



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

Boletim Económico | *Outono 2009*

Volume 15, Número 3

Disponível em
www.bportugal.pt
Publicações

BANCO DE PORTUGAL

Edição

Departamento de Estudos Económicos

Av. Almirante Reis, 71-6.º

1150-012 Lisboa

www.bportugal.pt

Distribuição

Departamento de Serviços de Apoio

Área de Documentação, Edições e Museu

Serviço de Edições e Publicações

Av. Almirante Reis, 71-2.º

1150-012 Lisboa

Impressão

DPI Cromotipo – Oficina de Artes Gráficas, Lda.

Lisboa, 2009

Tiragem

350

ISSN 0872-9794

Depósito Legal n.º 241772/06



ÍNDICE

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

A Economia Portuguesa em 2009	9
<i>Caixa 1</i> Determinantes da transmissão recente das taxas de juro do mercado monetário às taxas de juro dos empréstimos ao sector privado não financeiro ..	85
<i>Caixa 2</i> Evolução recente e determinantes do crédito bancário ao sector privado não financeiro	91
<i>Caixa 3</i> A sustentabilidade das finanças públicas: Portugal no contexto da UE	95
O Sistema Bancário Português no Decurso de 2009	97
<i>Caixa 1</i> Rendibilidade, endividamento e incumprimento das sociedades não financeiras	167

Artigos

Inflação e Desigualdade	173
Dinâmica de Salários e Preços nos Estados Unidos e na Área do Euro	185
O Impacto da Dupla Cobertura na Utilização de Cuidados de Saúde	205
O Comércio Internacional de Serviços na Economia Portuguesa	229

Cronologia das Principais Medidas Financeiras

Janeiro a Outubro 2009	I
------------------------------	---



TEXTOS DE POLÍTICA E SITUAÇÃO ECONÓMICA

A Economia Portuguesa em 2009

O Sistema Bancário Português no Decurso de 2009

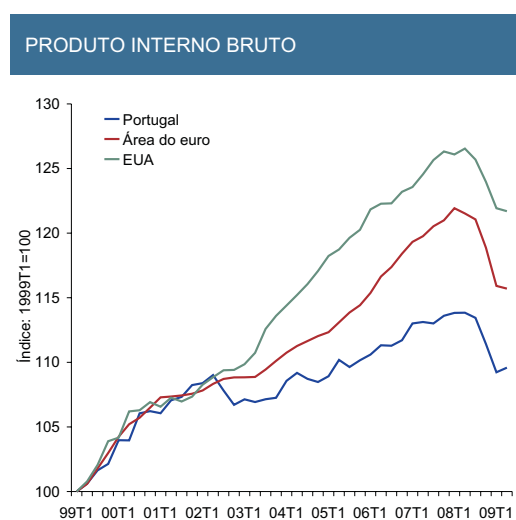
A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2009

1. INTRODUÇÃO

O desempenho recente da economia portuguesa esteve fortemente associado à recessão económica a nível global, cuja magnitude, duração e extensão geográfica não têm precedentes históricos recentes. De facto, no contexto da intensificação da crise financeira no último trimestre de 2008 – com um recrudescimento generalizado dos níveis de incerteza e de aversão ao risco – observou-se uma queda abrupta e marcada das expectativas dos agentes, da actividade económica e do comércio a nível internacional (Gráficos 1.1 e 1.2). Pela sua natureza, estes choques adversos propagaram-se rapidamente ao conjunto das economias integradas globalmente em termos reais e financeiros, incluindo Portugal, e amplificaram a dinâmica de desaceleração já presente em várias economias, nomeadamente as que observaram correcções significativas nos mercados imobiliários. Neste quadro de queda acentuada da procura global, os deflatores do comércio internacional e as taxas de inflação caíram significativamente em 2009.

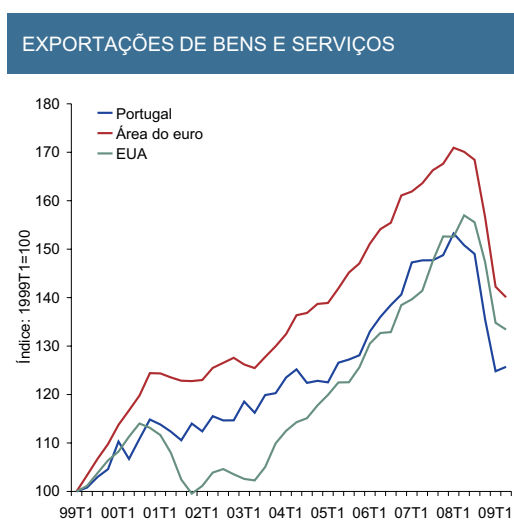
Com o objectivo de conter a queda da actividade global, bem como evitar uma espiral de efeitos sistémicos decorrentes da interacção entre as crises económica e financeira, as autoridades monetárias e os governos reagiram de forma decisiva – e em alguns casos de forma coordenada – adoptando, por um lado, medidas de estímulo monetário e de gestão de liquidez e, por outro lado, políticas orçamentais expansionistas e de apoio aos sistemas bancários. Esta reacção das autoridades contribuiu não só para reduzir progressivamente a tensão nos mercados financeiros internacionais – nomeadamente nos mercados monetários, bolsistas e de dívida pública e privada – mas também para introduzir estímulos directos, ainda que temporários, sobre a actividade económica, o que contribuiu para melhorar as expectativas dos agentes. Num quadro de menor volatilidade e aversão ao risco, as perspectivas sobre a actividade económica global tornaram-se assim gradualmente menos negativas a partir do segundo trimestre de 2009, antevendo-se um crescimento positivo da actividade e do comércio no segundo semestre do ano para a generalidade das economias avançadas e, mais acentuadamente, para o conjunto

Gráfico 1.1



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

Gráfico 1.2



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

das economias de mercado emergentes. No entanto, subsiste um elevado nível de incerteza sobre a evolução da conjuntura económica internacional e os riscos para a actividade económica continuam a ser predominantemente descendentes, sendo neste âmbito de destacar o impacto sobre o dinamismo da procura global de uma eventual reversão das medidas de apoio das autoridades ao sistema financeiro e à actividade económica. Adicionalmente, a actual crise económica e financeira poderá afectar negativamente o nível de equilíbrio da actividade e o próprio crescimento potencial das economias, nomeadamente por via de uma maior obsolescência do capital instalado, de uma menor acumulação de capital, por períodos prolongados, e de um aumento do desemprego estrutural, que tenderá a persistir nas economias com menor mobilidade no mercado de trabalho.

Este conjunto de choques sucessivos a nível global transmitiu-se à economia portuguesa por vários canais interligados, implicando uma significativa deterioração conjuntural que se justapôs a uma situação estrutural caracterizada pela persistência de algumas fragilidades que condicionam a evolução da produtividade dos factores. É ainda assim de sublinhar que, no âmbito da actual crise económica e financeira global, a economia portuguesa apresentou vários elementos de robustez, com destaque para a ausência de uma situação de sobrevalorização dos preços no mercado imobiliário e para a manutenção de uma posição relativamente favorável do sistema bancário no quadro europeu – em termos de rentabilidade, liquidez e solvabilidade (ver texto “*O sistema bancário português no decurso de 2009*”, deste Boletim). Neste contexto, as estimativas do Banco de Portugal apontam para uma queda do PIB em 2009 de 2.7 por cento, após uma estagnação em 2008 (Quadro 1.1). De acordo com a informação disponível, esta queda será inferior à observada na área do euro e na União Europeia. Este valor corresponde a uma revisão em alta de 0.8 pontos percentuais face à estimativa apresentada no *Boletim Económico do Verão*, e reflecte um perfil intra-anual menos desfavorável das exportações e, principalmente, do consumo privado na segunda metade do ano. Por seu turno, a taxa de inflação, medida pela variação média anual do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), deverá situar-se em -0.9 por cento, face a 2.7 por cento no ano anterior. A actual projecção para a taxa de inflação em 2009 representa uma revisão em baixa de 0.4 p.p. face ao valor divulgado no *Boletim Económico do Verão*, reflectindo a

Quadro 1.1

PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS

Taxas de variação, em percentagem

	<i>Por memória:</i> BE Verão 2009			
	2007	2008	2009	2009
PIB	1.8	0.0	-2.7	-3.5
Consumo privado	1.6	1.7	-0.9	-1.8
Consumo público	0.0	0.7	2.1	1.0
FBCF	2.7	-1.3	-13.1	-14.3
Procura interna	1.6	1.1	-3.0	-4.5
Exportações	7.9	-0.5	-13.1	-17.7
Importações	6.1	2.7	-11.7	-17.1
<i>Contributo para a variação do PIB (p.p.)</i>				
Procura interna	1.7	1.2	-3.3	-4.9
da qual: Variação de Existências	0.1	0.2	-0.3	-0.8
Exportações líquidas	0.0	-1.2	0.6	1.4
Balança corrente+balança de capital (em % do PIB)	-8.1	-10.5	-8.6	-8.3
IHPC	2.4	2.7	-0.9	-0.5

Fontes: INE e Banco de Portugal.

conjugação de quedas mais acentuadas dos preços de importação com um maior crescimento dos salários e dos custos do trabalho por unidade produzida e uma maior compressão das margens de lucro.

A evolução da economia portuguesa em 2009 foi marcada pelo aumento da taxa de desemprego para um novo máximo histórico de 9.0 por cento no primeiro semestre de 2009, prosseguindo a tendência observada desde o início da década. Este facto reflectiu essencialmente uma queda superior a 2 por cento do emprego total da economia nesse período. Do lado da procura, a recessão económica traduziu uma forte queda das variáveis com maior sensibilidade cíclica, nomeadamente as exportações de bens e serviços, o investimento empresarial e o consumo de bens duradouros. Estas componentes acompanharam o comportamento intra-anual da economia, registando uma queda abrupta e acentuada no último trimestre de 2008 e no primeiro trimestre de 2009, e quedas progressivamente menores a partir do segundo trimestre do ano corrente. Por seu turno, o consumo de bens não duradouros apresentou um perfil substancialmente mais alisado, ainda que em desaceleração face ao ano anterior. No contexto de um ligeiro aumento do rendimento disponível em termos reais, a evolução agregada do consumo deverá assim implicar um significativo aumento da taxa de poupança das famílias em 2009, reforçando a ligeira subida observada em 2008. Em contraste, a poupança do sector das administrações públicas diminuiu consideravelmente, contribuindo para um aumento substancial do défice orçamental em 2009. Esta evolução resultou do funcionamento dos estabilizadores automáticos e da adopção de medidas discricionárias, em parte como resposta à conjuntura recessiva. Em linha com o observado na quase totalidade dos países da União Europeia, a actual posição estrutural das contas públicas, conjugada com a incerteza relativamente ao crescimento no médio e longo prazo do produto potencial, tem importantes implicações em termos da avaliação da sustentabilidade das contas públicas (ver “Caixa 3 *A sustentabilidade das finanças públicas: Portugal no contexto da UE*”, deste Boletim). No caso de Portugal, a implementação consistente da reforma da Segurança Social assume também especial relevância neste domínio.

Num quadro de queda das necessidades de financiamento do sector privado, a par do agravamento muito acentuado no sector das administrações públicas, observou-se uma redução das necessidades líquidas de financiamento externo da economia portuguesa em percentagem do PIB, situando-se ainda assim em níveis superiores a 8 por cento. Neste âmbito, importa destacar a redução significativa da taxa de investimento da economia para um nível sem precedentes no passado recente. Adicionalmente, sublinhe-se que, na primeira metade de 2009, o perfil de financiamento externo da economia portuguesa voltou a caracterizar-se por aumentos de passivos e de activos face ao exterior – embora de menor magnitude comparativamente ao período anterior à eclosão da crise financeira internacional no Verão de 2007 – o que contrasta com a diminuição de activos e passivos sobre o exterior observada no quadro da intensificação da crise financeira na segunda metade de 2008, em especial no quarto trimestre.

Após uma década em que a taxa de inflação em Portugal, medida pela variação do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), apresentou uma relativa estabilidade em níveis próximos de 3 por cento, observou-se uma pronunciada desaceleração dos preços desde o final de 2008, para valores negativos a partir do primeiro trimestre de 2009. No conjunto do ano deverá registar-se uma taxa de variação média anual negativa dos preços, o que surge como um facto inédito das últimas décadas. Esta evolução esteve associada, por um lado, ao enquadramento fortemente recessivo da procura a nível global, que contribuiu para uma redução substancial dos preços das importações, com destaque para os preços dos bens energéticos. Por outro lado, reflectiu também a contracção da procura interna, que influenciou a transmissão interna da diminuição dos preços a nível internacional e contribuiu para uma significativa diminuição de margens de lucro, num contexto em que, apesar da subida da taxa de desemprego, os salários e os custos unitários de trabalho terão mantido um crescimento próximo do observado em 2008. Uma análise desagregada da evolução da inflação evidencia que o peso das componentes com taxas de variação homóloga inferiores a zero tem vindo a aumentar progressivamente. No terceiro trimestre do ano, cerca de metade do cabaz representativo de consumo apresentava quedas

homólogas de preços. Não obstante, importa sublinhar que – dadas as actuais perspectivas de gradual recuperação da economia a nível mundial e a manutenção das expectativas de inflação de médio e longo prazo na área do euro em níveis consistentes com a estabilidade de preços – não será de esperar a persistência de taxas de inflação negativas em Portugal nos próximos trimestres. No entanto, existe uma elevada incerteza quanto ao perfil e magnitude da recuperação das economias a nível global, pelo que este cenário se encontra rodeado de uma particular incerteza.

A evolução das taxas de juro oficiais e do mercado monetário da área do euro constituem factores inescapáveis para compreender a dinâmica da economia portuguesa no contexto da crise financeira global. De facto, para além de influenciarem directamente o seu enquadramento externo – com destaque para as expectativas de inflação na área do euro – estas taxas afectam directamente os incentivos ao consumo, investimento e poupança das famílias e empresas, nomeadamente por via de alterações das respectivas restrições orçamentais intertemporais. Estes efeitos são amplificados no caso português dado o nível relativamente elevado de endividamento do sector privado não financeiro e a prevalência de empréstimos bancários com taxas indexadas às taxas de juro do mercado monetário. A intensificação da crise financeira no final de 2008 e a reacção das autoridades teve importantes implicações nas decisões dos agentes económicos em Portugal. Por um lado, observou-se uma rápida e acentuada diminuição das taxas de juro oficiais e das taxas do mercado monetário da área do euro. De facto, entre Outubro de 2008 e Maio de 2009, o BCE reduziu a taxa de juro das operações principais de refinanciamento em 325 p.b., para o valor mínimo histórico de 1 por cento. O BCE promoveu igualmente o acesso generalizado a liquidez no Eurosistema através de operações de cedência de liquidez a taxa fixa e com colocação total dos fundos procurados por prazos alargados. Adicionalmente, verificou-se uma gradual diminuição dos spreads nas taxas do mercado monetário – que tinham atingido níveis sem precedentes no final de 2008 – no quadro de várias medidas de apoio ao funcionamento deste mercado. Estas descidas de taxas de juro transmitiram-se globalmente, com os habituais desfasamentos, às taxas de juro bancárias e terão tornado menos activas as restrições orçamentais intertemporais – e em particular as restrições de liquidez – de um número significativo de famílias e empresas, com destaque para as mais endividadas (ver “Caixa 1 *Determinantes da transmissão recente das taxas de juro do mercado monetário às taxas de juro dos empréstimos ao sector privado não financeiro*”, deste Boletim). Não obstante, tem-se observado um aumento do incumprimento no crédito bancário, com destaque para os segmentos do crédito a consumo e outros fins e do crédito a empresas, dado o contexto de significativo aumento do desemprego e de forte contracção da actividade (ver texto “*O sistema bancário português no decurso de 2009*”, deste Boletim). Por outro lado, e após um período prolongado em que os bancos acomodaram as necessidades de financiamento das empresas e proporcionaram às famílias contratos que adaptavam o grau de esforço à capacidade das contrapartes para servirem a dívida, assistiu-se a um agravamento das condições de concessão de crédito ao sector privado não financeiro, ainda que de forma gradualmente menos intensa no decurso de 2009. Em termos globais, a desaceleração do crédito ao sector privado não financeiro nos últimos trimestres estará a reflectir sobretudo a queda marcada dos agregados de despesa, em conjugação com a referida alteração das condições de oferta de crédito, não obstante a significativa redução das taxas de juro bancárias (ver “Caixa 2 *Evolução recente e determinantes do crédito bancário ao sector privado não financeiro*”, deste Boletim). Finalmente, importa referir que, num quadro de consideráveis necessidades líquidas de financiamento externo da economia portuguesa, a descida das taxas de juro contribuiu para a diminuição do défice da balança de rendimentos. Este facto implica que, em contraste com os últimos anos, a evolução do rendimento nacional terá sido mais favorável que a do produto interno.

2. ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL

Em 2009, a actividade económica a nível global continuou a ser fortemente condicionada pela crise financeira internacional. Em particular, na sequência da intensificação da crise financeira com o colapso do banco de investimento *Lehman Brothers*, o último trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2009 foram caracterizados por uma forte queda da actividade económica e do comércio internacional, cuja dimensão não tem precedentes históricos recentes. A deterioração da actividade foi potenciada pela interacção entre factores financeiros e a economia real que se reforçaram mutuamente. A partir do segundo trimestre, a situação nos mercados financeiros melhorou e a actividade económica global terá registado alguma recuperação face ao primeiro trimestre, reflectindo em particular um impulso mais forte das economias asiáticas e uma estabilização ou recuperação modesta noutras áreas económicas. Para a melhoria das condições económicas e financeiras globais terá contribuído fortemente o conjunto de medidas de estímulo de política monetária e orçamental, bem como as medidas de estabilização do sistema financeiro que contribuíram para uma melhoria da confiança dos agentes económicos, estimularam a procura e permitiram diminuir a incerteza e o risco sistémico nos mercados financeiros. Todavia, a recuperação da economia na segunda metade de 2009 continuará fortemente condicionada pela manutenção de condições financeiras relativamente restritivas para os consumidores e empresas, apesar dos progressos observados a partir do segundo trimestre, e, em particular nalgumas economias avançadas, pela diminuição significativa dos preços dos activos e o aumento do desemprego. Em paralelo, a recuperação económica nalgumas economias de mercado emergentes e em desenvolvimento tenderá também a ser condicionada, nomeadamente naquelas em que as necessidades de financiamento externo são mais elevadas. As taxas de inflação a nível mundial caíram significativamente ao longo do ano, reflectindo essencialmente os níveis dos preços das matérias-primas significativamente inferiores aos observados no ano passado e a diminuição da capacidade produtiva utilizada, num contexto de queda abrupta da procura global. A evolução económica internacional mantém-se sujeita a uma elevada incerteza e os riscos para as perspectivas económicas mundiais continuam a ser predominantemente descendentes, embora se tenham atenuado.

Para o conjunto de 2009, as previsões do FMI, efectuadas com base na informação disponível até meados de Setembro, apontam para uma forte queda da actividade económica e do comércio internacional. O PIB mundial deverá cair 1.1 por cento em 2009, após um crescimento de 3.0 por cento em 2008 (Quadro 2.1). A actividade económica no conjunto das economias avançadas deverá cair significativamente face ao ano anterior (3.4 por cento, face a um aumento de 0.6 por cento em 2008). Para as economias de mercado emergentes e em desenvolvimento, o FMI prevê uma redução da taxa de crescimento do PIB em 2009 para 1.7 por cento (6.0 por cento, em 2008). O abrandamento deverá ser generalizado às várias regiões, mas com diferentes magnitudes. As economias da Europa Central e de Leste e da Comunidade de Estados Independentes, particularmente afectadas pela diminuição dos fluxos de capital internacional e por crises financeiras a nível interno, e da América Latina, deverão apresentar quedas significativas do PIB face a 2008. Por seu turno, o abrandamento será menos pronunciado nas economias do Médio Oriente e África, que deverão continuar a apresentar aumentos do PIB face ao ano anterior. Finalmente, nos países asiáticos em desenvolvimento, a desaceleração deverá ser mais ligeira, devendo o crescimento do PIB diminuir de 7.6 para 6.2 por cento. A contracção da actividade económica global em 2009 foi acompanhada por uma diminuição acentuada do comércio mundial que foi comum às economias avançadas e às economias emergentes e em desenvolvimento (Gráfico 2.1). A ruptura do comércio mundial, associada à quebra generalizada de confiança e ao elevado nível de incerteza que levaram os agentes económicos a reduzir ou adiar des-

Quadro 2.1

EVOLUÇÃO DA ECONOMIA MUNDIAL			
Taxas de variação, em percentagem			
	2007	2008	2009
PIB			
Economia mundial	5.2	3.0	-1.1
Economias avançadas	2.7	0.6	-3.4
EUA	2.1	0.4	-2.7
Japão	2.3	-0.7	-5.4
Área do euro	2.7	0.7	-4.2
Alemanha	2.5	1.2	-5.3
França	2.3	0.3	-2.4
Itália	1.6	-1.0	-5.1
Espanha	3.6	0.9	-3.8
Portugal	1.8	0.0	-2.7
Reino Unido	2.6	0.7	-4.4
Novas economias industrializadas da Ásia ^(a)	5.7	1.5	-2.4
Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento	8.3	6.0	1.7
Europa central e de leste	5.5	3.0	-5.0
Comunidade de Estados Independentes	8.6	5.5	-6.7
Rússia	8.1	5.6	-7.5
Países asiáticos em desenvolvimento	10.6	7.6	6.2
China	13.0	9.0	8.5
Índia	9.4	7.3	5.4
Médio Oriente	6.2	5.4	2.0
América Latina	5.7	4.2	-2.5
África	6.3	5.2	1.7
Angola	20.3	13.2	0.2
Volume de comércio mundial de bens e serviços	7.3	3.0	-11.9
Preços internacionais de matérias-primas			
Petróleo (<i>brent</i>) ^(b)			
Em USD	9.5	35.8	-45.1
Em Euros	0.4	26.6	-40.0
Matérias-primas não energéticas ^(c)			
Em USD	19.1	12.7	-28.1
Em Euros	9.2	4.4	-21.5
Preços no consumidor			
Economias avançadas	2.2	3.4	0.1
Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento	6.4	9.3	5.5

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 2009. (c) Taxa de variação homóloga, dados até Outubro de 2009.

pesas de consumo e investimento, foi exacerbada por dificuldades de acesso a crédito comercial no contexto de intensificação da crise financeira, bem como pelo fenómeno de especialização vertical da produção a nível mundial observado nos últimos anos, que terá aumentado a sensibilidade dos fluxos de comércio a alterações na procura global. Segundo o FMI, o comércio mundial de bens e serviços deverá apresentar este ano uma queda sem precedentes de cerca de 12 por cento, depois de um aumento de 3 por cento em 2008.

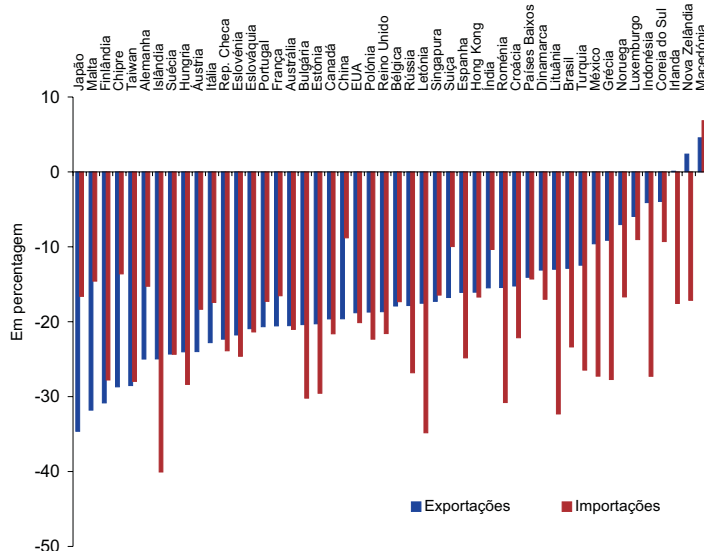
De acordo com o FMI, depois da forte queda no quarto trimestre de 2008 e no primeiro trimestre de 2009, a actividade económica mundial terá apresentado uma recuperação ligeira no segundo trimestre que se deverá manter até ao final do ano¹. Esta evolução reflectiu, em particular, um impulso mais forte das economias asiáticas e uma estabilização ou recuperação modesta noutras áreas económi-

(1) Segundo o FMI, a actividade económica mundial caiu 6.5 por cento no primeiro trimestre de 2009 e cresceu 3.0 por cento no segundo trimestre, em valores anualizados.

Gráfico 2.1

COMÉRCIO INTERNACIONAL DE BENS POR PAÍS (em volume)

Taxa de variação entre o primeiro semestre de 2008 e o primeiro semestre de 2009



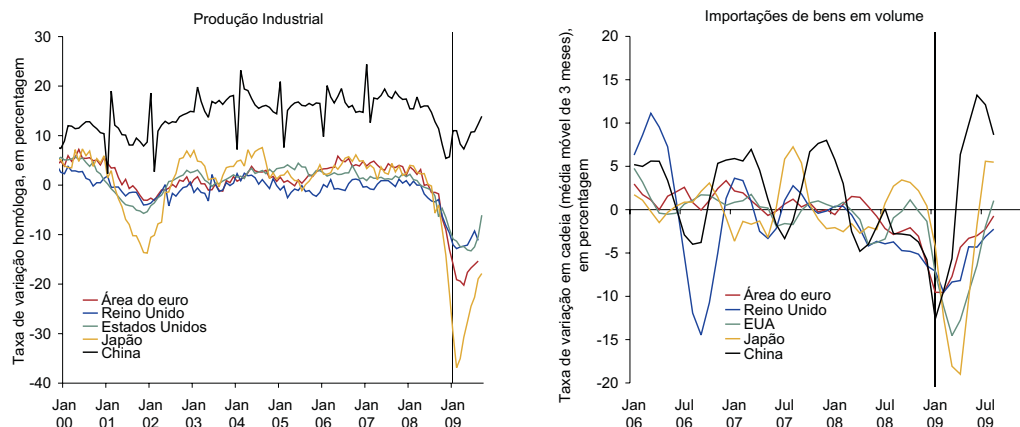
Fonte: CPB Monthly World Trade Monitor.

cas. A recuperação da actividade económica mundial foi essencialmente caracterizada por um ressurgimento da produção industrial e do comércio mundial (Gráfico 2.2), para o que terá contribuído a necessidade de repor existências depois da forte queda da produção ocorrida no final de 2008 e início de 2009. Em termos globais, a melhoria das condições económicas beneficiou fortemente do conjunto de medidas de política monetária e orçamental e de estabilização do sector financeiro que ajudaram a estimular a procura e contribuíram para uma melhoria da confiança dos agentes económicos (Gráfico 2.3) e das condições nos mercados financeiros. É de destacar a aceleração das economias asiáticas, em particular da China, que beneficiaram quer das políticas de estímulo económico, quer da reanimação do comércio intra-regional, dos mercados financeiros e dos fluxos de capital internacionais. A actividade económica noutras economias de mercado emergentes e em desenvolvimento deverá também beneficiar da reanimação do comércio mundial e da procura de matérias-primas. Por outro lado, a actividade nas economias avançadas deverá continuar fortemente condicionada pelo aumento do desemprego (Gráfico 2.4), pela diminuição nos preços dos activos imobiliários e a pela existência de condições de financiamento relativamente restritivas, especialmente no acesso ao crédito bancário, apesar de se ter observado alguma melhoria ao longo de 2009 e em particular uma forte diminuição das taxas de juro.

No contexto da recuperação da produção industrial e de melhoria das expectativas quanto à evolução económica a curto prazo, ocorreu uma reanimação da procura de matérias-primas, cujos preços aumentaram visivelmente a partir do segundo trimestre do ano, depois das quedas que vinham a ser observadas desde meados de 2008 (Gráfico 2.5). Face ao final do ano passado, os preços em dólares do petróleo e das matérias-primas não energéticas apresentavam, no final de Outubro, aumentos de cerca de 94 e 24 por cento, respectivamente. De referir, contudo, que os preços das matérias-primas continuam ainda em níveis claramente inferiores aos máximos verificados em meados de 2008. Em particular, o preço do petróleo no final de Outubro de 2009 encontrava-se em cerca de 77 dólares/barril, face a cerca de 40 dólares/barril no final de 2008, mas muito abaixo dos cerca de 146 dólares/barril atingidos em meados de 2008. Considerando a informação desde o início do ano até ao final do mês

Gráfico 2.2

PRODUÇÃO INDUSTRIAL E COMÉRCIO INTERNACIONAL NAS PRINCIPAIS ECONOMIAS MUNDIAIS



Fontes: CEIC, Eurostat e Thomson Reuters.

Fonte: CPB Monthly World Trade Monitor.

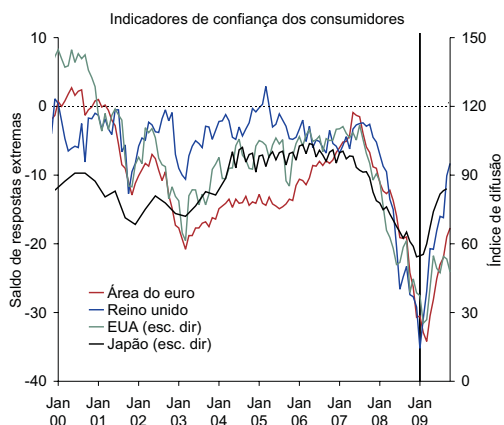
de Outubro, os preços em dólares do petróleo e das matérias-primas não energéticas apresentavam quedas face ao período homólogo de cerca de 45 e 28 por cento, respectivamente (em euros, cerca de 40 e 22 por cento) (Quadro 2.1).

Nos Estados Unidos, a actividade económica, depois da contracção significativa observada no segundo semestre de 2008 e na primeira metade de 2009, deverá crescer moderadamente no segundo semestre, embora as condições no mercado de trabalho tenham continuado a deteriorar-se recentemente. No início do ano, no contexto de intensificação das perturbações nos mercados financeiros e de forte desaceleração da economia mundial, a queda do PIB reflectiu diminuições muito significativas do investimento empresarial e residencial, bem como das exportações. Posteriormente, as condições financeiras tornaram-se menos desfavoráveis e o ritmo de queda da actividade económica diminuiu reflectindo, em grande medida, quer as medidas de política monetária e orçamentais, quer as medidas de estabilização do sector financeiro entretanto tomadas. O consumo privado exibiu alguma sustentação, beneficiando do crescimento do rendimento disponível no segundo trimestre, suportado pelas diminuições de impostos e outros benefícios sob a forma de transferências no âmbito dos planos de estímulo orçamental. A confiança dos consumidores e dos empresários também aumentou significativamente depois dos mínimos atingidos no início do ano. No mercado da habitação, verificaram-se também sinais de alguma estabilização, depois da forte correcção anteriormente observada (Gráfico 2.6). Não obstante, o investimento continuou a cair no segundo trimestre, ainda que a um ritmo menor do que anteriormente, reflectindo, em grande medida, a procura fraca e a continuação de condições de crédito restritivas para muitas empresas e famílias. No mercado de trabalho, as quedas no emprego foram muito significativas (embora o ritmo de queda tenha diminuído desde o início de 2009) e a taxa de desemprego aumentou para quase 10 por cento em Setembro, o que deverá condicionar significativamente a evolução económica futura. A inflação manteve-se num nível baixo em 2009, depois da contracção acentuada no final de 2008, reflectindo a redução da capacidade utilizada na economia e os efeitos de base nos preços das matérias-primas. O FMI prevê que a economia norte-americana cresça moderadamente na segunda metade do ano, para o que deverão contribuir a continuação do estímulo orçamental e uma recuperação do mercado de habitação e do ciclo de existências². Contudo, é de referir que algumas medidas de estímulo orçamental, nomeadamente os in-

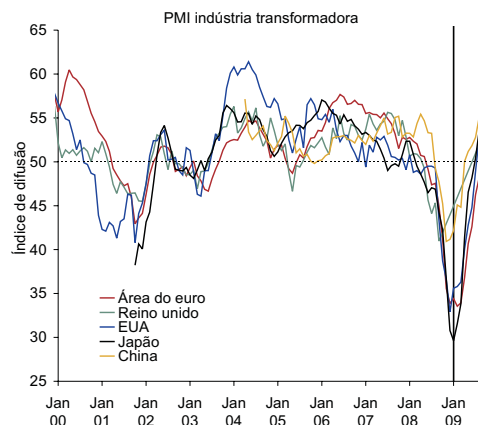
(2) A primeira estimativa para o PIB dos EUA no terceiro trimestre aponta para um crescimento em cadeia de 0.9 por cento.

Gráfico 2.3

CONFIANÇA DOS AGENTES ECONÓMICOS NAS PRINCIPAIS ECONOMIAS MUNDIAIS



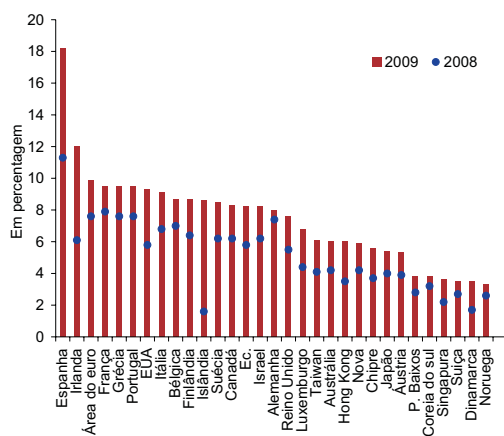
Fontes: Comissão Europeia e Thomson Reuters.



Fonte: Thomson Reuters.

Gráfico 2.4

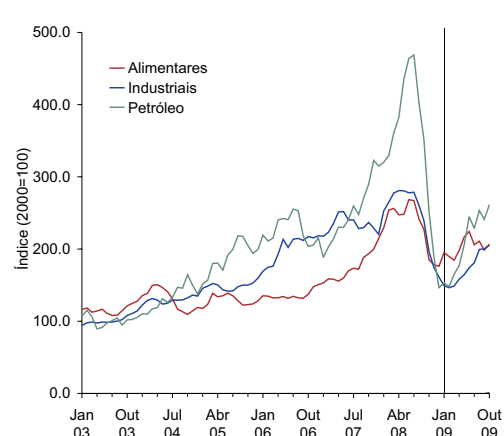
TAXA DE DESEMPREGO NAS ECONOMIAS AVANÇADAS EM 2009



Fonte: FMI.

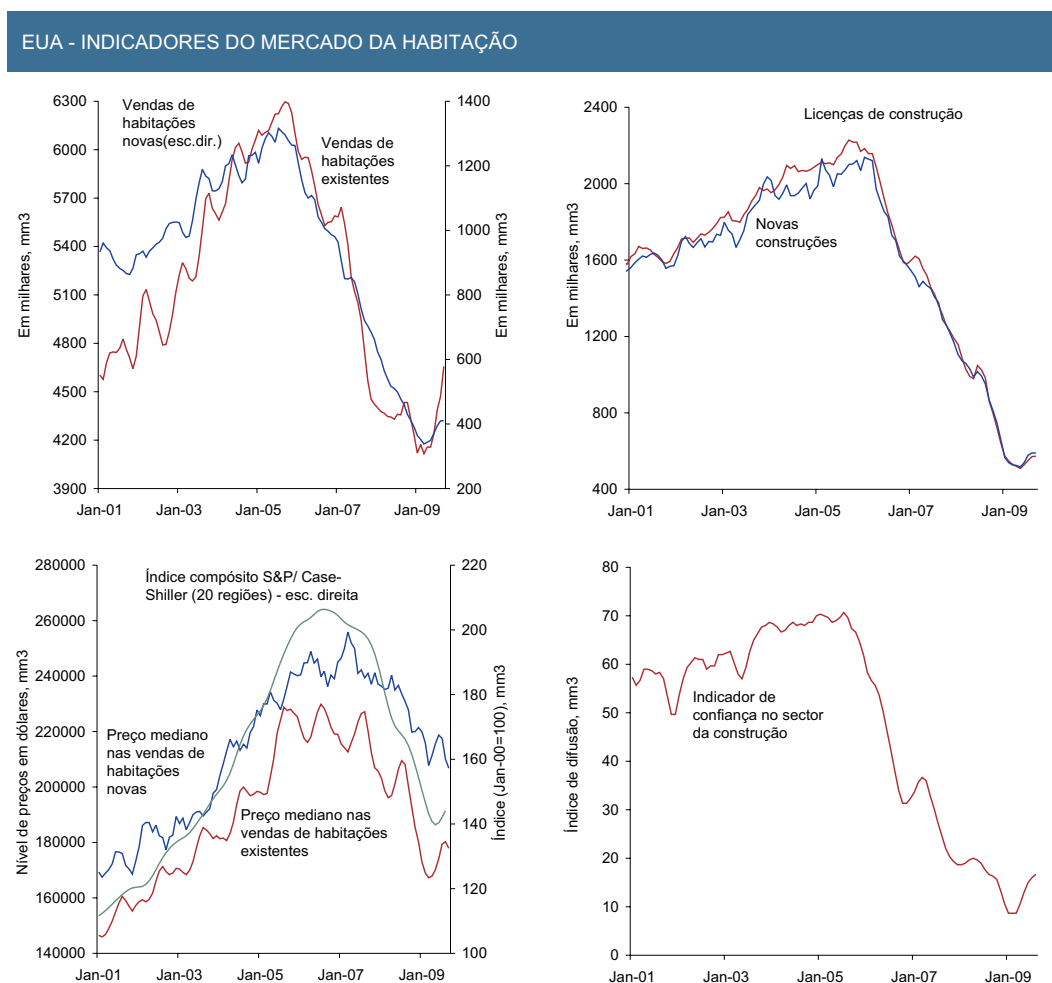
Gráfico 2.5

PREÇO INTERNACIONAL DE MATÉRIAS-PRIMAS EM USD



Fonte: HWWI.

Gráfico 2.6



Fonte: Thomson Reuters.

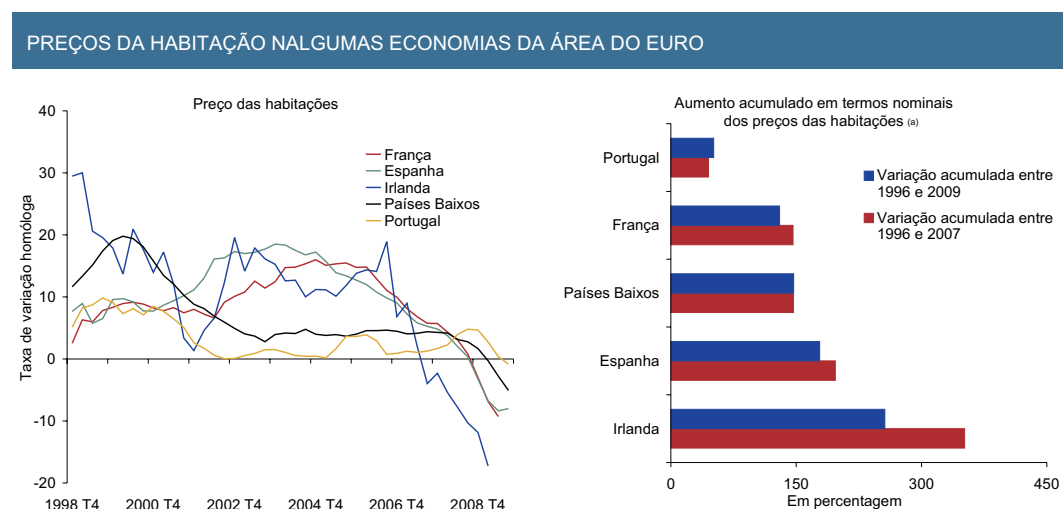
centivos à compra de automóveis, tiveram essencialmente um carácter temporário. A evolução da despesa agregada deverá continuar a ser prejudicada pelas condições difíceis no mercado de trabalho, pela necessidade das famílias aumentarem o seu nível de poupança e reduzirem os níveis de dívida, pela continuação de tensões sobre o sistema bancário e condições de crédito apertadas para alguns agentes económicos e pelo fraco dinamismo da actividade económica nalguns parceiros comerciais dos EUA. No final de 2009, a taxa de crescimento homóloga do PIB deverá situar-se em -1.1 por cento (-2.7 por cento, em termos médios anuais).

