12} * \Pi_{t+1}^e$$

Dada a indisponibilidade de previsões do *Consensus Economics* para a Austrália, China, Hong Kong, Índia e Singapura, utiliza-se a inflação observada, medida pela variação homóloga do índice de preços no consumidor, como *proxy* das expectativas de inflação para estes países.

Quanto ao crescimento do produto potencial, com excepção dos casos da China, Hong Kong, Índia, Portugal e Singapura, são utilizadas as estimativas da OCDE. Para Portugal o crescimento do PIB potencial é baseado nos resultados de Almeida e Felix (2006). Para a China e Hong Kong utilizam-se estimativas do Banco Mundial e para Singapura estimativas do Fundo Monetário Internacional. No caso da Índia são utilizados os resultados de Ranjan *et al* (2007).

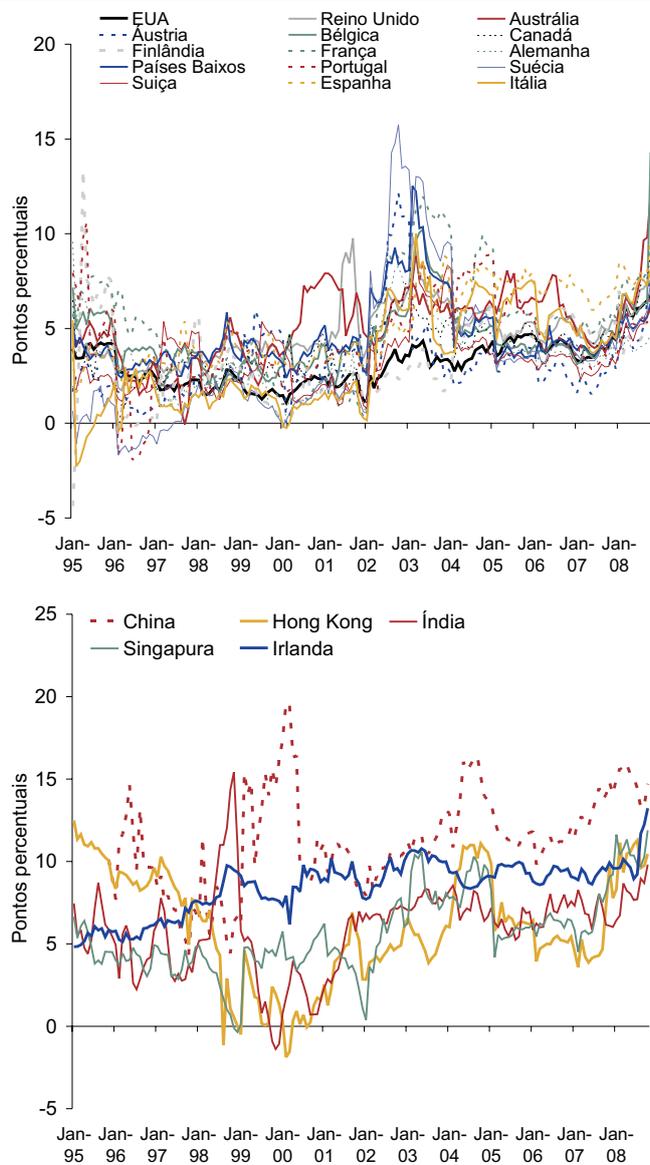
1.2. Resultados

O Gráfico 1 apresenta as estimativas para os prémios de risco nos mercados accionistas dos vinte países considerados no período de Janeiro de 1995 a Outubro de 2008. A análise do gráfico suscita várias observações. Em primeiro lugar, em todos os países considerados os prémios de risco variam significativamente ao longo do tempo. Em segundo lugar, parece existir um co-movimento entre os vários prémios de risco, no sentido em que os mesmos tendem a mover-se juntamente em alta ou em baixa. Esta indicação também é evidenciada pelos coeficientes de correlações bivariadas entre os prémios de risco dos vinte mercados analisados (veja-se anexo).

O Quadro 1 apresenta o prémio de risco médio no mercado accionista de cada país no período analisado. A China e a Irlanda são os países com prémios de risco médios mais elevados (11 e 8 por cento, respectivamente), enquanto os Estados Unidos, Áustria, Finlândia e Suíça verificam os níveis mais baixos (próximos de 3 por cento). Nos restantes países, o prémio de risco situa-se entre 3.5 e 6 por cento (4.3 por cento no caso de Portugal).

Gráfico 1

PRÉMIOS DE RISCO NOS MERCADOS ACCIONISTAS



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

Quadro 1

PRÉMIO DE RISCO NO MERCADO ACCIONISTA: MÉDIA DE JANEIRO 1995 A OUTUBRO 2008

(p.p.)

| | 1995-2008 | | 1995-2008 |
|-----------|-----------|---------------|-----------|
| Austrália | 5.1 | Irlanda | 8.4 |
| Áustria | 3.2 | Itália | 3.5 |
| Bélgica | 4.4 | Países Baixos | 4.6 |
| Canadá | 3.9 | Portugal | 4.3 |
| China | 11.3 | Singapura | 5.7 |
| Finlândia | 3.3 | Espanha | 5.2 |
| França | 5.2 | Suécia | 3.5 |
| Alemanha | 3.5 | Suiça | 3.3 |
| Hong Kong | 6.0 | Reino Unido | 4.8 |
| Índia | 5.9 | EUA | 3.1 |

Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

2. FACTORES COMUNS AOS PRÉMIOS DE RISCO

Nesta secção procura-se analisar os movimentos dos prémios de risco nos mercados accionistas dos diversos países à luz de eventuais factores comuns, de natureza internacional, bem como de factores específicos de cada país. Para tal recorre-se ao quadro teórico da Teoria da Arbitragem (*Arbitrage Pricing Theory*)³ que determina que a taxa de retorno de um activo é uma função linear de K factores. Assim, para um sistema de N activos:

$$\mu = \lambda_o + B \lambda_K \quad (2)$$

Em que μ é um vector de ($N \times 1$) retornos esperados, λ_o é a taxa de juro sem risco, λ_K é um vector ($K \times 1$) de factores e B é uma matriz de ($N \times K$) sensibilidades dos retornos esperados aos factores. Contudo, a Teoria da Arbitragem não especifica nem o número de factores nem a sua identificação. Neste trabalho assume-se que o prémio de risco do mercado accionista de cada país pode ser decomposto em duas componentes: um factor comum de origem internacional e que por conseguinte influencia os vinte mercados considerados, e um factor específico de origem doméstica que capta as influências particulares de cada país:

$$\rho_{it} = a_i + \beta_i C_t + \alpha_i S_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Em que ρ_{it} é o prémio de risco do mercado accionista do país i no período t (estimado na secção acima); C_t é um conjunto de influências comuns aos prémios de risco dos vários países; S_{it} é o factor específico ao país i ; β_i e α_i são parâmetros que medem a sensibilidade do prémio de risco do mercado accionista do país i aos factores comuns e específicos, respectivamente e ε_{it} os erros.

Para identificar os factores duas abordagens são tipicamente usadas: uma estatística e outra teórica (veja-se Campbell *et al*, 1997). Neste trabalho optou-se por uma abordagem estatística designada de análise das componentes principais (*Principal Component Analysis*). As componentes principais que se obtêm com a aplicação desta metodologia são medidas de síntese que captam os co-movimentos de uma variedade de indicadores. Neste contexto, esta metodologia permite detectar influências comuns subjacentes ao comportamento dos prémios de risco nos mercados accionistas dos vários países.

(3) A Teoria da Arbitragem estabelece um modelo de equilíbrio de avaliação de activos derivado das habituais hipóteses de mercados de capitais perfeitamente competitivos e sem fricções, veja-se Ross (1976).

Se as séries analisadas seguirem um padrão comum, a primeira componente principal deve ser capaz de explicar a maior parte da variância conjunta das séries. Aplicando esta metodologia aos prémios de risco dos mercados accionistas identifica-se uma componente comum que explica ligeiramente mais de 50 por cento da variância total dos prémios de risco dos vinte países considerados⁴. Esta primeira componente principal pode ter diferentes interpretações. A teoria económica sugere como um dos factores que afectam o prémio de risco as alterações do apetite pelo risco por parte dos investidores⁵. No caso do mercado accionista, um baixo apetite pelo risco resulta num custo de capital para as empresas mais elevado. Deste modo, é possível que a primeira componente principal dos prémios de risco nos mercados accionistas considerados capte alterações sistémicas no apetite pelo risco por parte dos investidores internacionais (como por exemplo quando da crise russa em 1998, do rebentamento da bolha das *dotcom* em 2002-2003 e na actual crise financeira despoletada pelo mercado de crédito hipotecário de *subprime* nos EUA). Tal estaria em linha com os resultados empíricos que concluem que os indicadores da atitude dos investidores face ao risco derivados de diferentes mercados accionistas têm uma componente comum, o que indica que o sentimento dos investidores transcende as fronteiras nacionais (veja-se, por exemplo, Tarashev *et al*, 2003 e Capiello *et al*, 2008).

O Gráfico 2 sugere a existência de uma relação próxima entre a primeira componente principal dos prémios de risco dos mercados accionistas (a que chamaremos componente internacional) e o indicador de aversão ao risco que é calculado pelo Goldman Sachs (GS).⁶ Estes indicadores tendem a mover-se em conjunto apresentando uma correlação contemporânea de cerca de 0.7. A observação do

Gráfico 2



Nota: O índice de aversão ao risco da GS mede a propensão a investir em activos arriscados por oposição a activos sem risco com base num modelo de determinação do preço dos activos com consumo. Um nível mais elevado do índice implica uma maior aversão ao risco e, tudo o resto constante, uma menor propensão em aplicar fundos em activos arriscados.

- (4) Os *loadings* da primeira componente principal são positivos e semelhantes em termos de magnitude para todos os países com excepção da China e Hong Kong que apresentam *loadings* mais reduzidos.
- (5) A noção de apetite pelo risco engloba a aversão ao risco, i.e., a atitude subjectiva dos investidores relativamente à incerteza (preço do risco) mas também é influenciada pelo nível global de incerteza relativamente aos factores que determinam o preço dos activos (quantidade de risco) (veja-se Gai e Vause, 2005).
- (6) O indicador de aversão ao risco da Goldman Sachs é calculado com base num modelo *standard* de avaliação de activos com consumo (*Consumption Capital Asset Pricing Model*). Os dados utilizados no cálculo do índice referem-se apenas à economia norte-americana e incluem: consumo real *per capita*, taxas de juro a 3 meses dos bilhetes do Tesouro, preços e dividendos do índice S&P500 (para mais detalhes veja-se Goldman Sachs, 2003 e European Central Bank, 2007).

gráfico, sugere que a componente internacional dos prémios de risco nos mercados accionistas foi relativamente pouco afectada pela turbulência financeira observada em Agosto de 1998 no contexto da falência do fundo de investimentos norte-americano LTCM (*Long Term Capital Management*) e da crise russa. Em particular, enquanto a aversão ao risco medida pelo índice da GS subiu significativamente, a variação da componente internacional dos prémios de riscos nos mercados accionistas foi relativamente limitada. Porém, no período de elevada aversão ao risco que corresponde ao rebentamento da bolha das *dotcom* e aos escândalos contabilísticos associados a várias empresas (como a *WorldCom*), verificou-se um significativo aumento da componente internacional dos prémios de risco nos mercados accionistas. A partir do Verão de 2007 o indicador de aversão ao risco da GS registou de novo um aumento significativo encontrando-se actualmente em níveis muito elevados. Até ao início de 2008 os mercados accionistas pareciam relativamente resistentes a este aumento substancial da aversão ao risco⁷. Contudo, o prolongamento e intensificação da turbulência nos mercados financeiros, em paralelo, até meados de 2008, com elevados preços das matérias-primas energéticas e alimentares, gerou progressivamente a percepção de deterioração das perspectivas para a actividade económica a nível global e das expectativas para os resultados das empresas no curto prazo, o que se traduziu num aumento da componente internacional do prémio de risco nos mercados accionistas para níveis máximos do período analisado. Ambos os indicadores apontam para uma revisão em alta da percepção de risco por parte dos investidores internacionais de magnitude superior à observada em 2002-2003.

A análise acima efectuada sugere que a primeira componente principal dos prémios de risco dos vinte mercados accionistas considerados estará a captar alterações no apetite pelo risco nos mercados accionistas à escala mundial. Neste contexto, esta medida pode ser vista como um indicador adicional de alterações do apetite pelo risco dos investidores a nível internacional. Esta medida tem a vantagem de poder ser actualizada diariamente e de incluir informação relativa a vários países, enquanto que a maioria dos indicadores já existentes, incluindo o índice de aversão ao risco da GS, se baseiam apenas em dados para os EUA⁸.

3. FACTORES ESPECÍFICOS A CADA PAÍS

Após a identificação da componente comum é possível isolar outros factores para averiguar eventuais impactos sobre os prémios de risco de factores específicos a cada país. Nesse sentido tomou-se como aproximação dos factores específicos os resíduos das regressões do prémio de risco de cada país na primeira componente principal usando-se o método de mínimos quadrados. O Quadro 2 apresenta os resultados destas regressões. A primeira componente principal é estatisticamente significativa para explicar o comportamento do prémio de risco dos mercados accionistas dos vários países, exceptuando no caso de Hong Kong e da China, e os coeficientes têm o sinal esperado. Adicionalmente, os resultados indicam que a sensibilidade do prémio de risco no mercado accionista à componente internacional (medidos pela primeira componente principal) é próxima de 1 no caso da Suécia e superior a 0.7 em França e Itália. Por outro lado, a sensibilidade do prémio de risco no mercado accionista à componente internacional é relativamente baixa nos EUA, Finlândia e Irlanda (o coeficiente associado à primeira componente principal é de cerca de 0.3). Em Portugal, este coeficiente é de magnitude semelhante à observada para a Alemanha e Espanha (cerca de 0.5). O R^2 das regressões sugere que a componente internacional explica uma proporção substancial – entre 50 a 75 por

(7) Este comportamento poderá ter reflectido o facto de as empresas não financeiras partirem de uma situação financeira relativamente forte na actual crise, mas também a existência de um desfasamento na percepção da propagação dos choques a um número crescente de segmentos dos mercados financeiros, sectores de actividade e países.

(8) Para outras medidas de apetite pelo risco veja-se, por exemplo, European Central Bank (2007), Diebold (2008) e González-Hermosillo (2008).

Quadro 2

REGRESSÕES DOS PRÉMIOS DE RISCO NA COMPONENTE PRINCIPAL

| Regressões | Constante | | | Componente Principal | | | R ² |
|--------------------|--------------|----------------------|----------|----------------------|----------------------|----------|----------------|
| | Coefficiente | HACSE ^(a) | t- HACSE | Coefficiente | HACSE ^(a) | t- HACSE | |
| (1) Austrália | 5.11 | 0.22 | 22.90 | 0.39 | 0.07 | 5.70 | 0.44 |
| (2) Áustria | 3.24 | 0.25 | 12.90 | 0.38 | 0.10 | 3.82 | 0.34 |
| (3) Bélgica | 4.43 | 0.15 | 28.60 | 0.45 | 0.06 | 7.75 | 0.64 |
| (4) Canadá | 3.88 | 0.10 | 40.50 | 0.40 | 0.04 | 10.60 | 0.70 |
| (5) China | 11.27 | 0.46 | 24.50 | 0.27 | 0.14 | 1.86** | 0.09 |
| (6) Finlândia | 3.27 | 0.28 | 11.70 | 0.32 | 0.09 | 3.76 | 0.21 |
| (7) França | 5.24 | 0.26 | 20.20 | 0.72 | 0.08 | 8.64 | 0.68 |
| (8) Alemanha | 3.53 | 0.17 | 20.70 | 0.47 | 0.06 | 7.84 | 0.64 |
| (9) Hong Kong | 5.99 | 0.53 | 11.30 | 0.31 | 0.17 | 1.86** | 0.09 |
| (10) Índia | 5.92 | 0.34 | 17.30 | 0.42 | 0.09 | 4.76 | 0.27 |
| (11) Irlanda | 8.44 | 0.19 | 43.60 | 0.34 | 0.04 | 7.82 | 0.45 |
| (12) Itália | 3.47 | 0.22 | 16.00 | 0.71 | 0.05 | 14.90 | 0.72 |
| (13) Países Baixos | 4.59 | 0.17 | 26.20 | 0.45 | 0.08 | 5.82 | 0.64 |
| (14) Portugal | 4.31 | 0.22 | 19.40 | 0.52 | 0.07 | 7.24 | 0.54 |
| (15) Singapura | 5.65 | 0.22 | 25.70 | 0.62 | 0.06 | 9.89 | 0.66 |
| (16) Espanha | 5.16 | 0.20 | 26.10 | 0.49 | 0.06 | 8.04 | 0.62 |
| (17) Suécia | 3.46 | 0.29 | 12.00 | 1.00 | 0.12 | 8.51 | 0.75 |
| (18) Suíça | 3.36 | 0.18 | 19.20 | 0.35 | 0.06 | 5.66 | 0.50 |
| (19) Reino Unido | 4.81 | 0.14 | 34.30 | 0.38 | 0.03 | 12.70 | 0.63 |
| (20) EUA | 3.15 | 0.13 | 24.00 | 0.29 | 0.05 | 6.02 | 0.58 |

Notas: (a) Desvio padrão corrigido de heteroscedasticidade e autocorrelação. ** Estatisticamente não diferente de zero para um nível de significância de 5%.

cento - da variação do prémio de risco na maior parte dos países considerados. Nas regressões, a constante capta o prémio de risco médio no período amostral considerado. As diferenças entre as constantes obtidas para os diversos países deverão traduzir diferenças entre estes ao nível do “governo das sociedades” (*corporate governance*), regras e procedimentos contabilísticos, quadro legal e seu *enforcement* (i.e, cumprimento, aplicação e execução das leis) e ainda diferenças na composição sectorial dos índices accionistas e profundidade dos mercados de capitais (Witmer, 2008).

Os Gráficos 3 a 22 apresentam os prémio de risco no mercado accionista para cada país (deduzidos da constante a_i na equação 3, ou seja medidos em desvios face às respectivas médias) e a componente específica a cada país (incluindo os erros, ε_{it} na equação 3)⁹ o que permite analisar a importância relativa dos factores comuns e dos factores específicos a cada país no comportamento dos respectivos prémios de risco.

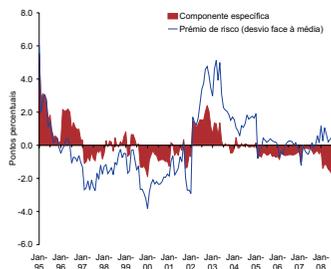
Em Hong Kong e na China e, em menor grau, na Índia, Áustria e Finlândia, o comportamento do prémio de risco no mercado accionista no período analisado parece ter sido sobretudo determinado por factores específicos a estes países. Muito embora não seja propósito deste trabalho investigar as razões subjacentes a este resultado, não é de excluir que no caso da China e da Índia tal esteja associado ao facto de os mercados accionistas estarem relativamente menos integrados internacionalmente, pelo menos durante uma parte do período amostral. No caso da Finlândia é de referir o papel preponderante da Nokia no mercado accionista, sendo que a sua capitalização bolsista representava cerca de 1/3 da capitalização bolsista do índice *OMX Helsinki* da bolsa de Helsinquia em 2007.

No período entre 1996 e o final de 2001 a componente internacional parece ter tido um contributo negativo para os prémios de risco dos mercados accionistas a nível mundial. Note-se que este período se caracterizou por um elevado apetite pelo risco por parte dos investidores, tendo ficado conhecido

(9) $\alpha_i S_{it} + \varepsilon_{it}$.

Gráfico 3

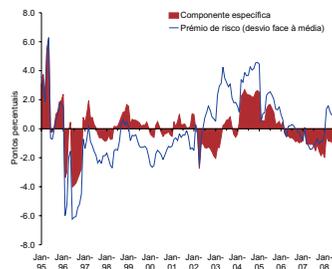
ALEMANHA



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 4

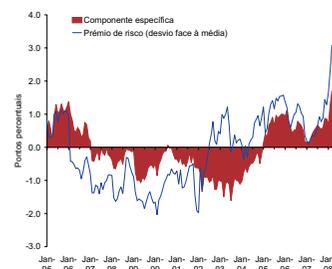
PORTUGAL



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 5

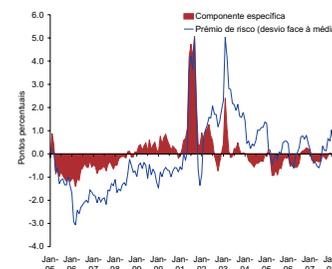
EUA



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 6

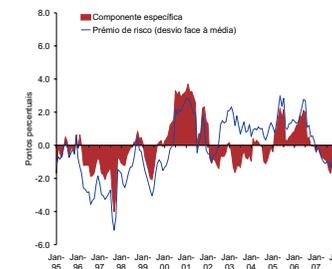
REINO UNIDO



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 7

AUSTRÁLIA



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 8

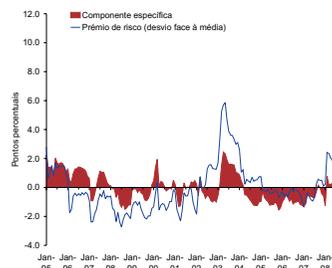
ÁUSTRIA



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 9

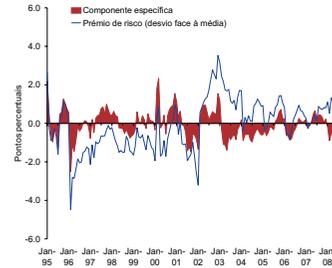
BÉLGICA



Fontes: Cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 10

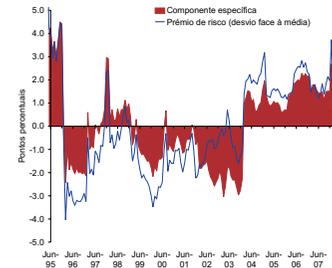
CANADÁ



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 11

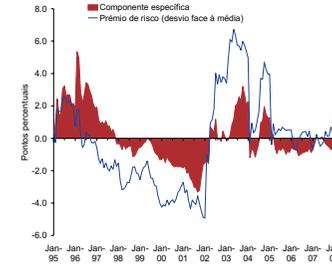
FINLÂNDIA



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 12

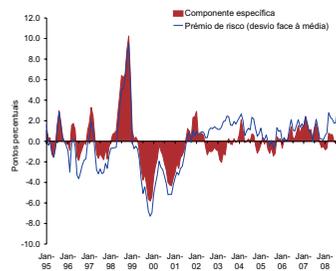
FRANÇA



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 13

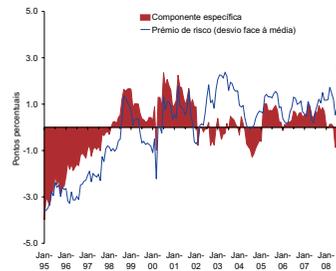
ÍNDIA



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 14

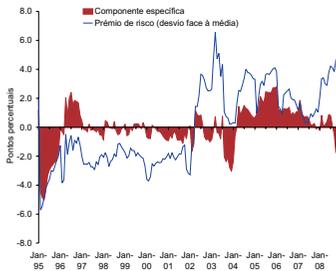
IRLANDA



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 15

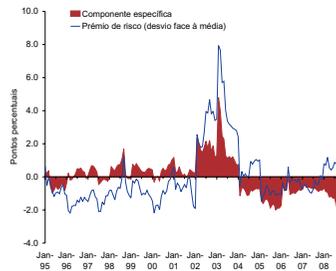
ITÁLIA



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 16

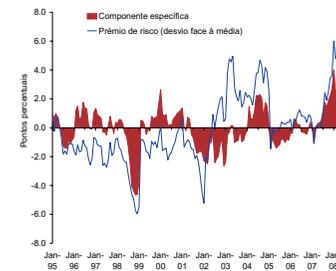
PAÍSES BAIXOS



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 17

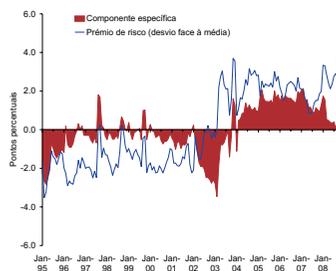
SINGAPURA



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 18

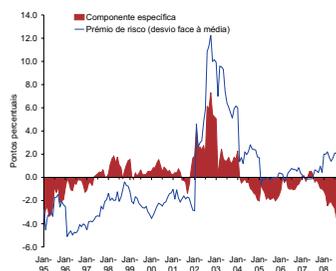
ESPAÑA



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 19

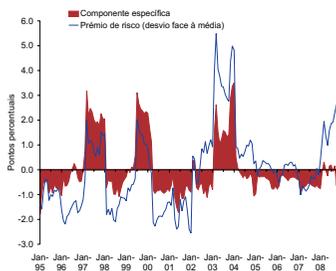
SUÉCIA



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 20

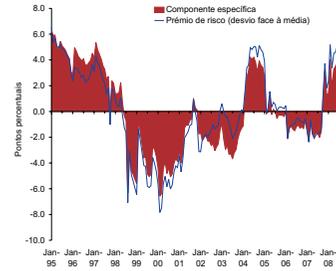
SUIÇA



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 21

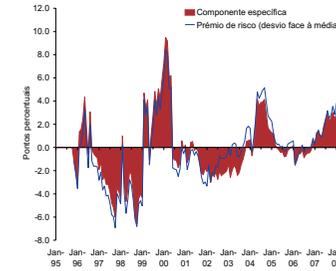
HONG KONG



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 22

CHINA



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

como o período de «exuberância irracional» por alusão à expressão usada por Alan Greenspan em Dezembro de 1996 a propósito da forte valorização do preço dos activos (veja-se Shiller, 2000). Em contraste, o aumento significativo nos prémios de risco observado em 2002 e 2003 foi, em geral, determinado pela componente internacional.