A actividade económica na área do euro deverá apresentar uma queda muito significativa no conjunto de 2009, embora os indicadores mais recentes revelem sinais de melhoria. Após as quedas observadas em 2008, em especial no quarto trimestre (-1.8 por cento, em taxa de variação em cadeia), o PIB continuou a diminuir significativamente no primeiro trimestre de 2009 e mais ligeiramente no trimestre seguinte (respectivamente, -2.5 e -0.1 por cento, em taxa de variação em cadeia). O consumo privado, após uma queda acentuada no início do ano, terá apresentado uma relativa resistência no segundo trimestre, reflectindo em particular os apoios temporários à compra de automóveis existentes em vários países e a melhoria da confiança dos consumidores. A FBCF apresentou uma queda marcada no primeiro trimestre que se atenuou claramente no trimestre seguinte. O contributo das exportações líquidas para o crescimento do PIB foi bastante negativo no primeiro trimestre, mas tornou-se positivo no segundo trimestre dado que se observou um ritmo de queda das exportações menos pronunciado

do que nas importações. Por seu turno, a variação de existências apresentou um contributo significativamente negativo para o crescimento do PIB no primeiro semestre de 2009. Na segunda metade de 2009, o FMI prevê que o PIB na área do euro praticamente estabilize. A recuperação da actividade económica na segunda metade do ano deverá beneficiar principalmente do aumento das exportações, da inversão do ciclo de existências e da continuação das políticas de estímulo económico. A intensidade e o grau de sustentabilidade da recuperação económica permanecem sujeitas a grande incerteza, dada a natureza temporária de alguns dos factores impulsionadores da recuperação, em conjugação com outros factores condicionantes. De entre estes destacam-se as correcções nos mercados da habitação nalgumas economias (Gráfico 2.7), a deterioração das condições no mercado de trabalho, com a taxa de desemprego próxima de 10 por cento, e o impacto crescente da materialização do risco de crédito sobre o sistema bancário. Segundo o FMI, a taxa de crescimento homóloga do PIB deverá situar-se em -2.5 por cento no final do ano (-4.2 por cento, em termos médios anuais).

Ainda segundo o FMI, a queda da actividade económica em 2009 é extensível a quase todas as economias da União Europeia (Gráfico 2.8). A contracção prevista para a economia portuguesa é menor do que a projectada para a média da área do euro e dos países da União Europeia. Os países da área do euro que deverão apresentar desempenhos mais desfavoráveis são a Irlanda, Finlândia, Alemanha e Itália, com quedas do PIB superiores a 5 por cento. Estas economias deverão ser mais afectadas negativamente pela contracção do comércio internacional, em virtude da maior preponderância da procura externa na sua generalidade e no caso da Irlanda pela correcção em curso no mercado da habitação. A evolução na maioria dos países da UE não pertencentes à área do euro deverá também ser mais desfavorável do que na área do euro, sendo a Polónia a excepção mais visível. Na maioria das economias emergentes europeias, em particular naquelas que apresentavam elevados défices das balanças correntes no início da crise financeira, a actividade económica caiu significativamente na primeira metade de 2009, prejudicada pela redução significativa dos fluxos de capital. No Reino Unido, a actividade económica deverá contrair 4.3 por cento em 2009. O PIB registou quedas significativas nos dois primeiros trimestres do ano, reflectindo essencialmente um comportamento muito negativo do consumo privado e da FBCF, num contexto de diminuição significativa dos preços dos activos, em particular da habitação, de incerteza quanto à evolução do rendimento no futuro, em particu-

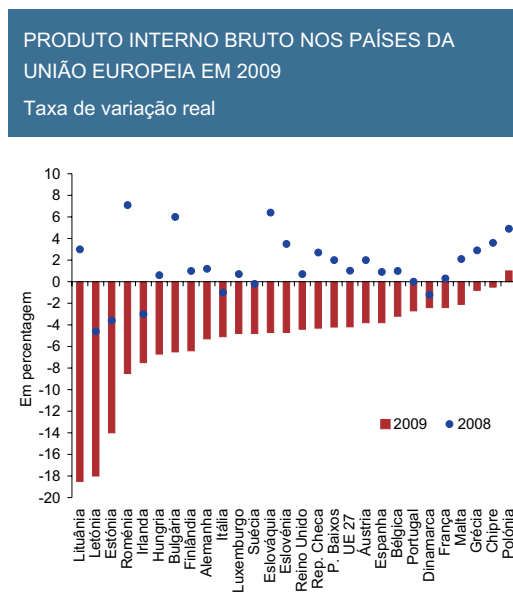
Gráfico 2.7



Fontes: Confidencial Imobiliário e Thomson Reuters.

Nota: (a) Dados de 2009 referem-se ao último trimestre disponível para cada país. Preços em Espanha e Portugal dizem respeito a todas as habitações (novas e existentes), enquanto na Irlanda, França e Holanda dizem respeito apenas às habitações existentes.

Gráfico 2.8



Fontes: FMI e Banco de Portugal.

lar dado o aumento do desemprego e a possibilidade de aumento futuro dos impostos, de condições de acesso ao crédito restritivas e ampla capacidade produtiva disponível. Estes factores continuarão a condicionar a evolução da actividade, mas as políticas de estímulo económico, a depreciação passada da libra esterlina e a inversão do ciclo de existências deverão contribuir para uma recuperação da actividade económica. O FMI estima crescimentos modestos para o PIB do Reino Unido no segundo semestre de 2009 (a taxa de crescimento homóloga do PIB deverá situar-se em -2.5 por cento no final do ano)³.

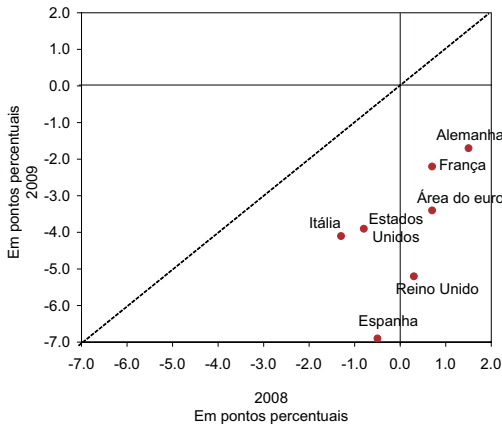
Os principais parceiros comerciais de Portugal deverão registar em 2009 uma desaceleração muito pronunciada da actividade económica, que deverá resultar numa diminuição muito significativa da procura externa dirigida à economia portuguesa. Segundo o FMI, a contracção do PIB nas quatro maiores economias da área do euro, Reino Unido e EUA deverá ter subjacente, em grande medida, a diminuição do contributo da procura interna para o crescimento do PIB, que deverá tornar-se em geral bastante negativo, em particular em Espanha e no Reino Unido (Gráfico 2.9) que são os principais mercados de exportação da economia portuguesa de bens e serviços, respectivamente. Para a queda da procura interna deverá contribuir, em particular, a contracção do investimento. A desaceleração projectada para a FBCF em 2009 nestas economias é muito significativa, prevendo-se quedas de cerca de 15 por cento em Espanha, no Reino Unido e nos EUA e de 13, 10 e 6 por cento em Itália, na Alemanha e em França, respectivamente. De igual modo, o contributo da variação de existências para o crescimento do PIB diminuiu face ao ano anterior e deverá ser negativo em todas estas economias. Também o consumo privado deverá, em geral, desacelerar em 2009. As quedas nesta componente da despesa deverão ser mais significativas no Reino Unido e em Espanha (cerca de 3 e 5 por cento, respectivamente), enquanto em Itália e EUA deverão situar-se em 1.7 e cerca de 1 por cento, respectivamente. Em França e na Alemanha, o consumo privado deverá continuar a apresentar um aumento face ao ano anterior, embora modesto. Por seu turno, a contribuição das exportações líquidas para o crescimento do PIB deverá registar uma diminuição significativa no caso da Itália e, sobretudo, da Alemanha. Neste contexto de desaceleração económica a nível global, as importações dos principais

(3) A estimativa preliminar para o PIB britânico no terceiro trimestre aponta para uma queda em cadeia de 0.4 por cento.

Gráfico 2.9

PROCURA INTERNA NOS PRINCIPAIS PARCEIROS COMERCIAIS DE PORTUGAL

Contributo para o crescimento do PIB



Fonte: FMI.

parceiros comerciais de Portugal deverão apresentar um enfraquecimento significativo (Quadro 2.2), que deverá traduzir-se numa redução da procura externa dirigida à economia portuguesa de 13.6 por cento em 2009 que compara com um aumento de 0.4 por cento no ano anterior (ver “Secção 5 Despesa”).

Num contexto de grande fraqueza da actividade económica e de uma crescente capacidade produtiva disponível, a par dos níveis dos preços das matérias-primas significativamente inferiores aos observados no ano passado, as taxas de inflação a nível mundial registaram uma redução marcada ao longo deste ano. Para 2009, o FMI estima uma diminuição da taxa de inflação nas economias avançadas de 3.4 para 0.1 por cento e nas economias emergentes e em desenvolvimento de 9.3 para 5.5 por cento (Quadro 2.1). De salientar que, nos últimos meses, em várias das principais economias avançadas, os preços no consumidor têm apresentado quedas face ao período homólogo, reflectindo, em grande medida, efeitos de base relacionados com os picos atingidos pelos preços das matérias-pr-

Quadro 2.2

IMPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS DE ALGUNS DOS PRINCIPAIS MERCADOS DE DESTINO DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS

Taxa de variação real

	Pesos 2008			2008 ^(a)				2009 ^(a)		
	2006	2007	2008	I	II	III	IV	I	II	
Espanha	27.2	10.2	8.0	-4.9	3.1	-1.3	-7.6	-13.5	-22.9	-22.3
Alemanha	12.9	12.2	5.0	3.9	5.4	4.2	5.3	0.8	-7.6	-11.0
França	11.7	5.9	5.4	0.6	4.5	1.2	-0.3	-3.0	-10.0	-10.7
Reino Unido ^(b)	5.5	6.8	3.8	-1.9	3.8	3.5	-2.2	-8.0	-14.1	-15.0
EUA	3.5	6.1	2.0	-3.2	-0.8	-1.9	-3.3	-6.8	-16.2	-18.5
Itália	3.8	6.2	3.3	-4.5	-2.1	-2.6	-4.4	-8.9	-16.8	-18.1

Fontes: Eurostat, Thomson Reuters e UK-ONS.

Notas: (a) Taxa de variação homóloga; (b) Exclui os efeitos da fraude do IVA, de acordo com estimativas do Instituto de Estatística do Reino Unido.

imas em meados de 2008 (Gráfico 2.10). No entanto, o nível de inflação subjacente nessas economias, apesar de se ter reduzido, tem-se mantido relativamente sustentado e as expectativas de inflação permanecem em termos gerais ancoradas em níveis consistentes com a estabilidade de preços.

O sentimento nos mercados financeiros deteriorou-se significativamente nos primeiros meses de 2009 e melhorou genericamente desde meados de Março. Nos primeiros meses de 2009, e na sequência dos eventos ocorridos no último trimestre de 2008, as perturbações nos mercados financeiros continuaram a intensificar-se significativamente. O forte enfraquecimento da actividade económica a nível mundial contribuiu para um novo aumento da incerteza e da aversão ao risco e, em consequência, para quebras acentuadas nos preços dos activos. Esta situação traduziu-se num grau de confiança muito baixo dos agentes económicos e acentuou as perdas do sistema financeiro. No início de 2009, continuou assim a acentuar-se a interacção de impactos negativos entre a actividade económica e os mercados financeiros, agravando substancialmente as perspectivas económicas e financeiras a nível global. Na segunda metade de Março de 2009, verificou-se alguma reversão dos movimentos desfavoráveis nos mercados financeiros, na sequência da divulgação de resultados por parte de instituições financeiras que foram considerados melhores do que o esperado e do anúncio de novas medidas de apoio à economia. Posteriormente, observou-se em geral uma diminuição da incerteza e da aversão ao risco por parte dos investidores resultante, em grande medida, da melhoria do sentimento de mercado, no contexto de uma revisão em alta das perspectivas de crescimento para a economia mundial. Adicionalmente, também não deve ser excluída a possibilidade de a reanimação da procura de activos com risco estar a ser estimulada pela situação de abundante liquidez nos mercados financeiros, no contexto das políticas monetárias acomodaticias.

Os mercados accionistas nas principais economias avançadas registaram novas quedas significativas nos primeiros meses do ano, com especial intensidade no sector financeiro, e a incerteza no mercado bolsista, medida pela volatilidade implícita, permaneceu bastante elevada (Gráfico 2.11). Desde meados de Março, os preços nos mercados accionistas apresentaram uma tendência de aumento, mantendo-se todavia no final de Outubro ainda num nível inferior ao observado no período anterior à falência do banco de investimento *Lehman Brothers* em meados de Setembro de 2008 (cerca de 10 por cento, na área do euro e nos EUA). Também as volatilidades diminuíram consideravelmente des-

Gráfico 2.10

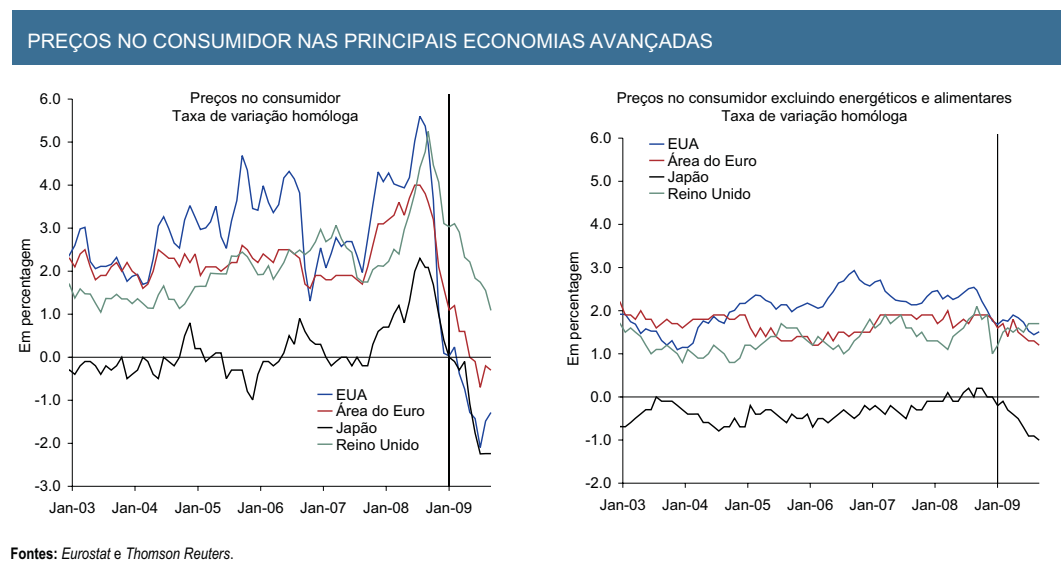
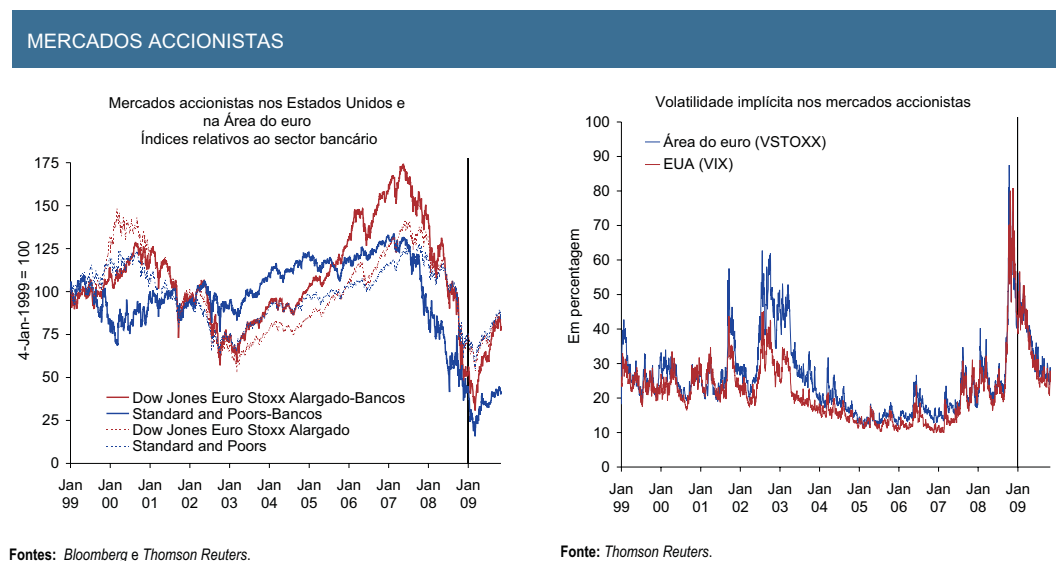


Gráfico 2.11



de Março de 2009, atingindo níveis que já não eram registados desde o Verão de 2008. Entre o final de 2008 e o final de Outubro de 2009, os ganhos nos mercados accionistas aproximaram-se de 20 por cento na área do euro e nos EUA (Quadro 2.3). No caso dos bancos, os preços das acções também aumentaram significativamente desde Março de 2009, situando-se no final de Outubro cerca de 14 e 27 por cento abaixo do observado no período imediatamente anterior à falência do banco de investimento *Lehman Brothers*, na área do euro e nos EUA respectivamente.

Nos mercados de dívida privada, o risco de crédito continuou elevado nos primeiros meses do ano, mantendo-se os spreads dos CDS e os diferenciais de rentabilidade da dívida privada face à dívida pública em níveis elevados e tendo-se registado novos aumentos no caso do sector financeiro (Gráficos 2.12 e 2.13). Desde Março, os prémios sobre CDS para o sector privado e os *spreads* das obrigações empresariais diminuíram significativamente, inclusive para as obrigações com menor notação de investimento e com notação de especulação. Os *spreads* das obrigações empresariais reverteram os aumentos registados após a falência do banco de investimento *Lehman Brothers* em meados de Setembro de 2008, mas mantêm-se em níveis elevados em certas categorias quando comparados com os níveis prevalecentes no período anterior ao início da crise financeira em Julho de 2007.

As taxas de rentabilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo, embora registando algumas oscilações, aumentaram ligeiramente entre o final de 2008 e o final de Março de 2009, quer na área do euro quer nos Estados Unidos e no Reino Unido (Gráfico 2.14). Este movimento ocorreu depois das quedas acentuadas observadas nos últimos meses de 2008, em virtude do acréscimo de procura de instrumentos financeiros mais líquidos e com menor risco de crédito. Entre o final de Março e o final de Outubro, as taxas de rentabilidade das obrigações de dívida pública a longo prazo aumentaram novamente nos EUA e no Reino Unido, enquanto na área do euro diminuíram ligeiramente para níveis próximos dos registados no final de 2008. As taxas de rentabilidade das obrigações de dívida pública a longo prazo parecem, em geral, incorporar uma avaliação mais cautelosa das perspectivas de crescimento do que a reflectida na evolução do preço das acções, podendo também ter sido afectadas pela forte procura de títulos de dívida pública por parte do sector bancário e dos investidores internacionais, a nível mundial, apesar da forte actividade de emissão.

No contexto da apresentação de planos governamentais para fazer face à crise financeira e económica no último trimestre de 2008, que apontaram para uma deterioração da situação das finanças públi-

Quadro 2.3

MERCADOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS

Dados diários

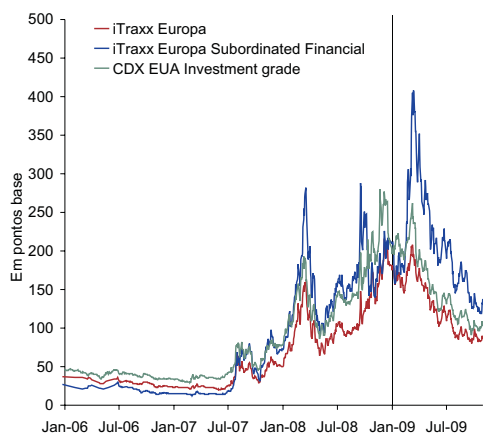
	Médias		Final de período		Variação face ao período anterior ao início da crise financeira (em percentagem ou pontos base) ^(b)		Variação face ao período anterior à falência da Lehman Brothers (em percentagem ou pontos base) ^(c)	
	2008	2009 ^(a)	2008	2009 ^(a)	2008	2009 ^(a)	2008	2009 ^(a)
Índices bolsistas (variação em percentagem)								
<i>Dow Jones Euro Stoxx</i>	-25	-27	-46	15	-49	-41	-25	-14
<i>Bancos</i>	-37	-39	-64	48	-68	-53	-44	-17
<i>S&P 500</i>	-17	-25	-38	15	-41	-33	-24	-13
<i>Bancos</i>	-45	-48	-50	-10	-64	-67	-22	-30
<i>Nikkei 225</i>	-29	-24	-42	13	-51	-44	-27	-18
<i>FTSE 100</i>	-16	-17	-31	14	-33	-24	-15	-3
<i>MSCI - economias de mercado emergentes</i> ^(d)	-11	-17	-47	48	-44	-17	-44	12
Taxas de juro a 10 anos - dívida pública (percentagem)								
Área do euro	4.4	4.1	3.8	3.8	-71	-79	-60	-68
Estados Unidos	3.6	3.2	2.2	3.4	-274	-157	-117	0
Japão	1.5	1.4	1.2	1.4	-69	-45	-36	-12
Reino Unido	4.5	3.6	3.0	3.6	-230	-170	-144	-84
Diferenciais entre as taxas de rendibilidade de obrigações de dívida privada e as de obrigações de dívida pública (pontos base)								
Área do euro								
AA	148	122	196	46	156	6	48	-102
Empresas não financeiras	71	73	104	52	79	27	37	-15
Empresas financeiras	161	135	217	44	175	2	56	-118
BBB	277	418	573	208	501	136	323	-42
Empresas não financeiras	239	266	455	119	387	51	242	-94
Empresas financeiras	635	293	1369	625	1259	514	749	5
Bancos	212	293	399	133	354	88	188	-78
Estados Unidos								
AA	302	293	420	161	344	85	101	-158
Empresas não financeiras	212	205	299	141	230	72	91	-67
Empresas financeiras	320	331	458	164	381	87	117	-178
BBB	443	557	802	344	669	211	392	-66
Empresas não financeiras	413	480	735	299	605	169	355	-81
Empresas financeiras	744	1173	1450	619	1273	442	734	-97
Bancos	438	534	656	294	562	200	180	-182
<i>Spreads de dívida de mercados emergentes</i>								
EMBI+	383	486	690	323	508	141	310	-57
Taxas de câmbio efectivas nominais (variação em percentagem)								
Euro	4.8	0.4	2.7	0.8	6.8	7.7	4.2	5.0
Dólar norte-americano	-3.5	7.0	8.6	-4.8	5.0	0.0	6.6	1.5
Iene japonês	11.5	14.4	30.7	-4.1	38.1	32.5	21.4	16.5
Libra esterlina	-12.6	-11.2	-23.4	7.9	-28.8	-23.1	-15.7	-9.1
<i>Por memória:</i>								
Taxa de câmbio EUR/USD ^(e)	7.3	-6.2	-5.5	5.3	0.7	6.1	-1.7	3.6

Fontes: BCE, Banco de Pagamentos Internacionais, Bloomberg, JPMorgan e Reserva.

Notas: (a) Dados até 30 de Outubro. (b) Variações face ao dia 23 de Julho de 2007. (c) Variações face ao dia 15 de Setembro de 2008. (d) 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. (e) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação do euro.

Gráfico 2.12

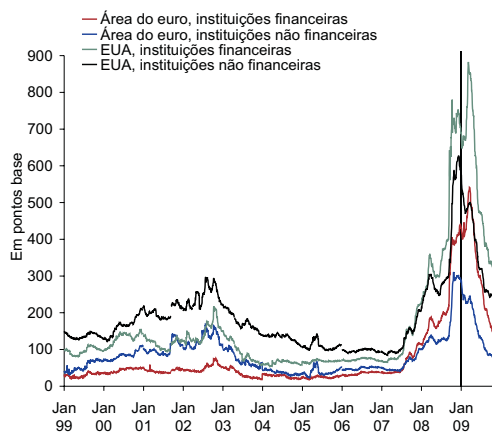
CREDIT DEFAULT SWAP SPREADS



Fonte: Markit.

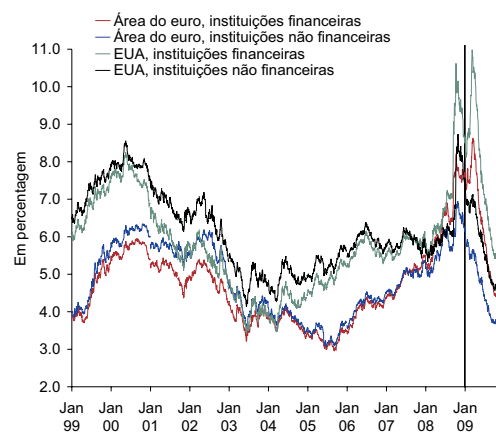
Gráfico 2.13

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



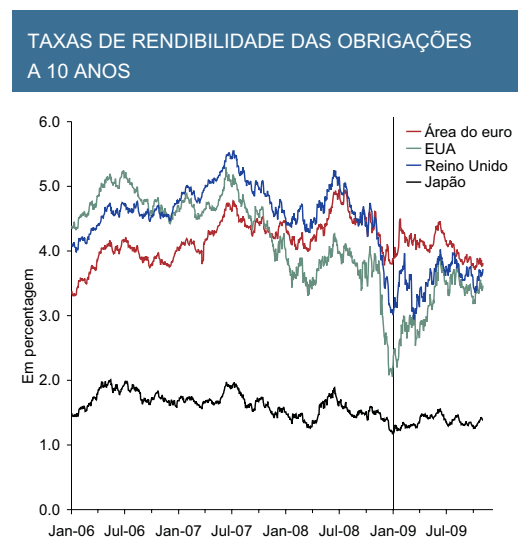
Fontes: Thomson Reuters e Banco de Portugal.

TAXAS DE RENDIBILIDADE DE OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PRIVADA



Fonte: Thomson Reuters.

Gráfico 2.14



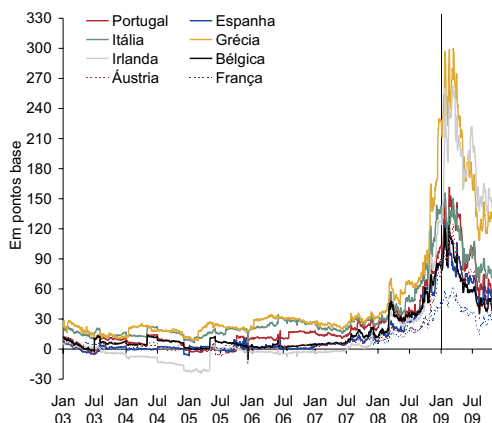
Fontes: BCE e Bloomberg.

cas, os diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a longo prazo de alguns países da área do euro face à Alemanha aumentaram consideravelmente (Gráfico 2.15). Nos primeiros meses de 2009, esses diferenciais mantiveram-se bastante elevados ou aumentaram, no contexto de uma nova deterioração das perspectivas de crescimento económico, de uma revisão em baixa das notações de “rating” de alguns países da área do euro e de perturbações nas economias da Europa de Leste, as quais aumentaram os receios de efeitos de contágio aos bancos e economias da Europa Ocidental mais expostos àquela região. Posteriormente, os diferenciais das taxas da dívida pública reduziram-se, reflectindo em geral a correcção nos mercados financeiros internacionais dos níveis exacerbados de aversão ao risco observados nos meses anteriores. Esta evolução traduziu um aumento da taxa de juro da dívida pública na Alemanha e, em particular, uma diminuição nos outros países da área do euro. No final de Outubro, os diferenciais das taxas da dívida pública face à Alemanha situavam-se acima de 100 p.b. na Grécia e na Irlanda, em cerca de 70 p.b. em Itália, em torno de 50 p.b. em Portugal e Espanha, enquanto nos restantes países variavam entre cerca de 30 p.b. em França e quase 40 p.b. na Bélgica.

Os mercados de capitais das economias de mercado emergentes apresentaram uma evolução basicamente semelhante aos das economias avançadas. Nos primeiros meses do ano, os preços das acções nessas economias apresentaram quedas significativas e os diferenciais das taxas de juro de dívida pública destes países face às das obrigações do Tesouro norte-americano mantiveram-se em níveis elevados, apesar de alguma correcção face ao pico atingido no final de 2008 (Gráfico 2.16). Posteriormente, os preços das acções recuperaram e, no final de Outubro, registaram um aumento de cerca de 50 por cento face ao final de 2008 (e de 13 por cento face ao observado no período anterior à falência do banco de investimento *Lehman Brothers* em meados de Setembro de 2008). Em paralelo, os diferenciais das taxas de juro de dívida pública destes países face às das obrigações do Tesouro norte-americano diminuíram significativamente, encontrando-se no final de Outubro num nível abaixo da sua média de longo prazo e do observado no período anterior à falência do banco de investimento *Lehman Brothers* em meados de Setembro de 2008, mas acima do registado no período anterior ao início da crise financeira em Julho de 2007.

Gráfico 2.15

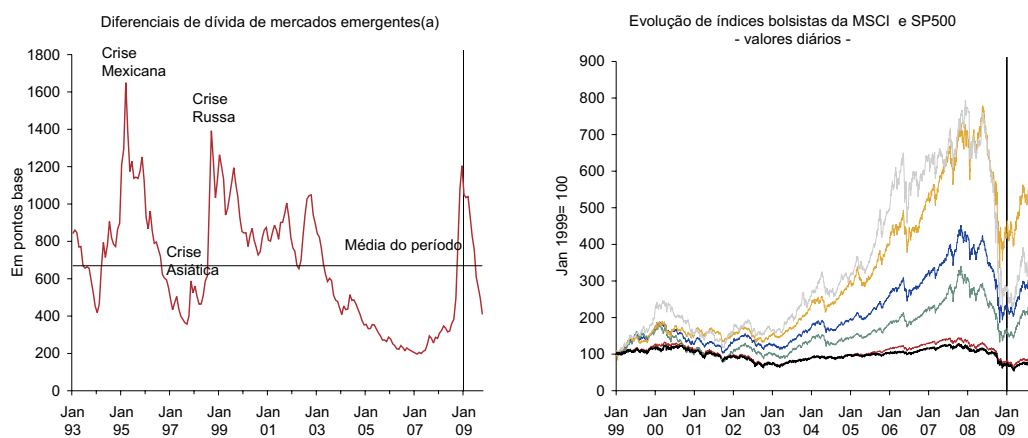
DIFERENCIAIS FACE À ALEMANHA DAS TAXAS DE RENDIBILIDADE DE DÍVIDA PÚBLICA A 10 ANOS NOS PAÍSES DA ÁREA DO EURO



Fontes: Bloomberg, Thomson Reuters e Banco de Portugal.

Gráfico 2.16

MERCADOS FINANCEIROS NAS ECONOMIAS EMERGENTES



Fonte: JP Morgan.

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

Fontes: Bloomberg e Thomson Reuters.

Nos mercados monetários, os diferenciais entre as taxas de juro das operações não colateralizadas e colateralizadas permaneceram relativamente inalterados nos primeiros meses do ano, mas em níveis superiores aos observados antes da intensificação da turbulência financeira em Setembro de 2008 (Gráfico 2.17). Posteriormente, as condições nos mercados monetários continuaram a melhorar até Setembro nas principais economias avançadas, com uma diminuição dos *spreads* entre as taxas colateralizadas e não colateralizadas. No final de Outubro, na área do euro, estes *spreads* situavam-se ainda acima dos níveis observados antes do início da crise financeira em Agosto de 2007, com excepção

dos *spreads* das taxas a 1 mês. Por outro lado, nos EUA e no Reino Unido, os *spreads* a 3 meses eram aproximadamente nulos.

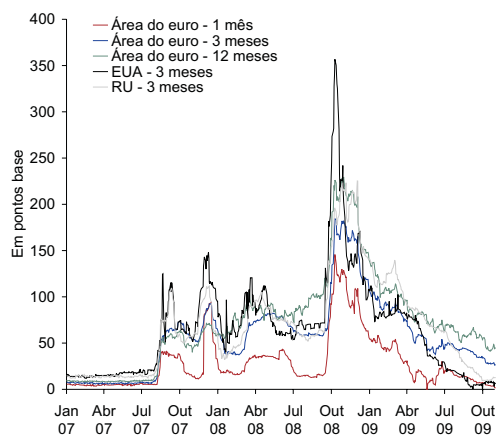
Nos mercados cambiais, registaram-se algumas oscilações, em particular no início do ano com a intensificação da crise financeira. Em termos bilaterais, o euro tendeu a enfraquecer face ao dólar no início do ano, num contexto de maior incerteza (Gráfico 2.18). Posteriormente, o euro fortaleceu-se face ao dólar, reflectindo a atenuação das tensões nos mercados financeiros e a diminuição da aversão ao risco a partir de Março, preocupações relativamente às perspectivas orçamentais dos Estados Unidos desde o final de Maio e a publicação mais recentemente de dados que apontam para uma melhoria das perspectivas económicas para a área do euro. Ao longo de 2009, a evolução da taxa de câmbio do euro face ao iene reflectiu, em certa medida, a evolução da taxa de câmbio do euro face ao dólar, registando no final de Outubro uma apreciação face ao final de 2008. A evolução do euro face à libra esterlina apresentou algumas oscilações e, no final de Outubro, o euro apresentava uma depreciação face à moeda britânica quando comparado com o final de 2008. Neste contexto, a taxa de câmbio efectiva nominal do euro apresentou também algumas oscilações, aproximando-se no final de Outubro de 2009 dos níveis máximos registados em meados e no final de 2008 (Gráfico 2.19). No mesmo período, o dólar e o iene depreciaram em termos nominais efectivos cerca de 5 e 4 por cento, respectivamente, enquanto a libra apreciou cerca de 8 por cento. O renminbi tem acompanhado a evolução do dólar e apresentava no final de Outubro uma depreciação em termos nominais efectivos de cerca de 4 por cento face ao final de 2008.

Num contexto de manutenção de tensões elevadas nos mercados financeiros, em particular no início do ano, de significativa fraqueza económica e taxas de inflação muito reduzidas, as autoridades nacionais das principais economias mundiais continuaram a adoptar em 2009, à semelhança do ocorrido no ano anterior, um conjunto de medidas de estabilização do sector financeiro e intensificaram as medidas de estímulo à actividade económica, quer de política monetária quer de política orçamental.

As taxas de juro oficiais nas principais economias avançadas reduziram-se ainda mais ou mantiveram-se em níveis historicamente muito baixos em 2009, depois da diminuição a um ritmo e magnitude sem precedentes já verificada em 2008. Algumas autoridades monetárias, nomeadamente na área do euro e no Reino Unido, com algum espaço de manobra para reduções adicionais das taxas de juro ofi-

Gráfico 2.17

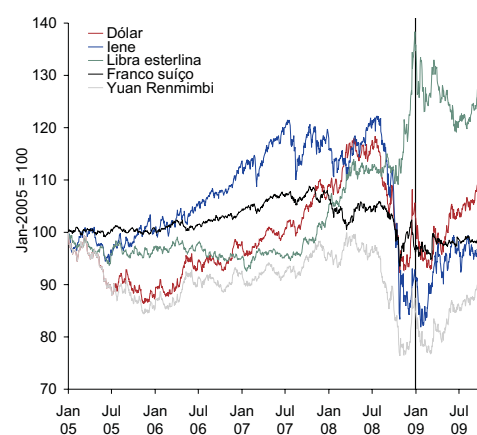
DIFERENCIAIS ENTRE TAXAS DE JURO NÃO COLATERALIZADAS E COLATERALIZADAS



Fonte: Thomson Reuters.

Gráfico 2.18

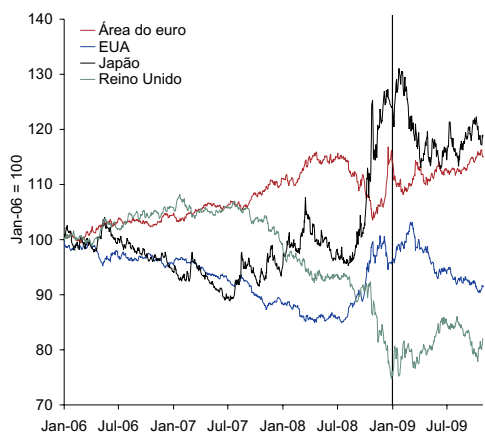
TAXAS DE CÂMBIO DO EURO



Fonte: BCE.

Gráfico 2.19

TAXAS DE CÂMBIO EFECTIVAS NOMINAIS



Fontes: BCE, Banco de Pagamentos Internacionais e Reserva Federal.

ciais, prosseguiram esse processo em 2009. As taxas de juro oficiais atingiram 0.5 por cento no Reino Unido e 1.0 por cento na área do euro, enquanto nos EUA ficaram entre zero e 0.25 por cento (Gráfico 2.20).

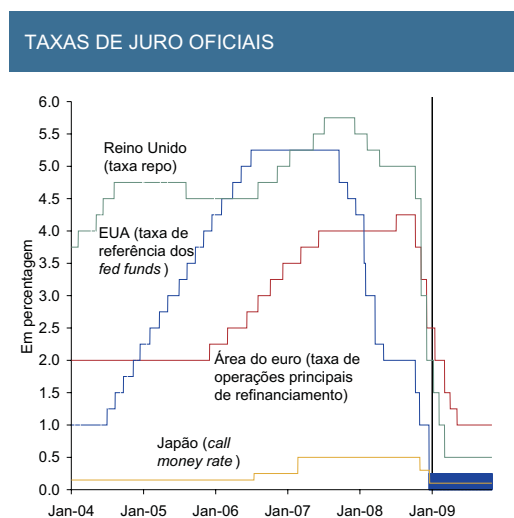
Neste contexto de taxas de juros baixas, vários bancos centrais adoptaram medidas de política monetária não convencionais em 2009, que acrescem a outras medidas já anteriormente decididas em 2008. O Conselho do BCE decidiu implementar um conjunto diverso de medidas de gestão de liquidez que se relacionaram nomeadamente com a quantidade de liquidez injectada, a maturidade das operações, o colateral e as contrapartes elegíveis. São de destacar a manutenção do procedimento de leilão de taxa fixa com colocação total para todas as operações de refinanciamento enquanto for necessário, a condução de operações de cedência de liquidez com um prazo de 12 meses, a aquisição de *covered bonds* (obrigações hipotecárias e obrigações sobre o sector público) e a consideração do Banco Europeu de Investimento como contraparte elegível nas operações de política monetária. Também a Reserva Federal continuou a facilitar o financiamento às instituições financeiras e mercados através de um conjunto de facilidades de crédito e liquidez, sendo de referir o lançamento de um programa que pretendia apoiar os mercados de titularização, providenciando financiamento aos investidores para compra de certos títulos com garantia de activos de elevado *rating*⁴ e a decisão de comprar montantes significativos de créditos hipotecários e de dívida das agências especializadas em crédito hipotecário, bem como de títulos do Tesouro a longo prazo⁵. Finalmente, é de salientar que o Banco de Inglaterra estabeleceu também, em Março, um programa de compra no mercado secundário de títulos de dívida pública e privada (que inclui papel comercial e obrigações de empresas), cujo montante foi posteriormente aumentado sucessivamente⁶. Estas medidas deverão, em geral, ter contribuído, por um lado, para promover o decréscimo em curso das taxas de juro do mercado monetário e encorajar os bancos a expandirem o crédito a clientes e, por outro lado, para reduzir as taxas de rendibilidade dos títulos de dívida pública a longo prazo nestas economias e melhorar a liquidez

(4) O programa foi lançado em Março de 2009 e designado por *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF). Em Maio, a Reserva Federal anunciou o alargamento do colateral elegível nesse programa.

(5) No dia 18 de Março de 2009, a Reserva Federal anunciou que compraria: (i) 300 mil milhões de dólares de dívida pública de longo prazo durante os seis meses subsequentes, (ii) mais 750 mil milhões de dólares de créditos hipotecários das agências (totalizando 1.25 biliões de dólares) e (iii) mais 100 mil milhões de dólares de dívida das agências (totalizando 200 mil milhões de dólares).

(6) O programa foi anunciado a 5 de Março de 2009 e designado por "*Asset Purchase Facility*" e foi aumentado em Maio e Agosto de 2009.

Gráfico 2.20



Fonte: Bloomberg.

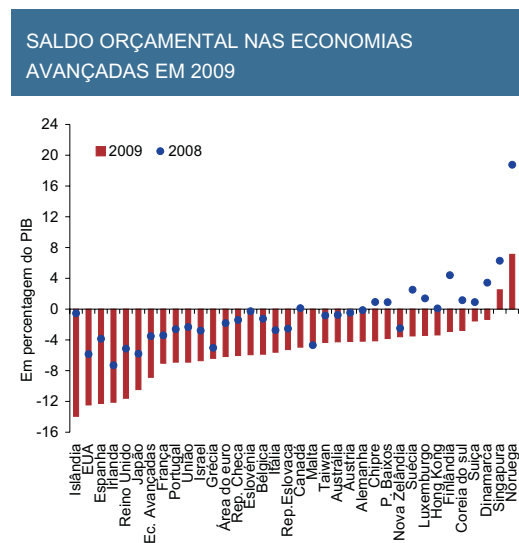
Nota: ■ Desde Dezembro de 2008 o objectivo para a taxa de juro dos *Federal Funds*, nos EUA, situa-se entre 0.0 e 0.25 por cento.

em segmentos importantes do mercado de títulos de dívida do sector privado, tornando assim menos restritivas as condições de financiamento para os bancos e as empresas. Adicionalmente, foi também lançado por parte dos governos e das autoridades de supervisão um conjunto diverso de medidas de estabilização do sector financeiro, incluindo medidas de facilitação de liquidez, concessão de garantias e injeção de capital, tendo-se também promovido a realização de “testes de *stress*” ao sistema bancário.

Ao nível da política orçamental, vários governos anunciaram em 2008 e 2009 programas de estímulo à actividade económica com vista a limitar o impacto da actual crise sobre a economia real, para além do habitual funcionamento dos estabilizadores automáticos. As medidas adoptadas pelos diferentes países a nível mundial são diversas, envolvendo quer medidas sobre a receita, quer sobre a despesa pública. Nalguns casos, as medidas concentram-se essencialmente em 2009, enquanto noutros se estendem pelos anos seguintes. O FMI estima que o conjunto de medidas orçamentais de carácter discricionário implementadas em 2009, no caso dos países do G20, ascenda a cerca de 2 por cento do PIB em 2009, destacando-se em particular, pela sua maior dimensão, os planos de estímulo nas economias asiáticas, no Médio Oriente e nos EUA. As medidas que mais rapidamente foram implementadas, como a redução de impostos ou transferências públicas, são normalmente aquelas que produzem efeitos mais pequenos sobre a actividade económica, enquanto as medidas sobre o consumo ou investimento público demoram usualmente mais tempo a implementar e deverão resultar num impacto superior sobre o crescimento económico. Neste contexto, o FMI estima que o impacto dessas medidas discricionárias sobre o PIB das economias do G20 deverá ascender a cerca de 1 por cento em 2009. O efeito total dos estabilizadores automáticos e das medidas discricionárias de política orçamental deverá implicar uma significativa deterioração dos saldos orçamentais e um aumento da dívida pública em 2009 (Gráfico 2.21).

A evolução da conjuntura económica internacional mantém-se sujeita a uma elevada incerteza. Segundo o FMI, continuam a predominar riscos descendentes para as perspectivas económicas mundiais, embora se tenham atenuado. Os riscos descendentes estão essencialmente relacionados com a sustentação da recuperação da procura privada nas economias avançadas que permanece sujeita a vários constrangimentos, nomeadamente o nível elevado do desemprego e a necessidade de aumentar a poupança privada. Neste contexto, as iniciativas de política poderão encontrar dificuldades

Gráfico 2.21



Fonte: FMI.

em manter o estímulo económico no curto e médio prazo, dada a necessidade de estabelecer um equilíbrio adequado com a sustentabilidade da dívida pública a mais longo prazo. Adicionalmente, a materialização do risco de crédito poderá suscitar novos efeitos de repercussão entre o sector financeiro e a actividade económica. Por seu turno, existem também alguns riscos ascendentes, dado que as medidas de política económica implementadas em todo o mundo poderão fortalecer a confiança dos agentes económicos e contribuir para um restabelecimento da procura privada mais forte do que o esperado, conduzindo a uma recuperação económica mais sustentada.

Neste contexto, a condução das políticas económicas deverá ser feita de forma consistente e atempada. Ao nível da política monetária, as autoridades deverão continuar a monitorizar atentamente a evolução da situação económica e dos mercados financeiros, no sentido de avaliar a necessidade de continuação das medidas de estímulo tendo em conta as perspectivas para a estabilidade de preços. No contexto de uma consolidação da recuperação económica, o aumento das pressões inflacionistas deverá ser cuidadosamente escrutinado, em particular tendo em conta que o crescimento potencial da economia poderá ter-se reduzido recentemente. No caso das políticas orçamentais, o impacto destas medidas, pela sua própria natureza, não é imediato e permanece sujeito a uma significativa incerteza. No caso mais favorável, em que a recuperação da actividade seja mais pronunciada, é de prever uma menor dificuldade no início do necessário processo de consolidação das contas públicas em muitas economias. Por outro lado, existem riscos do estímulo económico não ser suficiente para garantir uma recuperação económica sustentada. Nesse contexto, poderá ocorrer a necessidade de adoptar novas medidas de estímulo ou adiar os processos de consolidação nalgumas economias. No entanto, a eficácia destas medidas poderá ser limitada se conduzirem a preocupações relativas à sustentabilidade das finanças públicas, o que aumentará o custo da dívida pública a longo prazo e poderá reduzir os efeitos de política no crescimento económico. A profundidade da recessão económica e a recuperação ainda incipiente continuarão a pesar significativamente nas perdas do sector bancário, nomeadamente na carteira de créditos concedidos, dadas a persistência de difíceis condições financeiras para algumas empresas e famílias, o aumento do desemprego e a continuação do processo de ajustamento nos mercados imobiliários nalgumas economias. Neste contexto, alguns bancos poderão ter necessidade de recorrer a operações de recapitalização, num quadro de reforma do sistema financeiro e no sentido de evitar riscos acrescidos no futuro.

3. POLÍTICAS MACROECONÓMICAS

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

Política monetária do BCE

Nos primeiros meses de 2009, até Maio, o BCE continuou o processo de redução das taxas de juro directoras do BCE. Depois de uma redução de 175 pontos base (de 4.25 para 2.5 por cento) entre 8 de Outubro e o final de 2008, a taxa de juro das operações principais de refinanciamento diminuiu adicionalmente 150 pontos base até 7 de Maio deste ano, fixando-se em 1.0 por cento (Quadro 3.1.1). A redução total da taxa de juro das operações principais de refinanciamento do Eurosistema neste período de sete meses ascendeu assim a 325 pontos base. Estas decisões foram tomadas num contexto de diminuição das pressões inflacionistas, reflectindo o enfraquecimento progressivo do enquadramento económico, em grande medida determinado pelos efeitos da interacção da crise financeira com a actividade económica, e com base em perspectivas de que taxa de inflação permaneceria em linha com o objectivo de estabilidade de preços no horizonte de médio prazo relevante para a política monetária. A partir de Março, as decisões foram tomadas num contexto em que o Conselho tinha a expectativa de que a taxa de inflação se deveria situar claramente abaixo de 2 por cento em 2009 e 2010, reflectindo a anterior queda dos preços das matérias-primas e as reduzidas pressões sobre os custos dado o profundo abrandamento da actividade económica na área do euro e a nível mundial. As taxas de juro das facilidades permanentes de cedência de liquidez e de depósito acompanharam o movimento da taxa de juro das operações principais de refinanciamento até Maio de 2009, tendo-se mantido o respectivo corredor simétrico e constante em 200 pontos base. Na reunião de Maio do Conselho do BCE, o corredor para as facilidades permanentes continuou a ser definido de forma simétrica, mas foi reduzido de 200 para 150 pontos base.

Nas reuniões de Junho e posteriores, o Conselho do BCE manteve a taxa de juro das operações principais de refinanciamento em 1.0 por cento. Esta decisão teve em conta as decisões tomadas anteriormente, incluindo as medidas de apoio ao crédito e a informação e análises entretanto disponibilizados. Apesar de ter sido reiterada a expectativa de que a evolução dos preços no horizon-

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
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
4 Dez. 2008	2.00	2.50	3.00
15 Jan. 2009	1.00	2.00	3.00
5 Mar. 2009	0.50	1.50	2.50
2 Abr. 2009	0.25	1.25	2.00
7 Mai. 2009	0.25	1.00	1.75

Fonte: Banco Central Europeu.

te relevante em termos de política monetária continuaria a ser atenuada pela manutenção de uma situação de fraqueza na actividade económica na área do euro e a nível mundial, as indicações entretanto disponibilizadas para a área do euro sugeriam que a contracção significativa observada no final de 2008 e início de 2009 tinha chegado ao fim e a actividade económica deveria passar a registar decréscimos de magnitude inferior, a que se seguiria uma fase de estabilização e uma recuperação muito gradual. Neste contexto, o Conselho do BCE esperava que o episódio de taxas de inflação extremamente baixas ou negativas fosse de curta duração e que a estabilidade de preços seria preservada no médio prazo. Os indicadores disponíveis das expectativas de inflação a médio e a mais longo prazo continuaram firmemente ancorados em conformidade com o objectivo do Conselho do BCE de manter as taxas de inflação abaixo, mas próximo, de 2 por cento no médio prazo.

Para além da redução das taxas de juro, e na sequência de outras medidas implementadas desde o início da crise financeira⁷, o Conselho do BCE decidiu ao longo de 2009 um conjunto diverso de medidas de gestão de liquidez, a fim de promover o decréscimo das taxas a prazo do mercado monetário, encorajar os bancos a expandirem o crédito a clientes, ajudar a melhorar a liquidez do mercado em segmentos relevantes do mercado de títulos de dívida do sector privado e tornar as condições de financiamento menos restritivas para os bancos e para as empresas. Essas medidas de gestão de liquidez relacionaram-se nomeadamente com a forma de cedência de liquidez, a maturidade das operações, o colateral e as contrapartes elegíveis. Em 5 de Março, o Conselho do BCE decidiu manter o procedimento de leilão de taxa fixa com colocação total para todas as operações principais de refinanciamento, operações de refinanciamento de prazo especial e operações de refinanciamento de prazo alargado suplementares e regulares enquanto fosse necessário, e em qualquer caso para além do final de 2009⁸. Em 7 de Maio de 2009, o Conselho do BCE decidiu prosseguir a sua abordagem de maior apoio ao crédito e, tendo em vista o reforço da posição de liquidez dos bancos por um período alargado sob condições muito favoráveis, foi decidido que o Eurosistema conduziria operações de refinanciamento de prazo alargado de cedência de liquidez com um prazo de 12 meses, as quais deveriam ser realizadas através de procedimentos de leilão de taxa fixa com colocação total. Foram entretanto realizadas duas operações de refinanciamento de prazo alargado, com um prazo de 12 meses, em 24 de Junho e 30 de Setembro, que foram conduzidas a uma taxa fixa de 1 por cento⁹. Ainda em Maio, o Conselho do BCE decidiu que, em princípio, o Eurosistema procederia à aquisição de *covered bonds* (obrigações hipotecárias e obrigações sobre o sector público) denominadas em euros e emitidas na área do euro¹⁰ e que o Banco Europeu de Investimento passaria a ser uma contraparte elegível nas operações de política monetária do Eurosistema, nas mesmas condições que qualquer outra contraparte.

Ao longo de 2009, as taxas de juro a curto e longo prazo dos empréstimos às empresas não-financeiras e famílias registaram uma tendência de diminuição, no contexto da redução das taxas de juro oficiais e dos *spreads* das taxas de juro no mercado monetário. No entanto, verificou-se um aumento dos diferenciais das taxas de curto prazo relativamente às taxas de juro de mercado de referência, em particular no caso das famílias (Gráfico 3.1.1). A transmissão das diminuições nas taxas de mercado

(7) Ver "Caixa 1.2 Actuação de carácter operacional do Eurosistema, Reserva Federal e Banco de Inglaterra no contexto da crise financeira" e "Caixa 1.3 Medidas governamentais de apoio ao sector financeiro e estabilização dos mercados financeiros" do "Capítulo 1 Enquadramento internacional, do Relatório Anual 2008" e "Caixa 2 Actuação das autoridades no contexto da crise financeira: medidas de gestão de liquidez e de intervenção nos sistemas financeiros" do texto "A Economia portuguesa em 2008", Banco de Portugal, *Boletim Económico-Outono*.

(8) Também na reunião de Março, o Conselho do BCE decidiu ainda manter a frequência e perfil, estabelecidos até àquela data, dos prazos das operações de refinanciamento de prazo alargado suplementares e das operações de refinanciamento de prazo especial enquanto fosse necessário, e em qualquer caso para além do final de 2009.

(9) Em Maio, foi decidido que a taxa fixa aplicável à primeira destas operações seria a taxa das operações principais de refinanciamento em vigor na altura, mas que, subsequentemente, a taxa fixa poderia incluir um prémio sobre a taxa das operações principais de refinanciamento, dependendo das circunstâncias no momento. Em Setembro, o Conselho decidiu que a taxa de juro aplicável à segunda operação de refinanciamento de prazo alargado com prazo de 12 meses seria também a prevalecente para as operações principais de refinanciamento.

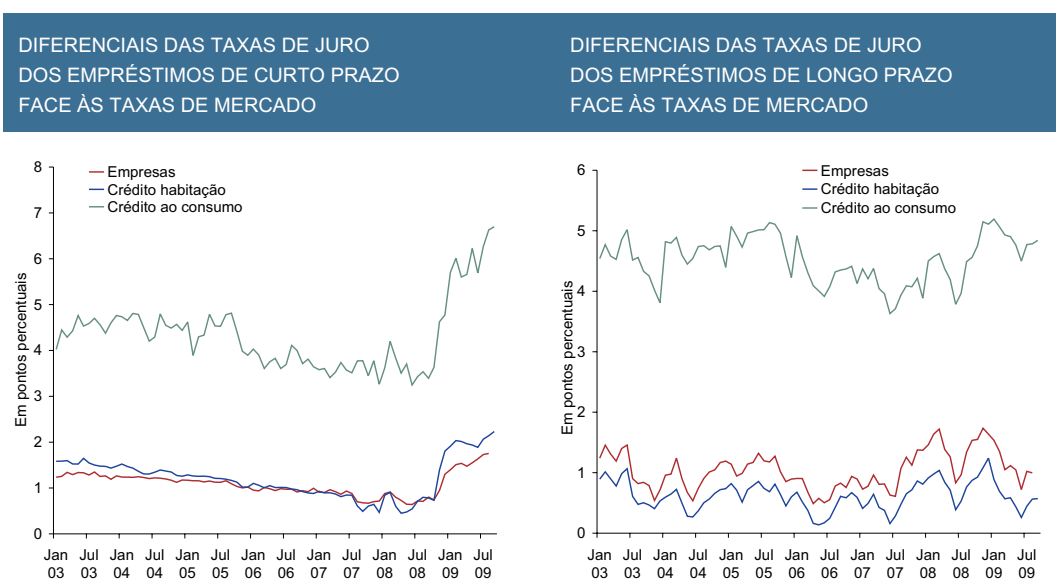
(10) As modalidades técnicas a adoptar relativamente às compras de *covered bonds* foram decididas na reunião seguinte do Conselho do BCE, em 4 Junho.

tem sido, em geral, mais lenta e menor no caso dos empréstimos às famílias (particularmente no crédito ao consumo) do que no caso das empresas não financeiras. A diminuição total acumulada de cerca de 425 p.b. nas taxas de juro do mercado monetário compara com reduções acumuladas nas taxas de juros dos empréstimos de 320 p.b no caso das empresas não-financeiras e de 280 p.b e 90 p.b no caso dos empréstimos às famílias para habitação e para consumo, respectivamente. Relativamente às taxas de juro a longo prazo, os diferenciais das taxas dos empréstimos relativamente às taxas de mercado têm-se mantido em níveis que estão em linha com o observado no passado e as diminuições das taxas de juro da dívida pública parecem ter sido completamente reflectidas nas taxas de juro dos empréstimos bancários de prazo correspondente.

Segundo o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito na área do euro, a percentagem líquida de bancos que aplicou condições de concessão de crédito mais restritivas, quer às empresas quer às famílias, continuou positiva no terceiro trimestre de 2009, embora mantendo a tendência de diminuição que se observou ao longo de 2009. As perspectivas para o quarto trimestre apontam no mesmo sentido, sendo que no caso das empresas a percentagem líquida de bancos que deverá aplicar condições de concessão de crédito mais restritivas deverá ser basicamente nula. Relativamente à procura de crédito, os bancos continuaram genericamente a reportar uma diminuição da procura, com excepção da procura de crédito dos particulares para aquisição de habitação em que se observou algum incremento no segundo e terceiro trimestres de 2009. As perspectivas para o quarto trimestre sugerem uma estabilização da procura de crédito das empresas e dos particulares para consumo e outros fins e um novo aumento do crédito para aquisição de habitação.

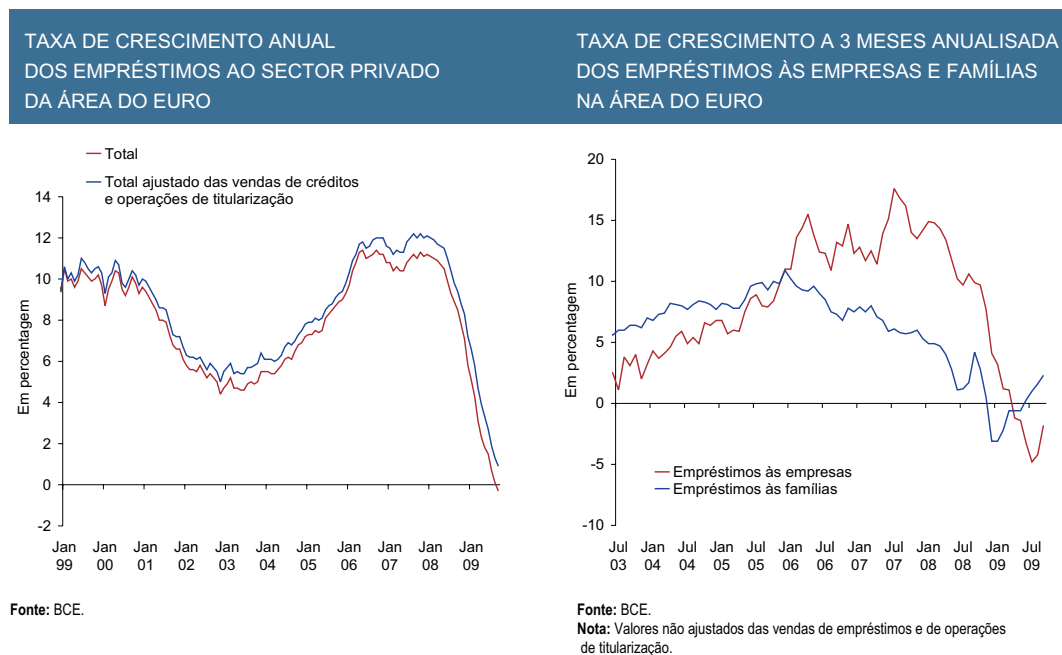
Num quadro de significativa fraqueza da actividade económica e de condições de crédito mais restritivas, não obstante a diminuição das taxas de juro, assistiu-se ao longo de 2009 a um abrandamento significativo dos empréstimos ao sector privado na área do euro, para taxas de crescimento mínimas em termos históricos (Gráfico 3.1.2). A taxa de crescimento dos empréstimos ao sector privado (ajustados das vendas de empréstimos e operações de titularização) diminuiu de 7.2 por cento em Dezembro de 2008 para 0.9 por cento em Setembro de 2009. Esta evolução reflectiu, em grande medida, a diminuição do crescimento dos empréstimos às sociedades não financeiras e, em menor grau, dos

Gráfico 3.1.1



Fonte: BCE.

Gráfico 3.1.2



empréstimos às famílias (respectivamente, de 9.5 para -0.1 por cento e de 1.7 para -0.3 por cento, entre Dezembro de 2008 e Setembro de 2009)¹¹. A evolução do crédito às sociedades não financeiras sugere alguma substituição de financiamento a curto prazo por financiamento a prazos mais longos e de empréstimos bancários por emissão de títulos. Em particular, as emissões de obrigações a longo prazo aumentaram significativamente ao longo de 2009. A desaceleração dos empréstimos às famílias reflectiu o abrandamento dos empréstimos quer para aquisição de habitação quer para consumo e outros fins. É de referir que a dinâmica de mais curto prazo dos empréstimos sugere alguns sinais de estabilização nos meses mais recentes, tendo as taxas de crescimento em média móvel de três meses interrompido a tendência de queda no caso dos empréstimos às empresas não financeiras e continuado a tendência de crescimento no caso dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação.

De um modo geral, desde a intensificação da crise financeira em Setembro de 2008, o Conselho do BCE tomou um conjunto de medidas de natureza e âmbito sem precedentes. Neste quadro, registou-se um decréscimo claro de importantes taxas de juro dos mercados monetários, habitualmente utilizadas pelos bancos da área do euro como referenciais na fixação dos empréstimos com taxa variável e do preço de novos empréstimos a curto prazo. Tal conduziu a descidas acentuadas das taxas dos empréstimos às famílias e sociedades não financeiras. Uma vez que a transmissão da política monetária funciona com desfasamentos, a repercussão na economia das medidas de política atrás enunciadas tem-se verificado de forma progressiva. O Conselho do BCE tem referido que, quando o enquadramento macroeconómico melhorar, as medidas serão revertidas de forma atempada e a liquidez cedida será absorvida.

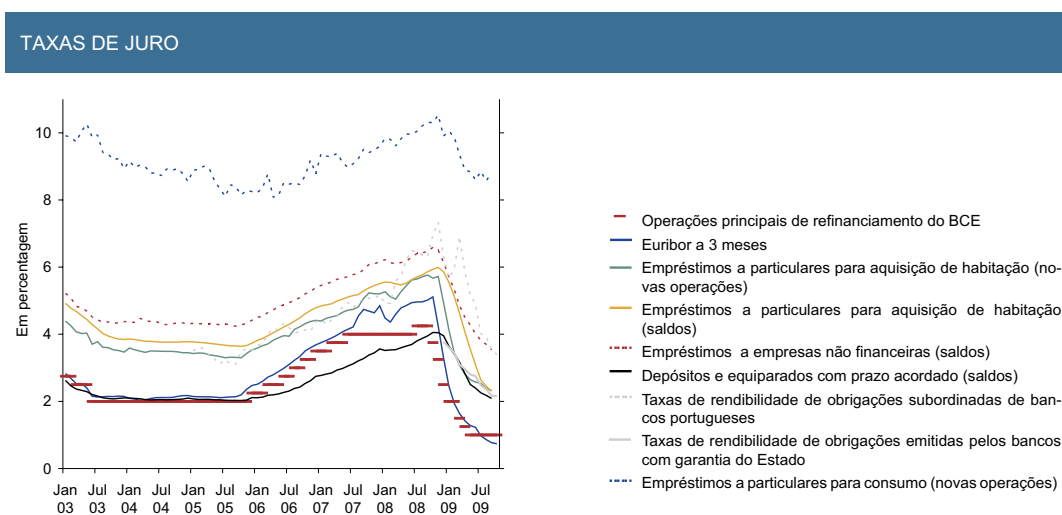
(11) Valores não ajustados das vendas de empréstimos e operações de titularização.

Condições Monetárias e Financeiras da Economia Portuguesa

Desde o início de Outubro de 2008, na sequência do adensar da crise financeira, observou-se uma acentuada descida das taxas de juro oficiais na área do euro, tendo a taxa referente às operações principais de refinanciamento do BCE diminuído 325 p.b. até Maio de 2009 (Gráfico 3.1.3). Esta evolução, que surgiu no contexto de um movimento coordenado a nível internacional, foi acompanhada por medidas de gestão da liquidez, entre as quais se destaca a cedência ilimitada de liquidez a taxa de juro fixa no Eurosistema a partir de Outubro de 2008. Em conjunto, estes esforços traduziram-se na redução do diferencial entre as taxas de juro do mercado monetário e as taxas oficiais e resultaram numa forte descida das taxas Euribor. Apesar de se ter observado desde Outubro de 2008 uma forte redução do diferencial entre as taxas de juro de operações não colateralizadas e colateralizadas no mercado monetário, de acordo as expectativas do mercado para os próximos dois anos, este diferencial deverá manter-se em valores claramente superiores aos cerca de 5 p.b. observados antes do Verão de 2007 (Gráfico 3.1.4). A evolução das taxas de juro do mercado monetário esteve na origem da trajectória descendente das taxas de juro aplicadas pelos bancos nas suas operações com clientes.

De acordo com o índice de condições monetárias para a economia portuguesa, a inversão da trajectória de subida das taxas de juro observada no final de 2008 traduziu-se num impacto positivo sobre o crescimento da actividade económica em 2009 (Gráfico 3.1.5)¹². Dado o maior desfazamento da resposta dos preços, a evolução das taxas de juro terá tido ainda um contributo negativo para a dinâmica de inflação em 2009. Por seu turno, a evolução do índice cambial efectivo terá tido um contributo negativo para a evolução da taxa de inflação e, embora em menor grau, para o crescimento económico durante o mesmo período. Nos últimos meses de 2008, o índice cambial efectivo registou uma ligeira apreciação, tendo recuperado para valores semelhantes aos observados em meados do ano (Quadro 3.1.2). Durante a primeira metade de 2009, este índice mostrou-se globalmente estável.

Gráfico 3.1.3



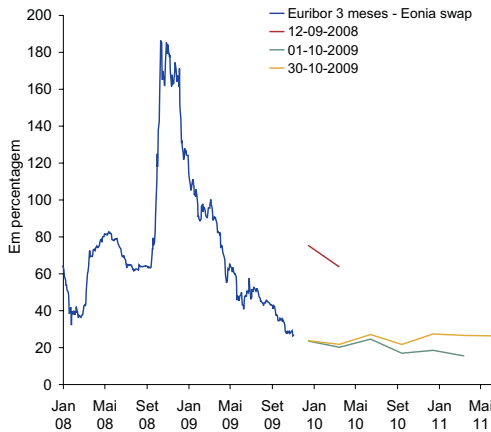
Fontes: BCE, Bloomberg e Banco de Portugal.

Nota: As séries de taxas de rentabilidade de obrigações de bancos portugueses referem-se a médias ponderadas pelo activo de obrigações subordinadas emitidas pelo BCP e BES e de obrigações emitidas com garantia do Estado pelo BCP, BES e CGD. A falta de profundidade no mercado restringe fortemente a existência de obrigações com características comparáveis dentro de cada segmento, pelo que as taxas apresentadas devem ser interpretadas como meramente indicativas. As garantias do Estado concedidas à emissão de obrigações de bancos portugueses inserem-se no âmbito do conjunto de medidas de apoio à estabilidade financeira anunciadas pelo Governo a 12 de Outubro de 2008.

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

Gráfico 3.1.4

DIFERENCIAL OBSERVADO E ESPERADO ENTRE A EURIBOR E OS SWAPS DA EONIA NO PRAZO DE 3 MESES



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

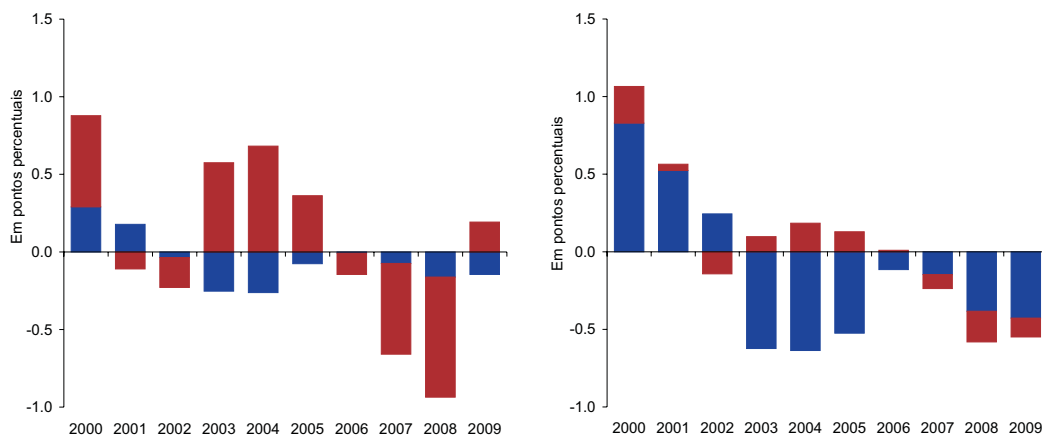
Nota: Diferencial esperado medido pela diferença entre a Euribor a 3 meses implícita nos contratos de futuros e a taxa Eonia média esperada (calculada a partir do Eonia swap index) para o período correspondente.

Gráfico 3.1.5

CONTRIBUTO DAS CONDIÇÕES MONETÁRIAS

Para a taxa de crescimento do PIB

Para a taxa de inflação



- Efeitos das alterações de taxas de juro ocorridas durante o período de referência e nos dois anos anteriores.
- Efeitos das alterações da taxa de câmbio ocorridas durante o período de referência e nos dois anos anteriores.

Fonte: Banco de Portugal.

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.

Quadro 3.1.2

CONDIÇÕES MONETÁRIAS E FINANCEIRAS DA ECONOMIA PORTUGUESA

							Evolução mensal									
	2006	2007	2008.1	2008.2	2008.3	2008.4	Jan-09	Fev-09	Mar-09	Abr-09	Mai-09	Jun-09	Jul-09	Ago-09	Set-09	Out-09
Taxas de juro nominais - valores médios de período (em percentagem)																
Euribor a 3 meses	3.1	4.3	4.5	4.9	5.0	4.2	2.5	1.9	1.6	1.4	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
Euribor a 12 meses	3.4	4.4	4.5	5.1	5.4	4.4	2.6	2.1	1.9	1.8	1.6	1.6	1.4	1.3	1.3	1.2
Taxa de rendibilidade das obrigações do Tesouro emitidas a taxa fixa com maturidade 10 anos	3.9	4.4	4.3	4.7	4.8	4.3	4.3	4.5	4.7	4.5	4.3	4.5	4.3	3.9	3.9	3.9
Taxas de juro bancárias																
Sobre saldos de empréstimos																
Sociedades não financeiras	4.9	5.8	6.2	6.2	6.4	6.4	5.7	5.3	4.8	4.5	4.3	4.0	3.8	3.7	3.5	
Particulares para habitação	4.3	5.1	5.5	5.5	5.8	5.9	5.5	5.1	4.6	4.1	3.6	3.1	2.6	2.5	2.3	
Particulares para consumo e outros fins	8.0	8.6	8.8	8.9	9.1	9.2	9.0	8.8	8.5	8.2	8.1	8.0	7.7	7.7	7.6	
Sobre saldos de depósitos com prazo acordado																
Particulares	2.1	2.8	3.3	3.4	3.6	3.9	3.7	3.5	3.3	2.9	2.5	2.4	2.3	2.3	2.2	
Sobre novas operações de empréstimos																
Particulares para habitação	4.0	4.8	5.1	5.4	5.7	5.4	4.1	3.4	3.1	2.8	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3	
Particulares para consumo (excluindo descobertos)	8.5	9.3	9.7	9.9	10.2	10.2	10.0	9.9	9.3	8.9	8.8	8.6	8.8	8.6	8.8	
Taxa de câmbio - valores médios de período																
Índice cambial efectivo nominal ^{(a)(b)}	100.9	101.8	102.9	103.5	103.2	102.5	103.3	103.0	103.6	103.4	103.5	103.5	103.5	103.4	103.7	104.1
Índice cambial efectivo nominal - variação percentual face ao período comparável precedente ^{(a)(b)}	0.2	0.8	0.5	0.6	-0.3	-0.7	0.0	-0.4	0.7	-0.2	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.3	0.3
Mercado accionista - variação percentual face ao período comparável precedente (valores de fim de período)																
PSI Geral	33.3	18.3	-18.8	-10.8	-11.4	-21.6	2.5	-5.8	4.0	11.4	8.5	-1.5	1.1	6.7	8.3	-2.2
Dow Jones Euro Stock Alargado	20.3	4.9	-16.4	-7.3	-12.1	-21.2	-7.0	-11.0	4.0	15.0	3.3	-2.0	9.4	5.7	4.4	-4.6
Preços no mercado da habitação - taxa de variação homóloga																
Índice Confidencial Imobiliário ^(c)	2.1	1.3	3.2	3.9	5.8	4.1	4.1	3.0	1.1	0.4	-0.1	0.8	0.0	-0.6	-1.8	
Avaliação bancária (INE)	0.3	0.5	-1.5	-4.6	-4.8	-6.3	nd	nd	-5.8	nd	nd	-1.5	nd	nd	0.0	
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																
Particulares - Total	8.7	9.9	10.4	9.7	8.7	7.1	6.2	5.7	5.0	4.5	4.5	3.6	3.1	2.9	2.8	
Para aquisição de habitação	9.9	9.0	8.5	7.8	6.3	4.6	3.9	3.5	3.1	2.7	2.5	2.2	2.1	2.0	2.1	
Para consumo e outros fins	9.9	8.5	7.8	7.1	5.8	4.3	3.8	3.5	3.2	2.9	2.7	2.5	2.3	2.3	2.4	
Sociedades não financeiras	10.1	11.3	11.3	10.6	8.7	6.2	4.3	3.6	2.9	2.2	1.9	1.3	0.9	0.9	0.9	
Particulares	7.1	11.2	13.0	12.3	12.0	10.5	9.3	8.7	7.5	6.9	7.1	5.4	4.4	4.1	3.7	
Depósitos em instituições financeiras monetárias residentes - taxa de variação homóloga																
Sector privado não financeiro																
Particulares com prazo acordado	4.2	5.7	10.1	9.6	11.4	10.6	10.5	11.0	10.5	9.8	7.8	8.9	6.8	6.1	5.0	
Particulares	6.2	14.7	17.8	21.8	24.5	24.5	23.2	22.7	20.9	17.3	14.5	13.0	9.9	6.9	4.6	
Por memória:																
IHPC - Taxa de variação média anual em fim de período																
Portugal																
Portugal	3.0	2.4	2.6	2.7	2.9	2.7	2.4	2.2	1.9	1.6	1.3	0.8	0.5	0.1	-0.3	
Área do euro	2.2	2.1	2.5	2.9	3.4	3.3	3.1	2.9	2.7	2.5	2.1	1.8	1.4	1.1	0.8	

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

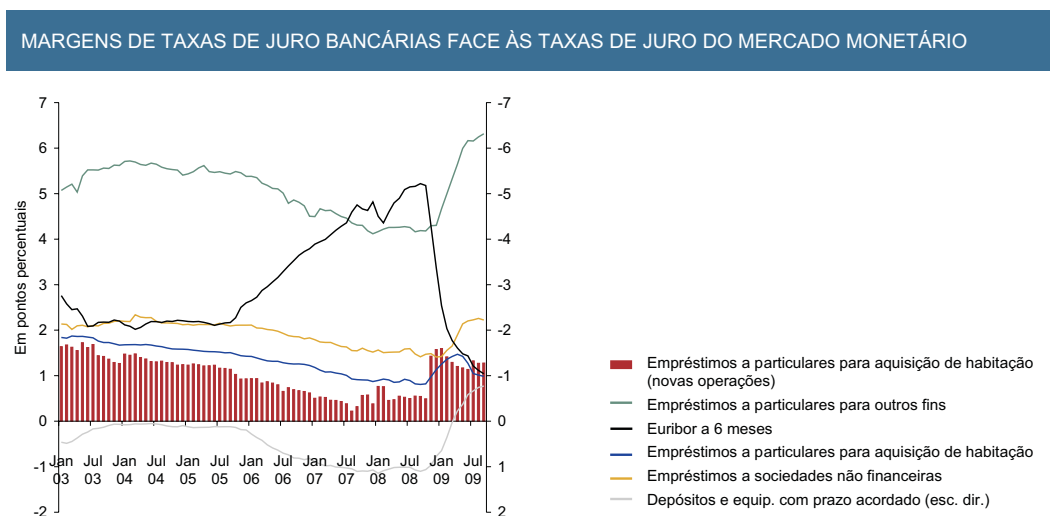
Notas: (a) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação do índice cambial efectivo. (b) Cálculos efectuados face a um grupo de 22 parceiros comerciais. Para uma descrição detalhada da metodologia, veja-se Gouveia, A. C. e C. Coimbra (2004), "Novo índice cambial efectivo para a economia portuguesa", 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 LardocelLar.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.

Tendo em conta o papel preponderante desempenhado pelo sistema bancário português na intermediação de fundos entre o exterior e os sectores residentes, o contexto de actuação dos bancos torna-se especialmente relevante para a evolução das condições monetárias e financeiras. A este respeito, importa referir que, apesar dos sinais de relativa normalização da situação nos mercados financeiros desde o final do primeiro trimestre de 2009, a crise financeira internacional e, em particular, os seus reflexos na economia real, continuaram a condicionar significativamente a actividade dos bancos portugueses durante o ano de 2009.