No período mais recente de turbulência financeira iniciado em Julho de 2007, observou-se um aumento generalizado dos prémios de risco nos mercados accionistas, que no caso do EUA, Austrália, Bélgica, Canadá, Irlanda, Singapura e Espanha subiram para máximos do período analisado. Para os EUA, os resultados sugerem que até muito recentemente os factores específicos ao país foram a influência dominante no aumento observado do prémio de risco (Gráfico 5). Tal não é surpreendente uma vez que a actual crise financeira foi despoletada por perdas no mercado de crédito hipotecário de *subprime* nos EUA que rapidamente se estenderam a outros segmentos dos mercados financeiros e, juntamente com a correcção em curso no mercado de habitação, induziu uma significativa deterioração das perspectivas para a actividade económica deste país. A este propósito importa notar que a componente específica começou a ter um contributo positivo para o prémio de risco no mercado accionista dos EUA em 2005, quando o processo de correcção no mercado de habitação se iniciou. Nos últimos meses com a propagação dos choques a um número crescente de sectores de actividade e países, o contributo da componente internacional para o aumento do prémio de risco nos EUA tornou-se mais significativo. Com efeito, a componente internacional deverá estar a captar a redução do apetite pelo risco a nível global mas também outros factores comuns como a revisão em baixa das perspectivas para o crescimento económico. Também na Austrália, Canada e Singapura o contributo da componente específica para o aumento do prémio de risco tem sido positivo e significativo, muito embora, tal como nos EUA, nos últimos meses o contributo da componente internacional se tenha tornado relativamente mais significativo (Gráficos 7, 10 e 17). Note-se que estes países também verificaram crescimentos elevados nos preços das habitações ao longo da última década (veja-se IMF, 2008a e 2008b). Por seu turno, nas economias da Europa Ocidental o aumento do prémio de risco tem sido predominantemente determinado pela evolução da componente internacional. Em alguns destes países, como por exemplo na Alemanha, Portugal, França, Países Baixos e Suécia a componente específica tem vindo a ter um contributo negativo para o prémio de risco. Note-se que, nestes países, o prémio de risco nos mercados accionistas permanece em níveis significativamente inferiores aos máximos verificados em 2002-2003. Nos outros países europeus considerados, designadamente no Reino Unido, Áustria, Bélgica, Finlândia, Irlanda, Itália, Espanha e Suíça, a componente específica terá verificado alguns valores positivos mas, em geral, reduzidos. Importa, contudo, salientar que nos últimos meses a componente específica teve um contributo significativo para a subida abrupta dos prémios de risco observada na Bélgica e na Irlanda.

5. CONCLUSÕES

Este artigo apresenta estimativas para os prémios de risco dos mercados accionistas de vários países no período de Janeiro de 1995 a Outubro de 2008. Os prémios de risco variam significativamente ao longo do tempo e parecem estar positivamente correlacionados entre si, o que sugere a existência de uma influência comum no seu comportamento. Para além da influência comum, os prémios de risco também são influenciados por factores específicos a cada país.

No quadro do modelo da Teoria da Arbitragem e utilizando uma abordagem estatística, constatamos que existe um factor comum significativo que explica mais de metade da variância total dos prémios de risco nos vários mercados. Adicionalmente, verifica-se a existência de uma associação entre o comportamento deste factor comum e o índice de aversão ao risco da Goldman Sachs (recorrentemente utilizado para avaliar o apetite face ao risco dos investidores), o que sugere que o factor co-

mum poderá captar alterações sistémicas no apetite face ao risco dos investidores internacionais. Face ao índice da Goldman Sachs esta medida tem a vantagem de poder ser actualizada diariamente e de ser calculada com base em informação para diversos países e não apenas com dados para os EUA. Com excepção da China e de Hong Kong, a componente comum é significativa para explicar o prémio de risco nos mercados accionistas dos países considerados. A sensibilidade dos prémios de risco à componente comum é elevada na Suíça e, em menor grau, também em França e Itália. Por comparação, nos EUA, Finlândia e Irlanda a sensibilidade do prémio de risco à componente comum é relativamente baixa.

Na actual crise financeira, apesar de na fase inicial os mercados accionistas se terem revelado relativamente resistentes ao aumento da aversão ao risco, à medida que turbulência se intensificou e se tornou aparente que a economia real iria ser afectada, os prémios de risco nos vários mercados accionistas aumentaram significativamente, tendo no caso de alguns países como os EUA, Austrália, Bélgica, Canadá, Irlanda, Singapura e Espanha atingido níveis máximos. Nos EUA, até muito recente, este aumento foi predominantemente determinado por factores específicos ao país, o que deverá estar relacionado com o facto de a actual crise ter sido despoletada por problemas nesta economia. Nos últimos meses, no quadro da propagação dos choques a um número crescente de sectores de actividade e países, o contributo da componente internacional para o aumento do prémio de risco nos EUA tornou-se mais significativo. Também na Austrália, Canada e Singapura, o contributo da componente específica para o aumento do prémio de risco tem sido positivo e significativo, tendo-se verificado contudo nos últimos meses um aumento do contributo relativo da componente internacional. Na maior parte dos países europeus o aumento dos prémios de risco foi quase totalmente determinado pelo comportamento da componente internacional, a qual deverá estar a captar a significativa redução no apetite pelo risco dos investidores a nível global, mas também outros efeitos comuns como a revisão em baixa das expectativas de crescimento económico. Na Alemanha, Portugal, França, Países Baixos e Suécia a componente específica tem vindo a ter um contributo negativo para o prémio de risco. Nestes países, os prémios de risco nos mercados accionistas permanecem em níveis significativamente inferiores aos máximos verificados em 2002-2003.

REFERÊNCIAS

- Almeida, V. e Félix, R. (2006), "Computing the potential output and the output gap for the Portuguese economy", autumn issue of the *Economic Bulletin* of Banco de Portugal.
- Campbell, J., Lo, A.W. e MacKinlay, A.C. (1997), *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press.
- Cappiello, L., Kadareja, A. e Manganeli, S. (2008), "The impact of the euro on equity markets: a country and sector decomposition", *European Central Bank WP Series* No 906, June.
- Diebold, F.X. e Yilmaz, K. (2008), "Measuring financial asset return and volatility spillovers, with application to global equity markets", *NBER Working Paper* 13811, February.
- European Central Bank (2007), "Measuring Investors' Risk Appetite", *Financial Stability Review*, June.
- European Central Bank (2005), "Box 4. A measure of the real cost of the external financing of euro-area non-financial corporations", *ECB Monthly Bulletin*, March.
- Fuller, R. J. e Hsia, C. (1984), "A simplified common stock valuation model", *Financial Analysts Journal*, September-October.

- Gai, P e Vause, N. (2005), "Measuring Investors' Risk Appetite", *Bank of England Working Paper* no.283.
- Goldman Sachs (2003), "Risk Aversion", *The Foreign Exchange Market*, October
- González-Hermosillo, B. (2008), "Investors' Risk Appetite and Global Financial Market Conditions", *IMF Working Paper*, April.
- International Monetary Fund (2008a), *IMF Executive Board Concludes 2007 Article IV Consultation with Singapore*, March 17, 2008.
- International Monetary Fund (2008b), "Box 1.2. House prices: corrections and consequences", *World Economic Outlook*, October.
- Panigirtzoglou, N. e R. Scammell (2002), "Analysts' earnings forecasts and equity valuations", *Bank of England Quarterly Bulletin*, Spring.
- Ranjan, R., Jain, R. e Dhal, S.C. (2007), "India's Potential Economic Growth: Measurement Issues and Policy Implications", *Economic and Political Weekly*, Vol. 42, No. 17, April 28 - May 04.
- Ross, S. (1976), "The arbitrage theory of capital asset pricing", *Journal of Economic Theory*, 13, 341-360.
- Shiller, R.J. (2002), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press.
- Tarashev, N., Tsatsaronis, K. e Karampatos, D. (2003), "Investors' attitude towards risk: what can we learn from option?", *BIS Quarterly Review*, June.
- Witmer, J. (2008), "The cost of equity in Canada: an international comparison", *Bank of Canada Working Paper* 2008-21.

Anexo

CORRELAÇÕES BIVARIADAS ENTRE OS PRÉMIOS DE RISCO NOS MERCADOS ACCIONISTAS

| | Austrália | Áustria | Bélgica | Canadá | China | Finlândia | França | Alemanha | Hong Kong | Índia | Irlanda | Itália | Países Baixos | Portugal | Singapura | Espanha | Suécia | Suiça | Reino Unido | EUA |
|---------------|-----------|---------|---------|--------|---------|-----------|--------|----------|-----------|-------|---------|--------|---------------|----------|-----------|---------|--------|-------|-------------|------|
| Austrália | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Áustria | 0.42 | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Bélgica | 0.48 | 0.41 | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Canadá | 0.59 | 0.59 | 0.72 | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| China | 0.24 | 0.12** | 0.26 | 0.27 | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Finlândia | 0.47 | 0.10** | 0.27 | 0.51 | 0.12** | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | |
| França | 0.32 | 0.39 | 0.79 | 0.68 | 0.22 | 0.37 | 1.00 | | | | | | | | | | | | | |
| Alemanha | 0.41 | 0.57 | 0.72 | 0.68 | 0.14** | 0.34 | 0.87 | 1.00 | | | | | | | | | | | | |
| Hong Kong | 0.00** | -0.04** | 0.33 | 0.22 | 0.11* | 0.35 | 0.49 | 0.30 | 1.00 | | | | | | | | | | | |
| Índia | 0.28 | 0.14** | 0.33 | 0.34 | -0.13** | 0.52 | 0.46 | 0.50 | 0.25 | 1.00 | | | | | | | | | | |
| Irlanda | 0.78 | 0.52 | 0.50 | 0.66 | 0.19 | 0.49 | 0.37 | 0.50 | -0.16 | 0.43 | 1.00 | | | | | | | | | |
| Itália | 0.58 | 0.46 | 0.64 | 0.75 | 0.32 | 0.62 | 0.77 | 0.78 | 0.41 | 0.49 | 0.63 | 1.00 | | | | | | | | |
| Países Baixos | 0.42 | 0.62 | 0.73 | 0.68 | 0.06** | 0.14** | 0.73 | 0.85 | 0.06** | 0.37 | 0.57 | 0.60 | 1.00 | | | | | | | |
| Portugal | 0.57 | 0.39 | 0.54 | 0.60 | 0.22 | 0.59 | 0.60 | 0.61 | 0.25 | 0.49 | 0.61 | 0.70 | 0.56 | 1.00 | | | | | | |
| Singapura | 0.50 | 0.34 | 0.71 | 0.72 | 0.58 | 0.50 | 0.72 | 0.62 | 0.50 | 0.21 | 0.50 | 0.76 | 0.55 | 0.57 | 1.00 | | | | | |
| Espanha | 0.56 | 0.24 | 0.56 | 0.66 | 0.38 | 0.74 | 0.65 | 0.55 | 0.36 | 0.49 | 0.65 | 0.85 | 0.39 | 0.71 | 0.74 | 1.00 | | | | |
| Suécia | 0.52 | 0.72 | 0.72 | 0.79 | 0.14* | 0.31 | 0.76 | 0.88 | 0.08** | 0.45 | 0.67 | 0.72 | 0.91 | 0.65 | 0.60 | 0.56 | 1.00 | | | |
| Suiça | 0.24 | 0.37 | 0.70 | 0.63 | 0.24 | 0.21 | 0.70 | 0.55 | 0.22 | 0.18 | 0.41 | 0.54 | 0.67 | 0.56 | 0.62 | 0.55 | 0.65 | 1.00 | | |
| Reino Unido | 0.62 | 0.55 | 0.65 | 0.66 | 0.23 | 0.34 | 0.52 | 0.67 | 0.07** | 0.39 | 0.77 | 0.65 | 0.74 | 0.63 | 0.57 | 0.55 | 0.74 | 0.52 | 1.00 | |
| EUA | 0.62 | 0.29 | 0.61 | 0.71 | 0.31 | 0.70 | 0.66 | 0.56 | 0.51 | 0.47 | 0.54 | 0.82 | 0.35 | 0.54 | 0.74 | 0.81 | 0.48 | 0.40 | 0.50 | 1.00 |

** Coeficientes de correlação estatisticamente não diferentes de zero para um nível de significância de 5%.

Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

UMA PERSPECTIVA SECTORIAL SOBRE A RIGIDEZ NOMINAL E REAL DOS SALÁRIOS EM PORTUGAL*

Cláudia Duarte**

The world economy today is vastly different from the 1930's (...). Economics is very different, too. Both the science and its subject have changed, and for the better, since World War II. But there are some notable constants. Unemployment and inflation still preoccupy and perplex economists, statesmen, journalist, housewives, and everyone else.

Inflation and Unemployment

J. Tobin (1972)

1. INTRODUÇÃO

A rigidez (nominal e real) dos salários é um fenómeno que está associado a fricções ou bloqueios no mercado de trabalho que impedem o normal ajustamento dos salários à procura de trabalho. A capacidade de acomodação das empresas face a perturbações na procura dos seus produtos é limitada pela presença de rigidez salarial, o que poderá originar um ajustamento gerador de desemprego em substituição da flexibilidade dos salários. A rigidez salarial no mercado de trabalho é frequentemente apontada, com maior ou menor ênfase, como uma das razões que contribui para explicar o nível de desemprego mais elevado na União Europeia do que nos Estados Unidos da América (Solow, 2000).

Num cenário de rigidez nominal dos salários (resistência à descida nominal dos salários) e de baixo crescimento da produtividade, um ambiente de inflação reduzida, como aquele em que as economias desenvolvidas têm vivido no período mais recente, contribui para diminuir a capacidade de acomodação salarial das empresas, em termos reais, estando associado a salários e desemprego mais elevados do que numa situação de flexibilidade (Akerlof *et al.* 1996). Também a rigidez real dos salários (resistência a crescimentos salariais inferiores à taxa de inflação ou ao valor de referência da negociação salarial) tem vindo a atrair cada vez mais atenção. No seio da literatura neo-keynesiana, a presença de rigidez real permitiu melhorar a compreensão da dinâmica de funcionamento do tradicional *trade-off* entre inflação e desemprego, bem como da persistência ou inércia da inflação (Blanchard e Galí, 2007). Ao nível microeconómico, um dos factos estilizados do comportamento das empresas em relação à fixação de preços, identificado no âmbito da *Inflation Persistence Network (IPN)*¹ é a menor frequência de ajustamento dos preços – maior persistência nos preços – em empresas com maior intensidade de trabalho, portanto, em empresas potencialmente mais expostas à restrição da rigidez salarial (Álvarez *et al.* 2005).

* A autora agradece ao Instituto de Informática do Ministério do Trabalho e da Solidariedade Social pela disponibilização da base de dados e a N. Alves, M. Centeno, A. C. Leal e P. Portugal pelos seus comentários e sugestões. Agradece-se ainda o excelente apoio computacional de Lucena Vieira. Eventuais erros e omissões são da exclusiva responsabilidade da autora. As opiniões expressas no artigo são responsabilidade do autor e não coincidem necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema.

** Departamento de Estudos Económicos, Banco de Portugal.

(1) A *Inflation Persistence Network (IPN)* consiste numa equipa de economistas do Eurosistema que investigam a temática da persistência da inflação na área do euro e nos Estados-membros.

Para além das importantes consequências ao nível da fixação dos preços e da dinâmica da inflação e do desemprego, a atenção crescente que tem sido consagrada à questão da rigidez salarial está também associada ao aperfeiçoamento da recolha e tratamento de dados ao nível da empresa e do indivíduo. A existência de bases de dados longitudinais que contêm informação sobre os salários, assim como sobre diversas características dos trabalhadores e das empresas, permitiu o desenvolvimento de uma vertente da literatura sobre a rigidez salarial, baseada em dados microeconómicos, nomeadamente associada ao *International Wage Flexibility Project (IWFP)* (Dickens *et al.* 2007 e Du Caju *et al.* 2007, por exemplo).

A utilização de informação desagregada para a análise da rigidez salarial permite ultrapassar algumas das dificuldades das abordagens macroeconómicas. Em particular, ao considerarem informação agregada para analisar a evolução cíclica dos salários, estas abordagens são afectadas por problemas de agregação do comportamento de agentes heterogéneos. Um exemplo destes problemas é a diminuição do peso de trabalhadores com remunerações mais baixas, possivelmente associadas a menores qualificações, na fase descendente do ciclo, induzindo um enviesamento positivo nas remunerações agregada (ver Abraham e Haltiwanger, 1995).

Para além da análise dos efeitos de composição da força de trabalho, a abordagem microeconómica também possibilita a construção de indicadores de rigidez nominal e real dos salários a partir das distribuições dos salários e das respectivas variações salariais. A metodologia desenvolvida no *IWFP* assenta precisamente nas distribuições das variações salariais para o cálculo de medidas de rigidez. Neste caso, a rigidez nominal dos salários está associada à proporção de trabalhadores que têm uma variação salarial nula e que, na ausência de rigidez, deveriam ter uma redução do salário. Por seu lado, a rigidez real dos salários refere-se à proporção de trabalhadores que têm uma variação salarial próxima da taxa de inflação esperada (ou do valor de referência da negociação salarial) e que, na ausência de rigidez, não teriam uma variação salarial tão elevada.

Neste artigo pretende-se descrever e analisar a rigidez nominal e real dos salários na economia portuguesa, a partir da metodologia desenvolvida no âmbito do *IWFP*. Alargando a análise de Portugal (2006)², neste caso é também avaliado o impacto da desagregação por sector de actividade e por dimensão da empresa nas medidas de rigidez, à semelhança do que é feito em Messina *et al.* (2008). Tendo presente a heterogeneidade sectorial, é dado algum destaque ao sector têxtil, com o intuito de ilustrar a importância dos efeitos de composição do emprego. A base de dados longitudinal utilizada foi disponibilizada pelo Instituto de Informática (II) da Segurança Social portuguesa e cobre o período de 2001 a 2007.

Este artigo está organizado da seguinte forma. Na secção 2 é feita uma descrição da base de dados, sendo feita uma análise da evolução salarial dos diversos sectores de actividade, ao longo do período considerado. De seguida, após uma breve apresentação da metodologia *IWFP* para o cálculo das medidas de rigidez, são reportados os resultados obtidos, quer para o total da economia (secção 3.1), quer para diversos sectores de actividade (secção 3.2). Em particular, o caso do sector têxtil é analisado com mais detalhe (secção 3.2.1). Finalmente, as conclusões são apresentadas na secção 4.

2. DADOS

Neste artigo utiliza-se uma base de dados longitudinal disponibilizada pelo II, que inclui todos os trabalhadores que efectuaram descontos para o regime geral da Segurança Social, cobrindo o período de 2001 a 2007. Uma das vantagens da utilização desta base de dados está associada à sua nature-

(2) Em Portugal (2006) é apresentado o cálculo das medidas de rigidez nominal e real para o total da economia.

za, dita administrativa (neste caso, diz respeito aos registos das contribuições para a Segurança Social). Habitualmente, considera-se que as bases de dados administrativas contêm informação mais fiável, sendo menos provável a ocorrência de erros de medição nos salários (como erros de reporte ou arredondamento) (Du Caju *et al.* 2007).

Para além da informação relativa às remunerações, que se referem aos valores declarados no mês de Outubro de cada ano, esta base de dados contém também outras variáveis, nomeadamente o número de dias trabalhados no mês, a antiguidade do trabalhador e variáveis relativas a diversas características dos trabalhadores (sexo, idade, situação na profissão – trabalhador por conta de outrem, por conta própria ou outra –, entre outras) e das empresas (por exemplo, região e dimensão), cobrindo todos os sectores de actividade. As remunerações mensais declaradas podem ser de quatro tipos: permanente, variável, subsídios de férias e de Natal e outras remunerações.

Com o intuito de aumentar a comparabilidade, a base de dados inicial foi circunscrita aos trabalhadores por conta de outrem que declararam remunerações de carácter permanente, de montante não inferior ao salário mínimo e que trabalharam o mês completo³. Estes trabalhadores são, em média, cerca de 1,8 milhões e estão maioritariamente concentrados no sector dos serviços, o que ilustra o processo de terciarização da economia portuguesa (Quadro 1). Em linha com o progressivo envelhecimento da população, os trabalhadores considerados apresentam uma tendência ligeiramente crescente tanto ao nível da idade como da antiguidade no posto de trabalho. Considerando este conjunto de trabalhadores, os seus salários, entendidos como a remuneração permanente por trabalhador, apresentaram uma evolução relativamente estável, em particular nos últimos quatro anos da amostra (Gráfico 1).

No entanto, a aparente estabilidade ao nível agregado esconde evoluções relativamente diferenciadas ao nível dos sectores de actividade. À excepção do sector dos serviços, cuja evolução é mais próxima da registada para o total da economia, os restantes sectores apresentam uma evolução mais volátil. Em termos de contributos para a variação salarial, verifica-se que o sector dos serviços é o que mais contribuiu para a taxa de variação anual dos salários, ao longo do período 2002-2007 (Gráfico 2). Este facto traduz quer a evolução dos salários neste sector, quer o seu peso no total do emprego da amostra utilizada, que tem exibido uma tendência crescente, sendo aproximadamente 46 por cen-

Quadro 1

| ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS | | | | | | | |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| Nº. de trabalhadores | 1.689.213 | 1.692.594 | 1.822.972 | 1.858.169 | 1.895.943 | 1.926.282 | 1.988.824 |
| Peso (em %) | | | | | | | |
| Indústria transformadora ^(a) | 27,6 | 26,5 | 24,9 | 24,0 | 23,1 | 22,5 | 21,7 |
| Construção | 10,5 | 10,6 | 10,0 | 9,9 | 9,9 | 9,7 | 9,9 |
| Serviços | 45,1 | 45,7 | 46,1 | 46,6 | 46,8 | 46,9 | 47,1 |
| Outros ^(b) | 16,8 | 17,2 | 19,0 | 19,5 | 20,2 | 20,9 | 21,3 |
| Idade média (em anos) | 36,5 | 36,7 | 37,1 | 37,3 | 37,6 | 37,8 | 38,1 |
| Antiguidade média (em meses) | 61 | 63 | 65 | 67 | 69 | 71 | 71 |

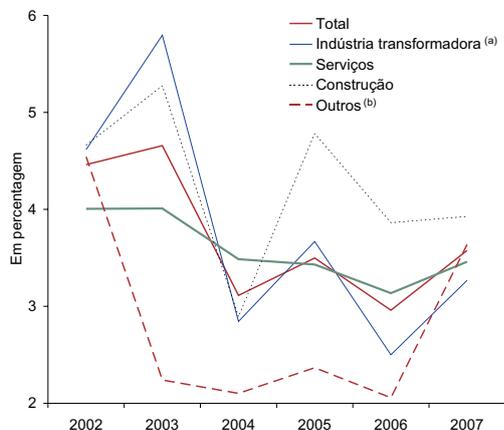
Fontes: II e cálculos da autora.