De facto, num contexto de reavaliação dos riscos e de perturbações nos mercados de financiamento por grosso, os bancos têm vindo a proporcionar remunerações mais atractivas aos depósitos de clientes e a aumentar a exigência dos critérios de concessão de empréstimos. A oferta de condições mais atractivas nos depósitos de clientes deve assim ser enquadrada na estratégia de financiamento dos bancos, na medida em que as condições de financiamento nos mercados de dívida por grosso se deterioraram substancialmente desde o Verão de 2007, quer em termos de preços, quer em termos de quantidades, embora tenha sido observada uma evolução positiva no decurso de 2009. No que respeita às operações activas, as respostas das cinco instituições incluídas na amostra do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito indicam que, desde o terceiro trimestre de 2007, os bancos têm vindo a tornar mais restritivos os seus critérios de concessão de empréstimos ainda que, durante os três primeiros trimestres de 2009 o aperto das condições se tenha tornado cada vez menos intenso, antecipando-se uma evolução no mesmo sentido no último trimestre do ano. Ainda de acordo com os resultados do mesmo inquérito, este aperto das condições de crédito ter-se-á traduzido num aumento dos *spreads* aplicados aos empréstimos concedidos ao sector privado não financeiro, essencialmente no que respeita aos empréstimos de maior risco, bem como num aumento da exigência das outras condições contratuais.

Até aos últimos meses de 2008, aquando do início do ciclo de marcada descida das taxas de juro por parte do BCE, as alterações nas condições oferecidas pelos bancos nas operações activas e passivas não se reflectiram de forma significativa no diferencial entre as taxas de juro calculadas com base nos saldos de operações com clientes e as taxas do mercado monetário (Gráfico 3.1.6). Para este facto terão contribuído, num contexto de subida das taxas de juro do mercado monetário, o habitual des-

Gráfico 3.1.6



Fontes: BCE e Banco de Portugal.

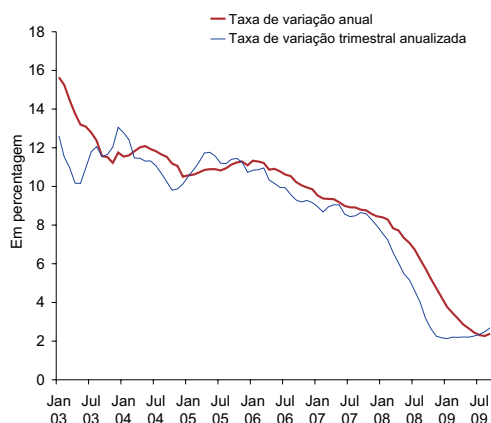
Nota: A margem de taxa de juro nos saldos de empréstimos é calculada como a diferença entre a taxa de juro sobre saldos e a média móvel de seis meses da Euribor a 6 meses. No caso das novas operações, a margem de taxa de juro é a diferença entre a taxa de juro de novas operações e a Euribor a 6 meses. A margem das operações activas é definida pelo diferencial entre as taxas de juro dos empréstimos e a taxa Euribor, enquanto no caso das operações passivas é definida pelo diferencial entre a taxa Euribor e a taxa de juro dos depósitos.

fasamento observado na transmissão das variações nestas taxas de juro às taxas aplicadas pelos bancos a novas operações com clientes, bem como o facto das novas operações – aquelas em que há lugar à fixação/renegociação da taxa de juro – representarem apenas uma fracção do fluxo bruto de crédito e depósitos. Adicionalmente, num contexto de reavaliação e maior diferenciação do risco por parte dos bancos, poderá estar a ocorrer uma maior concentração da oferta de crédito em clientes de menor risco. Mais recentemente, verificou-se um aumento significativo dos diferenciais associados às taxas aplicadas pelos bancos nas operações activas e uma diminuição dos diferenciais associados às taxas de juro oferecidas nos depósitos. Neste último caso, é de destacar o facto de, nos meses mais recentes, a remuneração dos saldos de depósitos e equiparados com prazo acordado exceder o valor da taxa Euribor a 6 meses, situação que não foi observada no contexto do período recessivo anterior. Apesar dos desenvolvimentos recentes nos *spreads* calculados com base em saldos de operações activas terem sido em parte determinados pelos factores de inércia acima descritos (na medida em que as taxas de juro associadas às operações dos bancos com clientes não se ajustam de forma instantânea às alterações nas taxas de juro de mercado), a evolução observada por estes diferenciais nos últimos meses e o comportamento dos *spreads* calculados com base em novas operações de empréstimos para aquisição de habitação sugerem uma estabilização dos *spreads* aplicados pelos bancos nas operações activas em níveis claramente superiores aos verificados antes do início das perturbações nos mercados financeiros, embora de forma diferenciada, em linha com a reavaliação em alta do risco e a sua maior discriminação. De acordo com os resultados da “Caixa 1 *Determinantes da transmissão recente das taxas de juro do mercado monetário às taxas de juro dos empréstimos ao sector privado não financeiro*”, deste Boletim, no período mais recente, o aumento do incumprimento no crédito bem como a evolução mais desfavorável da actividade económica, medida pelos desenvolvimentos na taxa de desemprego, dão um contributo importante para a evolução das taxas de juro dos empréstimos, de forma mais visível nos segmentos dos empréstimos a sociedades não financeiras e a particulares para consumo e outros fins.

Desde a segunda metade de 2008, num contexto de significativa desaceleração da actividade económica, os empréstimos concedidos ao sector privado não financeiro apresentaram um perfil de abrandamento que se intensificou durante o ano de 2009, tendo a sua taxa de variação anual diminuído do valor próximo de 10 por cento observado no primeiro semestre de 2008 para menos de 3 por cento em Setembro de 2009 (Quadro 3.1.2). No que respeita aos empréstimos a particulares para aquisição de habitação, a sua desaceleração iniciou-se em meados de 2006, quando a taxa de crescimento era superior a 11 por cento, acentuando-se em 2008 no contexto da crise económica e financeira (Gráfico 3.1.7). Mais recentemente, a evolução da taxa de variação trimestral anualizada (calculada com base em valores corrigidos de sazonalidade) aponta para uma estabilização da taxa de variação anual dos empréstimos neste segmento num valor próximo de 2 por cento. A taxa de variação anual dos empréstimos a particulares para consumo e outros fins registou uma tendência de diminuição ainda mais marcada desde o início de 2008, reduzindo-se de 11.4 por cento em Janeiro desse ano, para 0.9 por cento em Setembro de 2009 (Gráfico 3.1.8). Apesar da taxa de variação trimestral anualizada (calculada com base em valores corrigidos de sazonalidade) se ter situado num valor ligeiramente superior ao observado pela taxa de variação anual em Agosto e em Setembro de 2009, a sua evolução nos meses anteriores, a par com as perspectivas para o crescimento económico, sugere que a taxa de variação anual dos empréstimos neste segmento se deverá manter em níveis reduzidos durante os próximos meses.

O perfil de desaceleração apresentado pelos empréstimos a particulares está em linha com o aumento de exigência dos critérios de aprovação deste tipo de empréstimos e com a diminuição da procura de crédito reportados no âmbito do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito. De acordo com as instituições inquiridas, o aperto dos critérios aplicados à concessão de empréstimos a particulares

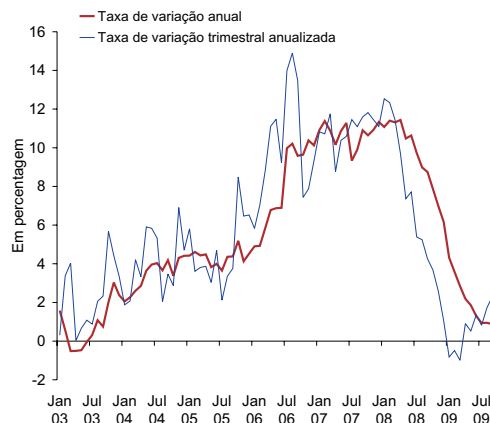
Gráfico 3.1.7

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


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.

Gráfico 3.1.8

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


Fonte: Banco de Portugal.

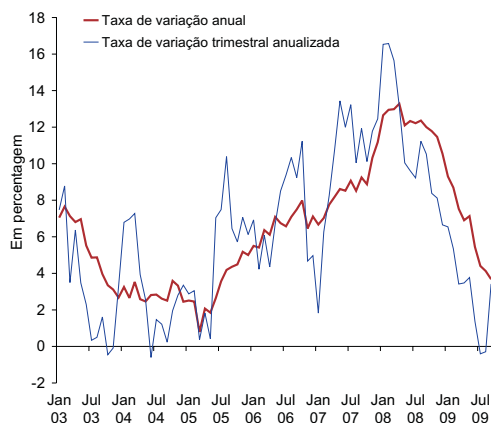
Nota: As taxas de variação anual e trimestral são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de operações de titularização, e transacções mensais, as quais são calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao activo e de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

foi motivado pela evolução do custo de financiamento e das restrições de balanço dos bancos e por uma deterioração dos riscos apercebidos pelas instituições, nomeadamente dos riscos associados à evolução da actividade económica em geral, ao mercado de habitação, à capacidade dos consumidores assegurarem o serviço da dívida e às garantias exigidas. Por seu turno, a evolução da procura de empréstimos dirigida às instituições inquiridas terá estado associada à diminuição das necessidades de financiamento dos particulares, num quadro de deterioração da confiança dos consumidores e das perspectivas para o mercado de habitação. Comparando a evolução reportada para os três primeiros trimestres de 2009 e as expectativas dos bancos para o último trimestre do ano com a evolução observada durante a segunda metade de 2008, tem vindo a verificar-se um aumento menos intenso da exigência dos critérios de concessão de crédito bem como um comportamento menos negativo por parte da procura de empréstimos para consumo e outros fins e uma estabilização da procura de empréstimos para aquisição de habitação. Esta evolução deverá contribuir para a estabilização do crescimento dos empréstimos a particulares.

Os empréstimos bancários concedidos a sociedades não financeiras apresentaram ainda taxas de crescimento bastante elevadas durante os primeiros meses de 2008 (próximas de 13 por cento), tendo iniciado uma trajectória de desaceleração em Maio de 2008 ano e situando-se ligeiramente abaixo de 4 por cento em Setembro de 2009 (Gráfico 3.1.9). Em Julho e Agosto de 2009, a taxa de crescimento trimestral anualizada (calculada com base em valores corrigidos de sazonalidade) dos empréstimos neste segmento encontrava-se próxima de zero, tendo em Setembro aumentado para um valor superior a 3 por cento, ainda assim inferior à taxa de variação anual observada. Assim, esta evolução sugere que a taxa de variação anual correspondente deverá ainda reduzir-se nos próximos meses. Deste modo, verificou-se algum desfasamento no abrandamento dos empréstimos a sociedades não financeiras face ao observado nos empréstimos a particulares. No âmbito do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, as instituições bancárias inquiridas destacaram o contributo para a procura de empréstimos do aumento das necessidades de financiamento das empresas relacionado

Gráfico 3.1.9

EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS A SOCIEDADES
NÃO FINANCEIRAS POR INSTITUIÇÕES
MONETÁRIAS RESIDENTES



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.

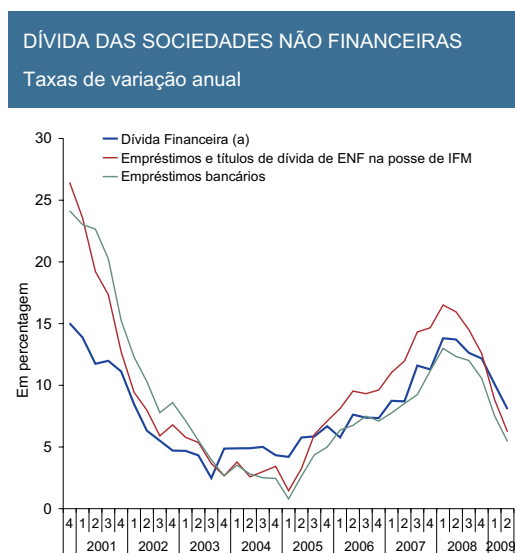
com a reestruturação de dívida, a par com uma diminuição das necessidades de financiamento de investimento.

Os resultados apresentados na “Caixa 2 *Evolução recente e determinantes do crédito bancário ao sector privado não financeiro*”, deste Boletim, mostram que globalmente a dinâmica das variáveis adoptadas como explicativas contribuiu de forma significativa para a evolução do crédito ao sector privado não financeiro. Em particular é visível, nos últimos trimestres, o impacto da queda dos agregados de despesa (consumo privado, investimento em habitação e empresarial) sobre a evolução dos agregados de crédito, impacto contrariado pela significativa redução das taxas de juro bancárias. Ilustra-se também a importância de outros factores, nomeadamente os relacionados com as condições de oferta de crédito, para a dinâmica dos empréstimos. Com efeito, no contexto da actual crise económica e financeira assistiu-se a uma significativa alteração nas condições de oferta de crédito, nos vários segmentos considerados, com um agravamento das condições em que os bancos aprovam a concessão de crédito ao sector privado não financeiro, se bem que de forma gradualmente menos intensa no decurso de 2009. Este facto terá parcialmente contrariado o efeito da redução das taxas de juro de referência do BCE e do mercado monetário. Contudo, é também evidente que mesmo após o eclodir da crise nos mercados financeiros internacionais os bancos continuaram a acomodar as necessidades de financiamento das empresas, face à queda inesperada e forte da procura dirigida ao sector. Esta situação ter-se-á alterado apenas recentemente, o que, conjugado com a queda do investimento, tem contribuído para a recente desaceleração dos empréstimos a empresas.

Durante o ano de 2008, o agregado composto pelos empréstimos e títulos de dívida de empresas não financeiras na posse de instituições financeiras monetárias apresentou um crescimento bastante superior ao agregado que inclui apenas os empréstimos bancários (Gráfico 3.1.10). Esta evolução reflectiu a aquisição por parte dos bancos de volumes muito substanciais de títulos de dívida a curto prazo emitidos por parte das sociedades não financeiras (Gráfico 3.1.11). A opção pelos prazos mais curtos terá reflectido também dificuldades de colocação de títulos de dívida por prazos mais longos no

mercado. Desta forma, os bancos mostraram também capacidade para reduzir o impacto negativo da situação nos mercados financeiros sobre o financiamento das empresas. Durante a primeira metade de 2009, a dívida financeira total das sociedades não financeiras, que engloba os empréstimos e os títulos de dívida colocados junto dos bancos e de outros investidores, designadamente não residentes, apresentou um crescimento superior ao evidenciado pelo agregado que inclui os empréstimos e títulos de empresas não financeiras detidos pelos bancos, que por sua vez excedeu o crescimento dos empréstimos bancários. De facto, no primeiro semestre de 2009, em particular durante o segundo trimestre do ano, algumas sociedades não financeiras emitiram volumes significativos de papel comercial e, em especial, de obrigações, reflectindo o desanuviamento das tensões nos mercados financeiros. Por outro lado, o fluxo de empréstimos observado durante a primeira metade de 2009 foi bastante inferior ao observado no ano anterior. Saliente-se, neste período, a diminuição das necessidades de financiamento das empresas, que reflectiu essencialmente a redução do investimento e, em menor grau, o aumento da poupança. No quadro de uma redução do excedente bruto de exploração e da rentabilidade das empresas, esta subida da poupança resultou em larga medida da diminuição dos custos com juros e da distribuição de dividendos¹³. Paralelamente, o valor dos créditos comerciais das sociedades não financeiras sofreu uma forte diminuição em 2009, situando-se as taxas de variação anual dos créditos a pagar e a receber, respectivamente, em cerca de -9 e -10 por cento no final do segundo trimestre do ano (Gráfico 3.1.12). Ainda assim, verificou-se um ligeiro aumento dos prazos médios de pagamentos e de recebimentos das sociedades não financeiras. Adicionalmente, na segunda metade de 2007 e de 2008, observou-se um recurso acrescido aos empréstimos entre sociedades não financeiras. Apesar desta evolução não ter prosseguido no primeiro semestre de 2009, o peso deste tipo de empréstimo no total dos empréstimos concedidos às sociedades não financeiras aumentou de cerca de 14 por cento no segundo trimestre de 2007 para um valor superior a 18 por cento no segundo trimestre de 2009.

Gráfico 3.1.10



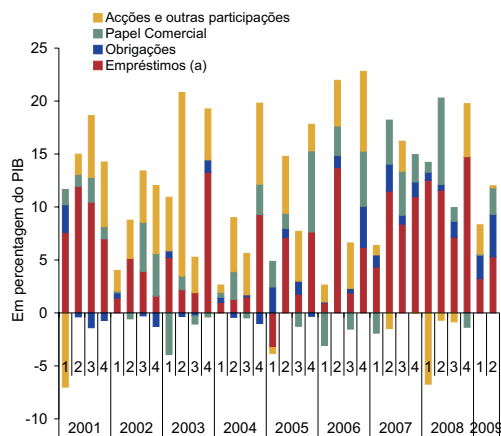
Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Valores consolidados. (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.

(13) Para mais detalhes a este respeito, veja-se a "Secção 3 Situação financeira do sector privado não financeiro" do texto "Sistema bancário português no decurso de 2009", deste Boletim.

Gráfico 3.1.11

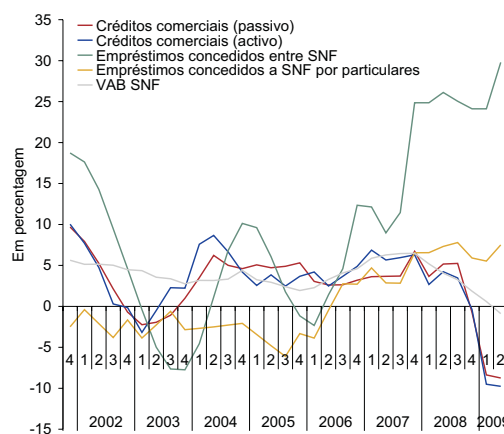
FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS PORTUGUESAS
Emissões Líquidas



Fonte: Banco de Portugal.
Notas: Valores consolidados. (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).

Gráfico 3.1.12

FINANCIAMENTO DAS SNF
Créditos comerciais, empréstimos de SNF e de particulares (t.v.a.)



Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Valores não consolidados.

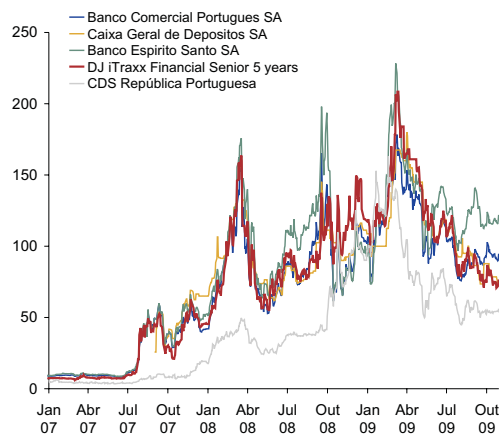
Apesar do crescimento dos depósitos de clientes ter ainda contribuído para a sustentação do financiamento dos bancos ao sector privado não financeiro durante a primeira metade de 2009, o seu contributo foi menos marcado do que no semestre anterior. De facto, nos primeiros seis meses de 2009, a emissão (líquida de reembolsos) de títulos de dívida voltou a ser a principal fonte de financiamento da expansão da actividade dos bancos portugueses, se bem que em parte colocados junto de clientes. Este desenvolvimento reflectiu a forte descida das taxas de referência, que atingiram níveis historicamente reduzidos, aliada à compressão dos prémios de risco num quadro de diminuições das tensões nos mercados financeiros (Gráfico 3.1.13).

A evolução dos depósitos deverá ser analisada á luz dos desenvolvimentos da carteira global de aplicações financeiras dos particulares. No primeiro semestre de 2009, o fluxo líquido destas aplicações consistiu fundamentalmente em títulos de dívida e seguros de vida e fundos de pensões, tendo os depósitos registado um aumento limitado. Contudo, é de salientar que cerca de 90 por cento da aquisição líquida de títulos de dívida pelos particulares diz respeito a títulos emitidos por bancos. A informação mais recente sugere que a partir do segundo trimestre se possa ter assistido a uma diminuição da aversão ao risco dos particulares traduzida em subscrições líquidas positivas de fundos de investimento.

Assim, no decurso de 2009, verificou-se um abrandamento considerável dos depósitos de particulares que, depois de atingirem uma taxa de variação anual próxima de 15 por cento em Fevereiro, cresceram 5.3 por cento em Setembro (Gráfico 3.1.14). Os depósitos de particulares com prazo acordado exibiram um abrandamento ainda mais pronunciado no mesmo período, sendo que no início de 2009 apresentavam ainda taxas de variação homólogas próximas de 23 por cento e em Setembro cresceram a um ritmo inferior ao do total dos depósitos de particulares. Adicionalmente, a evolução da taxa de variação trimestral anualizada (calculada com base em valores corrigidos de sazonalidade) dos depósitos a particulares indica que a taxa de variação homóloga correspondente deverá continuar a reduzir-se nos próximos meses. Relativamente à composição dos depósitos de particulares, verificou-se durante o primeiro semestre de 2009 uma diminuição da proporção dos depósitos com prazo

Gráfico 3.1.13

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

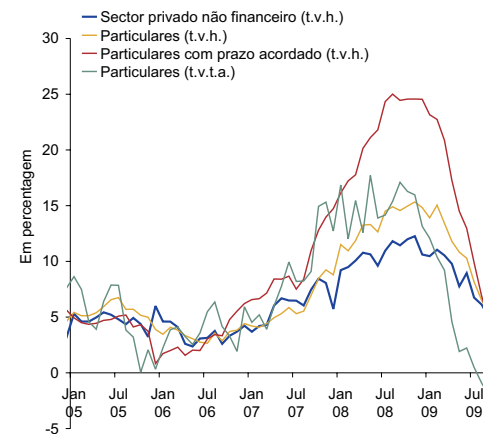


Fontes: Bloomberg e Thomson Reuters.

Gráfico 3.1.14

DEPÓSITOS BANCÁRIOS

Taxas de variação



Fonte: Banco de Portugal.

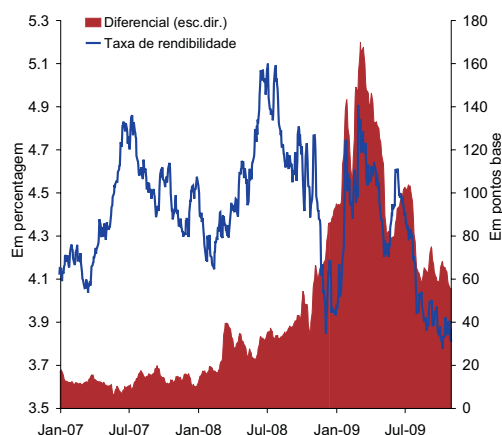
acordado até 2 anos por contrapartida, em larga medida, de um aumento da importância dos depósitos com prazo acordado superior a 2 anos. De facto, desde o início do ano até Setembro de 2009, os montantes de depósitos com prazo acordado superior a 2 anos aumentaram cerca de 194 por cento, sendo que este desenvolvimento deverá ser enquadrado na estratégia de financiamento dos bancos no contexto actual.

Durante os últimos dois meses de 2008 e o primeiro trimestre de 2009, num contexto de incerteza muito elevada a nível global, observou-se um aumento do diferencial da taxa de rentabilidade das obrigações do Tesouro português com maturidade residual de 10 anos face à dívida pública alemã, atingindo valores próximos de 170 p.b. no início de Março de 2009 (Gráfico 3.1.15). Posteriormente, em linha com a redução das tensões nos mercados financeiros, assistiu-se a uma forte diminuição deste diferencial, situando-se em 56 p.b. no final de Outubro, valor ainda assim elevado comparativamente com o observado antes do Verão de 2007 (cerca de 10 p.b.). Esta evolução foi generalizada no contexto dos países europeus (veja-se, para mais detalhes a este respeito, a “Secção 2 *Enquadramento Internacional*”). Durante o ano de 2009, a evolução do diferencial entre a taxa de rentabilidade das obrigações do Tesouro português com maturidade residual de 10 anos e os títulos da dívida pública alemã reflectiu em larga medida o comportamento da taxa de rentabilidade da dívida pública portuguesa. No dia 30 de Outubro de 2009 a taxa de rentabilidade da dívida pública portuguesa era de 3.81 por cento, 110 p.b. abaixo do valor máximo observado no final de Fevereiro e 16 p.b. abaixo do valor registado no final de 2008. A diminuição dos prémios de risco associados à dívida pública deverá repercutir-se numa diminuição dos custos de financiamento dos restantes agentes económicos.

O diferencial da taxa de rentabilidade das obrigações emitidas por empresas portuguesas face aos títulos de dívida pública de maturidade comparável registou uma forte redução ao longo de 2009 (cerca de 200 p.p.), revertendo assim o aumento verificado desde o Verão de 2007 (Gráfico 3.1.16). Este movimento, que foi acompanhado pela evolução da taxa de rentabilidade das obrigações emitidas por empresas portuguesas, contribuiu para uma redução do seu custo de financiamento, ainda que a emissão de obrigações represente tradicionalmente uma pequena fracção do financiamento das sociedades não financeiras em Portugal, conforme ilustrado no Gráfico 3.1.11. As emissões líquidas de tí-

Gráfico 3.1.15

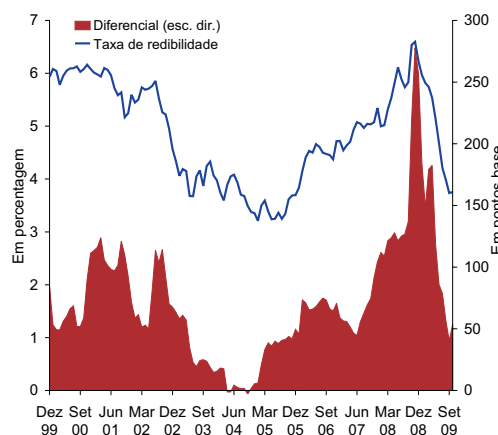
TAXAS DE RENDIBILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA E DIFERENCIAL FACE À DÍVIDA PÚBLICA ALEMÃ (10 ANOS)



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 3.1.16

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.
Nota: Este indicador considera um conjunto variável de obrigações emitidas por sociedades não financeiras com uma maturidade média que em 2009 se situou entre 5 e 7 anos.

tulos de dívida por parte das empresas não financeiras na primeira metade de 2009 concentraram-se no segundo trimestre do ano, beneficiando assim dos *spreads* mais baixos num contexto de redução das tensões nos mercados financeiros. No final de Outubro de 2009, a taxa de rendibilidade das obrigações emitidas por empresas portuguesas situava-se em 3,75 por cento, valor comparável ao mínimo atingido no contexto do período recessivo de 2003.

O índice PSI Geral registou ainda uma desvalorização nos primeiros dois meses de 2009, que se seguiu à evolução muito negativa observada em 2008, tendo desde então apresentado uma tendência de recuperação, bem como uma diminuição da volatilidade (Quadro 3.1.2). Assim, desde o início do ano até ao final de Outubro, o índice PSI geral registou uma valorização de 36,7 por cento, tendo o índice *Dow Jones Euro Stoxx* aumentado 15,2 por cento no mesmo período. Contudo, os valores dos mesmos índices no final de Outubro de 2009 encontravam-se ainda, respectivamente, 34,6 por cento e 38,6 por cento abaixo dos valores observados em Julho de 2007. No segundo trimestre de 2009 verificou-se a emissão de um valor considerável de acções de empresas financeiras cotadas correspondentes em larga medida ao aumento de capital de um grupo bancário tendo em conta, nomeadamente, a recomendação do Banco de Portugal para que o rácio de adequação de fundos próprios de base fosse pelo menos 8 por cento a partir de Setembro de 2009. No que respeita às empresas não financeiras cotadas, cujas necessidades de financiamento diminuiriam no primeiro semestre de 2009, não se verificou um volume significativo de emissão de acções sendo que, a este respeito, importa referir que as emissões de acções por parte de empresas não financeiras são dominadas por empresas não cotadas.

O custo de financiamento das empresas não financeiras em Portugal, avaliado em termos reais através de um indicador sintético que inclui informação referente aos custos associados a acções e outras participações, empréstimos bancários e dívida titulada, verificou até Setembro de 2009 um aumento

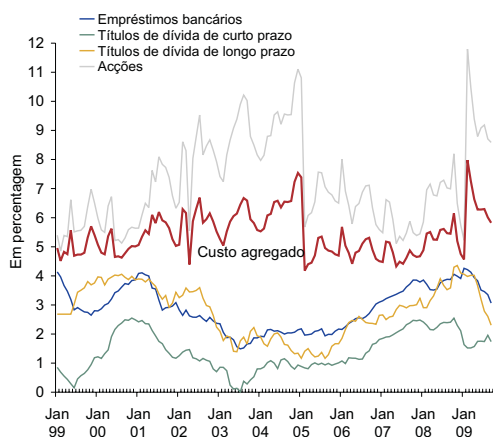
face ao nível observado em 2008¹⁴ (Gráfico 3.1.17). Esta evolução resultou essencialmente do aumento da estimativa para o custo de financiamento através de acções uma vez que o custo associado aos instrumentos de dívida considerados exibiu uma diminuição durante a primeira metade de 2009, tendo esta sido especialmente marcada no que respeita aos títulos de dívida a longo prazo. No terceiro trimestre do ano, os ganhos nos mercados accionistas terão contribuído para uma diminuição do custo de financiamento das empresas através da emissão de acções, tendo também sido observada uma diminuição do custo associado à contracção de empréstimos bancários e à emissão de títulos de dívida a longo prazo. Em Setembro de 2009 o custo real associado ao financiamento das empresas não financeiras através de empréstimos bancários e de títulos a dívida de curto prazo encontrava-se em níveis superiores aos observados no contexto do período recessivo de 2003, reflectindo em grande medida o facto da inflação se situar actualmente em valores mais baixos.

Uma vez que os activos imobiliários são utilizados como garantia na concessão de empréstimos, a valorização dos imóveis é susceptível de afectar a evolução do mercado de crédito e as respectivas condições de financiamento. Adicionalmente, os imóveis constituem uma proporção significativa da riqueza das famílias, pelo que as alterações na sua valorização poderão ter um impacto significativo nas suas decisões de despesa. Na sequência do observado em 2008, o índice de avaliação bancária publicado pelo INE continuou a apresentar taxas de variação homólogas negativas durante a primeira metade de 2009, embora se tenha verificado uma atenuação do ritmo da queda ao longo do ano, sendo que no terceiro trimestre o índice atingiu um valor semelhante ao observado em igual período do ano anterior (Quadro 3.1.2). Esta evolução é consistente com os resultados do Inquérito aos Bancos

Gráfico 3.1.17

EVOLUÇÃO DO CUSTO DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS EM PORTUGAL

Em termos reais



Fontes: BCE, Consensus Economics, Barclays Capital, Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: 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. Para o cálculo do custo de financiamento agregado no terceiro trimestre de 2009 assume-se que se mantém a estrutura de financiamento das sociedades não financeiras observada no trimestre anterior. Última Observação: Setembro de 2009.

(14) 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 $r = \frac{D}{P} [(1 + gn) + 8(ga - gn) + gn]$, 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*.

Sobre o Mercado de Crédito que indicam um aumento menos intenso da restritividade na concessão de crédito por parte dos bancos que, por sua vez, se reflecte no índice de avaliação bancária. Apesar de não se ter verificado em Portugal um crescimento dos preços dos imóveis comparável ao observado nos países cujos mercados de habitação têm recentemente enfrentado correcções mais marcadas, a taxa de variação homóloga do índice Confidencial Imobiliário situou-se em -1.8 por cento em Setembro de 2009 (respectivamente -0.7 por cento e -2.6 por cento para imóveis novos e usados)¹⁵.

3.2. Política orçamental

Segundo a notificação de Setembro do Procedimento dos Défices Excessivos, o objectivo para o défice das administrações públicas em 2009 ascende a 5.9 por cento do PIB (2.7 por cento, em 2008)¹⁶. O valor reportado coincide com o apresentado no Relatório de Orientação da Política Orçamental de Maio passado. A informação disponível referente à execução orçamental indica, contudo, que, na ausência de medidas temporárias, o valor do défice poderá ultrapassar claramente o objectivo oficial. A projecção para o rácio da dívida relativamente ao PIB no final de 2009, incluída na notificação de Setembro, cifra-se em 74.5 por cento. A Comissão Europeia aprovou em Outubro um relatório dando início ao Procedimento dos Défices Excessivos, no âmbito do artigo 104º (3) do Tratado, relativamente a Portugal¹⁷, em que conclui que o nível do défice acima do valor de referência previsto para 2009 pode ser considerado excepcional mas não temporário.

No que respeita à orientação da política orçamental, espera-se que a mesma seja marcadamente expansionista em 2009. Ao mesmo tempo, deverá ocorrer um contributo negativo da posição cíclica da economia para a variação do saldo orçamental.

Um dos aspectos mais salientes relativamente às projecções orçamentais para 2009 foi a sua progressiva deterioração ao longo do ano, à medida que se tornou evidente a marcada contracção da actividade económica. Este padrão foi comum a todos os países da área do euro. Recorde-se que o objectivo inicial para o défice constante no Orçamento do Estado para 2009 se cifrava em 2.2 por cento do PIB, posteriormente revisto para 3.9 por cento do PIB, na Alteração ao Orçamento do Estado divulgada em Janeiro. Com efeito, a actuação dos estabilizadores automáticos e a adopção de diversas medidas discricionárias, em parte como resposta à conjuntura recessiva, implicaram uma forte quebra da receita e um aumento da despesa relativamente aos objectivos iniciais.

A execução orçamental do Estado, cujos valores estão disponíveis até ao final do terceiro do trimestre do ano, indica uma evolução muito negativa das receitas de alguns dos principais impostos. Este fenómeno é particularmente marcado no caso do IVA, cuja cobrança se encontra a cair 22.7 por cento reflectindo, para além da queda da actividade económica, um conjunto de outros factores. Entre estes, salienta-se a redução da taxa normal em meados de 2008 e as medidas que conduziram a uma antecipação dos reembolsos relativamente ao padrão registado no ano anterior. Note-se que é de esperar alguma recuperação da receita deste imposto até ao final do ano, à medida que o efeito destes factores se vá diluindo. Também a receita do IRC tem sido muito negativamente afectada pela posição cíclica da economia, registando uma redução de 24.1 por cento. A receita de contribuições so-

(15) Este índice é calculado com base em preços de oferta e ponderado por região e estado de uso do alojamento. No entanto, o ajustamento de qualidade no cálculo do índice não permite controlar de forma integral variações neste parâmetro, facto que estará subjacente ao crescimento relativamente elevado registado no final de 2008. Para informação metodológica, ver "Índice Confidencial Imobiliário: procedimentos metodológicos", Isabel Fonseca e Ricardo Guimarães, Newsletter Imobiliária Portuguesa – *Confidencial Imobiliário*, Outubro de 2006.

(16) Recorde-se que a notificação inclui estatísticas até ao ano transacto compiladas pelo INE e uma estimativa para o ano em curso elaborada pelo Ministério das Finanças.

(17) Idêntico procedimento foi desencadeado relativamente aos seguintes Estados-membros: Alemanha, Áustria, Bélgica, Eslováquia, Eslovénia, Itália, Países Baixos e República Checa. Recorde-se que já se encontram em défice excessivo a Espanha, a França, a Grécia, a Hungria, a Irlanda, a Letónia, a Lituânia, Malta, a Polónia, o Reino Unido e a Roménia.

ciais, de acordo com a execução orçamental do Regime Geral da Segurança Social, mantém-se quase estabilizada (variação de 0.4 por cento), em linha com o crescimento da massa salarial do sector privado (ver “Secção 5 Despesa”) e algumas medidas pontuais de redução da taxa das contribuições patronais.

Do lado da despesa, é de salientar a acentuada subida até ao final do terceiro trimestre dos pagamentos sociais, excluindo as pensões, que não se confina aos subsídios de desemprego e apoio ao emprego. Com efeito, enquanto estes últimos registam uma variação de 28.6 por cento, as restantes rubricas cresceram 25.8 por cento, no seu conjunto¹⁸. A despesa com pensões da Segurança Social confirma a tendência para uma desaceleração gradual, aumentando 4.8 por cento. Por seu turno, a despesa com pensões da responsabilidade da Caixa Geral de Aposentações cresceu acentuadamente até Setembro, em 7.2 por cento, acelerando relativamente ao ano de 2008 no seu conjunto (aumento de 5.7 por cento). Esta evolução poderá reflectir em parte a legislação aprovada em 2008 permitindo a aposentação de funcionários com menos de 36 anos de serviço. Com efeito, o número médio de aposentados cresceu 3.3 por cento nos primeiros nove meses do ano, mais 0.8 p.p. do que no conjunto do ano anterior, reforçando o efeito do aumento da pensão média. Relativamente à despesa do Estado, é de referir a estabilização das remunerações certas e permanentes, não obstante o aumento da tabela salarial em 2.9 por cento. Esta evolução deverá reflectir o controlo nas admissões e o facto de os novos funcionários auferirem em média salários inferiores aos dos funcionários que se aposentam.

A trajetória das finanças públicas em Portugal no médio e longo prazo, para além da incerteza relativamente a medidas de política futuras, é condicionada por outros factores de impacto bastante incerto. A este respeito são de salientar os efeitos a médio prazo das medidas de contenção tomadas nos últimos anos, bem como a consistência na implementação de algumas reformas estruturais. A estes factores acrescem outros que advêm da situação criada pela crise económica e financeira actual. Por um lado, a possibilidade de não reversão de algumas das medidas de estímulo entretanto aprovadas. Por outro lado, a dificuldade na quantificação do impacto negativo da crise sobre o crescimento do produto potencial, o qual afecta crucialmente a avaliação da sustentabilidade das finanças públicas (ver “Caixa 3 A sustentabilidade das finanças públicas: Portugal no contexto da UE”, deste boletim).

4. OFERTA

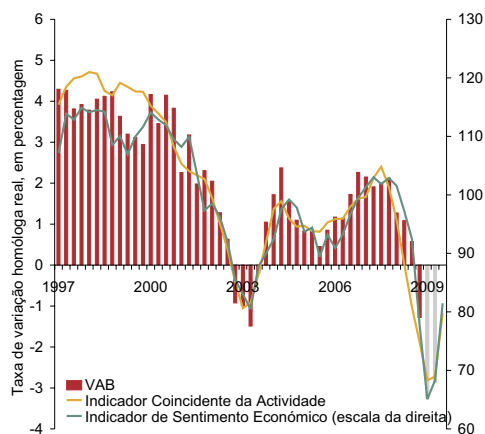
De acordo com as actuais estimativas, durante o primeiro semestre de 2009 o valor acrescentado bruto (VAB) da economia portuguesa diminuiu 3.0 por cento em termos homólogos, o que compara com um crescimento de 0.4 por cento para o conjunto de 2008 e de 2.0 por cento para o conjunto de 2007. Este perfil de acentuada queda da actividade é corroborado pelo indicador de sentimento económico da Comissão Europeia e pelo indicador coincidente da actividade do Banco de Portugal. A evolução do VAB foi muito heterogénea em termos sectoriais, com quedas acentuadas nos sectores mais sensíveis às flutuações cíclicas da economia (sector da construção e indústria transformadora) e desenvolvimentos menos desfavoráveis no sector dos serviços. Em termos intra-aneais, o indicador de sentimento económico da Comissão Europeia manteve no primeiro trimestre a trajetória descendente iniciada no primeiro trimestre de 2008, atingindo um mínimo histórico. O indicador coincidente de actividade do Banco de Portugal é também consistente com esta evolução (Gráfico 4.1).