Notas: São apenas considerados os trabalhadores por conta de outrem que declararam remunerações de carácter permanente, de montante não inferior ao salário mínimo, que trabalharam o mês completo e para os quais existe informação para as diversas variáveis. (a) Inclui "Produção e distribuição de electricidade, gás e água". (b) Inclui os seguintes sectores de actividade: "Agricultura"; "Pescas"; "Indústria extractiva"; "Fabricação de coque, produtos petrolíferos refinados e combustível nuclear"; "Fabricação de produtos químicos, borracha e plásticos"; "Actividades financeiras"; "Administração pública"; "Saúde"; "Educação"; e "Outros".

(3) Adicionalmente, a análise foi restrita aos indivíduos para os quais existe informação para diversas variáveis, como, por exemplo, o sexo, a idade, o tipo de remuneração, o sector de actividade e a antiguidade.

Gráfico 1

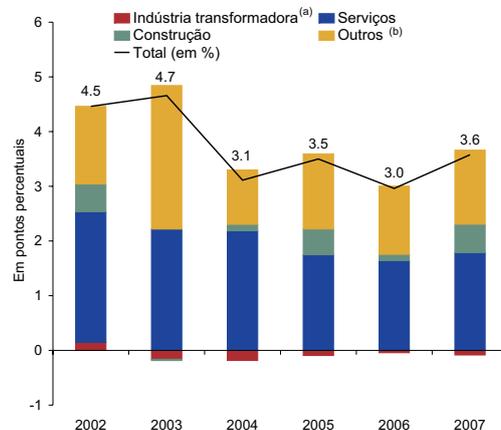
EVOLUÇÃO DA TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL DOS SALÁRIOS



Fontes: II e cálculos da autora.
Notas: (a) Inclui "Produção e distribuição de electricidade, gás e água". (b) Inclui os seguintes sectores de actividade: "Agricultura"; "Pescas"; "Indústria extractiva"; "Fabricação de coque, produtos petrolíferos refinados e combustível nuclear"; "Fabricação de produtos químicos, borracha e plásticos"; "Actividades financeiras"; "Administração pública"; "Saúde"; "Educação"; e "Outros".

Gráfico 2

CONTRIBUTOS PARA A TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL DOS SALÁRIOS NO TOTAL DA ECONOMIA



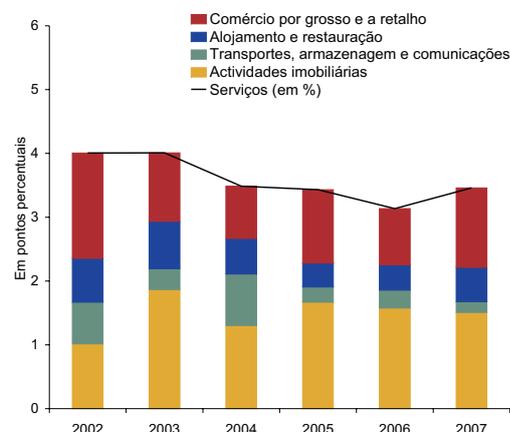
Fontes: II e cálculos da autora.
Notas: (a) Inclui "Produção e distribuição de electricidade, gás e água". (b) Inclui os seguintes sectores de actividade: "Agricultura"; "Pescas"; "Indústria extractiva"; "Fabricação de coque, produtos petrolíferos refinados e combustível nuclear"; "Fabricação de produtos químicos, borracha e plásticos"; "Actividades financeiras"; "Administração pública"; "Saúde"; "Educação"; e "Outros".

to em média no período considerado. A um nível mais desagregado, os sectores com um maior contributo para a evolução dos salários nos serviços são o "Comércio por grosso e a retalho" e as "Actividades imobiliárias, alugueres e serviços prestados às empresas" (Gráfico 3).

Também no caso do agregado "Outros", o seu contributo para a evolução salarial está associado a um aumento do peso no emprego total de sectores como a "Administração pública", a "Saúde" e a "Edu-

Gráfico 3

CONTRIBUTOS PARA A TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL DOS SALÁRIOS NOS SERVIÇOS

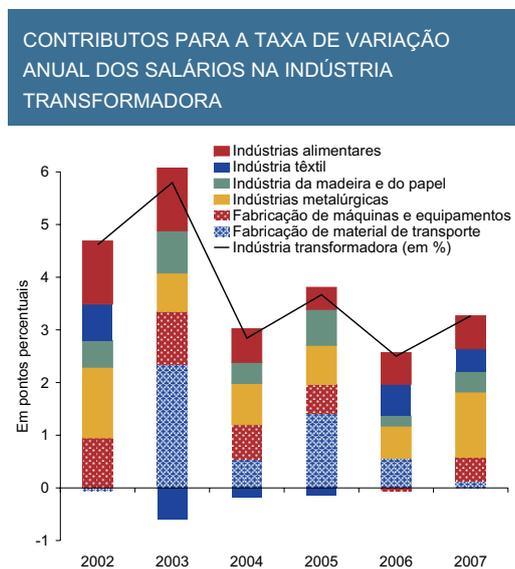


Fontes: II e cálculos da autora.
Nota: O sector do "Comércio por grosso e a retalho" inclui as reparações. O sector das "Actividades imobiliárias" inclui os alugueres e serviços prestados às empresas.

cação”⁴. Inversamente, o sector da indústria transformadora tem vindo a perder peso em termos de emprego, representando, em média, cerca de 24 por cento do total do emprego. Este facto está reflectido nos contributos pouco significativos deste sector para a taxa de variação anual dos salários do total da economia, ao longo do período analisado. De realçar que o sector da “Indústria têxtil, do couro e dos produtos de couro” apresentou um contributo positivo para a taxa de variação anual dos salários na indústria transformadora, nos dois últimos anos da amostra, apesar de ter vindo sucessivamente a perder peso em termos de emprego – facto que é talvez um dos sinais mais visíveis da importante alteração na estrutura do emprego a nível sectorial que a economia portuguesa tem vindo a registar nos últimos anos (Gráfico 4).

A partir da base de dados que se obtém após impor as restrições acima descritas, para o cálculo das medidas de rigidez seleccionou-se uma amostra aleatória de 10 por cento dos trabalhadores que têm pelo menos um registo ao longo do período 2001-2007. Seguindo a metodologia *IWFP*, que pretende analisar as variações salariais que não são influenciadas pela mobilidade do trabalhador (Dickens *et al.* 2007), esta amostra foi restringida de forma a incluir apenas os indivíduos que permanecem pelos menos dois anos consecutivos na mesma empresa. Comparando as variações salariais dos trabalhadores que permanecem na mesma empresa dois anos consecutivos (por exemplo, em 2006 e 2007) e dos novos recrutamentos, verifica-se que a mobilidade conduz, em média, a maiores aumentos salariais (0.083 face a 0.046). No entanto, as variações salariais dos novos recrutamentos são muito mais voláteis (desvio padrão de 0.286 face a 0.119) o que está em linha com os resultados obtidos por Du Caju *et al.* (2007) para a Bélgica⁵.

Gráfico 4



Fontes: II e cálculos da autora.

Nota: Chave mais detalhada da composição dos sectores: Indústrias alimentares - Indústrias alimentares, das bebidas e do tabaco; Indústria têxtil - Indústria têxtil, do couro e dos produtos de couro; Indústria da madeira e do papel - Indústria da madeira, cortiça e suas obras; indústria de pasta, de papel e cartão e seus artigos; edição e impressão; Indústrias metalúrgicas - Fabricação de outros produtos minerais não-metálicos; indústrias metalúrgicas de base e produtos metálicos; Fabricação de máquinas e equipamentos - Fabricação de equipamento eléctrico e de óptica; fabricação de máquinas e equipamentos, n.e.; e Fabricação de material de transporte - Fabricação de material de transporte; indústrias transformadoras, n.e.; produção e distribuição de electricidade, de gás e de água.

(4) Note-se que nestes sectores estão apenas incluídos os indivíduos que não pertencem ao regime da Caixa Geral de Aposentações.

(5) Os resultados mantêm-se qualitativamente inalterados nos outros anos da amostra.

3. MEDIDAS DE RIGIDEZ SALARIAL

A metodologia do *IWFP* para o cálculo de medidas de rigidez salarial assenta na análise das distribuições das variações salariais, calculadas a partir de bases de dados com informação desagregada por indivíduo. No âmbito desta metodologia, o conceito de rigidez nominal está associado à proporção de trabalhadores que têm uma variação salarial nula e que veriam o seu salário diminuir, num contexto de ausência de rigidez. Por seu lado, a rigidez real reflecte a proporção de trabalhadores cuja variação salarial é próxima da inflação esperada (ou do valor de referência da negociação salarial), mas que seria inferior caso não houvesse rigidez.

De uma forma resumida, as medidas de rigidez resultam da comparação entre a distribuição das variações observadas dos salários e uma distribuição teórica, que pretende reflectir um cenário de flexibilidade salarial (por hipótese, assume-se uma distribuição de Weibull simétrica). Quanto maior for a concentração na variação salarial nula da distribuição observada face à distribuição teórica, maior será a evidência a favor da existência de rigidez nominal e, portanto, mais elevada será a medida de rigidez nominal calculada de acordo com a metodologia *IWFP*. Paralelamente, quanto maior for a concentração na variação salarial igual à inflação esperada (ou ao valor de referência da negociação salarial) da distribuição observada face à distribuição teórica, maior será a evidência a favor da existência de rigidez real e mais elevado será o valor da medida⁶.

O procedimento de cálculo destas medidas de rigidez permite obter simultaneamente as medidas de rigidez nominal e real, assim como o valor de referência para o cálculo da rigidez real⁷. Contudo, nos anos em que este valor de referência é relativamente baixo, aproximando-se de zero, deixam de se verificar as melhores condições de identificação dos dois tipos de rigidez, tornando-se mais difícil distinguir entre a rigidez nominal e a rigidez real.

Adicionalmente, no caso de serem detectados erros de medição, o procedimento de cálculo das medidas de rigidez desenvolvido no âmbito do *IWFP* tenta expurgar estes erros da distribuição das variações salariais, através do cálculo de uma nova distribuição, designada “verdadeira”, que substitui a distribuição empírica aquando da comparação com a distribuição teórica⁸.

3.1. Total da economia

Em Portugal, o processo de determinação dos salários e da sua variação depende essencialmente de três condicionantes: em primeiro lugar, o limiar inferior é definido a nível nacional através do mecanismo legal da retribuição mínima mensal garantida; em segundo lugar, desde a década de 50 do século XX, a impossibilidade de reduções nominais dos salários está consagrada na lei; finalmente, no contexto das negociações salariais, o salário mínimo para cada grupo profissional é maioritariamente definido ao nível de acordos sectoriais (os acordos de empresa têm um peso reduzido). Não existe, portanto, um mecanismo automático de indexação salarial.

Como seria de esperar as distribuições, quer dos salários, quer da sua variação, reflectem as condicionantes do processo de determinação salarial⁹. Por um lado, em 2007, a distribuição dos salários

(6) Para uma descrição mais detalhada da metodologia *IWFP*, ver Dickens *et al.* (2007).

(7) Note-se que o valor de referência para o cálculo da rigidez real dos salários pode não coincidir com a taxa de inflação esperada.

(8) A detecção dos erros de medição é feita com base na análise da autocorrelação das variações salariais. É assumido que variações positivas seguidas de variações negativas são um sinal da existência de erros de medição (para mais detalhes, ver Dickens *et al.* 2007).

(9) A informação utilizada no cálculo das distribuições refere-se a trabalhadores por conta de outrem com remunerações de carácter permanente, de montante não inferior ao salário mínimo, que trabalharam o mês completo e que permanecem pelos menos dois anos consecutivos na mesma empresa.

para o total da economia evidencia uma moda nos salários iguais ou muito próximos ao salário mínimo. Neste ano, cerca de 7 por cento dos trabalhadores tiveram remunerações declaradas ao nível da retribuição mínima mensal garantida (403 euros), que corresponde a cerca de 45 por cento da média das remunerações nesse ano (Gráfico 5).

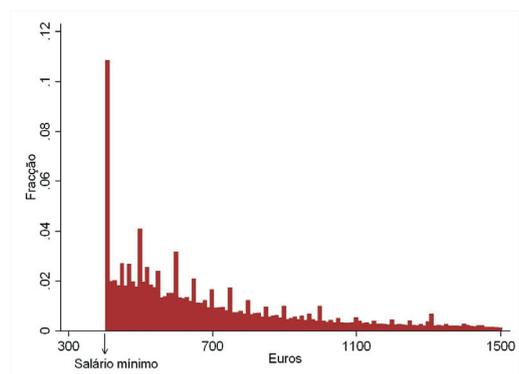
Por outro lado, a distribuição empírica das variações salariais apresenta apenas uma pequena fracção de variações nominais negativas e uma elevadíssima concentração na variação nula, o que confirma a resistência à descida nominal de salários (rigidez nominal) (Gráfico 6). Adicionalmente, encontra-se evidência de rigidez real dos salários na existência de uma moda em torno do valor da taxa de inflação esperada, juntamente com uma menor concentração em taxas imediatamente inferiores¹⁰.

Comparando a distribuição empírica com a distribuição “verdadeira” verifica-se, adicionalmente, que as diferenças que existem entre ambas são praticamente inexistentes, o que vem confirmar a ideia de que os erros de medição serão mais limitados em bases de dados de carácter administrativo.

As indicações fornecidas pelos histogramas são confirmadas pelos resultados do cálculo das medidas de rigidez nominal e real dos salários (Gráfico 7)¹¹. Conforme seria de esperar, o indicador de rigidez nominal apresenta valores elevados ao longo do período analisado. Em média, cerca de 63 por cento dos indivíduos que, na ausência de rigidez, seriam confrontados com uma redução nominal do salário, têm uma taxa de variação salarial nula. Este resultado, para além de ser muito influenciado pelo enquadramento legal associado à existência de barreiras à descida nominal dos salários, também estará relacionado com o facto de, mesmo na ausência de restrições legais, as empresas tenderem a evitar reduções nominais de salários, por razões relacionadas com a motivação dos trabalhadores (Bewley, 2002).

Gráfico 5

DISTRIBUIÇÃO DOS SALÁRIOS: 2007

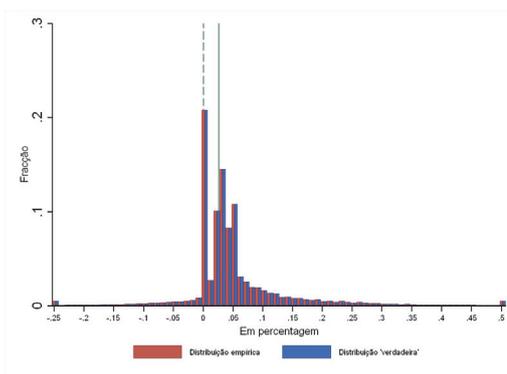


Fontes: II e cálculos da autora.

Nota: Cerca de 7 por cento dos trabalhadores tiveram uma remuneração declarada igual à retribuição mínima mensal garantida (403 euros) e aproximadamente 11 por cento dos trabalhadores tem uma remuneração compreendida no intervalo entre esta retribuição mínima e até mais 10 euros acima deste valor.

Gráfico 6

DISTRIBUIÇÃO DAS VARIAÇÕES SALARIAIS: 2007



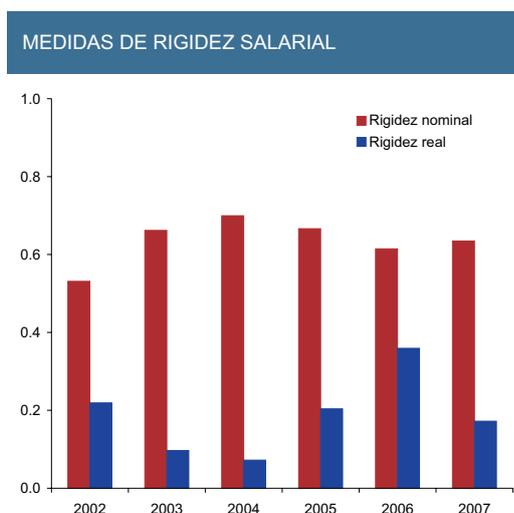
Fontes: II e cálculos da autora.

Nota: A linha a tracejado assinala a variação nula e a linha a cheio a variação igual à taxa de inflação esperada.

(10) Os resultados não sofrem alterações significativas nos outros anos da amostra.

(11) Para o cálculo das medidas de rigidez (nominal e real) foi utilizada a versão mais recente disponível do procedimento *IWFP*, que não é totalmente comparável com as versões utilizadas em publicações anteriores destes indicadores pelo Banco de Portugal.

Gráfico 7



Fontes: II e cálculos da autora.

A medida de rigidez real de salários apresenta uma evolução mais irregular. Devido à sua própria definição, e tendo em conta os baixos valores de inflação que se têm verificado em Portugal nos últimos anos, esta medida tem naturalmente maiores dificuldades associadas ao seu cálculo e à sua interpretação. Após uma diminuição entre 2002 e 2004, em 2005 e 2006 a medida de rigidez real registou um aumento, situando-se neste último ano aproximadamente 30 pontos percentuais acima do valor de 2004. Em 2007 houve novamente uma diminuição para valores próximos dos de 2005. Em termos médios, cerca de 20 por cento dos trabalhadores que se deparariam com uma diminuição do seu salário real, num contexto de flexibilidade dos salários, têm uma taxa de variação do salário próxima da taxa de inflação esperada. Este valor é relativamente elevado quando considerado num contexto internacional (Dickens *et al.* 2007).

Estes resultados são qualitativamente semelhantes aos previamente encontrados em Portugal (2006), que, apesar de obtidos a partir de uma base de dados alternativa¹², também apontam para a existência de uma elevada rigidez nominal dos salários. Ao nível da rigidez real, também é encontrada evidência de maior irregularidade na evolução desta medida.

Introduzindo a variável relativa à dimensão da empresa na análise das medidas de rigidez, os resultados obtidos sugerem que a rigidez nominal dos salários diminui nas empresas de maior dimensão (Quadro 2). A maior flexibilidade salarial nas grandes empresas, que é um resultado semelhante ao obtido por Caju *et al.* (2007) para a Bélgica, poderá traduzir a maior incidência de acordos de empresa e a maior capacidade de implementar esquemas remunerativos mais alargados.

Ao analisar os fluxos de emprego por dimensão de empresa, Centeno *et al.* (2007) concluem que as taxas de criação e destruição de emprego diminuem com o aumento da dimensão da empresa. Conjugando esta informação com os resultados das medidas de rigidez salarial, é possível concluir que as empresas de maior dimensão são aquelas que apresentam, simultaneamente, menores fluxos de criação e destruição de emprego e menor rigidez salarial e o contrário verifica-se nas empresas de menor dimensão. Assim, após levar em consideração o efeito da dimensão da empresa, da combinação da evidência em relação aos fluxos de emprego e à rigidez dos salários parece emergir uma relação positiva entre a rigidez dos salários, em particular a rigidez nominal, e os fluxos de criação e destruição

(12) Em Portugal (2006) foi utilizada informação extraída dos Quadros de Pessoal, do Ministério do Trabalho e da Solidariedade Social.

Quadro 2

IMPACTO DA DIMENSÃO DAS EMPRESAS NAS MEDIDAS DE RIGIDEZ SALARIAL

| | Medidas de Rigidez Salarial | |
|--|-----------------------------|------|
| | Média 2002-2007 | |
| | Nominal | Real |
| Total da economia | 0,63 | 0,19 |
| Por dimensão da empresa: (em nº de trabalhadores) | | |
| até 25 | 0,85 | 0,27 |
| entre 26 e 50 | 0,66 | 0,16 |
| entre 51 e 250 | 0,49 | 0,27 |
| mais de 250 | 0,44 | 0,28 |

Fontes: II e cálculos da autora.

ção de emprego. De certa forma, a rigidez salarial parece ser compensada nas empresas de pequena dimensão por uma maior exposição externa dos seus trabalhadores, na forma de maiores fluxos de entrada e saída.

A restrição de elevada rigidez nominal torna-se particularmente activa no contexto de um regime de baixa inflação, como aquele em que Portugal está actualmente inserido, e de manutenção de baixos crescimentos da produtividade. Quando confrontadas com a necessidade de se ajustarem a perturbações no mercado dos seus produtos, dada a restrição da rigidez salarial, as empresas tenderão a recorrer a fluxos de criação e destruição de emprego, que geram importantes efeitos de composição, nomeadamente ao nível sectorial.

3.2. Heterogeneidade sectorial

Da mesma forma que a evolução da taxa de variação agregada dos salários esconde evoluções relativamente diferenciadas ao nível dos diferentes sectores de actividade, também as medidas de rigidez salarial para o total da economia encerram diferenças entre os diversos sectores (Quadro 3 e Gráfico 8).

Os resultados das medidas de rigidez para os vários sectores considerados sugerem a existência de uma relação negativa entre a medida de rigidez nominal e a de rigidez real¹³. Para além disso, tanto a rigidez nominal como a rigidez real parecem ser mais elevadas nos serviços do que na indústria transformadora¹⁴. A maior rigidez salarial detectada no sector dos serviços, um sector com maior intensidade do factor trabalho, não será alheia à existência de uma maior rigidez dos preços neste sector, reportada em Martins (2005).

(13) Não foram calculadas medidas de rigidez salarial para os seguintes sectores: "Agricultura"; "Pescas"; "Indústria extractiva"; "Fabricação de coque, produtos petrolíferos refinados e combustível nuclear"; "Fabricação de produtos químicos, borracha e plásticos"; "Actividades financeiras"; "Administração pública"; "Saúde"; "Educação"; e "Outros". Esta opção deveu-se quer à elevada representatividade de regimes específicos de contribuições nestes sectores (nomeadamente na "Administração pública", "Saúde", "Educação" e "Actividades financeiras"), quer ao seu peso reduzido em termos de emprego (restantes sectores).

(14) As comparações a nível internacional sugerem que as diferenças entre os países são mais significativas do que as diferenças sectoriais. Por exemplo, em Messina et al. (2008) verifica-se que a comparação entre a realidade sectorial em Portugal e na Bélgica é dominada pelas diferenças institucionais no processo de determinação dos salários, sendo que no primeiro caso há uma maior incidência de rigidez nominal, ao passo que no segundo, em resultado do mecanismo de indexação automática dos salários, prevalece a rigidez real.

Quadro 3

IMPACTO DO SECTOR DE ACTIVIDADE NAS MEDIDAS DE RIGIDEZ SALARIAL

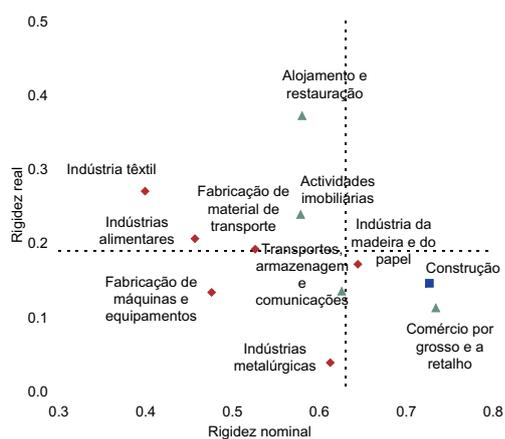
| | Medidas de rigidez salarial | |
|--|-----------------------------|------|
| | Média 2002-2007 | |
| | Nominal | Real |
| Total da economia | 0,63 | 0,19 |
| Por sector de actividade: | | |
| Indústria transformadora | 0,57 | 0,16 |
| Construção | 0,73 | 0,15 |
| Serviços | 0,67 | 0,18 |
| Indústrias alimentares, das bebidas e do tabaco | 0,46 | 0,21 |
| Indústria têxtil, do couro e dos produtos de couro | 0,40 | 0,27 |
| Indústria da madeira, cortiça e suas obras; indústria de pasta, de papel e cartão e seus artigos; edição e impressão | 0,64 | 0,17 |
| Fabricação de outros produtos minerais não-metálicos; indústrias metalúrgicas de base e produtos metálicos | 0,61 | 0,04 |
| Fabricação de equipamento eléctrico e de óptica; fabricação de máquinas e equipamentos, n.e. | 0,48 | 0,13 |
| Fabricação de material de transporte; indústrias transformadores, n.e.; produção e distribuição de electricidade, de gás e de água | 0,53 | 0,19 |
| Comércio por grosso e a retalho; reparações | 0,73 | 0,11 |
| Alojamento e restauração | 0,58 | 0,37 |
| Transportes, armazenagem e comunicações | 0,63 | 0,14 |
| Actividades imobiliárias, alugueres e serviços prestados às empresas | 0,58 | 0,24 |

Fontes: II e cálculos da autora.