Adicionalmente, ambos os indicadores apontam para uma aceleração da actividade no segundo e, principalmente, no terceiro trimestre de 2009. Este comportamento intra-anual foi comum com vários

(18) De destacar o aumento da despesa com o subsídio familiar a crianças e jovens e o complemento solidário para idosos (desde meados de 2008) em resultado da modificação das regras de cálculo e/ou alargamento da atribuição.

Gráfico 4.1

VAB, INDICADOR COINCIDENTE DA ACTIVIDADE E INDICADOR DE SENTIMENTO ECONÓMICO



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

sectores de actividade, como atestam os indicadores de confiança na indústria transformadora, nos serviços, no comércio a retalho, na construção e ainda os indicadores de expectativas de produção e de carteira de encomendas.

No que se refere à evolução do PIB para o conjunto de 2009, projecta-se que este caia 2.7 por cento (ver “Secção 5 Despesa”). O maior contributo para esta diminuição é imputável ao factor trabalho (-1.6 p.p.), associado à forte queda do emprego, enquanto o factor capital contribuiu com um aumento de 0.1 p.p. Por seu turno, estima-se uma diminuição substancial do contributo da produtividade total dos factores, de -0.7 p.p. em 2008 para -1.2 p.p. em 2009¹⁹.

A produtividade aparente do trabalho no sector privado deverá diminuir 0.3 por cento em 2009, o que compara com uma diminuição de 0.6 por cento em 2008 (Gráfico 4.2). A evolução da produtividade do trabalho poderá resultar da evolução (tipicamente pro-cíclica) da taxa de utilização da capacidade produtiva que no primeiro semestre de 2009 continuou o declínio acentuado iniciado no primeiro semestre de 2008 (Gráfico 4.3). Adicionalmente, a evolução da produtividade encontra-se significativamente condicionada pela queda do emprego do sector privado no primeiro semestre (Gráfico 4.3)²⁰. A dinâmica do emprego é consistente com a relação histórica entre a evolução do emprego e da actividade do sector privado na economia portuguesa (Gráfico 4.4).

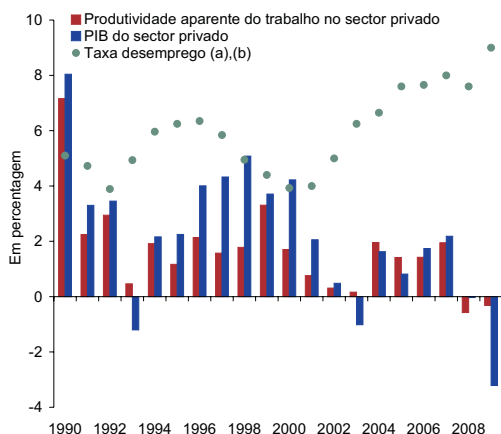
De acordo com os dados do Inquérito ao Emprego do INE, a taxa de participação no primeiro semestre de 2009 foi de 73.9 por cento, diminuindo ligeiramente em relação à taxa de participação em igual período de 2008 (74.2 por cento) (Quadro 4.1). A redução da taxa de participação resultou principalmente da evolução da taxa de participação dos homens que foi de 78.9 por cento, continuando a tendência decrescente iniciada no segundo trimestre de 2008. A taxa de participação das mulheres, que se situou em 69 por cento, continuou a manter-se estável. Em contraste com o observado nos últimos anos, a taxa de participação é ligeiramente inferior ao que se verificaria devido a factores estritamente

(19) 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*.

(20) Note-se que os dados do emprego relevantes para o cálculo da produtividade são definitivos apenas até 2006. De 2007 a 2009, a série de emprego privado assume a manutenção do número médio de horas trabalhadas por trabalhador. O emprego no sector privado é definido como o emprego total excluindo a estimativa do Banco de Portugal para o emprego das administrações públicas e não inclui os hospitais públicos empresarializados.

Gráfico 4.2

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

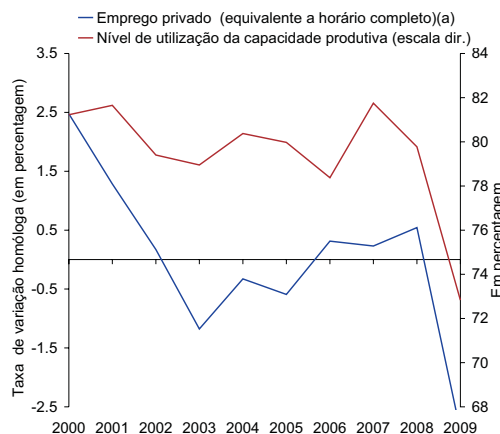


Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) A colagem da série da taxa de desemprego foi efectuada de acordo com a metodologia descrita em Castro, G. L. e Esteves, P. S. (2004), "Séries trimestrais para a economia portuguesa: 1977-2003", Banco de Portugal, *Boletim Económico-Junho*. (b) A taxa de desemprego de 2009 é uma média dos valores dos primeiros dois trimestres.

Gráfico 4.3

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



Fontes: INE e Comissão Europeia.

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. A série do emprego privado não inclui os hospitais públicos empresarializados e 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 corresponde a um emprego. De 2007 a 2009, a série de emprego total assume a manutenção do número médio de horas trabalhadas por trabalhador. O nível da utilização da capacidade produtiva de 2009 é uma média dos valores dos primeiros três trimestres.

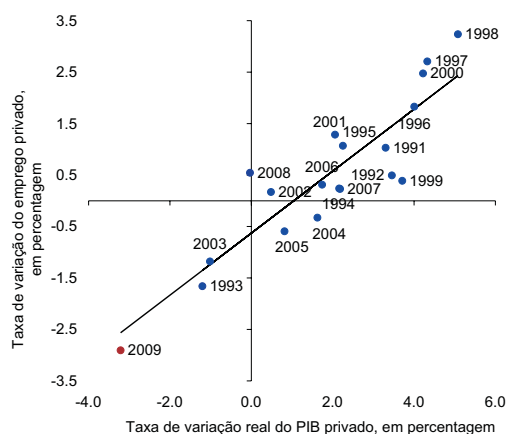
demográficos, ou seja, mantendo as taxas de participação de cada grupo etário aos níveis de 2006.²¹ De facto, a diminuição do peso dos grupos com taxas de participação menores e o aumento do peso do grupo com maior taxa de participação (entre 25 e 54 anos) implicaria uma estabilização da taxa de participação agregada.

Durante o primeiro semestre de 2009, o emprego total da economia diminuiu 2.3 por cento face a igual período de 2008 (Quadro 4.1). Esta dinâmica resultou quer do declínio do emprego por conta de outrem (-1.8 por cento), quer do emprego por conta própria (-3.0 por cento).

Em relação ao tipo de contrato de trabalho, verificou-se um aumento do peso dos contratos sem termo no total do emprego (de 76.9 por cento no primeiro semestre de 2008 para 78.3 por cento no primeiro semestre de 2009), interrompendo uma tendência de diminuição iniciada no segundo semestre de 2005. No primeiro semestre de 2009, o número de trabalhadores com contrato sem termo não se alterou significativamente face a igual período de 2008, mas o número de trabalhadores com contrato a termo diminuiu 5.7 por cento (cresceu 10.3 por cento em 2008) (Quadro 4.1 e Gráfico 4.5). Para além da tendência de aumento do peso dos contratos com termo que se observa desde meados da década de 1990, esta evolução está em linha com o comportamento cíclico do emprego por tipo de contrato, segundo o qual o número de trabalhadores com contrato a termo tende a aumentar nos períodos de crescimento do emprego total e a diminuir nos períodos de queda do emprego total.

Em termos sectoriais, a redução generalizada do emprego no primeiro semestre de 2009 foi mais concentrada no sector da construção e na indústria transformadora (8.2 por cento e 4.4 por cento, respectivamente). A redução do número de trabalhadores na construção e na indústria transformadora

(21) Esta estimativa assume que, em 2009, para cada nível de idade, as taxas de participação não se alteraram face a 2008. 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*.

Gráfico 4.4
CRESCIMENTO DO PIB PRIVADO E DO EMPREGO PRIVADO
 Equivalente 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 empresariais. De 2007 a 2009, a série de emprego privado assume a manutenção do número médio de horas trabalhadas por trabalhador.

Quadro 4.1
POPULAÇÃO, EMPREGO E DESEMPREGO

Taxa de variação homóloga em percentagem, salvo indicação em contrário

	Valores anuais			1º Semestre		
	2006	2007	2008	2007	2008	2009
População	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
População activa	0.8	0.6	0.1	0.5	0.5	-0.7
Taxa de participação 15-64 anos (em % da população)	73.9	74.1	74.2	73.9	74.2	73.9
Emprego total	0.7	0.2	0.5	-0.2	1.3	-2.3
Emprego por conta de outrem						
Contrato sem termo	0.9	-2.2	0.6	-2.4	0.0	0.0
Contrato com termo ^(a)	9.3	8.0	6.2	9.9	10.3	-5.7
Emprego por conta própria	-2.7	1.3	0.9	-0.4	2.2	-3.0
Desemprego total	1.3	4.8	-4.8	9.0	-8.1	19.9
Taxa de desemprego total (em % da população activa)	7.7	8.0	7.6	8.1	7.4	9.0
Desemprego de longa duração (em % do desemprego total) ^(b)	53.1	49.9	50.8	49.8	51.8	45.8

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

Notas: (a) Em 2006, inclui contratos com empresas de trabalho temporário. (b) Considera-se desempregado de longa duração o indivíduo que procura emprego há 12 ou mais meses.

representa aproximadamente 70 por cento da diminuição total do emprego. O emprego na agricultura diminuiu 4.6 por cento e nos serviços 0.6 por cento.

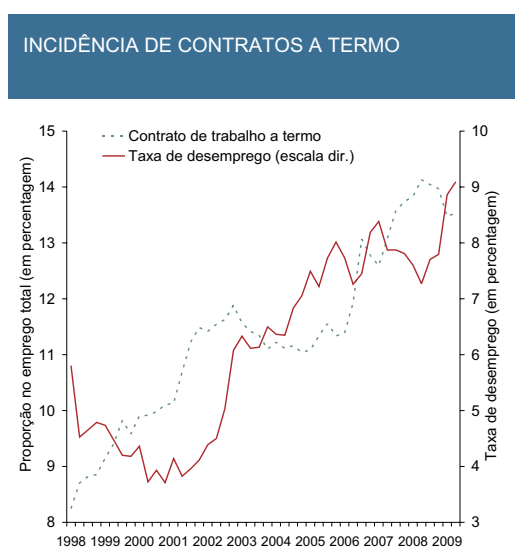
No primeiro semestre de 2009, o número de desempregados subiu 19.9 por cento em termos homólogos e a taxa de desemprego atingiu 9.0 por cento, o que constitui um aumento de 1.6 p.p. face ao valor observado no semestre homólogo de 2008. A taxa de desemprego dos homens aumentou 2.1 p.p. enquanto que no caso das mulheres esse aumento foi de 0.9 p.p. Em consequência, o rácio entre a taxa de desemprego das mulheres e a taxa de desemprego dos homens diminuiu atingindo um dos valores

mais baixos na última década. Nos últimos anos, a taxa de desemprego mostrou uma clara tendência de aumento (iniciada em 2001) ligada em parte a problemas estruturais da economia portuguesa. À semelhança do que aconteceu durante o período recessivo de 2002-2003, o aumento (em termos homólogos) do desemprego no primeiro semestre de 2009 foi mais marcado no grupo dos homens solteiros (a taxa de desemprego passou de 11.5 por cento em 2008 para 14.9 em 2009) (Gráfico 4.6). Esta evolução é consistente com a acentuada segmentação do mercado do trabalho em que, como referido anteriormente, a dinâmica do emprego se encontra associada à evolução dos contratos de trabalho com termo que têm uma maior incidência nas faixas etárias mais baixas.

A dinâmica do mercado de trabalho pode também ser analisada na perspectiva dos fluxos de indivíduos entre os vários estados do mercado de trabalho – inatividade, emprego e desemprego. O Gráfico 4.7 apresenta as médias trimestrais desses fluxos ao longo dos últimos 4 trimestres. Transitaram, em média, do emprego para a inatividade 47.8 mil indivíduos enquanto só 41.4 mil indivíduos transitaram em sentido contrário. Do desemprego para o emprego registou-se um fluxo de 52.9 mil indivíduos (menos 11.1 por cento face a igual período de 2008) e em sentido contrário 59.6 mil indivíduos (mais 33.1 por cento face a igual período de 2008). Finalmente, registou-se um fluxo de 56.0 mil indivíduos da inatividade para o desemprego e 48.2 mil em sentido contrário. O total destes fluxos entre os diferentes estados representa 7.0 por cento da população activa, próximo de 6.9 por cento observado no período homólogo.

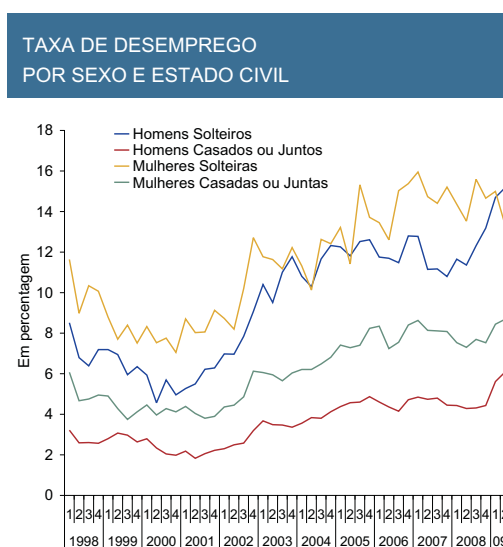
Em relação à decomposição do desemprego por níveis de duração, verificou-se uma diminuição do peso do desemprego de longa duração (12 ou mais meses), de 51.8 por cento no primeiro semestre de 2008 para 45.8 por cento do total dos desempregados em igual período de 2009. Esta diminuição resulta de um crescimento mais acentuado do desemprego de curta duração, embora o desemprego de longa duração também tenha aumentado em termos absolutos. A queda do emprego ligada à recente recessão económica implicou aumentos maiores no desemprego de curta duração, especialmente no desemprego entre 1 e 6 meses. A duração média do desemprego desceu de 23.3 meses no primeiro semestre de 2008 para 21.4 meses em igual período de 2009, o que é consistente com a tendência de diminuição do peso do desemprego de longa duração.

Gráfico 4.5



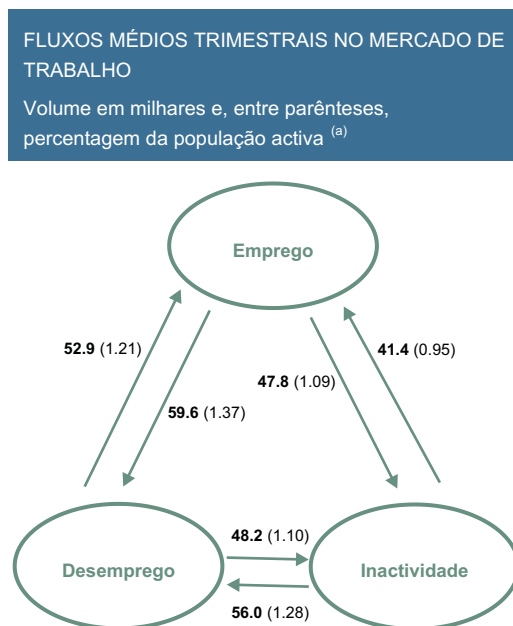
Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

Gráfico 4.6



Fontes: INE (Inquérito ao Emprego).

Gráfico 4.7



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 2008 e aos dois primeiros de 2009.

5. DESPESA

Tendo por base projecções para as principais componentes da despesa elaboradas com a informação disponível em finais de Outubro, as actuais estimativas do Banco de Portugal para 2009 apontam para uma quebra da actividade económica de 2.7 por cento (Quadro 5.1). Este resultado está associado a uma ligeira queda do consumo privado – marcada pela forte redução da despesa em bens duradouros – e a uma significativa diminuição do investimento e das exportações de bens e serviços, cujos efeitos na produção interna são mitigados pelo elevado conteúdo importado destas componentes. Ao contrário do verificado ao longo da última década, em 2009 deverá verificar-se um diferencial positivo entre as taxas de crescimento de Portugal e da área do euro, para a qual a projecção mais recente do FMI aponta para uma queda da actividade económica de 4.2 por cento (Gráfico 5.1)²².

Esta evolução em 2009 traduzir-se-á na maior diminuição da actividade económica registada pela economia portuguesa nas últimas décadas. De acordo com as Séries Longas para a Economia Portuguesa – disponíveis desde 1953 – apenas em 1975 se verificou uma evolução mais negativa do PIB (Gráfico 5.2), num contexto em que os efeitos de uma conjuntura internacional desfavorável terão sido menos importantes do que o choque específico então ocorrido. Pelo contrário, a evolução económica em 2009 reflecte, no essencial, a ocorrência à escala global de um choque sem precedentes, caracterizado por uma correcção abrupta de expectativas e um aumento muito acentuado da incerteza, num contexto de algumas vulnerabilidades estruturais da economia portuguesa, traduzidas na manutenção de um baixo crescimento do produto potencial. No entanto, a economia portuguesa é também

(22) A grande variabilidade dos indicadores económicos desde o final de 2008 tem originado grandes revisões da generalidade das projecções. Assim, atendendo às diferentes datas de fecho de informação entre as projecções agora divulgadas e as do FMI, a leitura deste diferencial de crescimento deverá estar sujeita a maior cautela do que o habitual. Atendendo à recuperação recente de vários indicadores económicos, é natural que uma actualização da previsão para a área do euro se traduzisse numa revisão em alta do crescimento projectado para 2009. De acordo com as projecções da Comissão Europeia publicadas em 3 de Novembro, o PIB da área do euro deverá registar uma queda de 4.0 por cento em 2009.

Quadro 5.1

PIB E PRINCIPAIS COMPONENTES DA DESPESA ^(a)

Taxa de variação real, em percentagem

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
PIB	-0.8	1.5	0.9	1.4	1.8	0.0	-2.7
Consumo privado	-0.2	2.5	1.9	1.9	1.6	1.7	-0.9
Duradouros	-8.8	5.5	3.4	0.3	4.4	-0.1	-14.3
Não duradouros	1.0	2.2	1.8	2.1	1.3	2.0	0.7
Consumo público	0.2	2.6	3.2	-1.4	0.0	0.7	2.1
Investimento	-8.3	2.5	-1.5	-0.3	2.9	-0.3	-14.2
FBCF	-7.4	0.2	-0.9	-0.7	2.7	-1.3	-13.1
Máquinas e produtos metálicos	-2.7	7.5	2.4	5.3	7.4	5.9	-9.8
Material de transporte	-9.8	-1.3	-3.1	13.5	10.6	0.6	-28.7
Construção	-9.6	-1.5	-3.0	-4.9	-0.2	-5.7	-13.2
Outro	-5.5	-3.6	2.4	-2.7	0.5	0.3	-9.0
Variação de existências ^(b)	-0.3	0.5	-0.1	0.1	0.1	0.2	-0.3
Procura interna	-2.0	2.5	1.5	0.8	1.6	1.1	-3.0
Exportações	3.9	4.0	2.1	8.7	7.9	-0.5	-13.1
Importações	-0.9	6.7	3.5	5.2	6.1	2.7	-11.7
Contributo procura interna para PIB ^(b)	-2.2	2.7	1.6	0.9	1.7	1.2	-3.3
Contributo procura externa líquida para PIB ^(b)	1.4	-1.2	-0.7	0.5	0.0	-1.2	0.6

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) Estimativas do Banco de Portugal para os anos de 2007 a 2009. (b) Contribuição para a taxa de variação do PIB em pontos percentuais.

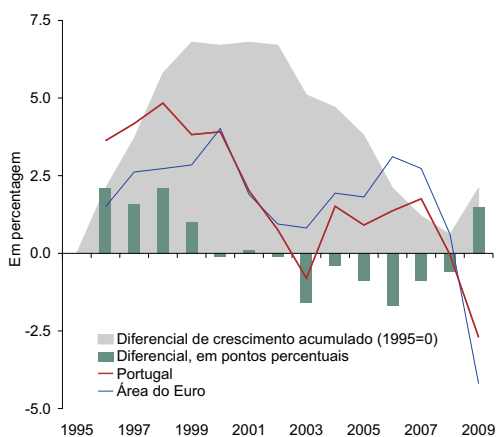
caracterizada pela ausência de sobrevalorização nos mercados dos activos, designadamente no mercado imobiliário, e por um sistema financeiro que se tem revelado globalmente resistente às perturbações decorrentes da crise económica e financeira.

Os efeitos deste choque global em 2009 terão sido diferenciados entre países. Alguns países revelaram uma maior sensibilidade à crise financeira internacional iniciada em 2007 e agravada de uma forma brusca após a falência do banco de investimento *Lehman Brothers* em Setembro de 2008, enquanto noutros se verificou uma significativa correcção do mercado de habitação face aos eleva-

Gráfico 5.1

PIB: PORTUGAL VS ÁREA DO EURO

Taxas de variação real



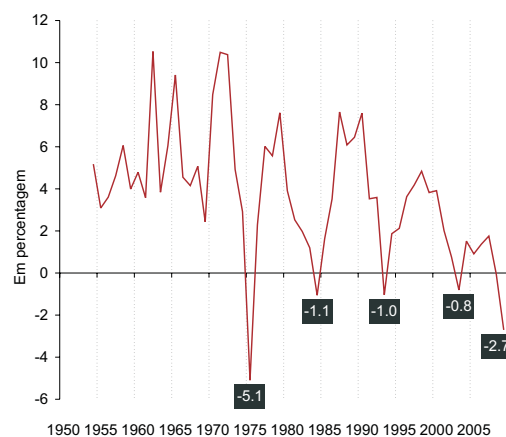
Fontes: Eurostat, FMI, INE e Banco de Portugal.

Notas: Os dados para Portugal baseiam-se no INE e em estimativas do Banco de Portugal para 2007-2009. Os dados do Eurostat para a área do euro foram atualizados para 2009 tendo em vista a previsão mais recente do FMI.

Gráfico 5.2

PRODUTO INTERNO BRUTO (PIB)

Taxas de variação real



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: Para o período posterior a 1977, as séries baseiam-se na base de dados publicada anualmente no *Boletim Económico de Verão*. Os dados para o período anterior foram obtidos através das Séries Longas para a Economia Portuguesa no pós II Guerra Mundial, disponíveis no sítio do [Banco de Portugal](#).

dos crescimentos observados no passado. Para além destes factores, as diferenças entre os efeitos imediatos deste choque deverão estar relacionadas com características estruturais de cada economia, tais como o peso dos sectores público e agrícola – actividades menos afectadas directamente pela correcção súbita das expectativas dos agentes económicos – ou o grau de especialização na produção de bens cuja procura revela tradicionalmente flutuações cíclicas mais acentuadas, designadamente bens de equipamento e de consumo duradouro. No entanto, os efeitos de médio prazo dependerão adicionalmente da existência de diferentes dinâmicas de ajustamento, as quais poderão ser motivadas tanto por factores de natureza endógena, relacionados por exemplo com o grau de rigidez dos vários mercados, como pela adopção de diferentes respostas de política económica.

Num contexto de forte deterioração da conjuntura internacional e das expectativas dos agentes, a economia mundial registou, desde o quarto trimestre de 2008, uma contracção acentuada, sem paralelo na história do pós II Guerra Mundial. De acordo com estimativas do FMI, em 2009 deverá verificar-se a maior diminuição do comércio mundial (ver “Secção 2 *Enquadramento Internacional*”). Tal evolução não se poderia deixar de reflectir no comportamento de uma pequena economia como a portuguesa, plenamente integrada nos fluxos de comércio e mercados financeiros internacionais. Na sequência de uma forte diminuição das encomendas nos mercados internacionais, as exportações portuguesas de mercadorias registaram uma redução abrupta e sem precedentes a partir do final de 2008. Em termos nominais, as exportações registaram uma diminuição de cerca de 24 por cento nos primeiros oito meses do ano em relação ao mesmo período de 2008 (Gráfico 5.3)²³.

A nível interno verificou-se igualmente uma redução generalizada dos indicadores de confiança dos agentes económicos (Gráfico 5.4). O indicador de sentimento económico registou em Outubro de 2008 a maior quebra observada em todo o período para o qual se encontra disponível (desde Janeiro de 1987). Assim, para além dos efeitos indirectos sobre a procura interna decorrentes da diminuição das exportações, designadamente sobre o investimento, esta forte correcção das expectativas dos agentes económicos, num contexto de elevada incerteza, traduziu-se na anulação ou adiamento de decisões de despesa, em especial das relacionadas com a aquisição de bens duradouros e com a concretização de projectos de investimento.

A actual projecção do PIB para 2009 (-2.7 por cento) representa uma revisão em alta relativamente à publicada nos Boletins Económicos da Primavera e do Verão (-3.5 por cento). Em relação ao Boletim Económico do Verão, esta alteração está essencialmente relacionada com uma avaliação menos desfavorável para as exportações e o consumo privado. A revisão de 4.6 pontos percentuais para a taxa de crescimento projectada para as exportações em 2009 é justificada pela informação mais recente para as exportações e para a carteira de encomendas (Gráfico 5.3), que reflecte a melhoria dos indicadores económicos observada na generalidade dos nossos principais mercados de destino (ver “Secção 2 *Enquadramento internacional*). No caso do consumo privado, a actual projecção de uma quebra de 0.9 por cento representa uma apreciável revisão em alta face à redução de 1.8 por cento anteriormente projectada. Os dois principais factores explicativos desta revisão são a significativa descida do nível de incerteza, bem como um crescimento mais forte do rendimento disponível real. Apesar desta revisão, a evolução do consumo privado continua a ter subjacente um ajustamento por parte das famílias, traduzido numa assinalável subida da taxa de poupança, na sequência do ligeiro aumento registado no ano anterior.

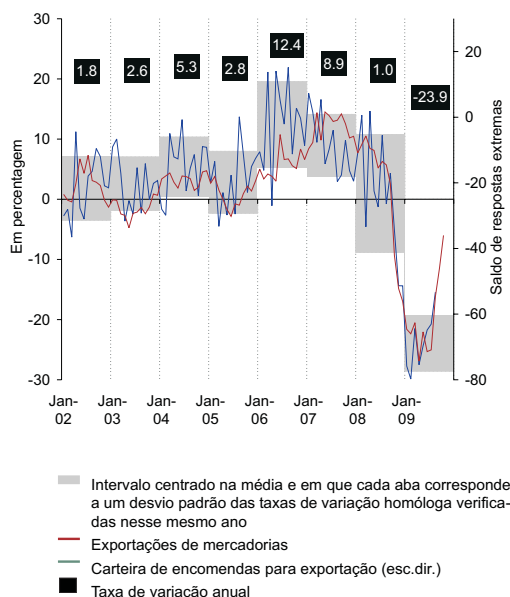
A actual projecção da actividade económica para o conjunto do ano de 2009 contempla um perfil de aceleração na segunda metade do ano, depois das taxas de variação homólogas de -4.0 e -3.7 por cento verificadas nos dois primeiros trimestres do ano, de acordo com as Contas Nacionais Trimestra-

(23) Tomando como referência a base de dados trimestral para o período posterior a 1977 que é divulgada anualmente no *Boletim Económico do Verão* do Banco de Portugal, as exportações nunca tinham registado uma taxa de variação homóloga tão negativa como a ocorrida no primeiro trimestre de 2009.

Gráfico 5.3

EXPORTAÇÕES NOMINAIS DE MERCADORIAS ^(a)

Taxas de variação homóloga



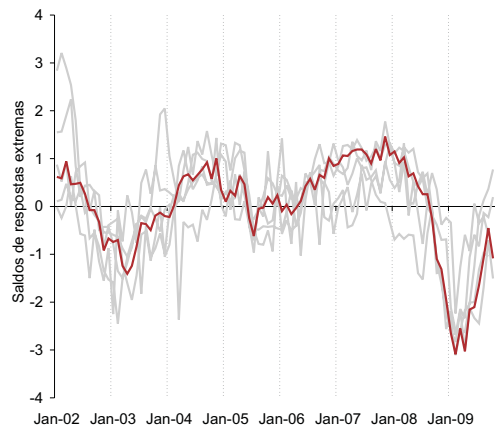
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) Para 2009 a informação refere-se até Agosto.

Gráfico 5.4

INDICADORES QUALITATIVOS ^(a)

Saldo de respostas extremas



Fontes: Eurostat e Banco de Portugal

Notas: (a) As séries apresentadas correspondem aos indicadores publicados mensalmente pelo Eurostat referentes aos indicadores de confiança dos consumidores, indústria transformadora, construção, comércio a retalho e serviços. As séries foram normalizadas pela respectiva média e desvio padrão para permitir a sua comparabilidade. A variável em destaque corresponde ao indicador de sentimento económico da Comissão Europeia.

is divulgadas em Setembro pelo Instituto Nacional de Estatística (INE). Este perfil de redução gradual do ritmo de queda em termos homólogos tem subjacente um ligeiro aumento do nível de actividade económica no segundo semestre, à semelhança do ocorrido no segundo trimestre, período para o qual o INE estima que o PIB tenha registado um aumento de 0.3 por cento relativamente ao trimestre anterior, depois de uma queda acumulada de 4.1 por cento observada nos três trimestres anteriores.

Esta projecção é suportada pelos indicadores económicos mais recentes, os quais, à semelhança do verificado para a maioria dos países europeus, parecem sugerir uma situação económica menos desfavorável na segunda metade do ano. Tal facto é particularmente visível nos indicadores qualitativos, que registaram nos meses mais recentes uma recuperação assinalável em relação aos níveis mínimos observados durante a primeira metade do ano (Gráficos 5.3 e 5.4). Estes indicadores tendem a reflectir as condições económicas vigentes e as expectativas de curto prazo dos agentes (Ver “Caixa 4 A evolução recente dos indicadores qualitativos”, Banco de Portugal, *Boletim Económico-Primavera 2009*).

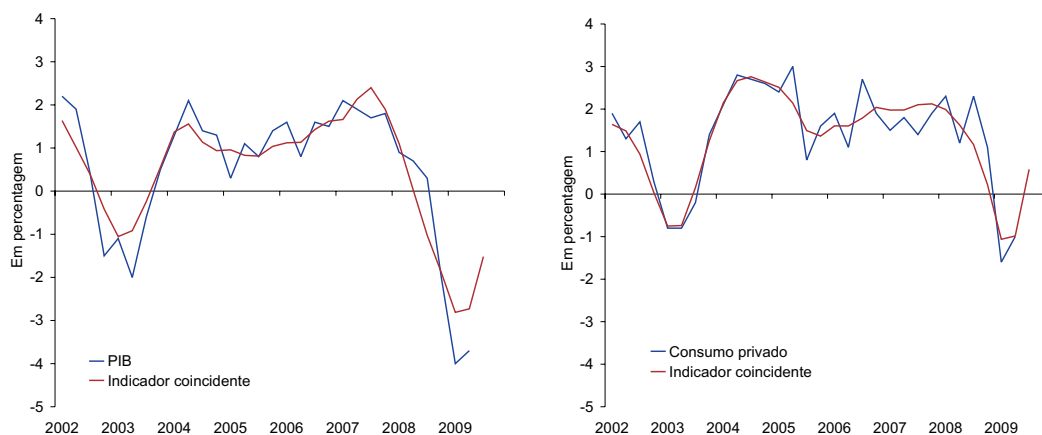
Neste âmbito, refira-se a evolução mais recente dos indicadores coincidentes do Banco de Portugal para a actividade e para o consumo privado, cujo objectivo é a utilização eficiente de um vasto leque de informação económica para eliminar a componente irregular da respectiva variável e desta forma extrair a sua evolução tendencial e cíclica²⁴, que apontam no mesmo sentido (Gráfico 5.5).

As actuais projecções para o conjunto do ano de 2009 incorporam uma diminuição de 0.9 por cento do consumo privado, num contexto de aumento do rendimento disponível em termos reais, relacionado com o expressivo crescimento de algumas componentes do rendimento disponível. Esta evolução

(24) As metodologias destes indicadores podem ser consultadas em Rua (2004), “Um novo indicador coincidente para a economia portuguesa”, Banco de Portugal, *Boletim Económico-Junho* e Rua (2005), “Um novo indicador coincidente para o consumo privado em Portugal”, Banco de Portugal, *Boletim Económico-Outono*.

Gráfico 5.5

INDICADORES COINCIDENTES DA ACTIVIDADE ECONÓMICA E DO CONSUMO PRIVADO
Valores trimestrais, taxas de variação homóloga



Fontes: INE e Banco de Portugal.

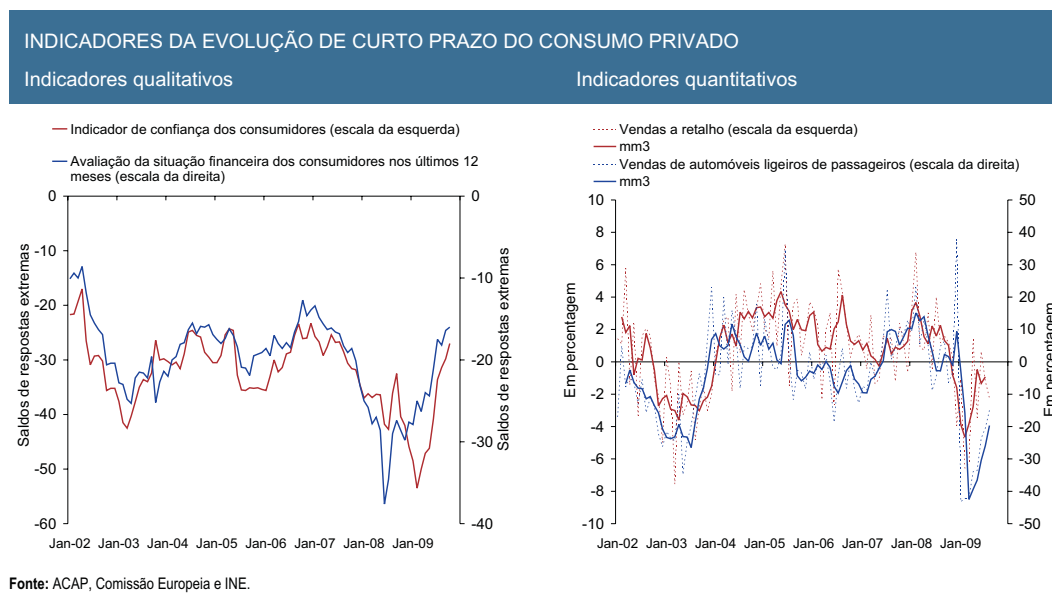
traduzir-se-á numa significativa subida da taxa de poupança em 2009, reforçando o seu ligeiro aumento verificado em 2008 e contrariando a tendência de descida verificada ao longo da última década.

A projecção para o consumo privado tem subjacente uma evolução bastante diferenciada entre as componentes de bens duradouros e não duradouros. As despesas em bens duradouros deverão registar uma queda perto de 15 por cento em 2009, depois de um crescimento nulo no ano anterior, reflectindo a forte sensibilidade ao ciclo económico, em especial num período em que se verificou uma queda abrupta da confiança e uma subida contínua da taxa de desemprego. O consumo de bens não duradouros e serviços manterá uma evolução mais alisada, estimando-se um crescimento de 0.7 por cento em 2009, depois de 2 por cento em 2008.

A projecção para o consumo privado pressupõe uma recuperação das taxas de variação homóloga na segunda metade do ano nas duas componentes, em linha com a evolução de diversos indicadores de natureza qualitativa e quantitativa (Gráfico 5.6). De entre estes destacam-se a recuperação da confiança dos consumidores e a evolução menos negativa das vendas a retalho. Adicionalmente, as vendas de automóveis, apesar de manterem taxas de variação homólogas negativas, evidenciam uma evolução menos desfavorável, depois das quebras superiores a 30 por cento observadas na primeira metade do ano. Este perfil intra-anual estará relacionado com o desanuviamento da turbulência financeira e a conseqüente diminuição do nível de incerteza, o qual terá funcionado como um importante travão às decisões de despesa dos consumidores na fase final de 2008 e na primeira metade de 2009, em particular no primeiro trimestre. Esta significativa redução do nível de incerteza a partir de Março de 2009 é claramente ilustrada pela diminuição da volatilidade da generalidade dos mercados financeiros e pela diminuição de *spreads* nos mercados monetários interbancários e nos mercados de dívida privada e pública.

A evolução do consumo privado para o conjunto de 2009 deverá ser suportada por um crescimento do rendimento disponível, em especial de algumas componentes com elevada propensão marginal ao consumo, designadamente as remunerações do trabalho, os juros pagos e as transferências do sector público.

Gráfico 5.6



Com efeito, apesar da diminuição do emprego, deverá verificar-se um apreciável crescimento das remunerações do trabalho. De acordo com a informação do Instituto de Informática do Ministério do Trabalho e da Solidariedade Social, a remuneração média por trabalhador para o sector privado registou um aumento de 3.6 por cento nos primeiros oito meses do ano relativamente ao mesmo período de 2008, tendo por base uma cobertura de cerca de 3 milhões de indivíduos. Atendendo à taxa de inflação negativa em 2009, tal aumento representa um expressivo crescimento do salário real, muito acima do estimado para a evolução da produtividade média do trabalho (queda de 0.2 por cento), que deverá ser transitório.

Adicionalmente, em 2009 e em linha com a avaliação qualitativa das famílias relativamente à sua situação financeira nos últimos 12 meses (Gráfico 5.6), verificou-se uma significativa redução dos juros líquidos pagos pelas famílias, num contexto de forte descida de taxas de juro, motivada tanto pelas sucessivas reduções das taxas de juro oficiais do Banco Central Europeu como pela diminuição dos *spreads* no mercado monetário da área do euro. Estima-se que na primeira metade de 2009 se tenha verificado uma diminuição dos juros pagos pelas famílias de cerca de 15 por cento relativamente ao primeiro semestre de 2008. A já referida diminuição da situação de turbulência, traduzida numa diminuição dos *spreads* das taxas de juro no mercado interbancário - indexante no crédito aos particulares -, bem como a existência de desfasamentos na evolução das taxas praticadas pelos bancos nas suas operações de retalho, deverão reforçar a diminuição dos juros pagos pelas famílias na segunda metade de 2009. Refira-se que os efeitos no rendimento relacionados com a diminuição dos juros pagos pelas famílias serão mais significativos do que os de sinal contrário associados à redução dos juros recebidos, dada a posição líquida negativa das famílias em termos de activos que vencem juros. Os efeitos no consumo privado tenderão ainda a ser reforçados pela maior propensão marginal ao consumo associada aos juros pagos.

Finalmente, as transferências do sector público para as famílias são também uma componente do rendimento disponível que deverá ter um crescimento muito expressivo. Esta evolução reflectirá não só os pagamentos relacionados com os subsídios de desemprego como também outras despesas de natureza social, algumas delas resultantes de medidas aprovadas em meados de 2008 (ver "Secção 3.2 Política Orçamental").

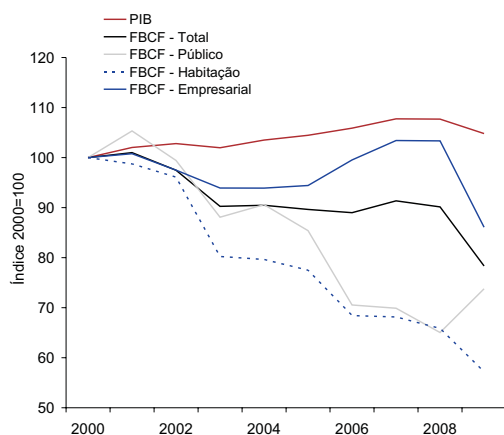
As actuais projecções para 2009 apontam para uma queda da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) de 13.1 por cento, depois de uma descida de 1.3 por cento em 2008. Esta evolução em 2009 está relacionada com a forte sensibilidade do investimento ao ciclo económico, em especial numa situação em que se verificou uma profunda deterioração das expectativas dos agentes económicos e uma significativa subida do nível de incerteza, com o consequente aumento do prémio de risco associado às decisões de investimento. Adicionalmente, à semelhança do ocorrido noutros países, as expectativas negativas em relação à procura futura e a queda brusca dos fluxos de comércio internacional terão implicado uma forte redução do nível de existências, traduzindo-se num contributo muito negativo da sua variação (-0.3 pontos percentuais) para a taxa de crescimento do PIB em 2009, e numa evolução ainda mais negativa do investimento.

Esta evolução do investimento em 2009 interrompeu uma incipiente trajectória de recuperação iniciada em 2006, reforçando um comportamento muito desfavorável ao longo da última década, em particular do investimento em habitação das famílias (Gráfico 5.7). De acordo com as actuais projecções, o investimento em habitação em 2009 deverá atingir um nível significativamente inferior ao observado em 2000.

O Gráfico 5.8 ilustra a significativa queda do FBCF a partir do último trimestre de 2008, após um período de alguma aceleração iniciado em 2006, a qual é mais notória quando se considera a evolução do investimento em máquinas e equipamento, componente mais relacionada com o investimento empresarial. Aliás, essa trajectória de aceleração surgiu atenuada já na segunda metade de 2007, na sequência do início da turbulência nos mercados financeiros internacionais, e terá sido claramente revertida a partir do último trimestre de 2008. No entanto, apesar das inequívocas influências da crise internacional na evolução recente do investimento, o desempenho da FBCF ao longo da última década não deverá ser explicado por razões de natureza cíclica mas sim por motivos de carácter estrutural.

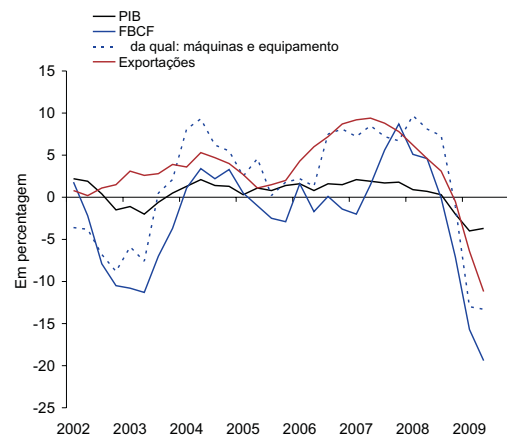
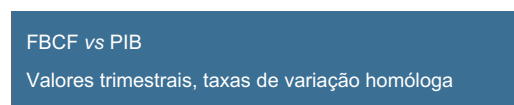
A forte diminuição da FBCF em 2009 é generalizada às suas componentes (Quadro 5.1). O investimento em máquinas e equipamento deverá registar uma contracção de perto de 10 por cento, enquanto a construção deverá cair cerca de 13 por cento. O investimento em material de transporte registará uma queda ainda mais expressiva, de quase 30 por cento.

Gráfico 5.7



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 5.8



Fonte: INE.

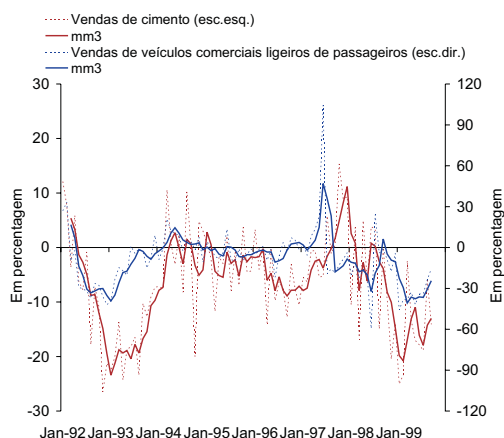
A projecção para a FBCF no conjunto de 2009 tem subjacentes taxas de variação homólogas menos negativas na segunda metade do ano para todos os tipos de investimento. A melhoria generalizada dos indicadores de confiança tem sido materializada, ainda que de uma forma ténue, em alguns indicadores de natureza quantitativa, como as vendas de veículos comerciais e as vendas de cimento (Gráfico 5.9). A atenuação da situação de instabilidade nos mercados financeiros e a associada diminuição do nível de incerteza, bem como a já mencionada significativa redução das taxas de juro ao longo de 2009, poderão estar a permitir uma evolução menos desfavorável da FBCF no segundo semestre do que a verificada nos trimestres anteriores.

Refira-se, no entanto, que apesar de alguma melhoria das condições económicas na segunda metade do ano, as expectativas dos agentes económicos terão registado uma profunda deterioração em relação aos níveis prevaletentes antes da situação de turbulência financeira, o que poderá originar a necessidade de ajustamentos de balanço, tanto dos particulares como das empresas (financeiras e não financeiras). Estes ajustamentos poderão não permitir uma recuperação tão dinâmica do investimento como a que é tipicamente observada nos períodos pós recessivos. Os dados mais recentes relacionados com a concessão de crédito bancário estão em linha com a contenção das despesas em investimento. O crédito à habitação registou uma desaceleração ininterrupta desde meados de 2008, de taxas de variação homóloga perto dos 8 por cento para apenas 2.3 por cento em Agosto. No mesmo período, o crescimento homólogo do crédito bancário a empresas do sector não financeiro diminuiu de cerca de 13 por cento para 4.1 por cento. Tal desaceleração reflectirá, simultaneamente, uma diminuição da procura de crédito bem como critérios mais exigentes do lado da oferta, embora gradualmente menos intensos no decurso de 2009.

De acordo com o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, divulgado em finais de Outubro, no terceiro trimestre e face ao período anterior, as cinco maiores instituições bancárias voltaram a referir uma nova redução de procura e critérios mais restritivos de concessão de crédito, tanto às empresas como aos particulares, embora de uma forma menos significativa do que o reportado nos trimestres anteriores. Esse aperto foi justificado por uma avaliação menos favorável dos riscos, das expectativas quanto à evolução futura da actividade e dos riscos associados às garantias exigidas.

Gráfico 5.9

INDICADORES DA EVOLUÇÃO DE CURTO PRAZO DA FBCF
Taxas de variação homóloga



Fontes: ACAP e Banco de Portugal.

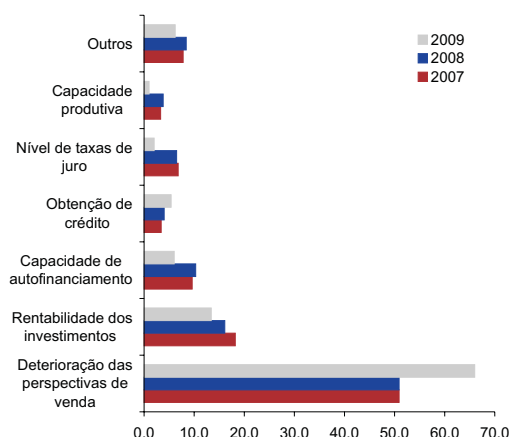
No caso da habitação, a diminuição da procura de crédito por parte das famílias é atribuída à diminuição das suas necessidades de financiamento, relacionada em particular com uma deterioração das perspectivas para o mercado de habitação e da confiança dos consumidores e com uma diminuição das despesas de consumo não relacionadas com a aquisição da habitação. No caso das empresas, por seu turno, refira-se que o investimento é a razão mais invocada para a diminuição procura de empréstimos por parte das empresas no terceiro trimestre. Pelo contrário, a reestruturação da dívida por parte das empresas e as maiores necessidades de financiamento de existências e de necessidades de fundo de maneo, terão contribuído para um aumento da procura de empréstimos por parte das empresas.

A informação do Inquérito de Conjuntura ao Investimento do INE, divulgado em Julho deste ano, confirma a importância da deterioração das expectativas em relação à procura na evolução do investimento empresarial. A percentagem de empresas de vários sectores que afirma ter limitações ao investimento em 2009 situou-se em 52.7 por cento, o que representa um significativo aumento face ao valor para 2008 divulgado no mesmo período do ano anterior (42.5 por cento). De entre as empresas que enfrentam limitações ao investimento, verificou-se um expressivo aumento da percentagem (de 50.9 para 66 por cento) das que referem a deterioração das expectativas de vendas como principal factor limitativo (Gráfico 5.10). Ainda que significativamente menos importante, refira-se a diminuição da importância do nível das taxas de juro como principal factor limitativo, e um ligeiro aumento da percentagem das empresas que mencionam as dificuldades de obtenção de crédito.

O volume de exportações de bens e serviços deverá registar uma queda ligeiramente superior (-13.1 por cento) ao observado nos principais mercados de destino, o que corresponderá a uma ligeira deterioração do indicador de quota de mercado – desde o início da década apenas em 2007 este indicador registou uma variação positiva (Gráfico 5.11)²⁵. A queda das exportações será particularmente expressiva no caso das exportações de mercadorias, para as quais se projecta uma diminuição de 15

Gráfico 5.10

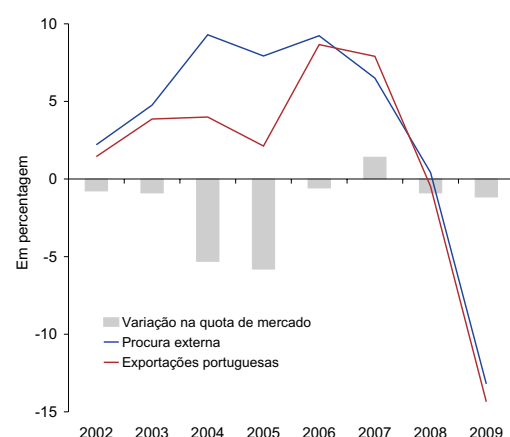
PRINCIPAL FACTOR LIMITATIVO AO INVESTIMENTO
Em percentagem do número total de empresas com limitações ao investimento



Fonte: INE.

Gráfico 5.11

QUOTA DE MERCADO DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE BENS E SERVIÇOS
Taxas de variação homóloga



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.

(25) Além das limitações habituais deste indicador, o qual não considera a totalidade dos mercados de exportação de Portugal nem tem em conta a evolução diferenciada dos vários sectores, o actual contexto de grande variabilidade das taxas de crescimento dos fluxos de comércio internacional pode afectar a comparabilidade entre as projecções para as exportações portuguesas e as importações dos vários mercados, exigindo especial cuidado na interpretação dos resultados.

por cento, enquanto a redução actualmente prevista para as exportações de serviços se cifra em torno de 9 por cento.

A actual projecção para o conjunto do ano tem subjacente uma recuperação das taxas de variação homóloga, em linha com a informação mais recente para as exportações e a carteira de encomendas (Gráfico 5.3), bem como com a melhoria dos indicadores económicos observada na generalidade dos principais mercados de destino.

Esta evolução muito negativa das exportações foi um fenómeno comum à generalidade das economias mundiais, existindo diferenças relacionadas com o facto de os países estarem especializados em mercados geográficos e sectoriais com crescimentos distintos.

De acordo com a informação divulgada pelo INE para o comércio internacional de mercadorias, a quebra das exportações nos primeiros sete meses de 2009 foi generalizada a todos os sectores, embora sejam de destacar algumas diferenças (Quadro 5.2). Por grandes categorias económicas e em termos nominais, a diminuição mais expressiva verificou-se nas exportações de combustíveis (48.2 por cento), em linha com a significativa descida do preço do petróleo nos mercados internacionais. Refira-se que as exportações de combustíveis têm ganho uma importância acrescida ao longo dos últimos anos, correspondendo a 5.5 por cento do total das exportações de mercadorias em 2008. As exportações de bens intermédios, por seu lado, caíram 29.1 por cento e as de bens de equipamento diminuíram 30.3 por cento. No caso dos bens de consumo, a redução das exportações foi menos acentuada (11.8 por cento).

Estas diferenças são igualmente expressivas quando se consideram as exportações classificadas por grau de intensidade tecnológica. A redução das exportações foi significativamente menor no caso dos produtos de baixa tecnologia (-14.3 por cento), os quais, apesar de terem diminuído continuamente o seu peso no total ao longo das últimas décadas, continuam a revelar-se como o grupo de produtos onde Portugal revela uma maior especialização relativa. Esta evolução reflectirá, nomeadamente, o facto das exportações de produtos alimentares terem registado uma queda de apenas 0.9 por cento, enquanto as exportações de vestuário e de calçado também registaram quedas significativamente menores do que as observadas noutros sectores (-15.5 e -8.2 por cento, respectivamente). Dentro deste grupo de baixa tecnologia, uma redução assinalável é a observada na componente “Madeira e cortiça” (-29.7 por cento).

As exportações de produtos de tecnologia intermédia registaram uma queda muito mais forte, nomeadamente as rubricas “Metais comuns” (-35.0 por cento) “Máquinas e aparelhos” (-34.2 por cento) e “Veículos e material de transporte” (-27.1 por cento). No seu conjunto, estes três grupos de produtos representam aproximadamente 1/3 das exportações portuguesas e terão contribuído com cerca de -13 pontos percentuais para a redução de 24.7 por cento das exportações portuguesas nos primeiros sete meses do ano.

A análise das exportações por áreas geográficas aponta igualmente para uma redução generalizada do comércio internacional a partir do quarto trimestre de 2008 (Quadro 5.3). Nos primeiros sete meses de 2009, verificou-se uma redução das exportações, tanto para os países da UE (-25.0 por cento) como para os mercados extra-comunitários (-23.8 por cento). Em termos de contributos, destacam-se as exportações para Espanha, as quais representavam 27.2 por cento do total em 2008 e registaram um decréscimo de 30.1 por cento nos primeiros sete meses do ano, relativamente ao mesmo período do ano anterior. As exportações para Alemanha e França, os dois mercados mais importantes após Espanha, também registaram quebras significativas, particularmente expressivas no primeiro trimestre de 2009. Uma excepção assinalável prende-se com as exportações para os PALOP, fortemente concentradas no mercado de Angola, as quais, apesar de também terem abrandado significativamen-

Quadro 5.2

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

Taxa de variação homóloga: valores nominais

	Pesos 2008	Taxa de variação homóloga (em percentagem)								
		2008	2009 (até Jul)	2008				2009		
				1º trim	2º trim	3º trim	4º trim	1º trim	2º trim	
Total	100.0	1.0	-24.7	5.2	4.5	5.3	-11.1	-26.4	-24.6	
<i>Classificação por grupos de produtos</i>										
Agrícolas	4.7	19.4	-15.1	20.7	31.6	24.4	4.8	-8.1	-20.3	
Alimentares	5.0	10.1	-0.9	13.1	11.7	12.4	4.8	-0.2	-1.4	
Combustíveis minerais	5.9	30.3	-48.5	63.6	58.6	28.0	-17.4	-57.0	-46.1	
Químicos	4.6	-7.7	-22.5	-2.7	-2.0	-2.8	-23.2	-23.6	-23.4	
Plásticos, borracha	5.9	5.1	-22.3	14.7	10.2	10.7	-14.3	-26.6	-20.7	
Peles, couros	0.3	-0.4	-21.5	-3.1	-0.2	7.5	-4.7	-18.9	-21.5	
Madeira, cortiça	4.0	-5.1	-29.7	-0.4	-2.4	-5.1	-13.6	-31.7	-29.2	
Pastas celulósicas, papel	4.4	0.5	-13.6	7.6	3.1	2.6	-10.3	-15.7	-11.5	
Matérias têxteis	4.1	-6.9	-19.7	-2.4	-6.7	-5.6	-12.7	-22.4	-18.5	
Vestuário	6.4	-7.4	-15.5	-4.3	-5.8	-9.2	-10.6	-15.2	-17.1	
Calçado	3.5	2.1	-8.2	0.0	-0.3	7.9	-0.1	-11.0	-7.6	
Minerais, minérios	5.6	-1.0	-22.4	6.4	4.5	4.3	-18.4	-24.5	-23.2	
Metais comuns	8.8	1.0	-35.0	0.6	8.9	8.9	-15.2	-33.8	-35.2	
Máquinas, aparelhos	19.1	-2.5	-34.2	-1.5	-1.9	5.1	-11.2	-35.1	-35.2	
Veículos, outro material de transporte	12.3	-2.7	-27.1	4.3	-5.7	1.4	-11.2	-33.5	-22.3	
Óptica e precisão	0.9	1.3	-3.4	11.0	12.6	0.7	-16.5	-4.3	-3.9	
Outros produtos	4.8	4.4	-6.9	7.5	10.7	7.0	-7.3	-7.3	-7.9	
<i>Classificação por grandes categorias económicas</i>										
Bens intermédios	33.9	-1.8	-29.1	3.6	4.8	3.5	-19.2	-30.1	-29.3	
Bens de equipamento	27.4	-0.9	-30.3	3.7	-1.0	5.7	-11.8	-32.0	-30.6	
Bens de consumo ^(a)	32.1	0.5	-11.8	1.4	0.9	2.5	-2.7	-13.6	-10.6	
Combustíveis	5.5	36.7	-48.2	71.1	70.2	31.9	-12.8	-56.4	-46.4	
Outros	1.1	20.6	17.8	14.1	18.3	25.1	25.7	8.9	30.2	
<i>Classificação por grau de intensidade tecnológica ^(b)</i>										
Alta tecnologia	10.1	3.2	-24.4	17.6	6.4	3.8	-14.0	-28.9	-24.7	
Média-alta tecnologia	29.7	-4.5	-29.8	-3.7	-4.9	3.1	-12.1	-31.9	-28.5	
Média-baixa tecnologia	26.2	7.0	-32.0	15.1	17.0	12.4	-16.0	-34.4	-31.5	
Baixa tecnologia	34.0	0.9	-14.3	3.5	3.7	2.5	-5.7	-14.6	-14.9	
Por memória: Total excluindo combustíveis	94.5	-0.6	-23.2	3.0	1.9	4.0	-11.0	-24.7	-23.1	

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 3.4 A dinâmica do padrão de especialização das exportações portuguesas nas últimas décadas", Banco de Portugal, *Relatório Anual 2006*. 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 respostas 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).

te, continuaram a registar um crescimento positivo (8.8 por cento), reforçando o aumento do peso deste mercado no total das exportações de Portugal.

No que se refere às exportações de serviços verificou-se igualmente uma queda generalizada das suas várias componentes, embora menos acentuadas do que as observadas para as exportações de mercadorias (Quadro 5.4). Num contexto de forte redução da procura internacional, o sector do turismo que representa cerca de 40 por cento das exportações totais de serviços registou uma queda de 10.2 por cento. Considerando os 10 principais mercados clientes (Quadro 5.5), o maior destaque vai para o Reino Unido, o qual representa cerca de 1/5 do total das receitas de exportação e que terá registado uma redução de cerca de 25 por cento nos primeiros sete meses do ano, relativamente ao mesmo período de 2008. Quebras igualmente importantes registaram-se nas receitas relacionadas com turistas provenientes de Espanha e Alemanha, que no seu conjunto representam cerca de 1/4 do

Quadro 5.3

EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE MERCADORIAS POR ÁREAS GEOGRÁFICAS									
Taxa de variação homóloga: valores nominais									
	Pesos 2008	Taxa de variação homóloga (em percentagem)							
		2008	2009 (até Jul)	2008				2009	
				1º trim	2º trim	3º trim	4º trim	1º trim	2º trim
TOTAL	100.0	1.0	-24.7	5.2	4.5	5.3	-11.1	-26.4	-24.6
Intra-comunitário	73.8	-2.8	-25.0	3.3	1.5	0.2	-16.4	-27.6	-23.8
Espanha	27.2	-3.0	-30.1	3.9	5.3	0.8	-21.8	-30.3	-29.3
Alemanha	12.9	-0.3	-20.1	2.6	-0.5	4.4	-7.7	-24.3	-17.0
França	11.7	-6.5	-21.2	-2.2	-1.1	-5.2	-18.1	-24.7	-21.5
Reino Unido	5.5	-7.7	-24.8	-3.7	-8.7	-3.0	-15.3	-29.1	-23.9
Itália	3.8	-7.7	-23.3	1.3	-3.5	-10.3	-18.4	-26.0	-23.7
Extra-comunitário	26.2	13.4	-23.8	12.3	14.9	21.0	5.6	-22.2	-26.9
<i>dos quais:</i>									
Estados Unidos	3.5	-17.5	-36.6	-24.3	-19.1	-16.4	-40.0	-37.2	-37.8
PALOP	7.1	29.9	8.8	20.1	23.8	36.4	36.8	21.2	6.0

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

Quadro 5.4

EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE SERVIÇOS							
Taxa de variação homóloga: valores nominais							
	Pesos 2008	Taxa de variação homóloga (em percentagem)					
		2008	2009 (até Jul)	2008		2009	
				1º semestre	2º semestre	1º semestre	
Total	100.0	5.6	-10.5	10.0	2.1	-10.9	
Turismo	41.5	0.5	-10.2	4.3	-2.1	-11.4	
Transportes	26.6	10.5	-12.5	14.0	7.4	-12.6	
Outros serviços fornecidos por empresas	19.0	10.7	-13.3	13.8	7.7	-12.4	
Construção	3.6	8.3	-18.0	13.0	4.1	-18.9	
Comunicação	3.5	8.8	-6.6	19.7	-1.1	-8.2	
Serviços de informação e informática	1.5	15.3	0.5	29.6	4.3	-1.3	
Serviços financeiros	1.3	-4.0	-27.2	-3.9	-4.0	-22.1	
Serviços de natureza pessoal, cultural e recreativa	1.1	7.2	2.8	16.4	-1.0	-1.0	
Operações governamentais	1.0	0.5	-4.9	33.7	-18.3	-0.7	
Seguros	0.6	5.4	8.3	4.7	6.1	10.0	
Direitos de utilização	0.3	-22.8	298.6	-39.7	-3.5	287.2	

Fonte: Banco de Portugal (Balança de Pagamentos).

total das exportações de turismo. Todos os restantes mercados, com excepção da Suíça, registaram igualmente quebras de receita nos primeiros sete meses do ano.

Em 2009, o volume de importações de bens e serviços deverá registar uma redução de 11.7 por cento, reflectindo a evolução das várias componentes da procura, em especial a significativa quebra de algumas componentes com elevado conteúdo importado, como o consumo de bens duradouros, a FBCF e as exportações (Gráfico 5.12). À semelhança do verificado com as exportações, esta evolução das importações foi relativamente generalizada em termos internacionais, traduzindo a situação de colapso do comércio mundial ocorrida a partir da fase final de 2008. Dada a grande sensibilidade das importações ao ciclo económico, em particular das componentes da procura com maior conteúdo

Quadro 5.5

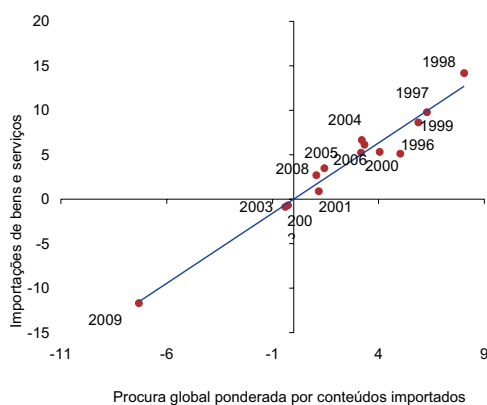
EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE SERVIÇOS DE TURISMO		Taxa de variação homóloga (em percentagem)				
Taxa de variação homóloga: valores nominais						
	Pesos 2008	Taxa de variação homóloga (em percentagem)				
		2008	2009 (até Jul)	2008		2009
				1º semestre	2º semestre	1º semestre
Total	100.0	0.5	-10.2	4.3	-2.1	-11.4
Reino Unido	22.0	-8.4	-25.6	-3.2	-12.3	-25.3
França	16.1	6.3	-0.8	11.1	3.8	-2.6
Espanha	14.5	-1.8	-6.0	5.2	-6.2	-7.7
Alemanha	10.9	2.9	-7.9	4.4	1.7	-8.4
Estados Unidos	2.9	-26.9	-23.2	-21.9	-30.8	-5.6
Países Baixos	3.9	7.6	-4.5	9.2	6.4	-4.3
Brasil	3.1	31.8	-20.2	48.5	19.1	-22.1
Bélgica	2.6	-0.4	-0.7	6.1	-4.2	-4.9
Itália	2.3	-7.7	-12.4	-2.6	-10.9	-12.5
Suiça	2.1	5.1	26.1	1.4	7.9	34.0
Resto do Mundo	19.4	9.5	-4.8	9.6	9.4	-10.7

Fonte: Banco de Portugal (Balança de Pagamentos).

importado, espera-se uma redução da taxa de penetração das importações na procura em 2009, em linha com o que habitualmente acontece nos períodos de recessão económica, os quais têm interrompido temporariamente a tendência de crescimento deste indicador ao longo das últimas décadas (Gráfico 5.13).

Gráfico 5.12

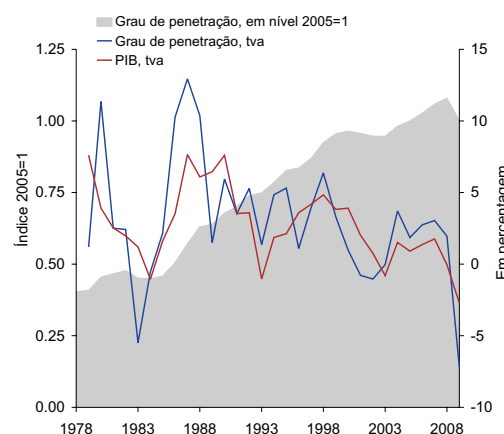
IMPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS vs PROCURA GLOBAL PONDERADA
Taxas de variação real, em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 5.13

PENETRAÇÃO DAS IMPORTAÇÕES NA PROCURA GLOBAL
Com dados em volume



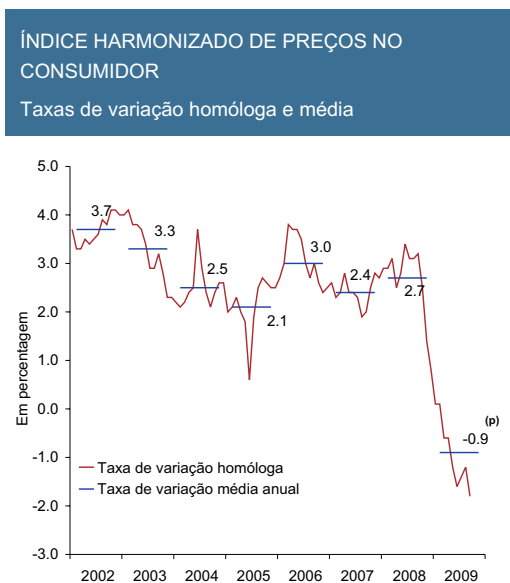
Fontes: INE e Banco de Portugal.

6. PREÇOS

Em 2009, a taxa de inflação em Portugal, medida pela variação média anual do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), deverá situar-se em -0.9 por cento, face a 2.7 por cento no 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 voltar a ser negativo, situando-se em -1.3 p.p., o que constitui um mínimo desde o início da área do euro. A actual projecção para a taxa de inflação em 2009 representa uma revisão em baixa de 0.4 p.p. face ao valor divulgado no *Boletim Económico do Verão*, num contexto de quedas dos preços de importação mais acentuadas e de um maior crescimento dos salários a par de uma maior compressão de margens de lucro do que o anteriormente esperado.

Após um período de relativa estabilidade da inflação em Portugal, a pronunciada desaceleração dos preços iniciada no último trimestre de 2008 prolongou-se em 2009, devendo-se registar inclusivamente uma taxa de variação média anual negativa, o que constitui um facto inédito nas últimas três décadas. Esta evolução reflecte, por um lado, o enquadramento externo à economia portuguesa caracterizado por uma situação de crise económica e financeira profunda a nível global que se traduziu em fortes quedas de procura e baixos níveis de utilização da capacidade produtiva. Neste contexto, registou-se uma redução substancial do preço internacional das matérias-primas quer energéticas, quer não energéticas (Quadro 6.1). Em particular, após o aumento significativo do preço do petróleo em 2008, observou-se uma pronunciada correcção no ano corrente, registando-se quedas em termos homólogos em torno de 40 por cento. A diminuição significativa dos preços das matérias-primas nos mercados internacionais traduziu-se numa redução generalizada dos preços das importações de mercadorias e que foi igualmente observada ao nível dos serviços. Por outro lado, a forte contracção da procura interna terá igualmente contribuído para a queda dos preços designada-

Gráfico 6.1



Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.

Nota: (p) - Projecção.

Quadro 6.1

PORTUGAL - PRINCIPAIS INDICADORES DE PREÇOS INTERNACIONAIS								
Taxa de variação, em percentagem								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009		
						1º trim.	2º trim.	3º trim.
Preços de importação de mercadorias ^(a)								
Total	2.2	3.1	4.1	1.2	4.9	-8.3	-11.6	
Total excluindo combustíveis	0.8	-0.6	1.4	1.2	0.8	-4.6	-5.2	
Bens de consumo	-1.6	-2.7	0.9	-0.1	-0.1	-2.7	-3.5	
Bens de consumo alimentar	1.2	-0.7	2.3	3.8	6.0	-1.8	-2.5	
Bens de consumo não alimentar	-2.8	-3.6	0.2	-1.9	-2.9	-3.1	-4.0	
Preço internacional de matérias-primas								
Preço do petróleo (Brent Blend), EUR	21.4	45.0	19.0	0.4	26.6	-45.7	-44.3	-38.6
Preço de matérias-primas não energéticas, EUR	10.8	9.4	24.8	9.2	4.4	-27.7	-23.1	-18.4
Índice cambial efectivo nominal para Portugal ^(b)								
	0.6	-0.2	0.2	0.8	1.2	0.4	0.0	0.3

Fontes: Eurostat, HWWI, Thomson Reuters, INE 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*.

mente facilitando a transmissão da diminuição dos preços internacionais aos preços internos. Além disso, a redução da procura interna aliada à evolução desfavorável da procura externa também se terá feito sentir, por exemplo, na evolução dos preços de alguns serviços, como alojamento e restauração, férias organizadas e transportes.

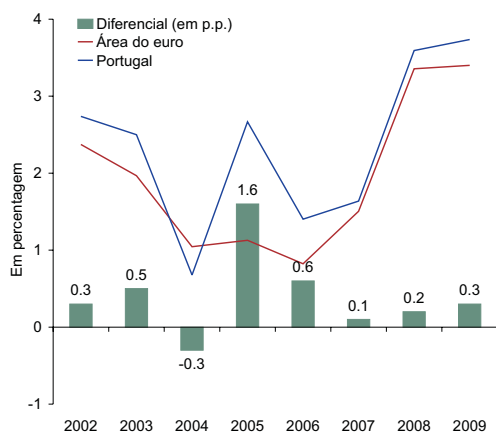
De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, os custos unitários de trabalho terão apresentado em 2009 uma taxa de crescimento semelhante à observada no ano anterior (Gráfico 6.2) não obstante o forte aumento da taxa de desemprego. Esta evolução reflecte um crescimento das remunerações similar ao observado em 2008 e uma variação da produtividade quase nula, reflectindo uma queda do emprego total de magnitude próxima da estimada para a actividade económica. O crescimento das remunerações por trabalhador em 2009, que deverá situar-se em cerca de 3.5 por cento, reflecte nomeadamente a actualização da tabela salarial do sector da administrações públicas em 2.9 por cento, o aumento do salário mínimo nacional em 5.6 por cento bem como um efeito composição decorrente da alteração da estrutura do emprego. No conjunto do sector privado estima-se que o crescimento das remunerações por trabalhador ascenda a 3.4 por cento. Refira-se que, no referido contexto de manutenção do crescimento das remunerações, se terá registado novamente uma compressão das margens de lucro das empresas, num contexto de deterioração da rentabilidade deste sector (ver "Secção 3 Situação financeira do sector privado não financeiro", do texto "O sistema bancário português no decurso de 2009", deste Boletim). Por sua vez, na área do euro, também se deverá registar uma relativa manutenção do crescimento dos CTUP. Contudo, esta relativa estabilidade tem subjacente uma desaceleração das remunerações acompanhada por uma queda da produtividade. A evolução da produtividade reflecte uma queda acentuada da actividade na área do euro apenas parcialmente acompanhada pela redução do emprego. De referir que a par da diminuição do emprego se deverá ter registado algum ajustamento em baixa no número de horas trabalhadas por trabalhador na área do euro. À semelhança do verificado nos dois últimos anos, deverá registar-se um diferencial ligeiramente positivo entre o crescimento dos CTUP em Portugal e na área do euro.

No que se refere ao perfil intra-anual da variação homóloga do IHPC, a trajectória de redução iniciada no último trimestre de 2008 prosseguiu ao longo de 2009, tendo-se registado em Setembro a taxa de variação homóloga mais negativa (-1.8 por cento). Note-se contudo, que a actual estimativa para a in-

Gráfico 6.2

CUSTOS DE TRABALHO POR UNIDADE PRODUZIDA EM PORTUGAL E NA ÁREA DO EURO

Taxas de variação e diferencial



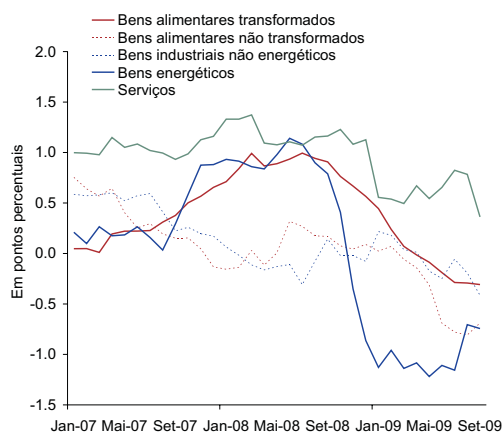
Fontes: BCE, Comissão Europeia, INE e Banco de Portugal.

flação em 2009 tem subjacente uma inversão dessa tendência nos últimos meses de 2009. A evolução observada até Setembro reflecte, em grande medida, o comportamento dos preços dos bens energéticos e dos bens alimentares transformados embora a desaceleração dos preços observada desde do final de 2008 tenha sido transversal às diferentes componentes (Gráfico 6.3).

A significativa desaceleração dos preços dos bens energéticos (variação acumulada de Janeiro a Setembro de -10.7 por cento, após 6.6 por cento no conjunto do ano em 2008) esteve associada à evolução do preço do petróleo (Gráfico 6.4 e Quadro 6.2). Contudo, refira-se que os preços desta componente têm apresentado quedas de magnitude inferior, em termos homólogos, nos meses mais recentes, em linha com o aumento do preço do petróleo. De facto, é projectada uma tendência de su-

Gráfico 6.3

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

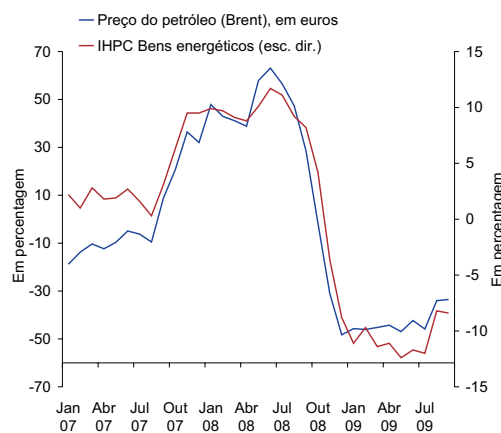


Fonte: Eurostat.

Gráfico 6.4

PREÇOS DOS ENERGÉTICOS

Taxa de variação homóloga



Fontes: Eurostat e Thomson Reuters.

Quadro 6.2

IHPC - PRINCIPAIS CLASSES E AGREGADOS
 Taxas de variação acumulada e homóloga, em percentagem

	Taxa de variação média anual						Taxa de variação homóloga			
	Pesos									
	2008	2005	2006	2007	2008	2009	2008		2009	
	Dez	Dez	Dez	Dez	Set	Dez	Mar	Jun	Set	
Total	100.0	2.1	3.0	2.4	2.7	-0.3	0.8	-0.6	-1.6	-1.8
Total excluindo energéticos	90.2	1.4	2.5	2.3	2.2	0.6	1.9	0.6	-0.5	-1.2
Total excl.alimentares não transf. e energéticos	79.2	1.7	2.4	2.2	2.5	1.0	2.0	0.8	0.3	-0.5
Bens	61.9	1.9	3.2	2.2	2.4	-1.7	-0.5	-1.8	-3.6	-3.5
Alimentares	21.5	0.1	3.6	2.8	4.2	-0.7	3.0	0.0	-4.1	-4.7
Não Transformados	10.9	-0.5	3.2	3.0	0.6	-2.6	0.8	-0.5	-6.5	-6.9
Transformados	10.6	0.8	4.1	2.6	8.1	1.2	5.3	0.7	-1.7	-2.7
Industriais	40.4	2.8	3.0	1.9	1.4	-2.3	-2.3	-2.7	-3.3	-2.9
Não Energéticos	30.6	1.0	1.5	1.4	-0.2	-0.4	-0.3	0.1	-1.0	-1.7
Energéticos	9.9	10.0	8.1	3.5	6.6	-8.8	-8.8	-11.4	-11.7	-8.4
Serviços	38.1	2.5	2.7	2.8	3.1	1.9	3.0	1.3	1.7	0.9
<i>Por memória:</i>										
IPC	-	2.3	3.1	2.5	2.6	-0.3	0.8	-0.4	-1.6	-1.6
IHPC - Área do euro	-	2.2	2.2	2.1	3.3	0.7	1.6	0.6	-0.1	-0.3

Fontes: Eurostat e INE.

bida para esta componente para o resto do ano reflectindo o desaparecimento do efeito base associado ao aumento substancial do preço do petróleo observado até meados de 2008.

Relativamente aos preços dos bens alimentares transformados, a trajectória de desaceleração iniciada em meados de 2008 manteve-se ao longo de 2009 (variação acumulada de Janeiro a Setembro de -0.4 por cento, após 8.1 por cento no conjunto do ano em 2008). Esta evolução encontra-se em linha com a diminuição dos preços das matérias-primas alimentares nos mercados internacionais e dos preços de importação dos bens de consumo alimentar (Gráfico 6.5 e Quadro 6.1).