Gráfico 8

RIGIDEZ NOMINAL E REAL

Média 2002-2007



Fontes: II e cálculos da autora.

Notas: As linhas a tracejado referem-se ao total da economia. Os losangos assinalam os sectores pertencentes à indústria transformadora e os triângulos os serviços. Chave mais detalhada da composição dos sectores: Indústrias alimentares - Indústrias alimentares, das bebidas e do tabaco; Indústria têxtil - Indústria têxtil, do couro e dos produtos de couro; Indústria da madeira e do papel - Indústria da madeira, cortiça e suas obras; indústria de pasta, de papel e cartão e seus artigos; edição e impressão; Indústrias metalúrgicas - Fabricação de outros produtos minerais não-metálicos; indústrias metalúrgicas de base e produtos metálicos; Fabricação de máquinas e equipamentos - Fabricação de equipamento eléctrico e de óptica; fabricação de máquinas e equipamentos, n.e.; Fabricação de material de transporte - Fabricação de material de transporte; indústrias transformadores, n.e.; produção e distribuição de electricidade, de gás e de água; Comércio por grosso e a retalho - Comércio por grosso e a retalho; reparações; e Actividades imobiliárias - Actividades imobiliárias, alugueres e serviços prestados às empresas.

Olhando à evidência relativa aos fluxos de criação e destruição de emprego por sector de actividade em Centeno *et al.* (2007), verifica-se que as taxas de reafecção de emprego são mais elevadas nos serviços e na construção do que na indústria transformadora¹⁵. Para além disso, de acordo com Centeno *et al.* (2008), o sector dos serviços exhibe também uma rotação excessiva de trabalhadores face aos fluxos de criação e destruição de emprego superior à verificada para a indústria transformadora¹⁶. Portanto, ao controlar para a heterogeneidade sectorial, parece ser novamente identificável uma relação positiva entre os diversos fluxos de emprego (criação e destruição) e de trabalhadores (rotação) e a existência de rigidez salarial.

A um nível mais desagregado, os sectores que apresentam maior rigidez nominal, em média ao longo do período 2002-2007, são o “Comércio por grosso e a retalho” e o da “Construção”. Segundo Centeno *et al.* (2007), estes dois sectores apresentam valores bastante elevados nas taxas de reafecção do emprego, com o sector da construção a registar o valor máximo. No extremo oposto, o sector com menor rigidez nominal é o sector têxtil, que apresenta um nível de rigidez real relativamente elevado quando comparado com os outros sectores, nomeadamente com os outros sectores da indústria transformadora. Se levarmos em consideração os resultados anteriormente referidos de Centeno *et al.* (2007), o sector têxtil tem uma taxa de reafecção de emprego alta, quando comparada com a dos restantes sectores da indústria transformadora, que traduz essencialmente a taxa de destruição de emprego, a mais elevada entre todos os sectores analisados.

3.2.1. O sector têxtil

Nos últimos anos, a actividade no sector têxtil tem tido uma evolução desfavorável (Gráfico 9). Em termos de emprego, este sector também tem visto o seu peso no total diminuir de forma continuada. Por seu lado, no mesmo período, as taxas de variação dos salários mantiveram-se relativamente próximas da média do total da economia, o que se traduziu no já referido contributo positivo para a variação salarial da indústria transformadora, em 2006 e 2007. Adicionalmente, o resultado do cálculo das medidas de rigidez aponta para que o sector têxtil tenha um valor relativamente elevado de rigidez real, acima da média da economia, sendo o terceiro valor mais elevado entre todos os sectores considerados (Quadro 3).

A esta evolução estão associados importantes fluxos brutos de emprego (entradas e saídas de trabalhadores) que não são reflectidos na agregação da informação ao nível sectorial. Tomando como exemplo os anos de 2006 e 2007, neste período registaram-se fortes alterações na composição do emprego do sector têxtil, quando este é medido em termos do par trabalhador/empresa. Entre estes dois anos, os fluxos de criação e destruição de pares trabalhador/empresa ascenderam a cerca de um terço do número de trabalhadores que permaneceu na mesma empresa, sendo que o fluxo de separações foi aproximadamente 5 por cento superior ao de criações de emprego.

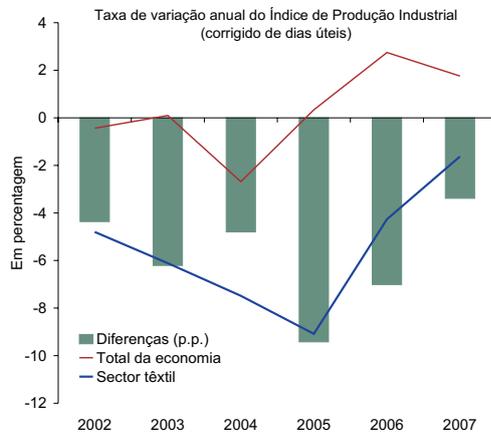
A partir da comparação entre a distribuição dos salários em 2006 dos trabalhadores do sector têxtil que permaneceram na mesma empresa em 2006 e 2007 e a dos trabalhadores cujos postos de trabalho foram destruídos entre estes dois anos, verifica-se que há uma maior concentração na aba esquerda da distribuição dos salários dos trabalhadores que saíram em 2007 (Gráfico 10). Paralelamente, a distribuição dos salários nos postos de trabalho criados em 2007 exhibe o mesmo tipo de enviesamento face à distribuição dos salários em 2007 dos trabalhadores que permaneceram na mesma empresa nos dois anos consecutivos (Gráfico 11). Combinando os fluxos de emprego com

(15) A reafecção de emprego refere-se à soma dos ganhos e perdas de emprego entre dois períodos de tempo adjacentes.

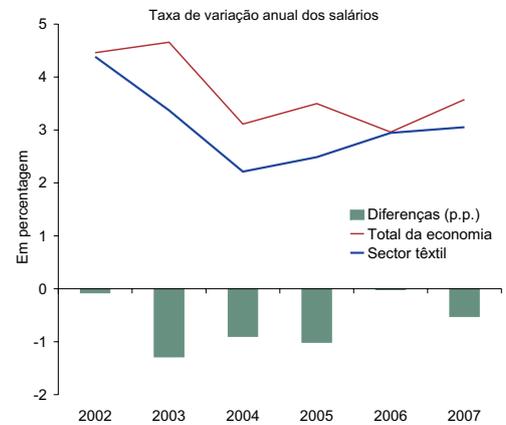
(16) A rotação excessiva de trabalhadores refere-se à diferença entre o total de contratações e separações e a criação líquida de emprego, em cada momento do tempo.

Gráfico 9

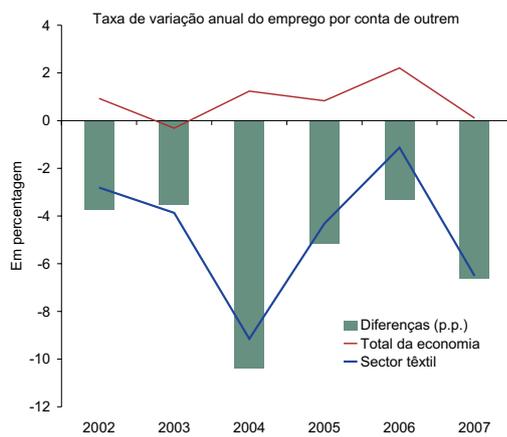
EVOLUÇÃO RECENTE DE ALGUNS INDICADORES DO SECTOR TÊXTIL



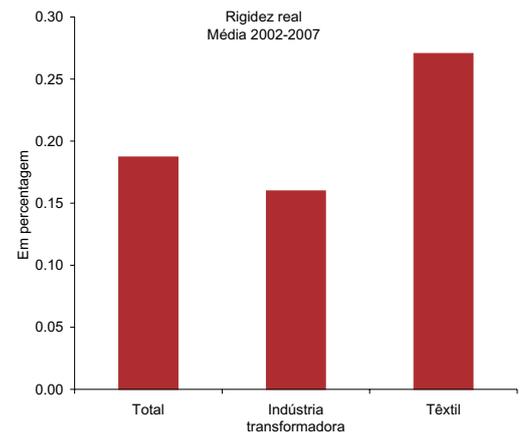
Fonte: INE.



Fontes: II e cálculos da autora.

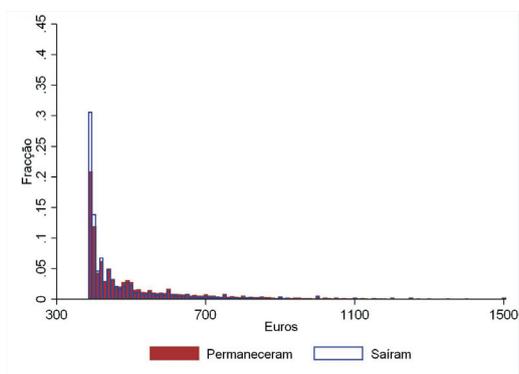


Fonte: INE - Inquérito ao emprego.



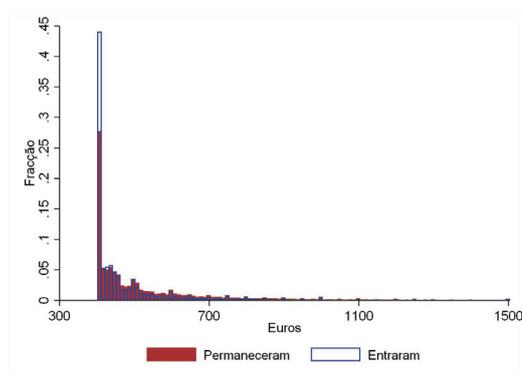
Fontes: II e cálculos da autora.

Gráfico 10

DISTRIBUIÇÃO DOS SALÁRIOS - SECTOR TÊXTIL:
2006

Fontes: II e cálculos da autora.

Gráfico 11

DISTRIBUIÇÃO DOS SALÁRIOS - SECTOR TÊXTIL:
2007

Fontes: II e cálculos da autora.

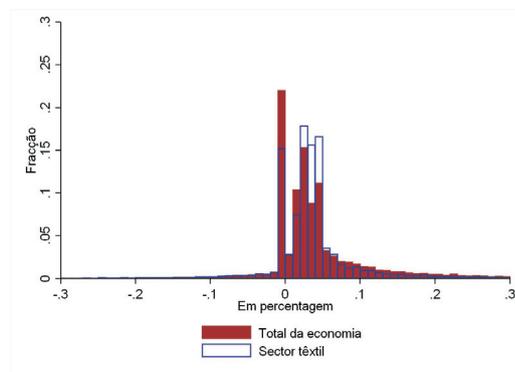
a informação dos salários em cada caso, dada a menor dimensão do fluxo de criação, obtém-se um efeito positivo no salário médio do sector.

Conforme referido anteriormente, as variações salariais dos novos recrutamentos exibem maior volatilidade do que as dos trabalhadores que permanecem na mesma empresa. A aparente maior rigidez salarial no seio dos trabalhadores que permanecem na mesma empresa está em linha com as indicações da teoria *insider-outsider* (Lindbeck and Snower, 2001). Também Carneiro e Portugal (2004) concluem que os salários dos novos recrutamentos são mais sensíveis ao ciclo do que os dos trabalhadores que permanecem na mesma empresa. Assim sendo, dado que as medidas de rigidez aqui apresentadas são calculadas com base num conjunto de trabalhadores que se mantêm pelo menos dois anos consecutivos na mesma empresa, os seus valores poderão constituir um limite superior para a rigidez salarial.

Em linha com o resultado da medida de rigidez real, a distribuição das variações salariais dos trabalhadores do sector têxtil, que permanecem na mesma empresa em 2006 e 2007, apresenta uma maior concentração em variações salariais mais baixas, excepto nas variações zero ou próximas de zero, do que a distribuição para o total da economia (Gráfico 12). Este facto, juntamente com os efeitos associados aos fluxos de criação e destruição de postos de trabalho, contribuiu, em termos líquidos, para que a variação salarial num sector em reestruturação e decréscimo tendencial de dimensão (ao nível de emprego e de actividade) não se distancie de forma significativa do valor médio observado para o total da economia.

Gráfico 12

DISTRIBUIÇÃO DAS VARIACÕES SALARIAIS: 2007



Fontes: II e cálculos da autora.

4. CONCLUSÕES

Os salários nominais são, tipicamente, um dos preços mais rígidos na economia, o que decorre quer de razões económicas, quer por imposição legal. Em particular, no caso português existe legislação específica que conduz à existência de rigidez nominal. A partir de uma base de dados longitudinal, desagregada por indivíduo, e recorrendo à metodologia de cálculo de medidas de rigidez salarial desenvolvida no âmbito do *IWFP*, foi obtida evidência que confirma esta ideia. Os resultados obtidos sugerem uma elevada rigidez nominal dos salários e, apesar de exibir uma evolução mais irregular, o valor da rigidez real também é relativamente elevado, quando comparado a nível internacional. No contexto de um regime de baixa inflação, a conjugação de rigidez nominal dos salários com um crescimento fraco da produtividade condiciona a capacidade de ajustamento das empresas a perturbações no mercado dos seus produtos. Dadas as restrições ao nível salarial, as empresas tenderão a ajustar o nível de emprego em detrimento dos salários.

Perante esta potencial acomodação ao nível do emprego, a utilização de uma base de dados microeconómicos torna-se duplamente relevante, pois permite igualmente a análise de efeitos de composição da força de trabalho.

A heterogeneidade ao nível das empresas parece ter impacto ao nível da rigidez salarial nos diversos sectores e, por sua vez, na economia como um todo. Considerando a dimensão da empresa, os resultados obtidos apontam no sentido de uma menor rigidez nominal dos salários nas empresas de maior dimensão. Relativamente à possível heterogeneidade sectorial, o sector dos serviços aparenta estar sujeito a maior rigidez nominal e real dos salários do que a indústria transformadora.

5. REFERÊNCIAS

- Abraham, K. e Haltiwanger, J. (1995) "Real Wages and Business Cycle", *Journal of Economic Literature*, vol. XXXIII, pp. 1215-1264
- Akerlof, G., Dickens, W., Perry, G., Gordon, R. e Mankiw, G. (1996) "The Macroeconomics of Low Inflation", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1996, nº 1, pp. 1-76
- Álvarez, L., Dhyne, E., Hoeberichts, M., Kwapil, C., Le Bihan, H., Lünemann, P., Martins, F., Sabbatini, R., Stahl, H., Vermeulen, P., e Vilmunen, J. (2005) "Sticky Prices in the Euro Area – A Summary of New Micro Evidence", *ECB Working Paper Series*, nº 563
- Bewley, T. (2002) "Fairness, reciprocity, and wage rigidity", *Cowles Foundation Discussion Paper*, nº 1383
- Blanchard, O. e Galí, J. (2007) "Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model", *Journal of Money, Credit and Banking*, Supplement to vol. 39, nº 1, pp. 35-65
- Carneiro, A. e Portugal, P. (2004) "Workers' Flows and Real Wage Cyclicity", *Banco de Portugal Working Paper*, nº 9-04
- Centeno, M., Machado, C. e Novo, A. (2007) "A criação e destruição de emprego em Portugal", *Boletim Económico*, Inverno, Banco de Portugal
- Centeno, M., Machado, C. e Novo, A. (2008) "A anatomia do crescimento do emprego nas empresas portuguesas", *Boletim Económico*, Verão, Banco de Portugal
- Dickens, W., Goette, L., Groshen, E., Holden, S., Messina, J., Schweitzer, M., Turunen, J. e Ward, M. (2007) "How Wages Change: Micro Evidence from the International Wage Flexibility Project", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, nº 2, pp. 195-214
- Du Caju, P., Fuss, C. e Wintr, L. (2007) "Downward Wage Rigidity for Different Workers and Firms: An Evaluation for Belgium Using the IWFP Procedure", *ECB Working Paper Series*, nº 840
- Lindbeck, A. e Snower, D. (2001) "Insiders versus Outsiders", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, nº 1, pp. 165-188
- Martins, F. (2005) "The Price Setting Behaviour of Portuguese Firms: Evidence from Survey Data", *ECB Working Paper Series*, nº 562
- Messina, J., Du Caju, P., Duarte, C., Izquierdo, M. e Hansen, N. (2008) *The Causes and Consequences of Nominal and Real Wage Rigidity: a Sectoral Approach*, disponível em http://www.ecb.eu/events/conferences/html/wage_dynamics_network.en.html
- Portugal, P. (2006) "O Esgotamento do Modelo Económico Baseado em Baixos Salários", *Boletim Económico*, Outono, Banco de Portugal
- Solow, R. (2000) "Unemployment in the United States and in Europe: A contrast and the reasons", *CESifo Working Paper Series*, nº 231
- Tobin, J. (1972) "Inflation and Unemployment", *American Economic Review*, vol. 1/2, pp. 1-18

O DESEMPENHO DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS EM PERSPECTIVA: UMA ANÁLISE DE QUOTA DE MERCADO CONSTANTE*

João Amador**

Sónia Cabral**

1. INTRODUÇÃO

As variações da quota de mercado de um país nas exportações mundiais resultam de vários factores interrelacionados. Em primeiro lugar, os desenvolvimentos macroeconómicos internos e externos influenciam os indicadores relativos de competitividade preço/custo das exportações. Em segundo lugar, os factores estruturais de longo prazo, como a dotação de factores produtivos, tecnologia e instituições, afectam a competitividade global e a especialização sectorial das exportações. Em terceiro lugar, as ligações geográficas e culturais condicionam o desempenho das exportações e a sua distribuição pelos diversos parceiros comerciais. Finalmente, a dinâmica dos fluxos de comércio internacional, determinada, em parte, pela entrada de novos intervenientes, afecta mecanicamente as quotas de mercado de cada país. Desta forma, a análise do desempenho das exportações deve ser colocada em perspectiva, estudando períodos temporais longos de modo a identificar tendências e comparando os resultados com um conjunto de países de referência.

Esta discussão revela-se útil para a economia portuguesa pois as quotas de mercado das exportações têm vindo a apresentar uma evolução decepcionante ao longo da última década. Numa pequena economia aberta como a portuguesa, deteriorações no desempenho exportador tendem a reflectir-se negativamente no crescimento económico, contribuindo para a divergência do rendimento real *per capita* face à área do euro observada nos últimos anos.

Este artigo analisa a evolução das quotas de mercado portuguesas nas exportações mundiais no período 1968-2006, comparando-a com a observada noutros países do Sul da Europa e na Irlanda e considerando o impacto da especialização sectorial e geográfica sobre o comportamento agregado das quotas. Para isso é utilizada a metodologia de quota de mercado constante, tal como apresentada por Nyssens e Pouillet (1990). A variação total de quota de mercado das exportações portuguesas, em termos nominais, é decomposta em três principais parcelas aditivas e analiticamente interpretáveis: um efeito quota de mercado, traduzindo as variações efectivas de quota em cada mercado individual país/produto, e dois termos adicionais que analisam em que medida a distribuição por mercados geográficos e a composição por produtos das exportações portuguesas afectaram a evolução da quota de mercado total. Outras aplicações da metodologia de quota de mercado constante às exportações portuguesas podem ser encontradas em Abreu e Manteu (1993), Cabral (2004) e Cabral e Esteves (2006). Em ECB (2005) é incluída uma análise deste tipo para as exportações da área do euro.

O maior contributo deste artigo resulta do longo horizonte temporal analisado, que permite uma caracterização das quotas de mercado das exportações portuguesas em períodos de reforma estrutural, durante diversas fases do processo de integração económica europeia e sob diferentes regimes ma-

* Os autores agradecem os comentários de Jorge Correia da Cunha e Cristina Manteu. As opiniões expressas no artigo são as dos autores e não coincidem necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Todos os eventuais erros e omissões são da exclusiva responsabilidade dos autores.

** Departamento de Estudos Económicos, Banco de Portugal.

croeconómicos. Adicionalmente, é fornecida uma perspectiva comparativa dos principais resultados da análise de quota de mercado constante, uma vez que a metodologia é aplicada a um conjunto de países de referência, nomeadamente Espanha, Grécia, Irlanda e Itália. Em acréscimo, a análise centra-se na evolução da quota das exportações portuguesas nos mercados mundiais no seu conjunto, e não apenas numa amostra de produtos ou destinos geográficos. Utiliza-se também um elevado detalhe por produtos (118 itens) e por mercados geográficos (79 países ou grupos de países). No entanto, esta informação estatística detalhada encontra-se apenas disponível em termos nominais, o que impõe alguma cautela na interpretação dos resultados obtidos.

O artigo está organizado da seguinte forma. A Secção 2 revê a metodologia utilizada para decompor as variações de quota de mercado das exportações e descreve a base de dados. A Secção 3 apresenta os resultados da análise de quota de mercado constante e começa por comparar os principais resultados de Portugal com os obtidos para Espanha, Grécia, Irlanda e Itália ao longo dos últimos quarenta anos. A análise detalhada dos resultados de Portugal é apresentada também nesta Secção. A Subsecção 3.3 examina as dimensões por produto e geográfica do efeito quota de mercado e a Subsecção 3.4 centra-se no efeito estrutura combinada. A Secção 4 apresenta algumas conclusões.

2. ANÁLISE DE QUOTA DE MERCADO CONSTANTE: METODOLOGIA E DADOS

A análise de quota de mercado constante é um método contabilístico que permite decompor *ex-post* as variações das quotas de mercado globais de um determinado país ao longo do tempo. Esta metodologia é especialmente útil para separar e quantificar a contribuição do padrão de comércio do país (em termos de produtos e mercados geográficos) do contributo de outros factores. O interesse deste método de análise, que se utiliza com fins descritivos e não explicativos, resulta principalmente da sua simplicidade e facilidade de execução, conjugada com a capacidade de identificar elementos determinantes do comportamento diferenciado de uma dada variável. Esta técnica foi inicialmente utilizada em estudos de variáveis como o emprego ou a produtividade do trabalho no âmbito da economia regional, onde é mais conhecida como análise de *shift-share*. Esta metodologia foi posteriormente aplicada a estudos dos fluxos de comércio internacional, onde foi utilizada pela primeira vez por Tyszynski (1951)¹. A principal ideia subjacente à análise de quota de mercado constante é a de que a estrutura das exportações de um determinado país afecta o seu crescimento global, independentemente das variações de outros factores, como sejam os associados à evolução da competitividade. Como referido por Magee (1975), mesmo que um país mantenha a sua quota em cada produto em cada destino geográfico, pode-se registar uma redução da sua quota de mercado agregada se ele exporta para mercados individuais que crescem menos do que a média mundial.

De acordo com a formulação sugerida por Nyssens e Pouillet (1990), a variação total da quota das exportações portuguesas no mercado mundial, o Efeito Total (*TE*), é aproximada pela diferença entre o crescimento do total de exportações portuguesas da indústria transformadora (*g*) e o crescimento do total de exportações da indústria transformadora do resto do mundo (*g**), isto é:

$$TE = g - g^* = \sum_i \sum_j \theta_{ij} g_{ij} - \sum_i \sum_j \theta_{ij}^* g_{ij}^* \quad (1)$$

(1) Para uma descrição detalhada da metodologia de quota de mercado constante, suas diversas formulações e aplicações em estudos de economia regional, veja-se Loveridge e Selting (1998). Para uma aplicação influente desta metodologia às exportações, veja-se Leamer e Stern (1970).

em que $g_{ij} = \frac{X_{ij,t} - X_{ij,t-1}}{X_{ij,t-1}}$ é a variação percentual das exportações portuguesas do produto i para o país j no período t , $\theta_{ij} = \frac{X_{ij,t-1}}{\sum_i \sum_j X_{ij,t-1}}$ é o peso do produto i para o país j no total de exportações portuguesas no período $t-1$, e g_{ij}^* e θ_{ij}^* são as noções equivalentes para as exportações mundiais (excluindo o país em análise).

Se o crescimento das exportações portuguesas é superior (inferior) ao das exportações mundiais, então o TE é positivo (negativo), correspondendo a um ganho (perda) de quota de mercado de Portugal. Este TE pode ser decomposto em dois termos: um que resulta de variações efectivas de quota em cada mercado individual, o Efeito Quota de Mercado (MSE); e outro resultante da influência da especialização relativa do país, o Efeito Estrutura Combinada (CSE). A noção de mercado individual utilizada aqui refere-se a cada mercado ij , medido como as exportações do produto i para o país de destino j .

$$TE = MSE + CSE \quad (2)$$

Efeito Quota de Mercado (MSE) – A diferença entre a taxa de crescimento das exportações portuguesas e das exportações mundiais em cada período, excluindo a influência das diferenças de especialização relativa. Assumindo como dada a estrutura produtiva/geográfica das exportações portuguesas, comparam-se as taxas de crescimento das exportações portuguesas e mundiais de cada produto i para cada país de destino j . O MSE para um determinado produto i (país j) pode ser obtido através da soma em $j(i)$ deste efeito.

$$MSE = \sum_i \sum_j \theta_{ij} (g_{ij} - g_{ij}^*) \quad (3)$$

Efeito Estrutura Combinada (CSE) – A evolução relativa de cada mercado individual de destino (definida como a diferença entre o seu crescimento e o crescimento total das exportações mundiais) ponderada pela importância relativa desse mercado para Portugal (definida como a diferença entre o seu peso no total de exportações portuguesas e no total de exportações mundiais). O termo de especialização relativa ($\theta_{ij} - \theta_{ij}^*$) compara estruturas de exportação, fornecendo assim informação equivalente à do tradicional índice de vantagens comparativas reveladas de Balassa (1965). O CSE mede a parte da variação total da quota de mercado que resulta da influência da especialização por produtos e geográfica do país. Em cada período, o CSE será positivo se Portugal estiver relativamente mais (menos) especializado em mercados individuais com um crescimento acima (abaixo) da média; o CSE será negativo se Portugal estiver relativamente menos (mais) especializado em mercados individuais com um crescimento acima (abaixo) da média.

$$CSE = \sum_i \sum_j (\theta_{ij} - \theta_{ij}^*) (g_{ij}^* - g^*) \quad (4)$$

O CSE considera o efeito conjunto da especialização produtiva e geográfica das exportações, mas pode ser ainda decomposto em três termos, de forma a medir separadamente os efeitos da composição por produtos e geográfica:

$$CSE = PSE + GSE + MIX \quad (5)$$

Efeito Estrutura por Produto (PSE) – mede a parte da variação total da quota de mercado resultante da especialização relativa por produtos das exportações portuguesas.

$$PSE = \sum_i (\theta_i - \theta_i^*) (g_i^* - g^*) \quad (6)$$

em que $g_i^* = \frac{\sum_j \theta_{ij}^* g_{ij}^*}{\theta_i^*}$ é a variação percentual das exportações mundiais do produto i no período t ,

$\theta_i = \sum_j \theta_{ij}$ é o peso do produto i no total de exportações portuguesas no período $t - 1$, e θ_i^* é a noção equivalente para as exportações mundiais.

Efeito Estrutura Geográfica (*GSE*) – mede o impacto da especialização relativa por destinos geográficos das exportações portuguesas.

$$GSE = \sum_j (\theta_j - \theta_j^*) (g_j^* - g^*) \quad (7)$$

em que $g_j^* = \frac{\sum_i \theta_{ij}^* g_{ij}^*}{\theta_j^*}$ é a variação percentual das exportações mundiais para o país j no período t ,

$\theta_j = \sum_i \theta_{ij}$ é o peso do país j no total de exportações portuguesas no período $t - 1$, e θ_j^* é a noção equivalente para as exportações mundiais.

Efeito Estrutura Mista (*MIX*) – é um termo residual que resulta do facto das estruturas por produtos e geográfica não serem independentes, pelo que a soma dos efeitos por produto e geográfico não é igual ao efeito estrutura combinada. A opção escolhida foi calcular e apresentar este efeito de interação separadamente de forma a controlar a sua magnitude.

$$MIX = \sum_i \sum_j \left[(\theta_{ij} - \theta_{ij}^*) - (\theta_i - \theta_i^*) \frac{\theta_{ij}^*}{\theta_i^*} - (\theta_j - \theta_j^*) \frac{\theta_{ij}^*}{\theta_j^*} \right] g_{ij}^* \quad (8)$$

A análise de quota de mercado constante tornou-se popular na literatura empírica de comércio internacional apesar de continuadas críticas quer quanto à ausência de fundamentos teóricos quer quanto a diversas insuficiências da sua própria aplicação empírica. Richardson (1971a, b) discute as principais críticas e limitações apontadas a esta metodologia e contribui de forma significativa para a compreensão da sua natureza contabilística. Este método foi progressivamente melhorado e Milana (1988) apresentou soluções satisfatórias para alguns dos maiores problemas da decomposição tradicional de quota de mercado constante. Alguns estudos recentes de quota de mercado constante que consideram a maioria dos melhoramentos empíricos sugeridos na literatura incluem os trabalhos de Simonis (2000), Foresti (2004) e ECB (2005)². No entanto, permanecem ainda diversas questões associadas à implementação empírica da análise de quota de mercado constante. A mais relevante e duradoura crítica é de que os diversos efeitos da decomposição de quota de mercado constante variam de acordo com o nível de desagregação considerado (por produtos e por países). Com efeito, a análise pode ser aplicada a diversos níveis de desagregação produto/mercado de destino e os resultados não são independentes dessa escolha. A decisão arbitrária sobre o nível de desagregação a utilizar é geralmente determinada pela disponibilidade de informação.

A formulação utilizada neste artigo inclui alguns dos refinamentos sugeridos na literatura. Em primeiro lugar, nós utilizamos a estrutura do período inicial no cálculo dos efeitos estruturais como nas formulações tradicionais, mas os cálculos são efectuados anualmente e os efeitos são depois adicionados ao

(2) Cheptea et al. (2005) utilizam uma formulação alternativa numa análise recente de *shift-share* aplicada ao comércio internacional.

longo do tempo para obter efeitos plurianuais³. Em segundo lugar, na formulação tradicional os efeitos estrutura por produto e geográfica são calculados de forma assimétrica e, dependendo da sequência de cálculo, um deles irá incluir o efeito estrutura mista. A solução adoptada aqui foi considerar este efeito de interacção explicitamente e, assim, decompor o efeito estrutural em três blocos (produto, geográfico e misto) que são independentes da ordem de decomposição. Em terceiro lugar, de modo a evitar distorções, o valor das exportações portuguesas foi excluído do agregado das exportações mundiais ao nível mais detalhado. Dada a relativamente reduzida dimensão da economia portuguesa, esta correcção tem uma influência pequena nos resultados, mas pode ter um impacto significativo quando o país em causa tem quotas de mercado elevadas.

A informação de comércio internacional utilizada neste artigo foi obtida da base de dados *CEPII – CHELEM*, que reporta fluxos bilaterais de comércio de bens em termos nominais (a unidade é o dólar norte-americano)⁴. O período analisado começa em 1967 e acaba em 2006. Todos os cálculos bilaterais foram efectuados em termos nominais devido à ausência de informação em volume com o nível de detalhe por produtos e geográfico adequado ao longo de um período tão alargado. Em resultado não é possível distinguir entre as componentes volume e preço na evolução das quotas de mercado. Adicionalmente, toda a informação de exportações está denominada em dólares norte-americanos, pelo que o comportamento das quotas de mercado é mecanicamente influenciado pelas variações da taxa de câmbio do dólar norte-americano⁵. Desta forma, a interpretação dos resultados deve ser efectuada com cautela, uma vez que variações cambiais e de preços têm um impacto na evolução das quotas de mercado que não é considerado nesta análise. A nossa base de dados bilateral inclui 79 países ou grupos de países (contando com Portugal que é depois excluído do agregado mundial) e 121 produtos da indústria transformadora, com uma desagregação por produtos a quatro dígitos da *International Standard Industrial Classification (ISIC) rev.3*. A informação relativa a produtos energéticos, como refinados do petróleo, petroquímica e combustível nuclear, foi excluída da análise para evitar distorções associadas à elevada volatilidade dos preços do petróleo, resultando em 118 produtos activos⁶. Todos os cálculos de quota de mercado constante foram efectuados ao nível mais detalhado por produto e os resultados para os 118 produtos da indústria transformadora foram posteriormente agregados de acordo com a sua intensidade tecnológica, seguindo a classificação da OCDE de intensidade em I&D. Esta classificação tecnológica muito utilizada inclui quatro sectores principais: alta-tecnologia, média-alta-tecnologia, média-baixa-tecnologia e baixa-tecnologia; e um segundo nível de desagregação que inclui dezanove subsectores, excluindo energia⁷. O Anexo A apresenta a lista de países e grupos de países incluídos na nossa amostra e o Anexo B inclui a classificação de produtos por intensidade tecnológica com os respectivos códigos *ISIC*.

(3) A análise de quota de mercado constante é aplicada em termos discretos, embora a estrutura de exportações de qualquer país varie de forma contínua. Diversos pesos de agregação podem ser escolhidos para transpor uma formulação de tempo contínuo para tempo discreto, *i.e.*, o problema dos números índice como referido por Milana (1988) que sugere a utilização de pesos médios.

(4) Veja-se De Saint-Vaulry (2008) para uma descrição detalhada desta base de dados.

(5) Utilizando o exemplo incluído em ECB (2005), se a parcela de comércio denominado em dólares norte-americanos é menor nas exportações portuguesas do que nas exportações mundiais, uma apreciação do dólar norte-americano resultará, *ceteris paribus*, numa redução da quota de mercado de Portugal.

(6) Dado o elevado nível de detalhe utilizado, diversas observações apresentam um valor nulo, o que impossibilita o cálculo da sua taxa de variação no ano seguinte. De modo a não excluir estas observações da análise, os valores nulos foram substituídos por um número muito pequeno, como 0.0000001, não afectando a taxa de variação do total de exportações.

(7) Como referido anteriormente, os resultados podem mudar significativamente com as classificações por produtos utilizadas. No entanto, todos os cálculos foram replicados utilizando o segundo nível de desagregação da classificação da OCDE de intensidade em I&D e, nos países considerados, os principais resultados mantiveram-se globalmente inalterados. Contudo, esta situação não deve ser vista como um resultado geral para todos os países.

3. PRINCIPAIS RESULTADOS

3.1. Portugal versus alguns países de referência

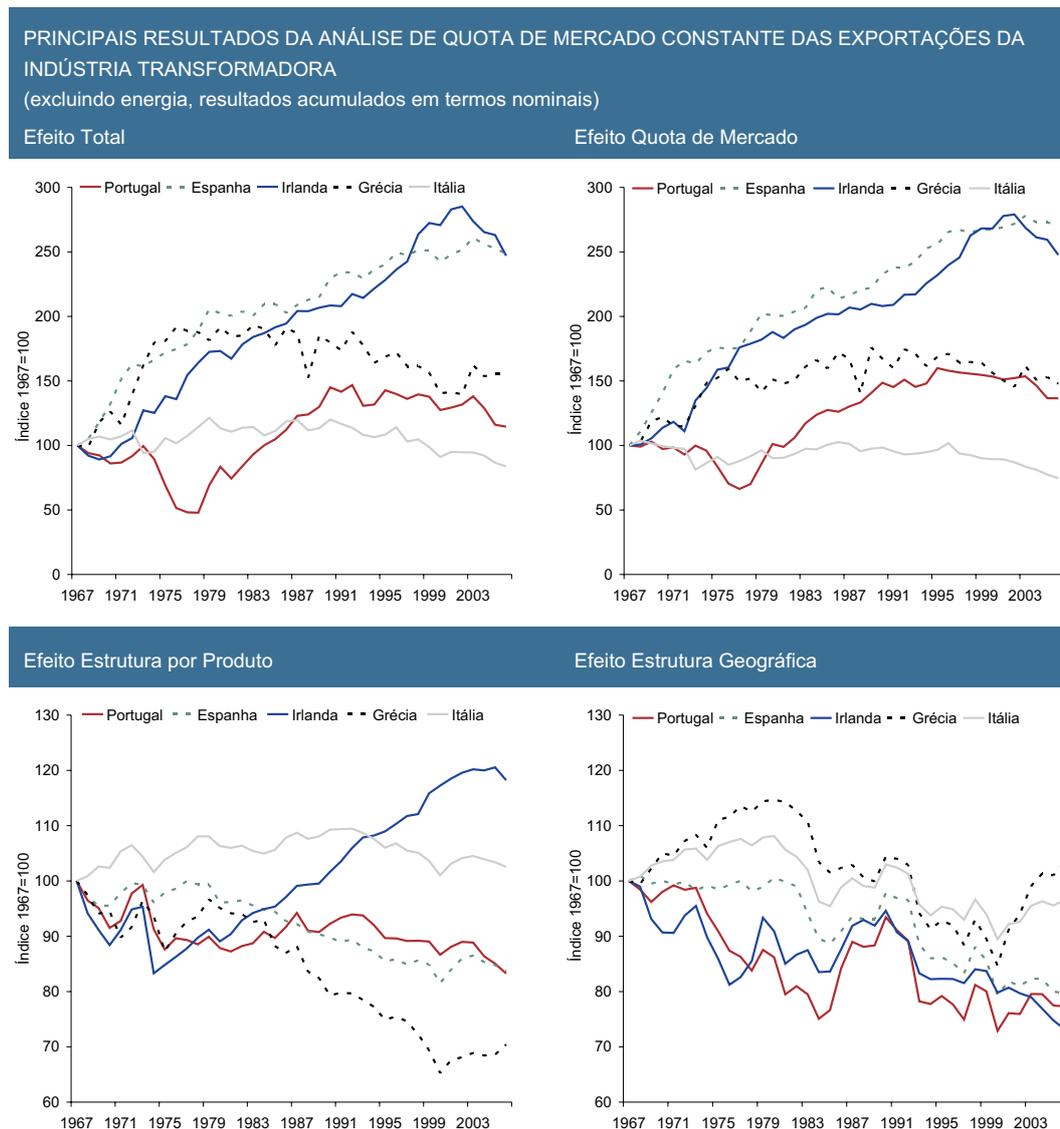
Esta Subsecção analisa a decomposição resultante da metodologia da quota de mercado constante, comparando Portugal com quatro países de referência – Espanha, Grécia, Irlanda e Itália. Ao longo da década de noventa, os primeiros três países de referência, conjuntamente com Portugal, eram geralmente designados por “países da coesão” pois o seu rendimento *per capita* era claramente inferior ao da média da União Europeia (UE)⁸. Relativamente a Itália, observa-se uma estrutura sectorial das exportações com algumas semelhanças face à portuguesa e, nas últimas décadas, têm sido registados sérios problemas de competitividade com impacto negativo no crescimento económico e no desempenho das exportações.

A metodologia descrita na Secção anterior foi aplicada aos dados dos cinco países seleccionados e o Gráfico 1 apresenta os resultados anuais em termos acumulados. No que se refere ao efeito total, existem diferenças marcadas entre os países. As exportações portuguesas apresentam um crescimento acumulado da sua quota de mercado no período 1968-2006 de 14.5 por cento. Este aumento é superior ao verificado em Itália, onde a quota das exportações totais diminuiu 16.4 por cento em termos acumulados no mesmo período, mas inferior ao da Grécia (aumento acumulado de quota de mercado de 55.7 por cento). Em contraste, as quotas de exportação de Irlanda e Espanha nos mercados mundiais registaram um aumento acentuado neste período, de cerca de 150 por cento em termos acumulados. Nos últimos anos verificou-se uma redução das quotas de mercado destes países (com excepção da Grécia), parcialmente relacionada com a entrada progressiva de novos países no comércio mundial. Estas novas pressões competitivas são colocadas por economias de mercado emergentes localizadas na Europa central e de Leste e, sobretudo, na Ásia oriental, particularmente a China. No entanto, refira-se que, nos casos da Irlanda e de Espanha, as fortes perdas de quota observadas desde 2003 e 2004, respectivamente, se sucedem a substanciais ganhos acumulados anteriormente. Tal situação não se verificou nos casos de Portugal e Itália. A Grécia tem globalmente mantido a sua quota de mercado total nos anos mais recentes, apesar de registar um declínio em relação a meados dos anos oitenta.

Nos cinco países seleccionados, a decomposição do efeito total ao longo do período em análise indica que o efeito quota de mercado é o principal elemento determinante da evolução das quotas de mercado totais, seguindo assim os resultados acima descritos. Um ponto interessante é o comportamento muito diferente do efeito quota de mercado em Portugal no período 1974-77, quando comparado com as economias de referência. A perda cumulativa de 33.6 por cento de quota de mercado efectiva neste período coincide com três choques que atingiram a economia portuguesa, reduzindo substancialmente a sua competitividade externa. Em primeiro lugar, apesar de não ter um carácter idiossincrático, o choque petrolífero de 1973 afectou directamente os indicadores de preço/custo nos anos seguintes. Em segundo lugar, a revolução de 1974 traduziu-se numa desorganização de parte da actividade económica e os subseqüentes aumentos reais de salários deterioraram substancialmente os custos unitários do trabalho relativos. Em terceiro lugar, o processo de descolonização reduziu os fluxos de comércio com um conjunto de mercados africanos preferenciais. A competitividade foi

(8) O Fundo de Coesão, iniciado em 1994, é um instrumento estrutural que visa apoiar 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 onde o produto nacional bruto (PNB) *per capita* é inferior a 90% da média da UE. Até ao final de 2003, quatro Estados-Membros – Espanha, Grécia, Portugal e Irlanda - eram elegíveis para o Fundo de Coesão. A avaliação intercalar da Comissão Europeia de 2003 declarou a Irlanda (PNB de 101% da média da UE) como inelegível para o Fundo de Coesão a partir de 1 de Janeiro de 2004.

Gráfico 1



relançada após 1977, na sequência de políticas de redução e alteração na composição da despesa, em parte associadas a um acordo de estabilização económica com o FMI. As quotas de mercado efectivas de Portugal recuperaram até meados da década de noventa, mas perderam dinamismo posteriormente. A recente diminuição das quotas das exportações portuguesas deverá parcialmente reflectir a deterioração dos indicadores de competitividade baseados em custos relativos, num contexto de acrescida concorrência nos mercados mundiais associada à integração de novas economias no comércio internacional⁹.

Existem também diferenças entre os países considerados em termos do efeito combinado da estrutura sectorial e geográfica das exportações, mesmo se este não é o efeito dominante subjacente à evolução global das quotas de mercado. Nos casos de Portugal e Espanha, o impacto da estrutura de exportações é negativo, tanto em termos de distribuição geográfica como de composição por produ-

(9) Veja-se Esteves e Reis (2005) para uma discussão sobre a deterioração das taxas de câmbio efectivas na economia portuguesa, incluindo um elevado número de países competidores e considerando diferenças na especialização sectorial.

tos. Em contraste, o efeito estrutura combinada é ligeiramente positivo nos casos da Grécia e de Itália. Na Grécia, verifica-se um pequeno impacto positivo da distribuição geográfica das exportações e, em Itália, observa-se um pequeno contributo positivo da especialização sectorial. No caso da Irlanda, o impacto combinado da composição sectorial e geográfica é nulo neste período. Por um lado, existe uma influência muito positiva da composição por produtos das exportações irlandesas, o que reforça os ganhos efectivos de quota de mercado registados. Por outro lado, as exportações irlandesas têm sido dirigidas sobretudo para mercados geográficos com crescimento inferior à média, gerando um efeito estrutura geográfica negativo neste período.

A comparação de Portugal com os países de referência em termos de estrutura geográfica e por produtos oferece alguns resultados interessantes. O contraste entre a evolução acumulada do efeito estrutura por produtos em Portugal e na Irlanda é revelador. Ambos os países registaram uma evolução muito negativa em meados da década de setenta, significando que a estrutura sectorial não correspondia aos produtos onde as exportações mundiais eram mais dinâmicas. No entanto, nas décadas seguintes os desenvolvimentos foram muito diferentes. A Irlanda foi bem sucedida na alteração da sua estrutural sectorial de exportações para produtos mais dinâmicos, contribuindo para aumentar a sua quota de mercado total, enquanto Portugal não o fez. Este facto é consistente com a informação disponível relativamente à dinâmica do padrão de especialização irlandês durante as últimas décadas (veja-se Amador *et al.* (2007)). Quanto a Espanha e, sobretudo, à Grécia o efeito da estrutura sectorial foi também desfavorável, enquanto a Itália parece ter registado um efeito positivo, mas de reduzida dimensão.

Quanto à evolução do efeito estrutura geográfica, o resultado interessante é a semelhança observada nestes países durante as décadas de oitenta e noventa. Esta evolução reflecte a acrescida importância dos mercados europeus para os países considerados, traduzida por um maior peso do comércio intracomunitário e por um peso do comércio com os Estados Unidos da América (EUA) inferior ao da média mundial. De facto, na medida em que a integração europeia torne a estrutura geográfica das exportações dos Estados-Membros mais uniforme, resultarão percursos semelhantes para o efeito estrutura geográfica. No entanto, alguns desenvolvimentos distintos são visíveis no período mais recente. O efeito estrutura geográfica é mais favorável no caso da Grécia e, em menor grau, de Itália do que nos outros três países analisados. No caso grego, esta evolução reflecte um contributo positivo da não especialização no mercado americano, que cresceu abaixo da média mundial neste período, e da maior especialização nos mercados dinâmicos da Bulgária e da Roménia, recentemente liberalizados. O contributo positivo do mercado dos EUA para o efeito estrutura geográfica no período mais recente é evidente em todos os países considerados, com excepção da Irlanda onde o peso das exportações para os EUA ultrapassa a média mundial desde 2002. No entanto, o principal contributo para o efeito estrutura geográfica negativo registado na Irlanda no período 2002-2006 resultou da forte especialização das exportações irlandesas no mercado do Reino Unido. Finalmente, a não especialização destes cinco países no dinâmico mercado chinês contribuiu negativamente para a evolução global da quota de mercado das suas exportações desde a década de noventa¹⁰.

3.2. Resultados gerais para Portugal

Nesta Subsecção analisamos em maior detalhe os resultados obtidos para Portugal. O Quadro 1 e o Gráfico 2 decompõem a variação total de quota de mercado das exportações portuguesas utilizando a metodologia de quota de mercado constante descrita na Secção 2. Com o intuito de facilitar a análise,

(10) Em ECB (2005) é também referido um significativo contributo negativo do efeito estrutura geográfica em resultado da não especialização das exportações da área do euro no mercado chinês.

Quadro 1

PRINCIPAIS RESULTADOS DA ANÁLISE DE QUOTA DE MERCADO CONSTANTE DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA
(excluindo energia, resultados médios em termos nominais)

| | Variação das exportações portuguesas | Variação das exportações mundiais | Efeito Total | Efeito Quota de Mercado | Efeito Estrutura Combinada | do qual: | | |
|---------|--------------------------------------|-----------------------------------|--------------|-------------------------|----------------------------|------------------------------|-----------------------------|------------------------|
| | | | | | | Efeito Estrutura por Produto | Efeito Estrutura Geográfica | Efeito Estrutura Mista |
| 1968-71 | 10.7 | 14.0 | -3.3 | -0.4 | -2.9 | -1.8 | -0.2 | -0.9 |
| 1972-76 | 14.2 | 21.3 | -7.0 | -5.6 | -1.5 | -0.6 | -2.4 | 1.5 |
| 1977-81 | 18.7 | 14.1 | 4.6 | 5.7 | -1.1 | -0.5 | -1.6 | 0.9 |
| 1982-86 | 12.9 | 5.4 | 7.6 | 5.5 | 2.1 | 0.9 | 0.9 | 0.3 |
| 1987-91 | 18.2 | 12.3 | 5.9 | 3.8 | 2.1 | 0.3 | 1.4 | 0.4 |
| 1992-96 | 8.9 | 9.2 | -0.4 | 2.5 | -2.9 | -0.7 | -2.7 | 0.5 |
| 1997-01 | 0.9 | 3.0 | -2.1 | -1.4 | -0.7 | -0.3 | -0.3 | -0.1 |
| 2002-06 | 9.9 | 12.9 | -3.0 | -2.9 | 0.0 | -1.0 | 0.2 | 0.7 |
| 1997-06 | 5.4 | 8.0 | -2.5 | -2.1 | -0.4 | -0.6 | 0.0 | 0.3 |
| 1968-06 | 11.8 | 11.5 | 0.4 | 0.9 | -0.6 | -0.4 | -0.6 | 0.4 |

Fontes: Base de dados CHELEM e cálculos dos autores.