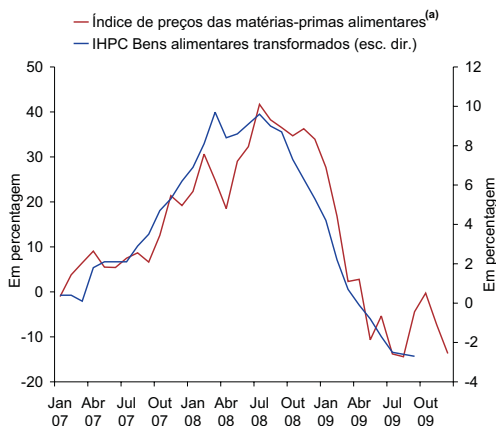
As alterações no preço de um determinado bem ou serviço podem propagar-se aos preços de outros bens ou serviços através de mecanismos de transmissão (directa ou indirecta) que variam consoante os mercados em causa e a sua estrutura. De facto, a referida desaceleração dos preços dos bens energéticos e dos bens alimentares transformados terá influenciado a evolução de outros preços. Em particular, a desaceleração dos preços dos combustíveis e lubrificantes ter-se-á feito sentir de forma clara na evolução dos preços dos serviços de transporte (Gráfico 6.6). Refira-se que, a relação mensal aparentemente estável observada nos últimos anos, estará a ser influenciada no período mais recente pela alteração da forma de apuramento dos preços dos serviços de transporte aéreo²⁶. Por sua vez, o comportamento dos preços dos bens alimentares transformados parece ter influenciado, com algum desfaseamento, a variação dos preços dos restaurantes e cafés (Gráfico 6.7).

Refira-se que entre as principais componentes do IHPC, apenas o agregado relativo aos serviços manteve taxas de variação homóloga positivas ao longo do ano. Contudo, também neste caso se observou uma significativa desaceleração dos preços (taxa de variação acumulada de 1.5 por cento no período de Janeiro a Setembro face a 3.1 por cento no conjunto do ano em 2008). Para esta evolução terão contribuído os referidos mecanismos de transmissão de preços bem como o pronunciado

(26) Em particular, o INE procedeu à reformulação da metodologia de cálculo e actualização da correspondente amostra incluída na componente "Transportes aéreos de passageiros" com a divulgação do índice de preços no consumidor em Janeiro de 2009. Esta alteração compreende a diversificação dos destinos, dos momentos e formas de recolha de preços, bem como a introdução dos voos *low cost*, permitindo captar com maior precisão as variações de preços. Apesar da referida reformulação afectar o perfil intra-anual das taxas de variação homóloga até Dezembro de 2009, o impacto na taxa de variação média anual não deverá ser significativo.

Gráfico 6.5

PREÇOS DOS BENS ALIMENTARES
Taxas de variação homóloga

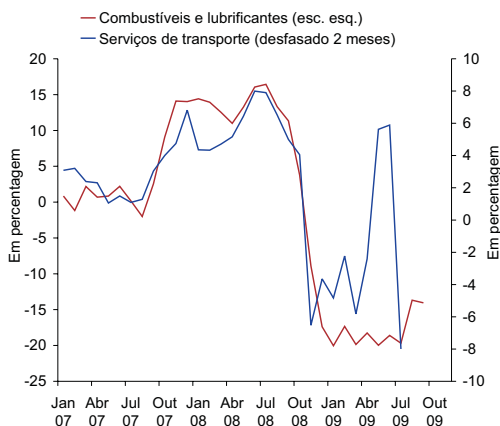


Fontes: Eurostat e HWWI.
Nota: (a) Série desfasada cinco períodos.

abrandamento da procura interna e externa observado desde do final de 2008. Em particular, no início de 2009, registou-se uma diminuição nos preços dos serviços de alojamento e das férias organizadas, sendo que neste último caso as quedas acentuaram-se ao longo do ano (tendo-se registado uma queda de cerca de 20 por cento em Setembro face a igual período do ano anterior). Outra componente que contribuiu para a desaceleração dos preços dos serviços ao longo do ano diz respeito a restaurantes e cafés. Para além do mecanismo de transmissão referido anteriormente, a contracção da procura também se terá feito sentir na respectiva evolução de preços (taxa de variação acumulada de

Gráfico 6.6

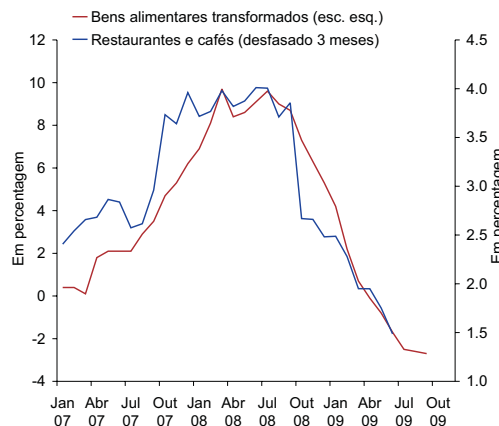
EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DOS COMBUSTÍVEIS E LUBRIFICANTES E DOS SERVIÇOS DE TRANSPORTE
Taxa de variação homóloga



Fonte: Eurostat.

Gráfico 6.7

EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DOS BENS ALIMENTARES TRANSFORMADOS E DOS RESTAURANTES E CAFÉS
Taxa de variação homóloga



Fonte: Eurostat.

2.2 por cento no período Janeiro a Setembro face a 3.8 por cento no conjunto do ano em 2008). Note-se também a desaceleração dos serviços de transporte, nomeadamente transporte aéreo de passageiros, que apesar do perfil intra-anual estar a ser influenciado pela alteração nos procedimentos de recolha de preços referida anteriormente, registou uma taxa de variação acumulada de -8.3 por cento no período Janeiro a Setembro face a 6.5 por cento no conjunto do ano em 2008.

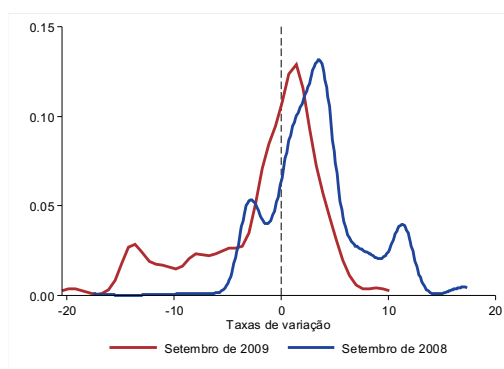
Neste contexto, verificou-se um aumento progressivo do peso das componentes com taxas de variação negativas ao longo da primeira metade de 2009, tendo-se registado um máximo em Junho, mês no qual o peso dessas componentes ascendeu a cerca de 50 por cento, e mantendo-se num valor próximo em Setembro. Apesar da situação atípica de quedas do IHPC, em termos homólogos, durante grande parte do ano, a taxa de variação dos preços à qual está associada uma maior proporção do cabaz de consumo manteve-se positiva (Gráfico 6.8).

Tipicamente, as distribuições das taxas de variação de preços são assimétricas positivas, no sentido em que é mais habitual que se verifiquem grandes aumentos de preços do que grandes reduções de preços. De facto, esta característica que foi visível nos últimos anos, foi contrariada em 2009, registando-se uma assimetria de sinal negativo, fruto de uma maior ocorrência de grandes diminuições de preços do que de grandes aumentos (Gráfico 6.9). Contudo, o grau de assimetria parece estar a reduzir-se no período mais recente sendo de esperar uma reversão para uma situação mais próxima dos anos anteriores.

Apesar da pronunciada desaceleração dos preços em 2009, cuja evolução foi devidamente apercebida pelos consumidores (Gráfico 6.10), e de se terem registado taxas de variação homólogas negativas ao longo do ano, as expectativas de inflação para os próximos 12 meses dos agentes económicos, apesar de se terem reduzido de forma acentuada, continuaram ancoradas em valores positivos (Gráfico 6.11). Tal facto sinaliza que os agentes económicos interpretaram a queda dos preços em 2009 como um fenómeno de natureza temporária. Refira-se também que, apesar se ter verifi-

Gráfico 6.8

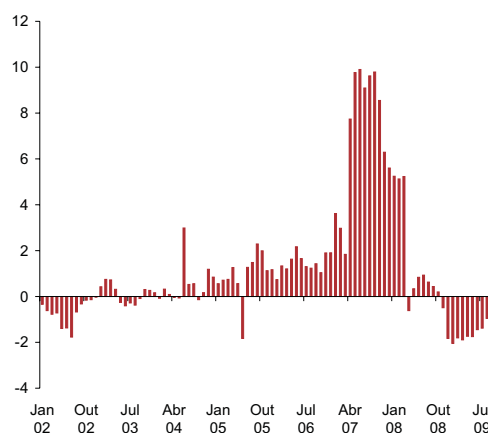
DISTRIBUIÇÃO EMPÍRICA DAS TAXAS DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA DAS COMPONENTES DO IHPC TOTAL



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.
 Nota: Distribuição empírica obtida recorrendo a métodos não paramétricos, nomeadamente a um kernel gaussiano que pondera as diversas componentes (ao todo, 88 componentes) pelo respectivo peso no cabaz total.

Gráfico 6.9

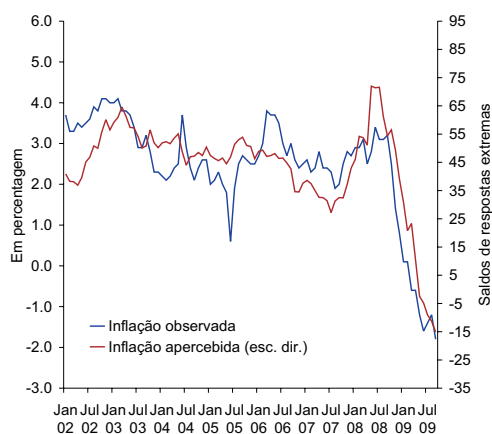
ASSIMETRIA DA DISTRIBUIÇÃO DAS TAXAS DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA DAS COMPONENTES DO IHPC



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.
 Nota: A medida de assimetria usada é calculada como $m_3 / m_2^{3/2}$, onde m_k é o momento centrado de ordem k . O sinal desta medida indica o sinal da assimetria.

Gráfico 6.10

PERCEPÇÃO DA EVOLUÇÃO DOS PREÇOS POR PARTE DOS CONSUMIDORES



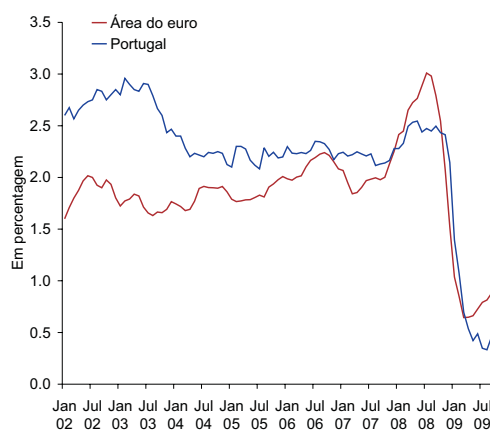
Fontes: Eurostat e Comissão Europeia.

Nota: Como medida de inflação a percebida foi utilizado o saldo de respostas extremas da questão relativa à avaliação que os consumidores fazem da evolução dos preços nos últimos 12 meses no âmbito do inquérito aos consumidores divulgado pela Comissão Europeia (para mais detalhes ver Dias, Duarte e Rua (2009) "Percepção e Expectativas de Inflação na Área do Euro e Portugal", Banco de Portugal, *Boletim Económico-Primavera*).

Gráfico 6.11

EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO: PORTUGAL E ÁREA DO EURO

Expectativas para um horizonte de 12 meses



Fontes: Consensus Forecasts e cálculos do Banco de Portugal.

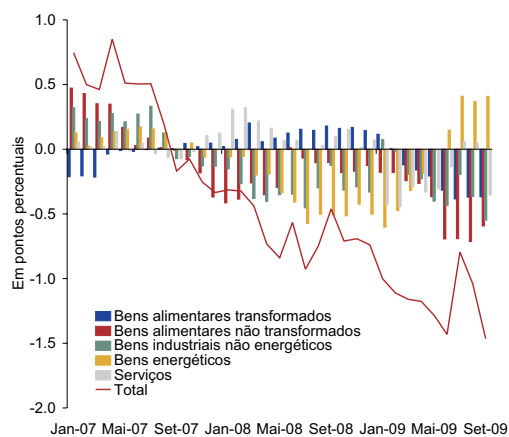
cado uma redução das expectativas de inflação para o horizonte de um ano na área do euro, as expectativas de inflação para Portugal encontram-se abaixo do observado para a área do euro no período mais recente.

Após uma trajetória de diminuição do diferencial total de inflação (medida pela variação do IHPC) face à área do euro iniciada em meados de 2007, e que se tornou negativo desde Setembro do mesmo ano, registaram-se valores substancialmente negativos em 2009 (Gráfico 6.12). Ao contrário do verificado ao longo de 2008, o diferencial negativo foi relativamente generalizado a todas as principais componentes do IHPC, em particular, nos primeiros cinco meses de 2009. Refira-se que, a partir de Junho, se observou uma inversão no sinal do diferencial no caso dos bens energéticos e um aumento pronunciado do diferencial negativo no caso dos bens alimentares não transformados. A evolução recente do diferencial de inflação no caso dos bens energéticos está ser determinada pela componente com preços administrados (em particular, a electricidade e o gás). Após o diferencial em 2008 não ter sido significativamente condicionado pela evolução dos preços administrados, no período Janeiro a Setembro de 2009 foi observado um diferencial negativo superior a 1 p.p. na componente de preços administrados. Este comportamento reflecte a componente de bens (nomeadamente, electricidade, gás e produtos farmacêuticos) dado que no caso dos serviços com preços administrados o diferencial é ligeiramente positivo.

Neste quadro, existe uma grande incerteza em relação ao comportamento futuro dos preços, dado que a evolução abrupta da actividade económica poderá ter um impacto sobre a estrutura das relações macroeconómicas subjacentes à evolução da taxa de inflação. Adicionalmente, quer a magnitude quer o perfil da recuperação da economia mundial permanecem rodeadas de grande incerteza.

Gráfico 6.12

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



Fonte: Eurostat.

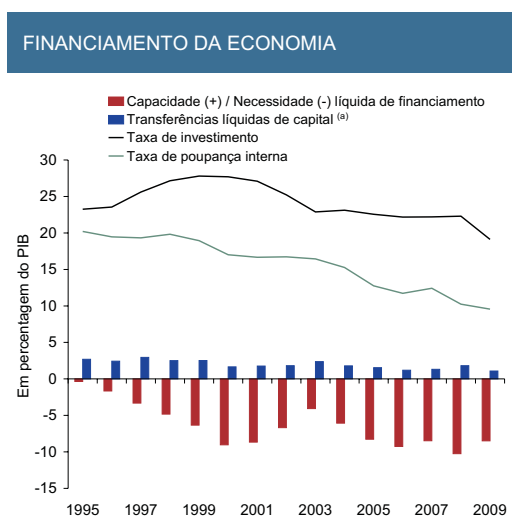
7. BALANÇA DE PAGAMENTOS

7.1. Necessidades de financiamento em 2009

Em 2009, as necessidades líquidas de financiamento externo da economia portuguesa em percentagem do PIB deverão ter registado uma redução (Gráfico 7.1.1). Após o agravamento observado em 2008, o desequilíbrio externo português em percentagem do PIB deverá ter caído cerca de 2 p.p. em 2009, para um valor superior a 8 por cento. Esta melhoria do défice externo reflectiu, por um lado, a redução significativa da taxa de investimento da economia, situando-se ao nível mais baixo desde 1995, ano a partir do qual se inicia a actual série de Contas Nacionais do INE. Por outro lado, deverá ter-se registado uma diminuição quer da taxa de poupança interna quer das transferências líquidas de capital. Refira-se que a redução das necessidades líquidas de financiamento externo da economia deverá reflectir uma forte queda das necessidades de financiamento do sector privado a par de um agravamento muito acentuado no sector das administrações públicas.

As necessidades de financiamento externo do total da economia em 2009, que correspondem grosso modo ao défice conjunto da balança corrente e de capital, deverão ter-se situado em 8.6 por cento do PIB (10.5 por cento em 2008), relativamente em linha com o valor divulgado no Boletim Económico do Verão (Quadro 7.1.1). A diminuição do défice externo em 2009 traduz uma melhoria da balança corrente dado que se deverá registar uma redução do excedente da balança de capital. Por sua vez, o menor défice da balança corrente reflectirá, por um lado, a evolução da balança de mercadorias e serviços e, em menor grau, da balança de rendimentos. A diminuição do défice da balança de mercadorias e serviços decorrerá da melhoria do efeito volume, do efeito preço e dos termos de troca, que se estima sejam positivos em 2009, ao contrário do verificado em 2008. Por seu lado, a diminuição do défice da balança de rendimentos deverá estar associada essencialmente à diminuição dos custos de financiamento num contexto em que se continua a registar uma deterioração da posição de investimento internacional.

Gráfico 7.1.1



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) Inclui a aquisição líquida de cessões de activos não financeiros não produzidos.

Quadro 7.1.1

BALANÇA CORRENTE E BALANÇA DE CAPITAL

Saldos em percentagem do PIB

				1º Semestre ^(a)		
	2007	2008	2009 ^(b)	2007	2008	2009
Balança corrente e balança de capital	-8.1	-10.5	-8.6	-7.9	-10.6	-9.1
Balança corrente	-9.4	-12.1	-	-9.0	-12.4	-10.2
Balança de bens e serviços	-6.8	-8.9	-6.7	-6.6	-9.2	-7.0
Bens	-10.8	-12.8	-	-9.7	-12.5	-9.8
Serviços	4.0	3.9	-	3.1	3.2	2.8
<i>dos quais:</i>						
Viagens e turismo	2.8	2.7	-	2.1	2.1	1.8
Balança de rendimentos	-4.2	-4.7	-	-4.1	-4.6	-4.2
Transferências correntes	1.6	1.5	-	1.7	1.5	1.1
<i>das quais:</i>						
Remessas de emigrantes/imigrantes	1.2	1.1	-	1.2	1.0	1.0
Balança de capital	1.3	1.7	-	1.1	1.8	1.1

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) Projecção do Banco de Portugal.

7.2. A balança de pagamentos no primeiro semestre de 2009

Na primeira metade de 2009, o défice conjunto das balanças corrente e de capital situou-se em 9.1 por cento do PIB, o que representa uma diminuição de 1.5 p.p. face ao mesmo período de 2008 (Quadro 7.1.1). Num contexto de redução do excedente quer da balança de capital quer da balança de transferências correntes, a evolução do défice externo português reflectiu em larga medida a melhoria do saldo da balança de bens e serviços e, em menor grau, da balança de rendimentos (Gráfico 7.2.1). Por sua vez, a evolução do défice da balança de bens e serviços traduziu a diminuição significativa do défice da balança de bens dado que o excedente da balança de serviços registou uma redução.

No primeiro semestre do ano, o excedente da balança de capital registou uma redução face a igual período de 2008 para um valor semelhante ao observado em 2007. Esta evolução reflectiu essencial-

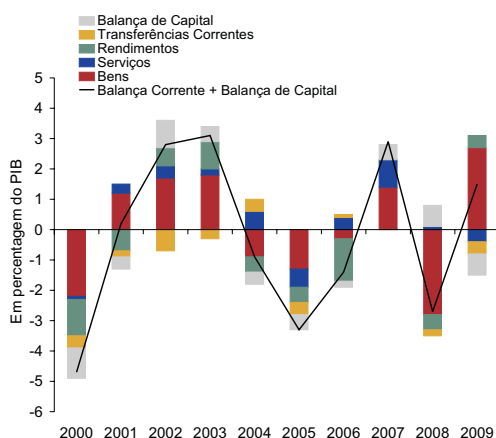
mente o comportamento da componente das transferências públicas, que terá sido muito influenciada na primeira metade de 2008 pela sobreposição temporal de projectos ainda financiados no âmbito do III Quadro Comunitário de Apoio com projectos já abrangidos pelo Quadro de Referência Estratégico Nacional. Por seu lado, a balança de rendimentos interrompeu a trajectória de agravamento observada nos últimos anos, reflectindo, em grande medida, a diminuição dos custos de financiamento num contexto de descida pronunciada das taxas de juro.

Relativamente à balança de bens e serviços, registou-se uma melhoria significativa do saldo no primeiro semestre de 2009 face a igual período do ano anterior, com o défice a situar-se em 7.0 por cento do PIB. Esta evolução reflecte a redução do défice da balança energética e em menor grau o comportamento da balança de bens excluindo combustíveis, tendo-se registado uma redução do excedente da balança de serviços (Gráfico 7.2.2). A melhoria substancial do saldo da balança energética reflectiu um efeito positivo do preço e em menor grau em volume (Gráfico 7.2.3). Dada a situação estruturalmente deficitária da balança energética, a queda pronunciada do preço do petróleo em termos homólogos na primeira metade do ano traduziu-se num efeito preço muito positivo e, apesar das exportações de combustíveis terem registado uma redução, em termos reais, superior à das importações, registou-se um efeito volume também positivo. Relativamente à balança de bens excluindo combustíveis, a melhoria do respectivo saldo traduz, em grande medida, um efeito positivo quer nos termos de troca quer em volume (Gráfico 7.2.4). O efeito positivo nos termos de troca reflecte o facto do preço das exportações ter caído menos que o das importações (variações de -3.1 e -4.9 por cento, em termos homólogos, respectivamente). No que se refere ao efeito volume, apesar de se ter registado uma queda, em termos reais, das exportações superior à das importações (-21.1 e -17.0 por cento, em termos homólogos, respectivamente), o efeito volume foi positivo reflectindo a posição deficitária desta balança.

Relativamente à balança de serviços, ao contrário do observado nos últimos anos, registou-se uma diminuição do excedente no primeiro semestre de 2009, para 2.8 por cento do PIB. A redução do ex-

Gráfico 7.2.1

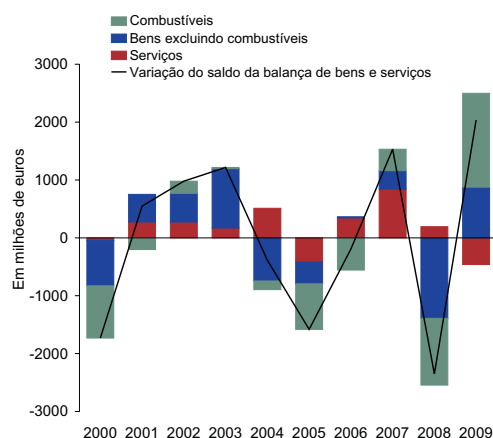
DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO DO SALDO CONJUNTO DA BALANÇA CORRENTE E DE CAPITAL - 1º SEMESTRE



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 BENS E SERVIÇOS - 1º SEMESTRE
Decomposição em serviços, bens excluindo combustíveis e combustíveis

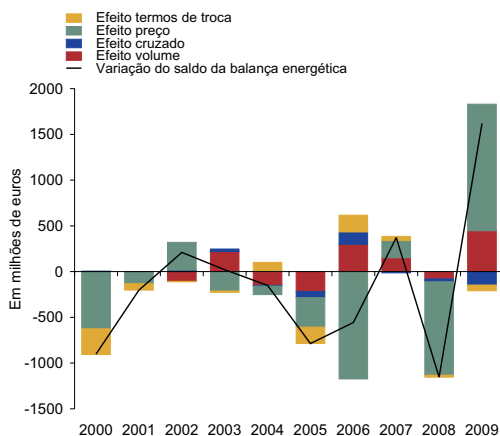


Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 7.2.3

VARIAÇÃO DO SALDO DA BALANÇA ENERGÉTICA - 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 energética. A variação do saldo da balança energética pode ser decomposta em quatro efeitos:

- efeito volume - efeito da variação das quantidades importadas e exportadas;
 $[X_{t-1} \cdot vx_t] - [M_{t-1} \cdot vm_t]$

- efeito preço - efeito do crescimento médio dos preços do comércio externo;
 $[X_{t-1} \cdot p_t] - [M_{t-1} \cdot p_t]$

- efeito termos de troca - efeito da variação relativa dos preços de exportação e de importação;
 $[X_{t-1} \cdot (px_t - p_t)] - [M_{t-1} \cdot (pm_t - p_t)]$

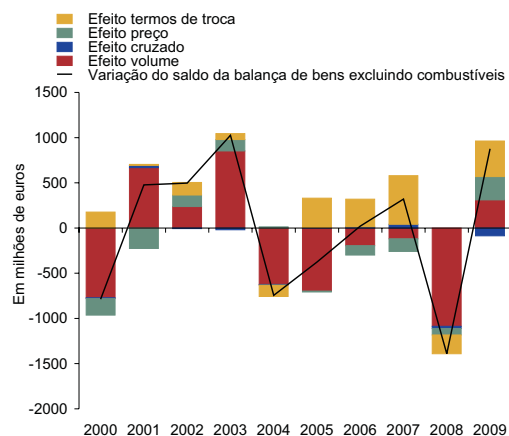
- efeito cruzado - efeito da interação entre a variação das quantidades e dos preços de exportação e importação.
 $[X_{t-1} \cdot vx_t \cdot px_t] - [M_{t-1} \cdot vm_t \cdot pm_t]$

Considera-se a seguinte notação: X_{t-1} e M_{t-1} são as exportações e importações do ano $t-1$ a preços correntes; vx_t e vm_t são as taxas de variação em volume das exportações e das importações em t ; px_t e pm_t são as taxas de variação dos preços das exportações e das importações em t ; p_t é a taxa de variação média dos preços de comércio externo no ano t ($(px_t + pm_t)/2$).

Gráfico 7.2.4

VARIAÇÃO DO SALDO DA BALANÇA DE BENS EXCLUINDO COMBUSTÍVEIS - 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 bens excluindo combustíveis. Para uma descrição da metodologia utilizada para calcular os vários efeitos, ver a nota do Gráfico 7.2.3.

cedente da balança de serviços reflectiu a queda acentuada das exportações, nomeadamente turismo e transportes, acompanhada apenas parcialmente pela diminuição generalizada das importações de serviços.

7.3. A balança financeira e a posição de investimento internacional no primeiro semestre de 2009

No primeiro semestre de 2009, a balança financeira registou uma entrada líquida de fundos de 8.6 por cento do PIB, que compara com 11.3 por cento do PIB em período idêntico período do ano anterior (Quadro 7.3.1)²⁷. Esta evolução deverá reflectir uma redução das necessidades líquidas de financiamento do sector privado, uma vez que se espera um significativo agravamento do défice global das administrações públicas em 2009. De facto, na primeira metade de 2009, são de realçar as aquisições

(27) 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. Dada a natureza temporária das referidas operações, a análise que se segue tem por base os valores corrigidos destas operações. No quadro, encontram-se registados entre parêntesis os valores correspondentes aos fluxos ajustados destas operações.

Quadro 7.3.1

BALANÇA FINANCEIRA									
Em percentagem do PIB									
	Jan-Jun 2008			Jul-Dez 2008			Jan-Jun 2009		
	Variação			Variação			Variação		
	Passivos	Activos	Líquida	Passivos	Activos	Líquida	Passivos	Activos	Líquida
Balança Corrente e de Capital			-10.6			-10.4			-8.9
Balança Financeira	16.0 (9.5)	-4.7 (1.8)	11.3	-19.5 (-18.9)	29.8 (29.3)	10.4	6.5 (5.9)	2.1 (2.6)	8.6
Investimento Directo	1.6	-1.1	0.4	1.3	-0.6	0.7	1.5	-1.3	0.2
<i>exc. Zonas Francas</i> ^(a)	0.9	-0.6	0.3	0.9	-0.3	0.6	0.6	-0.6	0.0
Investimento de Carteira	16.3	-4.9	11.5	15.1	-10.0	5.2	25.6	-13.0	12.7
Derivados Financeiros	-9.0	8.7	-0.2	-18.5	19.0	0.5	-11.1	11.2	0.2
Outro Investimento	7.0 (0.6)	-7.2 (-0.7)	-0.1	-17.4 (-16.9)	21.2 (20.7)	3.8	-9.6 (-10.1)	5.0 (5.5)	-4.6
Activos de Reserva		-0.2	-0.2		0.1	0.1		0.1	0.1
Por sector institucional residente:									
Autoridades Monetárias ^(b)	7.8 (1.3)	-0.1	7.7 (1.2)	7.5 (8.0)	0.3	7.8 (8.3)	-6.6 (-7.1)	-1.3	-7.8 (-8.3)
Investimento de Carteira	0.0	1.4	1.4	0.0	-6.0	-6.0	0.0	-1.8	-1.8
Derivados Financeiros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outro Investimento	7.8 (1.4)	-1.3	6.5 (0.1)	7.5 (8.0)	6.1	13.6 (14.1)	-6.5 (-7.1)	0.3	-6.2 (-6.7)
Activos de Reserva		-0.2	-0.2		0.1	0.1		0.1	0.1
Administrações Públicas	-0.1	-0.5	-0.6	1.5	7.6	9.0	7.6	2.0	9.5
Investimento Directo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>exc. Zonas Francas</i> ^(a)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investimento de Carteira	3.0	-1.0	2.0	8.3	0.4	8.8	10.0	-0.9	9.1
Derivados Financeiros	-0.7	0.5	-0.2	-7.0	7.6	0.6	-2.5	2.6	0.1
Outro Investimento	-2.4	0.0	-2.4	0.1	-0.4	-0.3	0.0	0.3	0.3
Outras Instituições									
Financeiras Monetárias ^(b)	5.8	-0.2 (6.3)	5.6 (12.0)	-31.1	11.4 (10.9)	-19.8 (-20.3)	-0.3	1.8 (2.3)	1.4 (1.9)
Investimento Directo	0.0	-0.4	-0.5	0.3	0.5	0.7	0.0	-0.2	-0.2
<i>exc. Zonas Francas</i> ^(a)	0.0	-0.4	-0.5	0.3	0.5	0.7	0.0	-0.2	-0.2
Investimento de Carteira	12.8	-4.4	8.3	1.9	-12.7	-10.8	9.1	-7.3	1.8
Derivados Financeiros	-7.5	7.3	-0.2	-10.0	9.9	0.0	-7.5	7.6	0.1
Outro Investimento	0.5	-2.6 (3.9)	-2.1 (4.3)	-23.3	13.7 (13.2)	-9.7 (-10.2)	-1.9	1.6 (2.2)	-0.3 (0.2)
Instituições Financeiras não Monetárias	0.1	0.3	0.4	6.5	7.6	14.1	4.3	-2.2	2.1
Investimento Directo	0.3	-0.1	0.2	0.3	-0.1	0.2	1.3	-0.1	1.2
<i>exc. Zonas Francas</i> ^(a)	0.2	-0.1	0.1	0.2	-0.1	0.1	1.0	-0.1	1.0
Investimento de Carteira	0.2	0.7	0.9	6.5	6.7	13.1	3.2	-2.9	0.3
Derivados Financeiros	-0.2	0.3	0.1	-0.3	0.3	0.0	-0.3	0.2	-0.1
Outro Investimento	-0.2	-0.7	-0.9	0.1	0.7	0.8	0.1	0.6	0.6
Sociedades não Financeiras	3.0	-2.7	0.3	-2.9	0.3	-2.6	2.0	1.6	3.6
Investimento Directo	1.3	-0.6	0.7	0.8	-1.0	-0.2	0.2	-1.0	-0.8
<i>exc. Zonas Francas</i> ^(a)	0.7	0.0	0.8	0.5	-0.7	-0.2	-0.4	-0.3	-0.7
Investimento de Carteira	0.3	-0.4	-0.1	-1.6	0.1	-1.5	3.3	0.2	3.5
Derivados Financeiros	-0.2	0.2	0.0	-0.4	0.3	-0.1	-0.3	0.4	0.0
Outro Investimento	1.5	-1.8	-0.4	-1.7	0.9	-0.8	-1.2	2.0	0.9
Particulares	-0.5	-1.5	-2.0	-0.9	2.7	1.9	-0.5	0.2	-0.2
Investimento Directo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
<i>exc. Zonas Francas</i> ^(a)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Investimento de Carteira	0.0	-1.1	-1.1	0.0	1.5	1.5	0.0	-0.3	-0.3
Derivados Financeiros	-0.4	0.4	0.0	-0.8	0.9	0.1	-0.4	0.4	0.0
Outro Investimento	-0.1	-0.8	-0.9	-0.1	0.2	0.2	0.0	0.1	0.1
Erros e Omissões			-0.8			0.0			0.4

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) Zonas Francas Madeira e S. Maria Açores. (b) 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.

líquidas muito significativas de títulos de dívida pública portuguesa por não residentes, sobretudo obrigações do Tesouro. Adicionalmente, registou-se um aumento do investimento do exterior em títulos de dívida de sociedades não financeiras residentes, em linha com os desenvolvimentos mais favoráveis nos mercados financeiros internacionais²⁸.

Na primeira metade de 2009, retomou-se o padrão normal de financiamento externo da economia portuguesa, caracterizado por aumentos de passivos e de activos face ao exterior, embora com menor intensidade do que o observado no período anterior ao eclodir da crise financeira internacional no Verão de 2007. Recorde-se que desde então se assistiu a uma progressiva redução da intensidade dos fluxos financeiros com o exterior, que culminou com uma alteração abrupta no sentido e na dimensão dos fluxos financeiros com o exterior na segunda metade de 2008 (Gráfico 7.3.1).

No que diz respeito às outras instituições financeiras monetárias, refira-se a forte diminuição do fluxo de financiamento líquido do exterior, que passou de 12.0 por cento do PIB na primeira metade de 2008 para 1.9 por cento do PIB na primeira metade de 2009. Esta diminuição reflectiu essencialmente uma redução de fluxos líquidos de investimento de carteira, mas também uma redução dos fluxos líquidos de outro investimento. Relativamente ao investimento de carteira, observou-se uma menor entrada líquida de fundos associada a fluxos de passivos por comparação com o observado na primeira metade de 2008. Não obstante, ter-se-á observado uma recuperação considerável do acesso ao financiamento nos mercados internacionais de dívida por grosso no primeiro semestre de 2009, sobretudo quando comparado com o último trimestre de 2008. Finalmente, e à semelhança do observado no segundo semestre de 2008, verificou-se um forte aumento das aplicações líquidas do sistema bancário português em obrigações e outros títulos de dívida de médio e longo prazo emitidos por não residentes por comparação com a primeira metade de 2008, o que esteve associado essencialmente a operações de titularização de créditos²⁹. Estas operações têm contribuído de forma positiva para a gestão de liquidez das instituições, dado que estes títulos são elegíveis como garantia em operações de política monetária do Eurosistema.

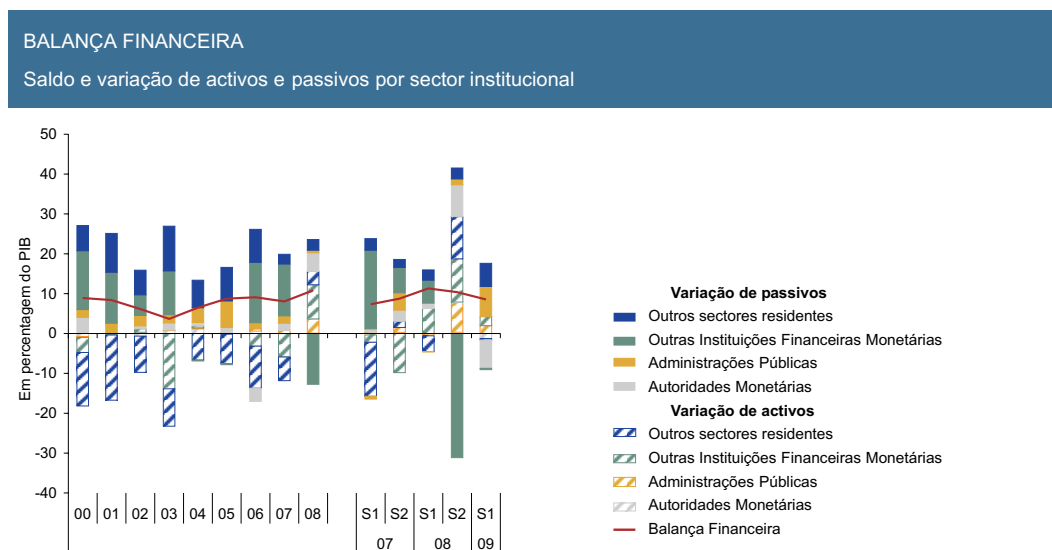
Adicionalmente, observou-se uma redução significativa do passivo de outro investimento das autoridades monetárias associado à posição Target. Esta evolução esteve associada à participação dos bancos portugueses na operação do Eurosistema de cedência de liquidez com prazo de um ano que teve lugar no final de Junho. Os fundos obtidos nesta operação foram num primeiro momento em larga medida depositados junto do banco central. A informação disponível permite concluir que nos meses subsequentes os bancos aplicaram a liquidez depositada junto do banco central em activos sobre o exterior (títulos de dívida e outro investimento), invertendo-se a evolução da posição Target das autoridades monetárias.

Ainda no que diz respeito a investimento de carteira, refira-se o aumento dos fluxos de passivos das instituições financeiras não monetárias, que traduziu, em larga medida, a aquisição de títulos de participação no capital por não residentes associada as já referidas operações de titularização de créditos. Na primeira metade de 2009, o montante de títulos emitidos no âmbito de operações de titularização de créditos e adquiridos por não residentes ascendeu a 4.5 por cento do PIB, o que compara com 1.7 por cento do PIB no mesmo período do ano anterior. Por sua vez, e em contraste com o observado na primeira metade de 2008, as sociedades de seguros e fundos de pensões retomaram as aplicações em títulos de

(28) Para mais detalhes relativamente a emissões de títulos de dívida por parte das sociedades não financeiras ver "Secção 3.1 Condições monetárias e financeiras da economia portuguesa", deste Boletim.

(29) Estas operações consubstanciam-se na emissão de títulos por instituições financeiras não monetárias que são tipicamente tomados por não residentes, correspondendo, na balança financeira, a aumento de passivos de investimento de carteira destas instituições. As aquisições por parte dos bancos cedentes dos créditos (ou por outros bancos residentes tipicamente pertencentes ao mesmo grupo bancário) de títulos emitidos por veículos não residentes envolvidos nestas operações de titularização de créditos encontram-se registadas, na balança financeira, como aumento de activos de investimento de carteira das outras instituições financeiras monetárias. Nesse caso, isso não significa uma alteração na natureza do crédito bancário concedido aos sectores residentes, que se mantém de facto na carteira dos bancos, muito embora já segregados, sob a forma de valores mobiliários sobre o exterior.

Gráfico 7.3.1



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. 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.

dívida estrangeiros, em linha com os desenvolvimentos mais favoráveis nos mercados financeiros internacionais em 2009.

Ao contrário do observado nos últimos anos, observou-se uma entrada líquida de fundos do exterior directamente para as sociedades não financeiras na primeira metade de 2009, em resultado da aquisição por não residentes de títulos de dívida emitidos por um grupo de grandes empresas. Cerca de dois terços corresponderam a títulos de dívida de longo prazo.

Na primeira metade de 2009, as operações de investimento directo corresponderam a uma entrada líquida de fundos virtualmente nula (0.2 por cento, que compara com 0.4 por cento na primeira metade de 2008).

A posição devedora da economia portuguesa face ao resto do mundo, avaliado pela posição de investimento internacional, continuou a aumentar, situando-se em 105.2 por cento do PIB no final do primeiro semestre de 2009, o que compara com 97.1 por cento em 2008 (Quadro 7.3.2). O aumento da posição devedora de Portugal face ao exterior reflectiu essencialmente o montante expressivo de dívida pública portuguesa adquirida por não residentes na primeira metade de 2009 (5.0 p.p. do PIB), observando-se também um acréscimo da dívida externa líquida sobre a forma de investimento de carteira do sector das sociedades não financeiras.