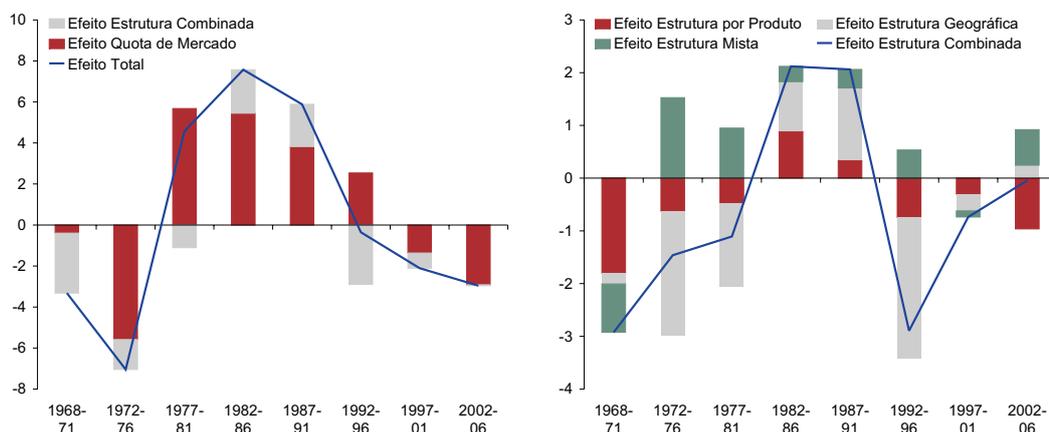
Nota: Os resultados de cada período são calculados como a média dos resultados individuais obtidos para cada ano.

Gráfico 2

PRINCIPAIS RESULTADOS DA ANÁLISE DE QUOTA DE MERCADO CONSTANTE DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA
(excluindo energia, resultados médios em termos nominais)

Decomposição do Efeito Total

Decomposição do Efeito Estrutura Combinada



Fontes: Base de dados CHELEM e cálculos dos autores.

a informação foi organizada em períodos de cinco anos, considerando a média dos respectivos resultados anuais (os resultados anuais são apresentados no Anexo C).

A quota total de Portugal nas exportações mundiais registou um crescimento médio anual de 0.4 por cento no período 1968-2006. No entanto, os resultados diferem substancialmente ao longo do tempo. Os primeiros dois períodos considerados, do final dos anos sessenta até meados da década de setenta, são caracterizados por uma substancial redução da quota de mercado global. Nos três perío-

dos seguintes, do final dos anos setenta até ao início da década de noventa, o crescimento das exportações portuguesas foi mais elevado do que o crescimento do total das exportações mundiais, resultando num efeito total positivo. Esta situação foi revertida nos últimos três períodos considerados, que evidenciam uma evolução progressivamente mais negativa da quota de mercado total das exportações portuguesas.

O efeito quota de mercado, com um ganho efectivo médio anual de 0.9 por cento no período 1968-2006, foi o factor dominante na explicação da variação total das quotas de mercado na maioria dos períodos. A principal excepção é o período 1992-96 onde existe um efeito quota de mercado positivo, mas uma redução total de quota reflectindo um efeito estrutura geográfica muito negativo. Adicionalmente, o efeito quota de mercado foi apenas marginalmente negativo no primeiro período, com a composição sectorial relativa das exportações portuguesas a influenciar negativamente a evolução da quota de mercado total.

O contributo do efeito estrutura combinada foi negativo na média do período 1968-2006, reflectindo quer a especialização por produtos quer a distribuição geográfica das exportações portuguesas. De facto, o impacto da composição sectorial e geográfica das exportações portuguesas foi negativo na maioria dos períodos. As excepções são os períodos 1982-86 e 1987-91, onde é evidente um significativo efeito positivo da estrutura combinada por produtos e, sobretudo, por mercados geográficos. Nos últimos dois períodos analisados, a influência do efeito estrutura combinada das exportações portuguesas é menos relevante do que no passado, apesar de se detectar um importante impacto negativo da composição por produtos no período 2002-2006.

As duas Subsecções seguintes decompõem o efeito quota de mercado e o efeito estrutura combinada em Portugal. No que diz respeito a este último efeito, os contributos da estrutura por produtos e geográfica são detalhados separadamente, *i.e.*, individualizando os produtos/destinos que mais contribuíram para os resultados. No entanto, a separação entre os efeitos por produto e geográfico não é exacta, uma vez que as estruturas não são independentes e existe um termo residual de interacção. Este efeito estrutura mista, que não será analisado individualmente, inclui impactos quer da estrutura por produtos quer da estrutura geográfica das exportações. Quanto ao efeito quota de mercado, lembre-se que este pode ser detalhado quer para um produto específico i (somando em j os efeitos individuais ij) quer para um país específico j (somando em i os efeitos individuais ij), *i.e.*, na análise deste efeito os contributos dos mercados geográficos e dos produtos não podem ser somados.

3.3. Efeito quota de mercado em Portugal

3.3.1. Decomposição por produtos

Nos primeiros dois períodos considerados, os resultados apontam para uma considerável perda efectiva de quota de mercado das exportações portuguesas, especialmente concentrada nos anos de 1975-76. Este facto resulta essencialmente de perturbações na produção de diversos sectores, do aumento dos custos unitários do trabalho e da perda de mercados preferenciais em África, após a revolução de 1974 e a descolonização. O Quadro 2 apresenta o contributo de cada produto para o efeito quota de mercado, utilizando uma classificação por intensidade tecnológica. As perdas efectivas de quota de mercado referidas registam-se sobretudo em sectores de baixa-tecnologia. Esta evolução reflecte essencialmente os contributos negativos do item “joalheria e artigos similares”, incluído no sector de “manufaturas n.e. e reciclagem”, e do sector de “produtos alimentares, bebidas e tabaco”. Considerando o nível detalhado de desagregação da *ISIC* a 4-dígitos, as perdas de quota de mercado deste último sector encontram-se especialmente concentradas nos itens “conservação de peixe e

Quadro 2

DECOMPOSIÇÃO POR PRODUTOS DO EFEITO QUOTA DE MERCADO DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA

(excluindo energia, resultados médios em termos nominais, contributos em pontos percentuais)

| | 1968-71 | 1972-76 | 1977-81 | 1982-86 | 1987-91 | 1992-96 | 1997-01 | 2002-06 |
|--|-------------|-------------|------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| Produtos de Alta-Tecnologia | 0.6 | -0.5 | 0.3 | -0.3 | 0.0 | 0.5 | 0.5 | 0.1 |
| Aeronáutica e aeroespacial | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | -0.1 |
| Produtos farmacêuticos | 0.0 | -0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -0.1 |
| Equipamento de escritório e informática | 0.1 | 0.0 | 0.0 | -0.2 | -0.1 | -0.1 | 0.2 | 0.1 |
| Equipamento de rádio, TV e comunicações | 0.4 | -0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.5 | 0.2 | 0.2 |
| Instrumentos médicos, ópticos e de precisão | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | -0.1 | 0.0 |
| Produtos de Média-Alta-Tecnologia | 0.4 | -0.8 | 1.2 | 0.9 | 1.9 | 2.2 | -0.4 | -0.7 |
| Máquinas e aparelhos eléctricos n.e. | 0.2 | 0.0 | -0.1 | 0.2 | 0.5 | 0.5 | -0.4 | -0.5 |
| Veículos a motor, reboques e semi-reboques | 0.1 | -0.1 | 0.4 | 0.6 | 0.8 | 1.6 | 0.0 | -0.6 |
| Produtos químicos, excepto farmacêuticos | 0.0 | -0.9 | 0.2 | 0.6 | 0.1 | -0.1 | -0.1 | 0.3 |
| Equipamento ferroviário e equip. transporte n.e. | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 |
| Outras máquinas e equipamentos, n.e. | 0.0 | 0.2 | 0.6 | -0.5 | 0.4 | 0.1 | 0.2 | 0.1 |
| Produtos de Média-Baixa-Tecnologia | -0.5 | -0.3 | 0.6 | 0.9 | 0.1 | 0.3 | 0.1 | 0.5 |
| Produtos da borracha e do plástico | -0.1 | -0.2 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.2 |
| Outros produtos minerais não metálicos | -0.1 | -0.2 | 0.4 | 0.2 | 0.4 | 0.1 | -0.1 | 0.1 |
| Construção e reparação naval | -0.1 | 0.1 | -0.2 | 0.2 | -0.3 | 0.0 | -0.1 | 0.0 |
| Metalurgia de base | -0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.4 | -0.1 | 0.0 | 0.2 | 0.2 |
| Fabricação prod. metálicos, excl. maquinaria | 0.0 | -0.2 | 0.4 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.1 |
| Produtos de Baixa-Tecnologia | -0.8 | -4.0 | 3.6 | 4.0 | 1.9 | -0.5 | -1.6 | -2.9 |
| Manufacturas n.e. e reciclagem | -0.8 | -1.2 | 0.6 | -0.2 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | -0.1 |
| Madeira, pasta, papel e publicações | 0.8 | 0.0 | 0.6 | 0.5 | 0.0 | -0.1 | -0.1 | -0.5 |
| Produtos alimentares, bebidas e tabaco | -1.6 | -2.1 | -0.5 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | -0.1 | 0.2 |
| Têxteis, vestuário, couros e calçado | 0.7 | -0.8 | 3.0 | 3.6 | 1.9 | -0.4 | -1.3 | -2.4 |
| Total | -0.4 | -5.6 | 5.7 | 5.5 | 3.8 | 2.5 | -1.4 | -2.9 |

Fontes: Base de dados CHELEM e cálculos dos autores.

Nota: Os resultados de cada período são calculados como a média dos resultados individuais obtidos para cada ano.

produtos da pesca”, “óleos e gorduras de origem vegetal e animal”, “transformação de cereais e leguminosas” e “vinhos”.

Nos quatro períodos seguintes, entre os anos de 1977 e 1996, registaram-se ganhos efectivos de quota de mercado das exportações em mercados específicos, o que sugere uma melhoria da competitividade externa da economia portuguesa. Refira-se que a evolução da economia portuguesa neste período foi marcada pelas crises de balança de pagamentos e pelos acordos de estabilização com o FMI de 1978 e 1983. A estabilização das condições macroeconómicas e a significativa melhoria da competitividade observadas no final dos anos setenta foram baseadas numa conjugação de elevadas taxas de juro, limites domésticos ao crédito, reduções da despesa pública, diminuições de salários reais e depreciações da moeda num regime de *crawling-peg*¹¹. Em 1981, a crise internacional que se seguiu ao choque do petróleo de 1979, em conjunto com a valorização do escudo e com a redução da sua taxa mensal de depreciação em 1980, traduziu-se numa redução das quotas de mercado em diversos sectores importantes, contribuindo, assim, para a segunda crise de balança de pagamentos¹². No entanto, a reintrodução e intensificação das políticas de estabilização contribuíram para uma recuperação efectiva das quotas de mercado nos anos seguintes (vejam-se os resultados anuais no Anexo C).

(11) Relembre-se que a nossa análise é efectuada em termos nominais e denominada em dólares norte-americanos. Deste modo, depreciações da moeda nacional têm um impacto negativo imediato nas quotas de mercado nominais das exportações, embora um efeito líquido positivo tenda a suceder posteriormente à medida que as quantidades exportadas aumentam devido à melhoria da competitividade-preço.

(12) Abreu e Manteu (1993) observaram também uma substancial perda efectiva de quota de mercado em 1981, quer em volume quer em valor.

O maior contributo para os aumentos efectivos de quota de mercado nos três períodos de 1977 a 1991 resultou do sector de baixa-tecnologia de “têxteis, vestuário, couros e calçado”. Ao nível mais detalhado, os maiores ganhos de quota de mercado ocorreram em “artigos de vestuário, excepto de couro”, “calçado” e “artigos e tecidos de malha”. Este desempenho positivo beneficiou da adesão à Comunidade Económica Europeia em 1986, que possibilitou o acesso a mercados de maior dimensão para sectores onde Portugal detinha uma vantagem comparativa. Tal trajectória foi revertida no período 1992-96, com as exportações portuguesas a perderem quota no sector de “têxteis, vestuário, couros e calçado”. Esta evolução reflectiu essencialmente as reduções de quota de mercado em “artigos de vestuário, excepto de couro”, continuando a registar-se ganhos significativos em “calçado”. No período 1992-96, o contributo mais significativo para o ganho efectivo de quota de mercado resultou do sector de média-alta-tecnologia, em particular de “veículos a motor, reboques e semi-reboques”. Estes ganhos de quota de mercado foram especialmente elevados entre 1995 e 1997, coincidindo com a implementação em Portugal de significativos projectos de investimento directo estrangeiro no sector automóvel. No entanto, já se haviam registado alguns ganhos nos três períodos anteriores. No período 1992-96, verificaram-se também importantes ganhos de quota de mercado no item de alta-tecnologia “aparelhos receptores e gravadores de rádio e televisão”.

Como ilustrado no Quadro 2, as reduções de quota de mercado do sector de baixa-tecnologia de “têxteis, vestuário, couros e calçado” contribuíram de forma significativa para o efeito quota de mercado negativo observado nos períodos entre 1997 e 2006. A liberalização do mercado de têxteis da UE com a anulação progressiva do Acordo sobre Têxteis e Vestuário contribuiu certamente para esta evolução¹³. Com efeito, a crescente participação no mercado internacional de novos intervenientes com baixos custos de produção e muito especializados neste sector aumentou a concorrência para os exportadores portugueses¹⁴. Ao nível de desagregação mais detalhado, as perdas de quota mais elevadas ocorreram em “artigos de vestuário, excepto de couro”, mas os itens “calçado”, “artigos têxteis confeccionados, excepto vestuário” e “artigos e tecidos de malha” contribuíram também de forma negativa. No período 2002-06, verificou-se igualmente uma diminuição da quota de mercado das exportações portuguesas do sector de baixa-tecnologia de “madeira, pasta, papel e publicações”, reflectindo essencialmente as perdas de quota nos itens “pasta, papel e cartão” e “outros produtos de madeira, cortiça e cestaria”. Adicionalmente, as exportações portuguesas de “veículos a motor, reboques e semi-reboques” também perderam quota nos mercados mundiais no período 2002-06.

3.3.2. Decomposição geográfica

No seguimento da análise anterior, esta Subsecção centra-se na identificação dos destinos geográficos que mais contribuíram para o efeito quota de mercado. Para facilitar a análise, os períodos de cinco anos foram agregados em intervalos de ganhos efectivos (1977-96) e de perdas efectivas (1968-76 e 1997-06) de quota de mercado. O Quadro 3 inclui os cinco principais contributos positivos e negativos para as variações efectivas de quota das exportações portuguesas em cada um dos três intervalos seleccionados.

As perdas de quota das exportações portuguesas no Reino Unido e no grupo de países africanos menos desenvolvidos (África *LDCs*), que inclui os cinco países africanos de língua oficial portuguesa, constituíram os principais contributos geográficos para o efeito quota de mercado no período

(13) Em 1993, o acordo do Uruguay Round definiu um período de 10 anos para o desmantelamento progressivo das barreiras ao comércio existentes no Acordo Multifibras e no Acordo sobre Têxteis e Vestuário (ATV). No que se refere ao ATV, o processo faseado de liberalização ocorreria em 1995 (16 por cento), 1998 (17 por cento), 2002 (18 por cento) e 2005 (49 por cento). Para mais detalhes, veja-se Francois *et al.* (2007).

(14) Veja-se Cardoso e Esteves (2008) para uma análise do impacto dos produtores com baixos custos nos preços internacionais.

Quadro 3

DECOMPOSIÇÃO GEOGRÁFICA DO EFEITO QUOTA DE MERCADO DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA

(excluindo energia, resultados médios em termos nominais, contributos em pontos percentuais)

| Cinco principais contributos positivos | 1968-76 | 1977-96 | 1997-06 | | |
|--|---------|-------------|---------|-------------|-------|
| Antiga URSS | 0.28 | Alemanha | 1.20 | Espanha | 0.17 |
| Suécia | 0.21 | França | 1.00 | Singapura | 0.08 |
| Noruega | 0.18 | Espanha | 0.58 | Polónia | 0.03 |
| Alemanha | 0.16 | P. Baixos | 0.35 | África LDCs | 0.03 |
| Itália | 0.10 | África LDCs | 0.26 | Malásia | 0.02 |
| Cinco principais contributos negativos | 1968-76 | 1977-96 | 1997-06 | | |
| Canadá | -0.13 | Tailândia | -0.01 | P. Baixos | -0.13 |
| Estados Unidos | -0.30 | Japão | -0.02 | BLEU | -0.18 |
| Bangladesh | -0.86 | Brasil | -0.04 | Reino Unido | -0.22 |
| Reino Unido | -0.92 | Antiga URSS | -0.05 | França | -0.29 |
| África LDCs | -1.72 | Golfo | -0.13 | Alemanha | -0.90 |
| Efeito Quota de Mercado | 1968-76 | 1977-96 | 1997-06 | | |
| | -3.3 | 4.4 | -2.1 | | |

Fontes: Base de dados CHELEM e cálculos dos autores.

Nota: Os resultados de cada período são calculados como a média dos resultados individuais obtidos para cada ano. BLEU inclui Bélgica e Luxemburgo. Para mais detalhe sobre os países incluídos em cada área geográfica, veja-se Anexo A.

1968-79. Significativas reduções de quota das exportações portuguesas foram também observadas nos EUA e no Canadá¹⁵.

No período 1977-1996, os aumentos de quota das exportações portuguesas nos mercados alemão e francês foram a principal explicação para o efeito quota de mercado positivo observado. Outros mercados de destino na UE contribuíram também positivamente para a evolução das quotas de mercado neste período, em particular Espanha e Países Baixos. Adicionalmente, verificaram-se também ganhos de quota de mercado das exportações nos países africanos menos desenvolvidos.

No período entre 1997 e 2006, as principais perdas de quota das exportações portuguesas encontram-se concentradas no mercado da UE. As diminuições de quota nos mercados da Alemanha, França, Reino Unido, Países Baixos e Bélgica/Luxemburgo forneceram um contributo significativo para o efeito quota de mercado. Esta evolução reflecte a concorrência acrescida que as empresas portuguesas enfrentam no mercado da UE, à medida que novos parceiros comerciais se integram num mercado mundial em rápido crescimento. A principal excepção é o mercado espanhol, onde as exportações portuguesas continuaram a ganhar quota, embora a um ritmo inferior ao de períodos anteriores. As exportações portuguesas também continuaram a aumentar ligeiramente a sua quota no mercado dos países africanos menos desenvolvidos. Singapura, Polónia e Malásia surgem como novos destinos geográficos onde ligeiros ganhos de quota de mercado foram obtidos neste período.

(15) O resultado do Bangladesh neste período reflecte sobretudo um problema estatístico em 1972: as exportações portuguesas para o Bangladesh são praticamente nulas e as exportações mundiais para o Bangladesh registam um crescimento anormalmente elevado. A combinação destes dois factos resultou num contributo negativo substancial do Bangladesh.

3.4. Efeito estrutura combinada em Portugal

3.4.1. Efeito estrutura por produto

Esta Subsecção identifica os produtos individuais que mais contribuíram para a evolução do efeito estrutura por produto utilizando a desagregação por intensidade tecnológica referida anteriormente (Quadro 4). Na média do período 1968-2006, a especialização sectorial relativa das exportações portuguesas não beneficiou a evolução global da quota de mercado¹⁶. O contributo da estrutura por produtos foi negativo na maioria dos períodos, embora não muito significativo. O efeito negativo mais relevante resultou da elevada especialização relativa das exportações portuguesas em produtos de baixa-tecnologia em períodos em que as exportações mundiais destes produtos cresceram abaixo da média. Os efeitos negativos observados nos primeiro e último períodos são exemplos desta situação, com o sector de “têxteis, vestuário, couros e calçado” a dar um contributo importante. Adicionalmente, as exportações portuguesas apresentam um mau posicionamento na generalidade dos produtos de elevado crescimento, como sejam os produtos de alta-tecnologia que cresceram acima da média em quase todos os períodos. No período mais recente, a não especialização das exportações portu-
guesas

Quadro 4

DECOMPOSIÇÃO DO EFEITO ESTRUTURA POR PRODUTO DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA

(excluindo energia, resultados médios em termos nominais, contributos em pontos percentuais)

| | 1968-71 | 1972-76 | 1977-81 | 1982-86 | 1987-91 | 1992-96 | 1997-01 | 2002-06 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Produtos de Alta-Tecnologia | -0.2 | 0.2 | -0.1 | -0.2 | -0.4 | -0.4 | -0.8 | 0.2 |
| Aeronáutica e aeroespacial | 0.0 | 0.1 | -0.1 | 0.1 | -0.2 | 0.2 | -0.1 | 0.2 |
| Produtos farmacêuticos | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -0.1 | -0.1 | -0.1 |
| Equipamento de escritório e informática | -0.1 | 0.0 | -0.1 | -0.2 | -0.1 | -0.2 | -0.2 | 0.2 |
| Equipamento de rádio, TV e comunicações | -0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.0 | -0.1 | -0.4 | -0.3 | 0.0 |
| Instrumentos médicos, ópticos e de precisão | 0.0 | 0.0 | -0.1 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | -0.1 | 0.0 |
| Produtos de Média-Alta-Tecnologia | -0.7 | -0.2 | 0.1 | 0.0 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | -0.1 |
| Máquinas e aparelhos eléctricos n.e. | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 |
| Veículos a motor, reboques e semi-reboques | -0.6 | 0.0 | 0.1 | -0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.0 |
| Produtos químicos, excepto farmacêuticos | -0.1 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | -0.1 |
| Equipamento ferroviário e equip. transporte n.e. | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Outras máquinas e equipamentos, n.e. | 0.0 | -0.1 | 0.0 | 0.4 | 0.1 | 0.0 | 0.2 | -0.1 |
| Produtos de Média-Baixa-Tecnologia | 0.4 | -0.1 | 0.0 | 0.5 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | -0.4 |
| Produtos da borracha e do plástico | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Outros produtos minerais não metálicos | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | -0.1 | 0.0 | -0.1 |
| Construção e reparação naval | 0.0 | -0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Metalurgia de base | 0.3 | 0.0 | -0.1 | 0.4 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | -0.3 |
| Fabricação prod. metálicos, excl. maquinaria | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Produtos de Baixa-Tecnologia | -1.3 | -0.6 | -0.5 | 0.6 | 0.4 | -0.6 | 0.1 | -0.7 |
| Manufacturas n.e. e reciclagem | -0.1 | 0.0 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Madeira, pasta, papel e publicações | -0.6 | -0.1 | -0.2 | -0.2 | 0.0 | -0.1 | 0.0 | -0.2 |
| Produtos alimentares, bebidas e tabaco | 0.1 | -0.2 | 0.0 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 |
| Têxteis, vestuário, couros e calçado | -0.6 | -0.2 | -0.3 | 0.6 | 0.4 | -0.5 | 0.0 | -0.5 |
| Total | -1.8 | -0.6 | -0.5 | 0.9 | 0.3 | -0.7 | -0.3 | -1.0 |

Fontes: Base de dados CHELEM e cálculos dos autores.

Nota: Os resultados de cada período são calculados como a média dos resultados individuais obtidos para cada ano.

(16) Veja-se Amador *et al.* (2007) para uma análise detalhada da especialização por produtos das exportações portuguesas ao longo dos últimos quarenta anos.

nas nestes produtos teve um pequeno efeito positivo na quota global, uma vez que as exportações mundiais destes produtos cresceram abaixo da média. Os períodos com um efeito estrutura por produto positivo, 1982-86 e 1987-91, traduziram essencialmente o facto de alguns produtos onde Portugal se encontra relativamente mais especializado terem registado uma taxa de crescimento acima da média, nomeadamente o sector de baixa-tecnologia de “têxteis, vestuário, couros e calçado”. Outro impacto positivo significativo na maioria dos períodos resultou do sector de média-baixa-tecnologia de “metalurgia de base”. As exportações portuguesas não se encontram especializadas nestes bens, pelo que o crescimento abaixo da média das exportações mundiais destes produtos se traduziu num impacto positivo no efeito estrutura por produto. No entanto, no período mais recente, “metalurgia de base” foi o sector com maior dinamismo nos mercados mundiais de exportação, tornando-se o seu contributo negativo. O mesmo ocorreu, mas em menor grau, com o sector de média-alta-tecnologia de “outras máquinas e equipamentos, n.e.”.

3.4.2. Efeito estrutura geográfica

Esta Subsecção examina o contributo de cada mercado de destino para o efeito estrutura geográfica. O Quadro 5 apresenta os cinco principais contributos positivos e negativos em cada período. Considerando a média dos últimos quarenta anos, a especialização geográfica das exportações portuguesas teve um impacto desfavorável sobre a evolução global das quotas de mercado. Os contributos negativos encontram-se sobretudo concentrados em três períodos: 1972-76, 1977-81 e 1992-96. Entre 1972 e 1981, o principal contributo resultou do mercado dos países africanos menos desenvolvidos, reflectindo a elevada especialização relativa das exportações portuguesas neste mercado e o crescimento abaixo da média das exportações mundiais para estes países. O significativo impacto negativo da estrutura geográfica no período 1992-96 reflectiu essencialmente o facto das exportações mundiais para países da UE terem apresentado um crescimento abaixo da média e das exportações portuguesas se encontrarem relativamente mais especializadas nestes mercados¹⁷. Em contraste, o contributo positivo mais elevado do efeito estrutura geográfica das exportações portuguesas ocorreu no período 1987-91. Este efeito esteve relacionado sobretudo com a evolução de alguns mercados da UE que cresceram acima da média e que representam uma parcela importante das exportações portuguesas, em particular Espanha, Alemanha e França. Adicionalmente, a não especialização das exportações portuguesas nos mercados da América do norte também contribuiu positivamente, uma vez que as exportações mundiais para os EUA e para o Canadá registaram um crescimento abaixo da média no período 1987-91. Em termos gerais, o efeito estrutura geográfica mais significativo desde os anos oitenta, com excepção do período 1992-96, esteve relacionado com o mercado espanhol. Com efeito, este mercado registou uma taxa de crescimento acima da média e representa uma parcela elevada e sustentada das exportações portuguesas, o que naturalmente aumenta a sensibilidade da economia portuguesa ao ciclo económico espanhol. Em oposição, a não especialização das exportações portuguesas no mercado chinês traduziu-se num importante contributo negativo nos anos mais recentes, dado o elevado crescimento das exportações mundiais para a China neste período.

(17) Este efeito negativo da estrutura geográfica foi muito significativo em 1993, quer para Portugal quer para os outros quatro países de referência seleccionados. Dois factos são dignos de nota em 1993. Em primeiro lugar, a posição cíclica da maioria dos países da UE correspondia a uma recessão. Em segundo lugar, 1993 foi o ano de entrada em funcionamento do Mercado Único Europeu, o que inicialmente implicou alguns problemas de reporte dos dados de comércio internacional, dada a redução dos controlos alfandegários na UE.

Quadro 5

DECOMPOSIÇÃO DO EFEITO ESTRUTURA GEOGRÁFICA DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA

(excluindo energia, resultados médios em termos nominais, contributos em pontos percentuais)

| Cinco principais contributos positivos | 1968-71 | 1972-76 | 1977-81 | 1982-86 | | | |
|--|---------|--------------------|---------|----------------|------|----------------|------|
| África LDCs | 0.2 | Estados Unidos | 0.2 | Reino Unido | 0.4 | Arábia Saudita | 0.3 |
| Índia | 0.1 | Alemanha | 0.1 | Polónia | 0.1 | México | 0.2 |
| P. Baixos | 0.1 | Canadá | 0.1 | Golfo | 0.1 | Espanha | 0.2 |
| Canadá | 0.1 | Índia | 0.1 | Canadá | 0.1 | Alemanha | 0.2 |
| Austrália | 0.1 | União Sul-africana | 0.0 | Itália | 0.1 | Nigéria | 0.2 |
| Cinco principais contributos negativos | 1968-71 | 1972-76 | 1977-81 | 1982-86 | | | |
| Antiga Jugoslávia | -0.1 | Antiga URSS | -0.2 | Arábia Saudita | -0.1 | Japão | 0.0 |
| BLEU | -0.1 | Arábia Saudita | -0.3 | México | -0.2 | Coreia do Sul | -0.1 |
| Estados Unidos | -0.1 | Reino Unido | -0.5 | Estados Unidos | -0.2 | China | -0.1 |
| Alemanha | -0.2 | Golfo | -0.5 | Suécia | -0.3 | África LDCs | -0.3 |
| Reino Unido | -0.6 | África LDCs | -0.5 | África LDCs | -0.4 | Estados Unidos | -0.7 |
| Efeito Estrutura Geográfica | 1968-71 | 1972-76 | 1977-81 | 1982-86 | | | |
| | -0.2 | -2.4 | -1.6 | 0.9 | | | |
| Cinco principais contributos positivos | 1987-91 | 1992-96 | 1997-01 | 2002-06 | | | |
| Espanha | 0.9 | Itália | 0.1 | Espanha | 0.2 | Espanha | 0.5 |
| Estados Unidos | 0.7 | Canadá | 0.1 | Japão | 0.1 | Estados Unidos | 0.5 |
| Alemanha | 0.3 | Golfo | 0.1 | Singapura | 0.1 | Japão | 0.2 |
| França | 0.2 | Arábia Saudita | 0.0 | Coreia do Sul | 0.1 | África LDCs | 0.2 |
| Canadá | 0.1 | BLEU | 0.0 | Tailândia | 0.1 | Canadá | 0.1 |
| Cinco principais contributos negativos | 1987-91 | 1992-96 | 1997-01 | 2002-06 | | | |
| México | -0.1 | Espanha | -0.2 | França | -0.1 | França | -0.1 |
| Singapura | -0.1 | China | -0.2 | China | -0.1 | Golfo | -0.1 |
| Taiwan | -0.1 | África LDCs | -0.2 | México | -0.2 | Reino Unido | -0.2 |
| Coreia do Sul | -0.1 | França | -0.3 | Alemanha | -0.2 | Antiga URSS | -0.2 |
| Japão | -0.3 | Alemanha | -0.5 | Estados Unidos | -0.5 | China | -0.4 |
| Efeito Estrutura Geográfica | 1987-91 | 1992-96 | 1997-01 | 2002-06 | | | |
| | 1.4 | -2.7 | -0.3 | 0.2 | | | |

Fontes: Base de dados CHELEM e cálculos dos autores.

Nota: Os resultados de cada período são calculados como a média dos resultados individuais obtidos para cada ano. BLEU inclui Bélgica e Luxemburgo. Para mais detalhe sobre os países incluídos em cada área geográfica, veja-se Anexo A.

4. Conclusões

Este artigo analisa a evolução da quota de mercado nominal das exportações portuguesas nos mercados mundiais no período 1968-2006, utilizando uma desagregação detalhada em termos sectoriais e geográficos. As alterações efectivas de quota em cada mercado individual são isoladas dos efeitos decorrentes da especialização geográfica e por produtos das exportações, utilizando uma metodologia de quota de mercado constante como proposta por Nyssens e Pouillet (1990). No entanto, uma vez que a análise de quota de mercado constante é uma metodologia descritiva e contabilística, não fornece informação sobre os factores explicativos das variações nas quotas de mercado das exportações.

Na média dos últimos quarenta anos, a taxa de variação das exportações portuguesas foi ligeiramente superior à das exportações mundiais, levando a um crescimento médio anual da quota de mercado total de 0.4 por cento. Esta evolução contrasta com o observado na Irlanda e em Espanha, cujas quotas nas exportações mundiais cresceram a uma média anual de 3.8 por cento entre 1968 e 2006. É possível identificar períodos com evoluções distintas nas quotas de mercado das exportações portuguesas, correspondendo a diversos choques que afectaram a economia, diferentes regimes macroeconómicos e a uma progressiva integração económica com a União Europeia. É visível uma diminuição da quota de mercado total das exportações portuguesas nos dois primeiros períodos de cinco anos considerados, correspondendo aos anos entre 1968 e 1976. Inversamente, os três períodos seguintes até 1991 são caracterizados por um aumento da quota de mercado global. Finalmente, nos últimos três períodos, de 1992 a 2006, observa-se uma redução gradual da quota portuguesa nas exportações mundiais.

Os resultados desta análise de quota de mercado constante indicam que, na maioria dos períodos, o contributo dominante para a evolução global da quota de mercado das exportações portuguesas resultou das alterações efectivas de quota em cada mercado individual, *i.e.*, do efeito quota de mercado. Um resultado semelhante é encontrado para os países de referência considerados.

No período 1968-76, registou-se uma significativa perda efectiva de quota de mercado das exportações portuguesas, centrada principalmente em produtos de baixa-tecnologia como alimentação, bebidas e tabaco. Em termos de mercados de destino, os principais contributos para as reduções efectivas de quota neste período foram o Reino Unido e o grupo dos países africanos de expressão portuguesa. O período 1977-96 é caracterizado por ganhos efectivos de quota de mercado das exportações portuguesas. Em termos sectoriais, verificaram-se aumentos substanciais de quota de mercado em sectores de baixa-tecnologia como têxteis, vestuário e calçado nos três períodos de 1977 a 1991. Em 1992-1996, a principal contribuição para o efeito quota de mercado positivo resultou do sector de média-alta-tecnologia de veículos automóveis. Em termos geográficos, os maiores contributos positivos no período 1977-96 resultaram do mercado da União Europeia, sobretudo da Alemanha e de França, mas também de Espanha e dos Países Baixos. Ocorreram também aumentos da quota de mercado das exportações portuguesas no grupo dos países africanos de expressão portuguesa. Finalmente, no período entre 1997 e 2006, as exportações portuguesas registaram reduções consideráveis de quota nos têxteis, vestuário e calçado. No período 2002-06 as exportações portuguesas de veículos automóveis e de madeira e pasta de papel também perderam quota nos mercados mundiais. Quanto aos destinos geográficos, as principais perdas de quota no período 1997-06 registaram-se no mercado da União Europeia. A principal excepção foi o mercado espanhol, onde as exportações portuguesas continuaram a ganhar quota, embora menos do que em períodos anteriores.

A composição relativa das exportações portuguesas ao longo do período 1968-2006 teve um impacto negativo sobre a evolução global das quotas nas exportações mundiais. Em termos gerais, o efeito estrutura por produto negativo resultou sobretudo do peso significativo nas exportações portuguesas de produtos cujos mercados cresceram abaixo da média, em particular alguns produtos de baixa-tecnologia como têxteis, vestuário e calçado. Adicionalmente, a não especialização das exportações portuguesas na generalidade dos produtos de maior dinamismo, como é o caso de alguns sectores de alta-tecnologia, traduziu-se também num contributo negativo na maioria dos períodos. A distribuição geográfica das exportações portuguesas deu também um contributo negativo para a evolução das quotas de mercado totais nos últimos quarenta anos. Os efeitos geográficos negativos encontram-se sobretudo concentrados em três períodos distintos: 1972-76, 1977-81 e 1992-96. Esta evolução resultou principalmente de um maior peso nas exportações portuguesas de países cujos mercados cresceram abaixo da média, nomeadamente os países africanos de expressão portuguesa nos dois primeiros períodos e alguns mercados da União Europeia no período 1992-96. Em contraste, a elevada especialização relativa das exportações portuguesas nos mercados da União Europeia contribuiu significativamente para o positivo efeito estrutura geográfica observado no período 1987-1991. Nos períodos mais recentes, a evolução global das quotas de exportação portuguesas beneficiou da elevada importância relativa de Espanha como mercado de destino, dado o seu crescimento acima da média. Em contraste, no período 2002-2006, o principal contributo negativo resultou da não especialização das exportações portuguesas no mercado chinês, um dos mais dinâmicos do mundo nos últimos anos.

REFERÊNCIAS

- Abreu, I. e Manteu, C. (1993), “Evolution of Portuguese export market shares (1981-91)”, Banco de Portugal, *Working Paper* 20.
- Amador, J., Cabral, S. e Maria, J. R. (2007), “International trade patterns in the last four decades: How does Portugal compare with other cohesion countries?”, Banco de Portugal, *Working Paper* 14.
- Balassa, B. (1965), “Trade liberalization and “revealed” comparative advantage”, *The Manchester School of Economic and Social Studies* 33(2), 99–123.
- Cabral, S. (2004), “Evolução Recente da Quota de Mercado das Exportações Portuguesas na União Europeia”, *Boletim Económico-Dezembro*.
- Cabral, S. e Esteves, P. S. (2006), “Quotas de Mercado das Exportações Portuguesas: Uma Análise nos Principais Mercados de Exportação”, Banco de Portugal, *Boletim Económico-Verão*.
- Cardoso, F. e Esteves, P. S. (2008), “Globalização, Alterações Estruturais das Exportações e Termos de Troca de Portugal”, *Boletim Económico-Primavera*.
- Cheptea, A., Gaulier, G. e Zignago, S. (2005), “World trade competitiveness: A disaggregated view by shift-share analysis”, *Working Papers* 2005-23, CEPII Research Center.
- De Saint-Vaulry, A. (2008), “Base de données CHELEM-commerce international du CEPII”, *Working Papers* 2008-09, CEPII Research Center.
- ECB (2005), “Competitiveness and the export performance of the euro area”, *Occasional Paper Series* 30, Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, European Central Bank.

- Esteves, P. S. e Reis, C. (2005), "Competitividade das exportações portuguesas: uma avaliação dos pesos da taxa de câmbio efectiva", Banco de Portugal, *Boletim Económico-Inverno*.
- Foresti, G. (2004), "An attempt to explain the Italian export market share dynamics during the nineties", *CSC Working Paper 47*, Centro Studi Confindustria, Italy.
- Francois, J., Manchin, M., Norberg, H. e Spinanger, D. (2007), *Impacts of textiles and clothing sectors liberalization on prices*, Report, The Kiel Institute for the World Economy, Germany.
- Leamer, E. E. e Stern, R. M. (1970), "Constant-market-share analysis of export growth", in *Quantitative International Economics*, Aldine Publishing Company, Chicago, chapter 7, pp. 171–183.
- Loveridge, S. e Selting, A. C. (1998), "A review and comparison of shift-share identities", *International Regional Science Review* 21(1), 37–58.
- Magee, S. P. (1975), "Prices, incomes and foreign trade", in P. B. Kenen, ed., *International Trade and Finance: Frontiers of Research*, Cambridge University Press, USA, chapter 2, pp. 175–252.
- Milana, C. (1988), "Constant-market-shares analysis and index number theory", *European Journal of Political Economy* 4(4), 453–478.
- Nyssens, A. e Pouillet, G. (1990), "Parts de marché des producteurs de l'UEBL sur les marchés extérieurs et intérieur", *Cahier 7*, Banque Nationale de Belgique.
- OECD (2005), OECD Science, *Technology and Industry Scoreboard 2005*, OECD.
- Richardson, J. D. (1971a), "Constant-market-shares analysis of export growth", *Journal of International Economics* 1(2), 227–239.
- Richardson, J. D. (1971b), "Some sensitivity tests for a "constant-market-shares" analysis of export growth", *The Review of Economics and Statistics* 53(3), 300–304.
- Simonis, D. (2000), "Belgium's export performance – a constant market shares analysis", *Working Papers 2-2000*, Federal Planning Bureau, Belgium.
- Tyszynski, H. (1951), "World trade in manufactured commodities, 1899-1950", *The Manchester School of Economic and Social Studies* 19(3), 272–304.

Anexo A – Decomposição geográfica

Os 79 países ou grupos de países incluídos na amostra são os seguintes:

Estados Unidos; Canadá; França; *BLEU*; Alemanha; Itália; Países Baixos; Reino Unido; Irlanda; Dinamarca; Finlândia; Noruega; Suécia; Islândia; Áustria; Suíça; Espanha; Grécia; Portugal; Turquia; Israel; Antiga Jugoslávia; Outros na Europa do Sul; Japão; Austrália; Nova Zelândia; União Sul-africana; Venezuela; Equador; México; Brasil; Argentina; Chile; Colômbia; Peru; Bolívia; Paraguai; Uruguai; Outros na América; Argélia; Marrocos; Tunísia; Egito; Líbia; Arábia Saudita; Golfo; Médio Oriente (não OPEP); Nigéria; Gabão; Camarões; Costa do Marfim; Quênia; Outros em África; África *LDCs*; Indonésia; Índia; Coreia do Sul; Hong Kong; Singapura; Taiwan; Malásia; Filipinas; Tailândia; Paquistão; Brunei; Bangladesh; Sri Lanka; Outros na Ásia Oriental; Ásia Oriental *LDCs*; Antiga URSS; Bulgária; Antiga Checoslováquia; Hungria; Polónia; Roménia; Albânia; China; Vietname; Cambodja, Laos.

A composição das diferentes áreas/grupos de países é a seguinte:

- a. *BLEU* inclui Bélgica, Luxemburgo.
- b. Alemanha inclui antiga República Democrática da Alemanha até 1990.
- c. Antiga Jugoslávia inclui Sérvia e Montenegro, Bósnia e Herzegovina, Croácia, Macedónia, República da Eslovénia.
- d. Outros na Europa do Sul inclui Andorra, Chipre, Gibraltar, Malta.
- e. União Sul-africana inclui Botswana, Lesoto, Namíbia, África do Sul, Suazilândia.
- f. Outros na América inclui Anguilla, Antigua e Barbados, Aruba, Bahamas, Barbados, Belize, Bermudas, Costa Rica, Cuba, Dominica, República Dominicana, São Salvador, Granada, Guatemala, Guiana, Haiti, Honduras, Jamaica, Montserrat, Antilhas Holandesas, Nicarágua, Panamá, São Cristóvão e Nevis, Santa Lúcia, São Vicente e Granadinas, Suriname, Trindade e Tobago, e todos os restantes em América não especificado (n.e.).
- g. Golfo inclui Bahrain, Irão, Iraque, Kuwait, Omã, Qatar, Emirados Árabes Unidos.
- h. Médio Oriente (não OPEP) inclui Jordânia, Líbano, Síria, Iémen.
- i. África *LDCs* inclui Angola, Benin, Burkina Faso, Burundi, Cabo Verde, República Centro-Africana, Chade, Comoros, República Democrática do Congo (antigo Zaire), Djibouti, Guiné Equatorial, Eritreia, Etiópia, Gambia, Guiné, Guiné-Bissau, Libéria, Madagáscar, Malawi, Mali, Mauritânia, Moçambique, Níger, Ruanda, São Tomé e Príncipe, Senegal, Serra Leoa, Somália, Sudão, Tanzânia, Togo, Uganda, Zâmbia.
- j. Outros em África inclui Congo, Gana, Maurícias, Seychelles, Sahara Ocidental, Zimbabwe, e todos os restantes em África n.e.
- k. Ásia Oriental *LDCs* inclui Afeganistão, Butão, Kiribati, Maldivas, Myanmar, Nepal, Ilhas Salomão, Vanuatu, Samoa Ocidental.
- l. Outros na Ásia Oriental inclui Fiji, Polinésia Francesa, Guam, Macau, Mongólia, Nova Caledónia, Coreia do Norte, Ilhas do Pacífico, Papua Nova Guiné, Tonga, Samoa Americana, e todos os restantes em Ásia e Oceânia n.e.

- m. Antiga URSS inclui Comunidade dos Estados Independentes (Arménia, Azerbaijão, Bielorrússia, Geórgia, Kazakistão, Kyrgistão, Moldávia, Federação Russa, Tadjiquistão, Turquemenistão, Ucrânia, Uzbequistão), Estados Bálticos (Estónia, Letónia, Lituânia).
- n. Antiga Checoslováquia inclui República Checa, Eslováquia.

Fonte: Base de dados *CHELEM*.

Anexo B – Classificação de produtos por intensidade tecnológica

| | | <i>ISIC rev.3</i> |
|---|------------|-------------------|
| Produtos de Alta-Tecnologia | HT | |
| Aeronáutica e aeroespacial | HT1 | 353 |
| Produtos farmacêuticos | HT2 | 2423 |
| Equipamento de escritório e informática | HT3 | 30 |
| Equipamento de rádio, TV e comunicações | HT4 | 32 |
| Instrumentos médicos, ópticos e de precisão | HT5 | 33 |
| Produtos de Média-Alta-Tecnologia | MHT | |
| Máquinas e aparelhos eléctricos, n.e. | MHT1 | 31 |
| Veículos a motor, reboques e semi-reboques | MHT2 | 34 |
| Produtos químicos, excepto farmacêuticos | MHT3 | 24 excl. 2423 |
| Equipamento ferroviário e equip. transporte, n.e. | MHT4 | 352 + 359 |
| Outras máquinas e equipamentos, n.e. | MHT5 | 29 |
| Produtos de Média-Baixa-Tecnologia | MLT | |
| Produtos da borracha e do plástico | MLT2 | 25 |
| Outros produtos minerais não metálicos | MLT3 | 26 |
| Construção e reparação naval | MLT4 | 351 |
| Metalurgia de base | MLT5 | 27 |
| Fabricação prod. metálicos, excl. maquinaria | MLT6 | 28 |
| Produtos de Baixa-Tecnologia | LT | |
| Manufacturas n.e. e reciclagem | LT1 | 36-37 |
| Madeira, pasta, papel e publicações | LT2 | 20-22 |
| Produtos alimentares, bebidas e tabaco | LT3 | 15-16 |
| Têxteis, vestuário, couros e calçado | LT4 | 17-19 |
| Total indústria transformadora | | 15-37 |

Fonte: Base de dados CHELEM.

Nota: A decomposição por produtos utilizada neste artigo e disponível na base de dados CEPIL – CHELEM, segue a classificação da OCDE das indústrias transformadoras de acordo com a sua intensidade tecnológica utilizando a classificação ISIC rev. 3, mas exclui o sector MLT1 de "Refinados do petróleo, petroquímica e combustível nuclear". Esta classificação da OCDE baseia-se na análise das despesas em I&D de 12 países da OCDE no período 1991-99. Para mais informação, veja-se OCDE (2005).

Anexo C – Principais resultados anuais

ANÁLISE DE QUOTA DE MERCADO CONSTANTE DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS

(nominal, indústria transformadora excluindo energia)

| | Variação das exportações portuguesas | Variação das exportações mundiais | Efeito Total | Efeito Quota de Mercado | Efeito Estrutura Combinada | do qual: | | |
|------|--------------------------------------|-----------------------------------|--------------|-------------------------|----------------------------|------------------------------|-----------------------------|------------------------|
| | | | | | | Efeito Estrutura por Produto | Efeito Estrutura Geográfica | Efeito Estrutura Mista |
| 1968 | 7.8 | 13.8 | -6.0 | -0.9 | -5.1 | -3.5 | -1.6 | 0.0 |
| 1969 | 13.2 | 14.9 | -1.7 | 3.8 | -5.6 | -1.4 | -2.2 | -2.0 |
| 1970 | 9.6 | 15.9 | -6.3 | -5.6 | -0.6 | -3.6 | 1.8 | 1.1 |
| 1971 | 12.1 | 11.4 | 0.7 | 1.1 | -0.4 | 1.2 | 1.2 | -2.9 |
| 1972 | 24.8 | 19.7 | 5.1 | -5.4 | 10.5 | 5.0 | -0.8 | 6.4 |
| 1973 | 44.7 | 37.0 | 7.7 | 6.9 | 0.8 | 1.6 | 0.4 | -1.1 |
| 1974 | 22.3 | 32.5 | -10.2 | -3.9 | -6.4 | -8.0 | -4.7 | 6.4 |
| 1975 | -14.4 | 5.8 | -20.2 | -12.4 | -7.8 | -3.6 | -3.2 | -1.0 |
| 1976 | -6.4 | 11.2 | -17.6 | -13.1 | -4.5 | 2.0 | -3.5 | -3.0 |
| 1977 | 11.4 | 14.7 | -3.3 | -4.2 | 0.9 | -0.3 | -1.1 | 2.3 |
| 1978 | 19.1 | 19.4 | -0.3 | 3.7 | -4.1 | -0.8 | -2.5 | -0.8 |
| 1979 | 42.8 | 21.4 | 21.4 | 15.7 | 5.7 | 1.4 | 3.7 | 0.6 |
| 1980 | 31.1 | 16.8 | 14.3 | 15.4 | -1.1 | -2.0 | -1.3 | 2.2 |
| 1981 | -11.0 | -1.9 | -9.2 | -2.2 | -6.9 | -0.6 | -6.7 | 0.4 |
| 1982 | 4.1 | -5.4 | 9.5 | 7.1 | 2.4 | 1.0 | 1.5 | 0.0 |
| 1983 | 9.1 | -0.2 | 9.3 | 11.2 | -1.9 | 0.5 | -1.5 | -1.0 |
| 1984 | 15.5 | 8.5 | 7.0 | 6.5 | 0.4 | 2.1 | -4.4 | 2.8 |
| 1985 | 8.9 | 4.2 | 4.7 | 3.8 | 0.9 | -1.1 | 1.6 | 0.5 |
| 1986 | 27.1 | 19.7 | 7.4 | -1.4 | 8.8 | 2.0 | 7.6 | -0.8 |
| 1987 | 29.9 | 19.2 | 10.7 | 4.1 | 6.6 | 2.6 | 4.8 | -0.7 |
| 1988 | 18.5 | 17.4 | 1.0 | 3.0 | -2.0 | -3.2 | -0.9 | 2.1 |
| 1989 | 14.0 | 8.0 | 5.9 | 7.5 | -1.5 | -0.3 | 0.3 | -1.5 |
| 1990 | 28.1 | 12.9 | 15.1 | 7.8 | 7.3 | 1.5 | 5.1 | 0.7 |
| 1991 | 0.4 | 3.8 | -3.4 | -3.3 | -0.1 | 1.1 | -2.4 | 1.2 |
| 1992 | 13.6 | 8.5 | 5.1 | 5.7 | -0.6 | 0.6 | -1.9 | 0.7 |
| 1993 | -17.1 | -1.1 | -16.0 | -5.6 | -10.4 | -0.2 | -10.9 | 0.7 |
| 1994 | 16.2 | 15.3 | 0.9 | 2.6 | -1.7 | -1.7 | -0.5 | 0.6 |
| 1995 | 31.2 | 20.1 | 11.1 | 11.9 | -0.8 | -2.3 | 1.4 | 0.1 |
| 1996 | 0.4 | 3.3 | -2.9 | -2.0 | -1.0 | -0.1 | -1.5 | 0.6 |
| 1997 | 1.5 | 5.3 | -3.8 | -1.4 | -2.4 | -0.5 | -2.7 | 0.8 |
| 1998 | 4.0 | 0.6 | 3.5 | -0.9 | 4.4 | 0.0 | 6.3 | -1.9 |
| 1999 | 1.1 | 2.8 | -1.8 | -1.0 | -0.8 | -0.1 | -1.2 | 0.5 |
| 2000 | -1.2 | 9.1 | -10.3 | -1.2 | -9.1 | -2.4 | -7.2 | 0.5 |
| 2001 | -0.7 | -2.6 | 1.9 | -2.3 | 4.1 | 1.4 | 3.2 | -0.5 |
| 2002 | 7.1 | 4.7 | 2.4 | 1.1 | 1.3 | 0.9 | -0.2 | 0.6 |
| 2003 | 22.6 | 16.2 | 6.3 | 1.4 | 4.9 | -0.1 | 3.6 | 1.4 |
| 2004 | 11.4 | 20.5 | -9.1 | -7.3 | -1.8 | -2.5 | 0.0 | 0.7 |
| 2005 | -4.7 | 8.3 | -13.0 | -9.7 | -3.2 | -1.3 | -2.0 | 0.1 |
| 2006 | 13.2 | 14.7 | -1.5 | -0.1 | -1.4 | -1.8 | -0.2 | 0.5 |

Fontes: Base de dados CHELEM e cálculos dos autores.



CRONOLOGIA DAS PRINCIPAIS MEDIDAS FINANCEIRAS

Janeiro a Outubro 2008

Janeiro

- **3 de Janeiro (Decreto-Lei nº 1/2008 DR nº 2, 1ª Série, Ministério das Finanças e da Administração Pública)**

Altera o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo DL nº 298/92, de 31-12, e alterado pelos DL nºs 246/95, de 14-9, 232/96, de 5-12, 222/99, de 22-6, 250/2000, de 13-10, e 285/2001, de 3-11, 201/2002, de 26-9, 319/2002, de 28-12, 252/2003, de 17-10, 145/2006, de 31-7, 104/2007, de 3-4, e 357-A/2007, de 31-10. Altera diversos artigos, adita outros e revoga os artºs 89 e 90 daquele diploma, o qual é republicado em anexo, na íntegra, em versão consolidada. O presente diploma institui a supervisão comportamental das instituições de crédito e das sociedades financeiras, no quadro das atribuições do Banco de Portugal, reforçando os seus poderes de supervisão. O presente decreto-lei entra em vigor no dia seguinte ao da sua publicação.
- **4 de Janeiro (Carta-Circular nº 3/2008/DET, Banco de Portugal, Departamento de Emissão e Tesouraria)**

Informa, no âmbito do quadro de aplicação do DL nº 195/2007, de 15-5, relativamente à contratualização da actividade de recirculação de notas de euro, de que o Banco de Portugal celebrou contrato, no mês de Dezembro de 2007, com a empresa de transporte de valores LOOMIS, S.A.
- **9 de Janeiro (Carta-Circular nº 1/08/DSBDR Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)**

Transmite o entendimento do Banco de Portugal acerca da interpretação do artº 3 do DL nº 240/2006, de 22-12, relativamente à periodicidade da revisão do indexante utilizado nas operações de crédito a taxa variável
- **15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 1/2008 D. R.nº.15, 2ª Série)**

Determina, nos termos e para os efeitos do disposto no nº 1 do artº 13 do DL nº 221/2000, de 9-9, os sistemas de pagamentos que beneficiarão da irrevogabilidade das ordens de transferência e da exigibilidade das garantias constituídas a favor de participante ou de banco integrante do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC). O presente aviso entra em vigor no dia 18-2-2008, ou na data da efectiva migração do TARGET2-PT para a Plataforma Única Partilhada do TARGET2 se a referida migração só puder ocorrer em data posterior.
- **15 de Janeiro (Instrução do Banco de Portugal nº 33/2007, BNP 01/2008)**

Regulamenta o funcionamento do sistema nacional do Target 2.
- **15 de Janeiro (Instrução do Banco de Portugal nº 34/2007, BNP 01/2008)**

Regulamenta a participação no Sistema de Pagamentos de Grandes Transacções (SPGT2).
- **15 de Janeiro (Instrução do Banco de Portugal nº 35/2007, BNP 01/2008)**

Cria o Mercado de Crédito Intradário.
- **15 de Janeiro (Instrução do Banco de Portugal nº 36/2007, BNP 01/2008)**

Altera a Instrução nº 25/2003, publicada no BO nº 10, de 15.10.2003, no que respeita à Realização de Fechos de Compensação e Liquidação Financeira no Subsistema de TEI para processamento das operações enviadas e recebidas no âmbito da SEPA.

- **16 de Janeiro 2008 (Carta-Circular nº 5/2008/DET Banco de Portugal. Departamento de Emissão e Tesouraria)**

Informa de que o Banco de Portugal vai proceder à difusão pelo sistema bancário de pedidos de informação que lhe sejam apresentados por particulares, tendentes à identificação de contas bancárias e/ou de outros activos financeiros relativamente a titulares falecidos. Para o efeito, o Banco de Portugal irá disponibilizar no Portal do Cliente Bancário, um formulário designado "Pedido de localização de activos financeiros em caso de morte dos respectivos titulares", que permitirá quer o preenchimento e o envio electrónico do pedido, quer a sua impressão e posterior envio do pedido por correio.
 - **18 de Janeiro (Carta-Circular nº 6/2008/DET Banco de Portugal. Departamento de Emissão e Tesouraria)**

Informa, no âmbito do quadro de aplicação do DL nº 195/2007, de 15-5, relativamente à contratualização da actividade de recirculação de notas de euro, de que o Banco de Portugal celebrou contrato com a empresa de transporte de valores GRUPO 8 - Vigilância e Prevenção Electrónica, Lda.
 - **23 de Janeiro (Carta-Circular nº 8/2008/DET Banco de Portugal. Departamento de Emissão e Tesouraria)**

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 moeda metálica de euro constante do DL nº 184/2007, de 10-5. Esclarece sobre o modelo do contrato a adoptar e informa sobre os procedimentos de entrega de moeda imprópria para circulação e de retenção de moedas falsas ou contrafeitas. Prevê a adaptação das entidades ao período de transição estipulado no referido diploma, e manifesta a total disponibilidade por parte do Banco de Portugal para a colaboração, formação e esclarecimento de quaisquer questões.
 - **24 de Janeiro (Carta-Circular nº 6/2008/DSBDR Banco de Portugal. Departamento de Supervisão Bancária)**

Informa, na sequência da entrada em vigor do DL nº 371/2007, de 6-11, sobre a alteração de procedimentos relativos ao Livro de Reclamações a que as Instituições de Crédito e as Sociedades Financeiras devem prestar particular atenção, com o intuito de tornar mais célere e eficiente o tratamento das respectivas queixas. Comunica ainda que se prevê para breve a disponibilização, no âmbito da BPnet, de um serviço sobre reclamações, para a circulação em base electrónica dos fluxos de informação entre as instituições e o Banco de Portugal.
 - **30 de Janeiro (Carta-Circular nº 8/2008/DSB Banco de Portugal. Departamento de Supervisão Bancária)**

Alerta as instituições de crédito para a necessidade de ser dado cabal cumprimento à execução das ordens de penhora de saldos de contas bancárias e de valores mobiliários, designadamente as provenientes da Direcção-Geral dos Impostos, com especial atenção pelas disposições aplicáveis do Código de Processo Civil. Esta chamada de atenção surge na sequência de diversas queixas apresentadas à Provedoria de Justiça, tendo o Provedor de Justiça dirigido ao Governador do Banco de Portugal uma recomendação no sentido de serem eliminadas as práticas consideradas irregulares adoptadas por algumas instituições bancárias.
- ## Fevereiro
- **4 de Fevereiro (Despacho nº 2727/2008 de 21 Dezembro 2007 Ministério das Finanças da Administração Pública. Gabinete do Ministro D.R. nº24- 2ª Série)**

Aprova, nos termos previstos no nº 1 do artº 63 da Lei Orgânica do Banco de Portugal (Lei nº 5/98, de 31-1), o novo Plano de Contas do Banco de Portugal, para vigorar a partir de 1-1-2008.

- **06 Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 1/2008, BNPB 03/2008, data de entrada em vigor 8-02-2008)** Altera a Instrução nº 4/2002, publicada no BO nº 2, de 15.02.2002, que estabeleceu os elementos de informação sobre responsabilidades por pensões de reforma e sobrevivência a fornecer ao Banco de Portugal.
- **18 de Fevereiro 2008 (Aviso do Banco de Portugal nº 2/2008 de D. R. nº 38. 2 Série)** Altera, de acordo com as modificações ocorridas no Registo Comercial, decorrentes da Informação Empresarial Simplificada, o Aviso nº 12/91, de 31-12.

Março

- **7 de Março (Resolução da Assembleia da República nº 6/2008 D.R. nº 51, 1ª Série)** Determina a constituição de uma comissão parlamentar de inquérito ao exercício da supervisão dos sistemas bancário, segurador e de mercado de capitais.
- **17 de Março (Instrução do Banco de Portugal nº 2/2008, BNPB 3/2008)** Revoga a Instrução nº 27/2000, publicada no BNPB nº 12, de 15.12.2000.
- **17 de Março (Instrução do Banco de Portugal nº 3/2008, BNPB 3/2008)** Informa de que as Instituições de Crédito aderentes ao sistema de Serviços Mínimos Bancários, consagrado no DL nº 27-C/2000, de 10-03, deverão preencher e remeter ao Banco de Portugal, até 15 de Janeiro de cada ano, o quadro anexo à presente Instrução.
- **17 de Março (Instrução do Banco de Portugal nº 4/2008, BNPB 3/2008)** Determina os procedimentos a tomar no processo de candidatura para a utilização de modelos internos por parte das Instituições, relativamente ao cálculo de requisitos de fundos próprios para cobertura de riscos de mercado.
- **17 Março 2008 (Carta-Circular nº 27/2008/DET, Banco de Portugal. Departamento de Emissão e Tesouraria)** Informa, no âmbito do quadro de aplicação do DL nº 195/2007, de 15-5, relativamente à contratualização da actividade de recirculação de notas de euro, de que o Banco de Portugal celebrou contrato com a empresa de transporte de valores Prosegur - Companhia de Segurança, Lda.
- **18 Março 2008 (Aviso do Banco de Portugal nº 3/2008, D.R. 2ª Série)** Estabelece a obrigação das instituições de crédito prestarem com clareza e exactidão informação sobre o saldo disponível das contas de depósitos à ordem, precisando o conceito de saldo disponível. O presente Aviso aplica-se a toda a informação que mencione o saldo disponível, independentemente de a mesma ser prestada aos balcões, nos terminais automáticos, nos portais bancários ou em linhas de atendimento telefónico, entrando em vigor 90 dias após a data da sua publicação.
- **26 Março 2008 (Carta-Circular nº 25/08/DSBDR, Banco de Portugal. Departamento de Supervisão Bancária)** Define, em cumprimento do disposto no nº 2 do artº 77-A do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo DL nº 298/92, de 31-12, com a redacção que lhe foi dada pelo DL nº 1/2008, de 3-1, um conjunto de procedimentos a observar pelas instituições de crédito e sociedades financeiras no âmbito de reclamações que lhe sejam directamente apresentadas contra essas instituições, sempre que o Banco de Portugal considere dever envolver a instituição reclamada na sua apreciação.

- **26 Março 2008 (Decreto-Lei n.º 57/2008, Ministério da Economia e Inovação, DR n.º 60, 1ª Série)**

Estabelece o regime aplicável às práticas comerciais desleais das empresas nas relações com os consumidores, ocorridas antes, durante ou após uma transacção comercial relativa a um bem ou serviço, transpondo para a ordem jurídica interna a Directiva n.º 2005/29/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de Maio.
- **7 Abril 2008 (Aviso do Banco de Portugal n.º 4/2008, D R. n.º 4, 2ª Série)**

Torna público ter o Conselho de Administração do Banco de Portugal deliberado proceder ao encerramento da sua Agência situada na cidade de Vila Real, com efeitos a partir de 31-5-2008.
- **17 de Abril (Carta-Circular n.º 30/08/DSBDR Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)**

Com vista a esclarecer algumas dúvidas, clarifica a disposição consagrada no n.º 5 do art.º 15 (Aplicação do método IRB) do Decreto-Lei n.º 104/2007, de 3 de Abril.
- **28 de Abril (Carta-Circular n.º 36/2008/DET Banco de Portugal, Departamento de Emissão e Tesouraria)**

Informa, na sequência de reclamações do público relativamente a práticas de recusa na realização de operações de troco de numerário, bem como pela cobrança de comissões pela simples realização dessas operações, de que as instituições de crédito devem assegurar gratuitamente a realização de operações de troco e destroco de numerário ao balcão, por forma a não prejudicar a confiança do público e demais operadores na circulação fiduciária.
- **15 de Maio (Instrução do Banco de Portugal n.º 5/2008, BNBP 05/2008)**

Altera a Instrução n.º 25/2003, publicada no BO n.º 10, de 15.10.2003, no que respeita à compensação de cheques, à compensação de transferências electrónicas interbancárias, bem como aos horários de fechos de compensação e liquidação financeira.
- **15 de Maio (Instrução do Banco de Portugal n.º 6/2008, BNBP 5/2008)**

Altera a Instrução n.º 23/2007, publicada no BO n.º 8, de 16.8.2007, que determinou quais as informações de natureza prudencial a que as instituições de crédito e determinadas sociedades financeiras estão sujeitas.
- **15 de Maio (Instrução do Banco de Portugal n.º 7/2008, BNBP 5/2008)**

Revoga a Instrução n.º 18/2004, publicada no BO n.º 9, de 15.9.2004, estabelecendo um novo regime de notificação e informação periódica das operações de titularização.
- **15 Maio (Carta-Circular n.º 30/2008/DSB, Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)**

Com vista a esclarecer algumas dúvidas, clarifica a disposição consagrada no n.º 5 do art.º 15 (Aplicação do método IRB) do Decreto-Lei n.º 104/2007, de 3-4.
- **29 Maio (Carta-Circular n.º 38/2008/DSB, Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)**

Informa de que, para efeitos do cumprimento da obrigação definida na Carta-Circular n.º 17/2002/DSB, de elaboração de relatório com a quantificação das provisões económicas adequadas ao risco implícito na respectiva carteira de crédito, o Banco de Portugal passa a aceitar que o mesmo seja substituído pelo relatório de imparidade, quando os métodos utilizados forem consistentes e essa consistência for certificada pelos auditores externos das respectivas instituições

- **29 Maio (Decreto-Lei nº 88/2008 DR nº 103 1ª Série, Ministério Das Finanças e da Administração Pública)**

Uniformiza os critérios a adoptar no cálculo da taxa de juro do contrato e no indexante subjacente à sua determinação, nas situações abrangidas pelo DL nº 51/2007, de 7-3, adopta a convenção geral do mercado do euro, de 360 dias, em matéria de cálculo de juros dos depósitos, no âmbito do DL nº 430/91, de 2-11, e clarifica o tratamento dos índices de referência para o cálculo dos juros em termos de média mensal, consagrado nos contratos de crédito e financiamento, previsto no nº 3 do DL nº 240/2006, de 22-12. O presente decreto-lei entra em vigor 30 dias após a sua publicação.
- **5 de Junho (Lei nº25/2008 de 5 de Junho, DR nº108, 1ª Série, Assembleia da República)**

Estabelece medidas de natureza preventiva e repressiva de combate ao branqueamento de vantagens de proveniência ilícita e ao financiamento do terrorismo, transpondo para a ordem jurídica interna as Directivas nºs 2005/60/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26-10, e 2006/70/CE, da Comissão, de 1-8, relativas à prevenção da utilização do sistema financeiro e das actividades e profissões especialmente designadas para efeitos de branqueamento decapitais e de financiamento do terrorismo.
- **9 de Junho (Deliberação nº1890/2008 DR nº134, 2ª Série, Banco de Portugal)**

Torna pública a delegação de poderes deliberada em reunião do Conselho de Administração do Banco de Portugal realizada em 9-6-2008.
- **19 de Junho (Regulamento da CMVM nº3/2008, DR nº127, 2ª Série, Comissão do Mercado de Valores Mobiliários)**

Altera o Regulamento da CMVM nº2/2007, de 5-11, por forma a estabelecer uma convergência entre a CMVM e o Banco de Portugal em matérias relativas ao controlo interno dos intermediários financeiros. O presente regulamento entra em vigor no dia seguinte ao da sua publicação.
- **24 de Junho (Carta-Circular nº47/DET, Banco de Portugal, Departamento de Emissão e Tesouraria)**

Informa sobre a disponibilização às instituições de crédito do curso de formação, em sistema de *e-learning*, subordinado à temática do “Conhecimento da Nota de Euro” desenvolvido pelo Banco de Portugal, através da plataforma do Instituto de Formação Bancária-WebBANCA.
- **25 de Junho (Aviso do Banco de Portugal nº5/2008 DR nº125, 2ª Série, Parte E)**

Procede à actualização dos requisitos aplicáveis em matéria de controlo interno às instituições sujeitas à supervisão do Banco de Portugal. Possibilita a integral harmonização dos relatórios de controlo interno exigidos pelo Banco de Portugal e pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, introduzindo-lhes uma simplificação, passando o seu conteúdo a estar focalizado nas deficiências, entendidas como o conjunto das insuficiências existentes, potenciais ou reais, ou das oportunidades de introdução de melhorias que permitam fortalecer o sistema de controlo interno, em substituição da descrição de procedimentos. Prevê um período mínimo de adaptação, alargando o prazo para o envio do primeiro relatório de controlo interno até 31-12-2008. O presente Aviso entra em vigor no dia seguinte ao da sua publicação.

Julho

- **15 Julho (Instrução do Banco de Portugal nº8/2008, BNP7/2008)**

Altera a Instrução nº30/2002, publicada no BO nº10, de 15.10.2002, relativa ao BPnet.

- **21 de Julho (Decreto-Lei nº125/2008, DR nº139, 1ª Série, Ministério das Finanças e da Administração Pública)**

Estabelece as medidas nacionais necessárias à efectiva aplicação do Regulamento (CE) nº1781/2006, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15-11-2006, relativo às informações sobre o ordenante que devem acompanhar as transferências de fundos.
- **21 de Julho (Decreto-Lei nº126/2008, DR nº139, 1ª Série, Ministério das Finanças e da Administração Pública)**

Altera o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo DL nº298/92, de 31-12, no sentido de, entre outras, e no quadro da adopção de princípios de “better regulation”, promover a convergência dos critérios e procedimentos para aferição da idoneidade dos membros dos órgãos de administração e fiscalização das instituições sujeitas à supervisão das entidades reguladoras do sector financeiro.
- **18 Agosto (Instrução do Banco de Portugal nº9/2008, BNPB 8/2008)**

Define que informações devem as instituições fornecer ao Banco de Portugal no período de transição que contratualizaram para adaptação ao regime de recirculação de notas de euro, sua periodicidade e respectivo prazo de reporte.
- **18 Agosto (Instrução do Banco de Portugal nº10/2008, BNPB8/2008)**

Altera a Instrução nº31/99, de 17.01.2000, na redacção dada pela Instrução nº34/2000, de 15.12.2000.
- **18 Agosto (Instrução do Banco de Portugal nº11/2008, BNPB8/2008)**

Altera a Instrução nº26/2003 (Norma e especificações técnicas do cheque), de 15.10.2003.
- **26 de Agosto (Decreto-Lei nº 171/2008, DR nº 164, 1ª Série, Ministério das Finanças e da Administração Pública)**

Aprova medidas de tutela do mutuário no crédito à habitação respeitantes à renegociação das condições dos empréstimos e à respectiva mobilidade. O presente decreto-lei entra em vigor 30 dias após a sua publicação. No final do 1º ano a contar da data de entrada em vigor, o Banco de Portugal elabora e divulga um relatório de avaliação do impacto da aplicação do mesmo.
- **03 de Setembro (Instrução do Banco de Portugal nº 12/2008, BNPB10/2008)**

Altera a Instrução nº 19/2006, publicada no BO nº 1, de 17.1.2007, no que toca à publicitação dos documentos contabilísticos das sucursais em Portugal de instituições de crédito e financeiras, no sítio da Internet do Banco de Portugal.
- **19 de Setembro (Instrução do Banco de Portugal nº 13/2008, BNPB10/2008)**

Determina, a fim de se dispor de informação mais sistematizada sobre o cumprimento dos art.ºs 85 e 109 do RGICSF (Crédito a membros dos órgãos sociais), o envio de elementos informativos ao Banco de Portugal.
- **30 de Setembro (Carta-Circular nº 61/08/DSBDR, Banco de Portugal Departamento de Supervisão Bancária)**

Transmite o entendimento do Banco de Portugal quanto ao disposto no nº 1 do artº 3 do DL nº 171/2008, de 26-8, relativo à renegociação das condições do crédito à habitação.

Agosto

Setembro

Outubro

- **15 de Outubro (Instrução do Banco de Portugal nº.14/2008, BNP 10/200)** 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 2009.
- **15 de Outubro (Instrução do Banco de Portugal nº.15/2008, BNP 10/200)** Fixa em 10% o limite do compromisso irrevogável de pagamento a aplicar nas contribuições anuais do ano 2009.