Quadro 7.3.2

POSIÇÃO DE INVESTIMENTO INTERNACIONAL

Posições em fim de período

Em percentagem do PIB

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	1S 2009 ^(d)
Posição de Investimento Internacional	-41.1	-48.8	-57.3	-59.2	-64.0	-70.2	-80.9	-91.4	-97.1	-105.2
Investimento Directo ^(a)	-10.8	-12.1	-16.4	-14.9	-11.7	-12.1	-16.8	-19.8	-15.6	-16.8
Investimento de Carteira ^(b)	-13.2	-16.3	-18.4	-15.2	-14.2	-14.0	-16.6	-23.0	-31.7	-40.2
Derivados Financeiros	0.5	0.7	0.4	0.0	-0.4	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.4
Outro Investimento ^(c)	-30.2	-34.3	-35.4	-36.4	-43.6	-49.9	-52.5	-53.3	-55.0	-53.2
Activos de Reserva	12.5	13.2	12.5	7.3	6.0	5.9	4.8	4.8	5.2	5.5
Por sector institucional residente:										
Autoridades Monetárias	12.6	12.8	11.6	14.2	8.4	6.5	9.9	10.4	2.9	7.1
Investimento de Carteira	5.4	4.8	4.2	7.8	6.8	7.3	6.9	5.9	8.2	9.1
Derivados Financeiros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outro Investimento	-5.4	-5.3	-5.1	-0.9	-4.4	-6.7	-1.8	-0.4	-10.5	-7.5
Activos de Reserva	12.5	13.2	12.5	7.3	6.0	5.9	4.8	4.8	5.2	5.5
Administrações Públicas	-25.3	-28.4	-34.2	-34.3	-38.1	-44.2	-43.3	-44.3	-49.2	-54.3
Investimento Directo	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Investimento de Carteira	-26.0	-30.7	-35.6	-37.0	-39.9	-46.8	-45.6	-44.4	-50.7	-55.7
Derivados Financeiros	0.3	0.3	0.1	0.2	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Outro Investimento	0.2	1.8	1.3	2.5	1.9	2.7	2.3	0.0	1.5	1.3
Instituições Financeiras Monetárias	-29.2	-40.7	-43.6	-46.0	-38.9	-37.8	-50.7	-57.6	-45.4	-47.0
Investimento Directo	-1.4	-1.2	-1.7	-2.0	0.6	0.9	0.9	1.1	2.5	2.5
Investimento de Carteira	-3.5	-5.0	-2.9	0.9	5.2	9.1	4.8	-0.4	3.1	2.2
Derivados Financeiros	0.2	0.3	0.3	-0.2	-0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	-0.4
Outro Investimento	-24.6	-34.8	-39.3	-44.7	-44.5	-48.0	-56.6	-58.5	-51.2	-51.4
Instituições Financeiras não Monetárias	16.2	19.3	19.5	15.2	13.7	17.3	19.7	17.0	3.2	1.3
Investimento Directo	-2.9	-3.2	-2.4	-1.4	-2.7	-3.3	-3.4	-3.9	-6.2	-6.7
Investimento de Carteira	18.9	21.2	21.4	16.4	16.2	20.5	23.5	20.7	9.5	8.5
Derivados Financeiros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outro Investimento	0.2	1.2	0.5	0.2	0.2	0.1	-0.4	0.1	-0.1	-0.5
Sociedades não Financeiras	-19.1	-18.5	-19.1	-18.7	-20.3	-23.7	-29.5	-30.4	-20.3	-24.2
Investimento Directo	-6.8	-8.1	-12.7	-11.8	-10.0	-10.1	-14.7	-17.5	-12.5	-13.1
Investimento de Carteira	-10.7	-10.2	-10.2	-10.0	-10.3	-13.0	-15.4	-13.8	-8.4	-11.2
Derivados Financeiros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outro Investimento	-1.6	-0.2	3.7	3.1	0.0	-0.6	0.5	0.9	0.6	0.1
Particulares	3.8	6.8	8.4	10.5	11.3	11.9	13.0	13.7	11.8	12.0
Investimento Directo	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
Investimento de Carteira	2.7	3.7	4.7	6.8	7.8	9.0	9.1	8.9	6.6	6.8
Derivados Financeiros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outro Investimento	1.0	2.9	3.5	3.4	3.3	2.6	3.6	4.5	4.7	4.7

Fonte: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) Inclui estimativas trimestrais calculadas pelo Banco de Portugal com base na acumulação de fluxos mensais e nos últimos dados anuais obtidos através dos Inquéritos ao Investimento Directo. (b) Inclui estimativas trimestrais calculadas pelo Banco de Portugal com base na acumulação de fluxos mensais e nos últimos dados anuais obtidos através do Inquérito ao stock de títulos estrangeiros na posse de residentes. (c) Inclui, em algumas componentes, estimativas trimestrais calculadas pelo Banco de Portugal com base na acumulação de fluxos mensais. (d) Foi utilizado o PIB para o ano terminado em Junho de 2009.

8. CONCLUSÃO

A actual crise financeira e económica veio acentuar o decepcionante desempenho da economia portuguesa na última década, que se traduziu numa redução sustentada do crescimento tendencial. Neste momento o desafio que Portugal enfrenta é ainda maior, na medida em que a evidência histórica demonstra que as crises financeiras tendem a ter um impacto permanente no nível do produto, bem como um impacto negativo na taxa de crescimento da produtividade que se prolonga por algum tempo. O desafio das políticas macroeconómicas e de carácter estrutural passa por promover a estabilidade macroeconómica no médio e longo prazos e um crescimento sustentado do produto potencial. Neste contexto, há um conjunto de elementos que importa sublinhar.

Em primeiro lugar, refira-se que um elevado nível de integração financeira, no contexto da participação na área do euro, caracterizado por ausência de risco cambial e maturidades longas de financiamento, facilita os processos de ajustamento graduais das economias. Isto acontece porque, se por um lado, a integração financeira permite aumentar o conjunto de escolhas dos agentes, por outro lado permite a manutenção por períodos mais longos de diferenciais positivos entre a procura e oferta internas, traduzindo-se em défices das balanças corrente e de capital. A integração financeira da economia portuguesa permitiu assim a tendência de aumento do endividamento dos diferentes sectores institucionais e, conseqüentemente, o aumento do nível de endividamento externo sustentado da economia. Contudo, o elevado endividamento entretanto atingido coloca pressões sobre as decisões presentes dos agentes económicos e poderá traduzir-se num crescimento baixo da procura interna no futuro, na ausência de transformações a nível sectorial e empresarial que promovam o aumento da produtividade.

Em segundo lugar, os desenvolvimentos orçamentais devem permitir a manutenção de uma trajectória de sustentabilidade das contas públicas. Neste sentido, importa estabelecer uma estratégia de consolidação orçamental a médio prazo consistente com os compromissos assumidos no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Além disso, o reforço das propriedades contra-cíclicas da política orçamental deve ser conseguido, sem prejuízo de uma adequada promoção da afectação eficiente de recursos, isto é, limitando as distorções sobre os incentivos dos agentes. Adicionalmente, o processo de envelhecimento da população terá importantes conseqüências sobre as finanças públicas, na medida em que reduz as taxas de participação no mercado de trabalho, tendo ainda um impacto negativo sobre o produto potencial. A promoção do envelhecimento activo e o aumento da participação exige que as políticas a adoptar – nos âmbitos fiscal, de qualificação e de funcionamento dos mercados – sejam coerentes de um ponto de vista intertemporal.

Em terceiro lugar, um dos traços mais marcantes do recente período de crescimento lento da economia portuguesa é a redução da taxa de investimento, que se situa num nível sem precedentes no passado recente. Este facto é particularmente relevante dada a importância crucial do investimento de qualidade para a promoção do crescimento futuro da economia, através da incorporação nos processos de produção de novas tecnologias e conhecimentos. Assim sendo, o enquadramento institucional deverá promover o investimento em investigação e desenvolvimento e em capital físico e humano. Neste contexto, assume particular relevância a re-estruturação sectorial e empresarial, já que as medidas de apoio financeiro incondicional a determinados sectores de actividade ou empresas podem promover uma afectação de recursos ineficiente. A manutenção dos fluxos de crédito dirigidos a agentes económicos solventes e com projectos de investimento rentáveis assume também primordial importância. Para esse efeito continuará a ser instrumental a manutenção da estabilidade financeira e da robustez globalmente observada no sistema bancário em Portugal.

Finalmente, a promoção do aumento dos níveis de bem-estar passa pela diminuição do desemprego estrutural, através de reformas que aumentem a empregabilidade e promovam a qualificação dos trabalhadores. A economia portuguesa não se desenvolverá plenamente se os novos desempregados não voltarem rapidamente ao mercado de trabalho. As medidas a tomar deverão reduzir a segmentação do mercado de trabalho, transmitindo a trabalhadores e empresas os incentivos adequados a uma melhoria da produtividade associada a cada emprego. Adicionalmente, a introdução de graus de flexibilidade e eficiência nos processos de ajustamento nominais e reais reveste-se de importância fundamental. Dado que Portugal é uma pequena economia aberta, é importante que as negociações salariais tenham em conta os diferenciais de produtividade e de inflação observados com os nossos principais parceiros comerciais. Na perspectiva da competitividade da economia portuguesa, a promoção de ajustamentos eficientes do emprego e salários é crucial para evitar reduções adicionais nas margens de lucro das empresas, com os entraves consequentes à respectiva capacidade de investimento e à geração de empregos de melhor qualidade. No entanto, os desafios que se colocam à economia portuguesa apenas poderão ser superados se as necessárias reformas forem extensivas aos mercados de produto e com uma aposta na melhoria do funcionamento do enquadramento institucional em geral, com destaque para o nível de capital humano da economia e para o funcionamento do sistema de justiça.

Caixa 1. Determinantes da transmissão recente das taxas de juro do mercado monetário às taxas de juro dos empréstimos ao sector privado não financeiro

A transmissão das taxas de juro do mercado monetário às taxas de juro dos empréstimos ao sector privado não financeiro é um tema relevante na óptica da política monetária e da estabilidade financeira. De facto, a forma como a autoridade monetária consegue influenciar as taxas bancárias é crucial para uma correcta avaliação do impacto macroeconómico da alteração das suas taxas de intervenção, tanto em termos de magnitude final como no tocante à trajectória conducente a esse ajustamento. Por outro lado, a evolução das taxas de juro bancárias tem subjacente as margens de taxa de juro aplicadas pelos bancos nas suas operações com clientes, permitindo avaliar em que medida o risco e a liquidez são remunerados, contribuindo assim para a determinação da sua rentabilidade e, em última instância, da sua solidez financeira. Esta caixa pretende apresentar algumas regularidades do processo de transmissão das taxas de juro interbancárias às taxas de juro dos empréstimos em Portugal, com destaque para o período mais recente, caracterizado por um aumento gradual das taxas de juro do Banco Central Europeu (BCE) até 2008 e uma rápida e acentuada descida desde Outubro desse ano. Esta análise assenta em modelos econométricos simplificados, permitindo também caracterizar a evolução recente das taxas de juro dos empréstimos à luz das determinantes consideradas, tendo em conta o contexto de crise económica e financeira internacional.

Em Outubro de 2008, o BCE inverteu o ciclo de subida das suas taxas de intervenção que havia iniciado no final de 2005. Até Maio de 2009, o BCE reduziu significativamente a taxa associada às operações de cedência de liquidez em mercado aberto (open market operations), em 325 p.b., introduzindo também, durante esse período de oito meses, um conjunto de alterações significativas ao seu quadro operacional¹. Neste contexto, e beneficiando também das medidas de apoio aos sistemas financeiros e aos sectores não financeiros que um vasto número de governos nacionais adoptaram, em geral de forma concertada, verificou-se uma redução substancial das taxas de juro do mercado monetário. A transmissão destas às taxas de juro dos empréstimos tem sido evidente pelo perfil descendente que as últimas têm registado, embora não tenha sido homogénea (em termos de magnitude e velocidade de ajustamento) entre os diferentes segmentos.

De facto, existe um conjunto diversificado de factores que afectam a determinação das taxas de juro bancárias nos diferentes segmentos de crédito, englobando não apenas as taxas do mercado monetário interbancário e a estrutura do funding global das instituições, mas também questões de concorrência, de natureza jurídica dos contratos e de risco das operações. Estas especificidades tendem a afectar não apenas o nível das taxas de juro bancárias como também a sua dinâmica de ajustamento a choques.

Em Portugal, uma proporção maioritária das operações de empréstimos bancários com os clientes tem preços indexados a taxas de juro do mercado monetário. Tal deve-se fundamentalmente a dois motivos: por um lado, existe em alguns segmentos uma prevalência dos contratos com regime de taxa variável ou com prazo de refixação de taxa até um ano (sendo os empréstimos a particulares para aquisição de habitação o principal exemplo). Por outro lado, existe um peso significativo das operações contratadas por prazos não superiores a um ano, nomeadamente nas operações com as sociedades não financeiras. Assim, os desenvolvimentos observados nas taxas do mercado monetário do euro tiveram evidente repercussão nas taxas de juro aplicadas nas operações dos bancos com clientes.

É possível proceder a uma avaliação quantitativa desse impacto recorrendo a uma modelação econométrica. Em termos genéricos, foram consideradas as seguintes especificações

$$\Delta j_t^{activa} = \beta_0 + \beta_1(L)\Delta j_{t-1}^{activa} + \beta_2(L)\Delta j_t^{mm} + \beta_3(L)\Delta un_t + \tau' ECM_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

em que

$$ECM: j_t^{activa} = \alpha_0 + \alpha_1 j_t^{mm} + \alpha_2 fi_t + \gamma_t \quad (2)$$

(1) As principais estiveram relacionadas com os critérios de elegibilidade de activos para efeitos de colateral nas operações, com a adopção de um regime de satisfação integral da procura a taxa fixa e com a extensão, até um ano, da duração das operações.

em que Δ representa a primeira diferença das variáveis, L é o operador de defasamento, i_t^{mm} é a taxa do mercado monetário (3 meses), fi_t é o fluxo de incumprimento na carteira de empréstimos concedidos ao sector privado não financeiro², un_t é a taxa de desemprego³, ECM é o termo corrector do erro e τ mede a velocidade a que as taxas de juro respondem a desvios face ao equilíbrio de longo prazo. Foram consideradas as taxas de juro de saldos dos empréstimos (i_t^{activa}) a particulares para habitação, a particulares para outros fins e a sociedades não financeiras⁴. Foram ainda consideradas algumas variáveis dummy, nomeadamente uma delas correspondendo à participação de Portugal na área do euro (a partir de 1999).

Em especificações dinâmicas como a adoptada, a variável endógena desfasada é também função das variáveis explicativas. Desta forma, as variáveis endógenas desfasadas foram substituídas recursivamente, daí resultando que o contributo da variação de X para a variação da taxa de juro i_t^X no período t seja calculado como:

$$i_t^X = \sum_{j=0}^J \theta_j^X X_{t-j} \quad (3)$$

onde X_{t-j} é a variação da variável explicativa no período $t-j$ e θ_j^X é o impacto na variação da taxa de juro j períodos após um choque de 1 ponto percentual na variável X no período t , calculado com base nas regressões (1) e (2). Assim, a variação da variável dependente surge como uma média ponderada das variações desfasadas das determinantes.

A análise assenta em modelos de equilíbrio parcial, pelo que será necessário ter em atenção as limitações inerentes a tal facto, sendo assim necessária uma interpretação cautelosa dos resultados. Neste contexto, importa referir que uma das principais limitações deste tipo de análise é a impossibilidade de avaliar correctamente a importância de um choque estrutural, dado que algumas variáveis consideradas são endógenas e se ignoram possíveis efeitos de feedback.

Os resultados obtidos apontam para que as determinantes consideradas expliquem no essencial a evolução observada pelas taxas de juro. De entre as determinantes destaca-se a importância da variação da taxa de juro do mercado monetário, a qual tem uma correspondência estreita com as variações das taxas de juro bancárias. Ainda assim, haverá que assinalar a existência de algum defasamento na transmissão, assim justificando que, em períodos de redução (aumento) significativa da taxa do mercado monetário, os spreads nas operações activas aumentem (diminuem). Tal aconteceu de forma muito visível ao longo de 2009, nomeadamente no segmento dos empréstimos a particulares para aquisição de habitação.

No período mais recente, haverá também a destacar o contributo derivado do aumento observado no incumprimento, conforme aproximado pelo fluxo de incumprimento, e da evolução desfavorável da actividade económica, medida pela evolução da taxa de desemprego (Gráfico 1 - A, B e C). A variação destas determinantes terá contribuído para mitigar a redução das taxas de juro dos empréstimos desde o início do ano, de forma visível nos segmentos de empréstimos a sociedades não financeiras e a particulares para consumo e outros fins, o que deverá ter subjacente uma exigência de maior remuneração do risco de crédito.

A não repercussão do risco de crédito na variação das taxas de juro relativas a saldos no segmento dos empréstimos para aquisição de habitação ao longo do período considerado estará relacionada com o facto de nele predominarem as operações por prazos alargados e com condições definidas para a vida da operação, não sendo possível aos bancos alterar (de uma forma generalizada) as condições dos contratos previamente acordados. Por um lado, essa repercussão estará também condicionada no período mais recente pelo facto de o agregado registar taxas de variação historicamente reduzidas, pelo que apenas uma fracção muito reduzida do saldo de emprésti-

(2) Esta variável define-se nos moldes estabelecidos no Relatório de Estabilidade Financeira, i.e., baseia-se numa estimativa do fluxo de novos empréstimos vencidos e outros de cobrança duvidosa em percentagem dos empréstimos corrigidos de titularização.

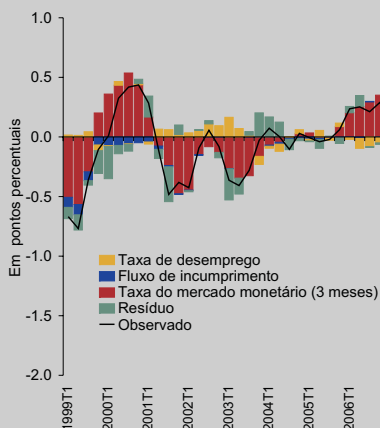
(3) No segmento dos empréstimos a particulares para aquisição de habitação, o coeficiente associado a esta variável não se revelou estatisticamente diferente de zero.

(4) A escolha das taxas de juro esteve associada à sua importância no contexto dos modelos de análise e projecções económicas do Banco de Portugal.

Gráfico 1-A

TAXA DE JURO DE SALDOS - SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS

Variação trimestral e contributos de alguns determinantes

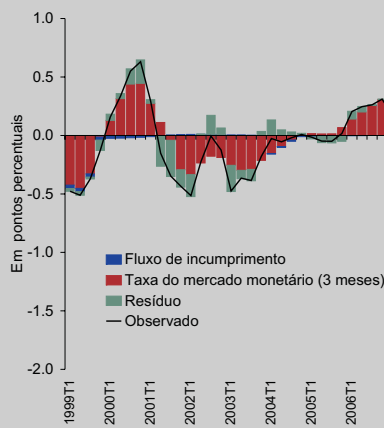


Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Estimativa para 2009 T4.

Gráfico 1-B

TAXA DE JURO DE SALDOS - PARTICULARES PARA AQUISIÇÃO DE HABITAÇÃO

Variação trimestral e contributos de alguns determinantes

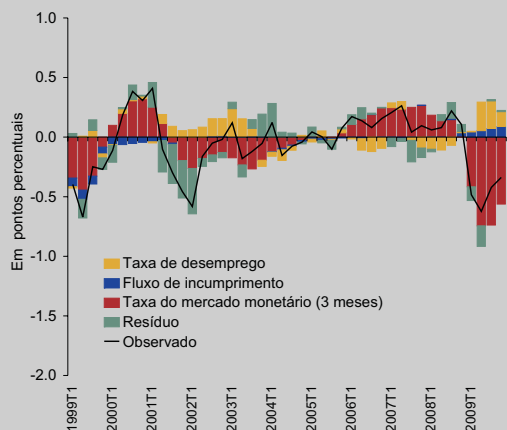


Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Estimativa para 2009 T4.

Gráfico 1-C

TAXA DE JURO DE SALDOS - PARTICULARES PARA CONSUMO E OUTROS FINS

Variação trimestral e contributos de alguns determinantes



Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Estimativa para 2009 T4.

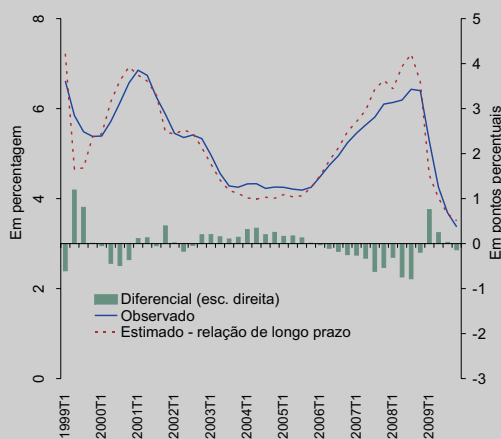
mos foi negociada no contexto das condições agravadas impostas pelos bancos após o desencadear da crise nos mercados financeiros internacionais⁵.

Os modelos considerados apontam para que até ao terceiro trimestre de 2008, incluindo portanto um período já afectado pelo eclodir da crise financeira no Verão de 2007, as taxas de juro das operações de empréstimo se situassem em níveis inferiores aos associados às suas determinantes de longo prazo (Gráfico 2 – A, B e C). Tal facto estaria a reflectir o contributo de variáveis não explicitamente consideradas, onde se destacaria o contexto financeiro ainda relativamente benigno em que os bancos exerciam a sua actividade e que tendiam a repercutir nas suas relações com os clientes. No entanto, no quadro da intensificação da crise nos mercados financeiros internacionais, no quarto trimestre de 2008, e da sua interacção com a actividade económica, esse comportamento tem vindo a ser alterado. Assim, as taxas de juro activas passaram a situar-se no primeiro semestre de 2009 num nível genericamente em linha com o subjacente às determinantes de longo prazo, com excepção das taxas dos empréstimos a particulares para consumo e outros fins, que se terão situado acima desse nível.

A situação de crise financeira observada desde meados de 2007 não encontra paralelo em qualquer outro período histórico disponível na determinação das regularidades empíricas subjacentes aos modelos utilizados. No entanto, ainda assim será legítimo concluir que no horizonte dos próximos trimestres as taxas de juro bancárias das novas operações deverão continuar a ser condicionadas pela materialização do risco de crédito, tendo assim subjacentes spreads nas operações activas superiores aos observados antes da eclosão da crise nos mercados financeiros internacionais.

Gráfico 2-A

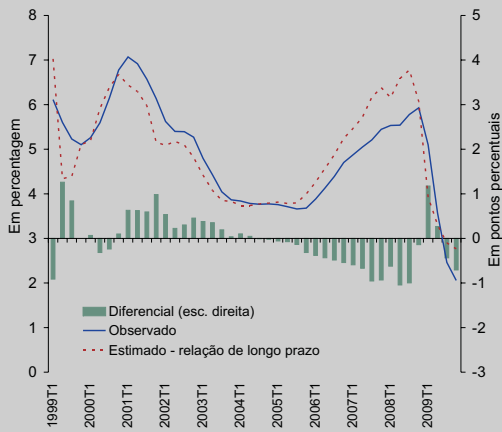
TAXA DE JURO DE SALDOS - SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS



Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Estimativa para 2009 T4.

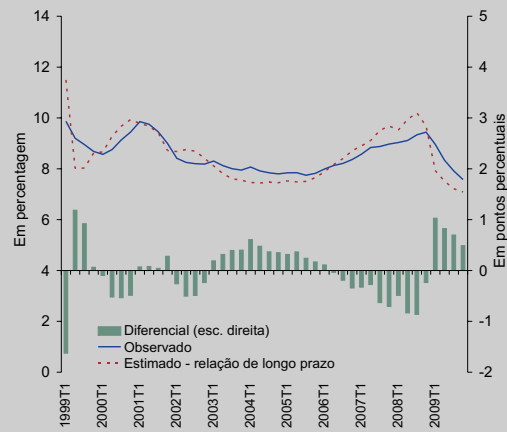
(5) Note-se também que o aumento no fluxo de incumprimento neste segmento foi claramente menos acentuado que o observado nos empréstimos para consumo e outros fins e a sociedades não financeiras, segmentos onde esse fluxo atingiu valores claramente superiores aos registados no período recessivo anterior (para uma análise do risco de crédito, veja-se "sub-secção 4.4 Risco de Crédito" do texto "Sistema Bancário Português no decurso de 2009" deste Boletim).

Gráfico 2-B

TAXA DE JURO DE SALDOS - PARTICULARES
PARA AQUISIÇÃO DE HABITAÇÃO

Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Estimativa para 2009 T4.

Gráfico 2-C

TAXA DE JURO DE SALDOS - PARTICULARES
PARA CONSUMO E OUTROS FINS

Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Estimativa para 2009 T4.

Caixa 2. Evolução recente e determinantes do crédito bancário ao sector privado não financeiro

No decurso dos últimos meses, os empréstimos bancários ao sector privado não financeiro registaram um significativo abrandamento. A análise dos factores subjacentes a esta evolução, como sejam variáveis de despesa e taxas de juro, reveste-se de particular importância, seja para efeitos de condução da política económica, seja para efeitos de análise macro-prudencial.

A utilização de um modelo econométrico permite a obtenção de estimativas de impacto associadas a variações nas determinantes explicitamente consideradas, tendo por base a evolução histórica das variáveis. No entanto, a impossibilidade da análise econométrica captar todos os factores que podem determinar as flutuações dos agregados de crédito (i.e., desvios face à especificação econométrica, tanto da relação de longo prazo como da dinâmica de curto prazo), aponta para a necessidade de complementar essa análise com informação adicional, a qual não é passível de ser contemplada num modelo de forma explícita. Refira-se também que as especificações usualmente consideradas na análise da evolução dos agregados de crédito contemplam como determinantes variáveis essencialmente associadas à procura e não à oferta de crédito. Tal abordagem poderá ser considerada satisfatória na generalidade das situações. No entanto, em episódios como a recente crise financeira, poderá limitar o poder explicativo das especificações adoptadas, uma vez que existe evidência de que a oferta de crédito pelas instituições tem sido alterada num conjunto de dimensões, compreendendo, entre outras, taxas, montantes, prazos e exigências de colateral, factores igualmente relevantes na determinação das quantidades de equilíbrio.

Tendo presente estas limitações, a análise seguinte visa avaliar em que medida a evolução recente dos empréstimos nos diferentes segmentos, no quadro da actual crise económica e financeira, está em linha com as determinantes habituais, essencialmente associadas à procura de crédito. Para tal, procura-se quantificar o impacto das principais determinantes da dinâmica dos empréstimos bancários ao sector privado não financeiro. Procedeu-se assim ao cálculo dos contributos de um conjunto seleccionado de variáveis para o crescimento dos empréstimos, com base na estimação de modelos econométricos simples. Consideraram-se três segmentos para os empréstimos bancários: empréstimos a sociedades não financeiras, empréstimos a particulares para compra de habitação e empréstimos a particulares para consumo e outros fins. As variáveis explicativas identificadas estão em linha com as usualmente consideradas na literatura relevante, ou seja, para cada segmento consideraram-se como determinantes uma variável de custo do crédito e um agregado de despesa. Foram estimados separadamente três modelos econométricos de mecanismo corrector do erro, utilizando os Mínimos Quadrados Ordinários, correspondendo cada modelo a um segmento de crédito. Importa, no entanto, ter em atenção as limitações inerentes à utilização de um modelo de equilíbrio parcial, sendo assim necessária uma interpretação cautelosa dos resultados. Importa também referir que uma das principais limitações deste tipo de análise é a impossibilidade de avaliar correctamente a importância de um choque estrutural, dado que as variáveis explicativas consideradas são em larga medida endógenas e se ignoram possíveis efeitos de feedback.

O modelo estimado é do tipo,

$$\Delta c_t = \beta_1 (L)\Delta c_{t-1} + \beta_2 (L)\Delta y_t + \beta_3 (L)\Delta i_t - \beta_4 (c - \alpha_0 - \alpha_1 y + \alpha_2 i)_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

em que Δ representa o operador de diferença de primeira ordem, L é o operador de desfasamento, c_t representa o stock de crédito (em final de período) nos três segmentos referidos em cima e i e y representam, respectivamente, a taxa de juro e o agregado de despesa associados a cada segmento de crédito (no caso dos empréstimos a sociedades não financeiras considerou-se como agregado de despesa o investimento empresarial, no caso dos empréstimos a particulares para compra de habitação considerou-se o investimento em habitação e, finalmente, nos empréstimos a particulares para consumo e outros fins considerou-se o consumo privado)¹. Na estimação da equação anterior impôs-se um coeficiente unitário para o agregado de despesa na relação de longo prazo, ou seja, assumiu-se $\alpha_1=1$. No que diz respeito ao coeficiente da taxa de juro, α_2 , o sinal obtido na relação de longo prazo está de acordo com a teoria, ou seja, um aumento da taxa de juro implica uma redução na procura de crédito.

(1) O crédito e a variável associada à despesa estão expressos em termos nominais. A relativa estabilidade da taxa de variação dos deflatores dos agregados de despesa considerados quer no crédito às sociedades não financeiras quer no crédito a particulares para consumo e outros fins ao longo da quase totalidade do período considerado limita o conteúdo informativo da separação entre a componente real e o deflator. Assim, só no caso do crédito a particulares para aquisição de habitação é apresentada a decomposição do contributo da variação da componente real e do deflator. Em 2009, os deflatores apresentam uma taxa de variação significativamente diferente da observada desde meados da década de 90, de forma transversal aos três segmentos, o que encontrou paralelo na evolução da componente real do agregado de despesa.

to. Finalmente, os valores estimados para o coeficiente β_{Δ} , que é uma das determinantes da velocidade de ajustamento do stock de crédito para o equilíbrio de longo prazo, são estatisticamente significativos e têm o sinal esperado, apontando para a existência de velocidades de ajustamento significativamente diferentes consoante o segmento de crédito considerado. Em particular, importa referir que o crédito à habitação é o segmento que apresenta um maior período de ajustamento, enquanto o segmento de crédito ao consumo e outros fins é o que apresenta uma maior velocidade de ajustamento para o equilíbrio de longo prazo.

Em especificações dinâmicas como a adoptada, a variável endógena desfasada é também função das variáveis explicativas. Desta forma, as variáveis endógenas desfasadas foram substituídas recursivamente, daí resultando que o contributo do crescimento da variável X para o crescimento do crédito C_t^X no período t seja calculado como:

$$C_t^X = \sum_{j=0}^J \theta_j^X X_{t-j} \quad (2)$$

onde X_{t-j} é o crescimento da variável explicativa no período $t-j$ e θ_j^X é o impacto no crescimento do agregado de crédito j períodos após um choque de 1 por cento/ponto percentual na variável X no período t , calculado com base na regressão (1). Assim, a taxa de variação de cada agregado de crédito surge como uma média ponderada de taxas de variação passadas das determinantes².

Os gráficos seguintes apresentam os contributos para o crescimento do crédito a sociedades não financeiras e a particulares ao longo dos últimos dez anos. Considerando as alterações observadas nas determinantes no período mais recente, nomeadamente as significativas quedas quer nos agregados de despesa (em termos reais e mesmo nominais) quer nas taxas de juro (reflectindo a resposta de política monetária à situação de crise económica e financeira), optou-se por evidenciar os contributos das variações das determinantes ocorridas nos últimos quatro trimestres, que assim são deduzidos ao contributo total. Os resultados apresentados mostram que globalmente a dinâmica das variáveis macroeconómicas adoptadas como explicativas contribui de forma significativa para a evolução do crédito ao sector privado não financeiro. Em particular para os últimos trimestres, é visível o impacto da queda dos agregados de despesa sobre a evolução dos agregados de crédito, impacto esse contrariado, em parte, pela significativa redução das taxas de juro bancárias. Ilustra-se também a importância de outros factores, não considerados na especificação adoptada, na explicação da evolução dos agregados de crédito analisados.

No decurso dos últimos anos, a evolução observada dos empréstimos a sociedades não financeiras excedeu (de forma crescente até ao início de 2008) a que estaria subjacente ao comportamento das determinantes consideradas (Gráfico 1). Tal ocorreu no quadro de um significativo aumento das necessidades de financiamento do sector, a par de uma diminuição da respectiva poupança que reflectiu, no essencial, o aumento dos rendimentos pagos pelo sector como remuneração do capital investido, num contexto de evolução desfavorável da rentabilidade das empresas. De uma forma global, e apesar do ligeiro aumento do investimento, a evolução dos empréstimos terá estado associada essencialmente ao financiamento de existências e de necessidades de fundo de maneio e a situações de reestruturação da dívida (veja-se Inquérito ao Bancos sobre o Mercado de Crédito). Recorde-se que mesmo após o desencadear da crise nos mercados financeiros internacionais, no Verão de 2007, os bancos portugueses continuaram a demonstrar capacidade e disponibilidade para, num contexto de condições adversas nos mercados financeiros internacionais, acomodar as necessidades de financiamento das empresas, dada à queda inesperada e forte da procura, permitindo assim uma sustentação adicional do crédito face ao historicamente observado em fases baixas do ciclo. Esta situação ter-se-á apenas alterado nos trimestres mais recentes, o que, conjugado com a significativa retracção do investimento (em termos reais e por via da evolução do deflator) estará a contribuir para uma acentuada desaceleração dos empréstimos.

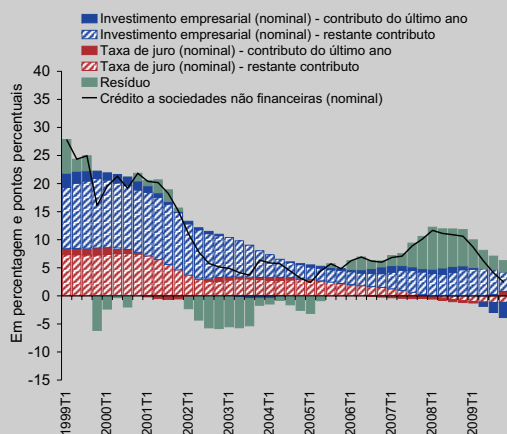
O consumo apresenta menor volatilidade que o investimento empresarial, o que se traduz numa variação mais suave do contributo deste agregado de despesa para a variação dos empréstimos a particulares para consumo e outros fins (Gráfico 2). Esse contributo diminuiu de forma muito gradual ao longo da última década, tendo a evolução das taxas de juro induzido também um abrandamento do agregado de crédito. À semelhança do observado no

(2) Os ponderadores associados a cada combinação 'variável dependente – determinante' variam consoante o segmento considerado, de tal forma que embora o impacto de longo prazo possa ser semelhante, a trajectória de ajustamento apresenta diferenças por vezes significativas.

Gráfico 1

CRÉDITO A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS

Taxa de variação homóloga e contributos de alguns determinantes

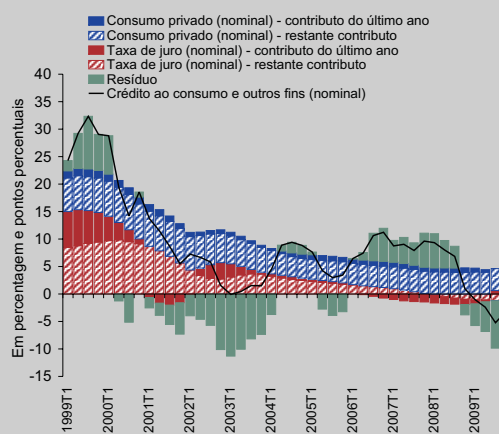


Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Estimativa para 2009 T4.

Gráfico 2

CRÉDITO A PARTICULARES PARA CONSUMO E OUTROS FINS

Taxa de variação homóloga e contributos de alguns determinantes



Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Estimativa para 2009 T4.

segmento das sociedades não financeiras, também no caso dos empréstimos a particulares para consumo e outros fins, a evolução observada entre 2006 e 2008 excedeu a que estaria subjacente ao comportamento das determinantes consideradas, reflectindo as condições de oferta de crédito particularmente favoráveis então observadas. Essa situação foi revertida posteriormente. Se o resíduo positivo antes observado poderá ter reflectido, entre outros factores, um aumento da participação das famílias neste segmento do mercado de crédito (conforme documentado nos resultados do Inquérito ao Património e ao Endividamento das Famílias, e em linha com a maior oferta pelos bancos de produtos de crédito pessoal para finalidades múltiplas), o significativo abrandamento verificado no período mais recente deverá ter estado associado à maior restritividade dos bancos na concessão de crédito para finalidades/segmentos em que o aumento do incumprimento tem sido bastante significativo.

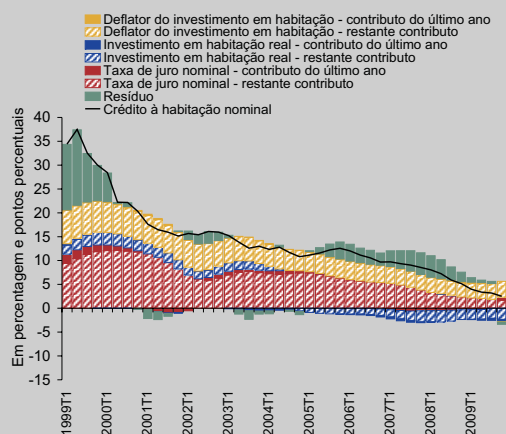
Ao longo da corrente década os empréstimos bancários a particulares para aquisição de habitação evoluíram globalmente em linha com as suas determinantes (Gráfico 3). Reflectiram assim menores contributos das variações das taxas de juro desde meados da década, bem como a tendência de redução do investimento (real) em habitação. Mesmo assim, o crescimento observado entre 2005 e 2008 excedeu sistematicamente, embora em menor grau do que no caso dos empréstimos a particulares para consumo e outros fins, o associado à evolução das determinantes consideradas. Parte da explicação para esta evolução terá estado associada ao facto de, no contexto da tendência de subida das taxas de juro do Banco Central Europeu (BCE) (entre o final de 2005 e o terceiro trimestre de 2008), os bancos terem proporcionado aos seus clientes contratos de crédito que procuravam adaptar o grau de esforço à capacidade das contrapartes para servirem a dívida. Desta forma, observou-se um alongamento das maturidades, um aumento do rácio loan-to-value, ou seja, um aumento dos montantes dos empréstimos concedidos em relação ao valor do imóvel e a prática de esquemas de pagamentos que permitiram atenuar os encargos das famílias no curto prazo³. Estas tendências reflectiram o clima concorrencial verificado nas operações de crédito e o contexto particularmente favorável que prevaleceu nos mercados financeiros internacionais até à emergência da crise financeira actual. Posteriormente, esta situação alterou-se, assistindo-se no período mais recente a um crescimento do crédito mais consentâneo com os habituais determinantes.

(3) Ver "Caixa 4.2 Principais características dos empréstimos a particulares para aquisição de habitação em Portugal", Banco de Portugal, Relatório de Estabilidade Financeira 2008.

Gráfico 3

CRÉDITO A PARTICULARES PARA AQUISIÇÃO DE HABITAÇÃO

Taxa de variação homóloga e contributos de alguns determinantes



Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Estimativa para 2009 T4.

Em suma, os resultados apresentados mostram que globalmente a dinâmica das variáveis adoptadas como explicativas contribuiu de forma significativa para a evolução do crédito ao sector privado não financeiro. Em particular é visível, nos últimos trimestres, o impacto da queda dos agregados de despesa (consumo privado, investimento em habitação e empresarial) sobre a evolução dos agregados de crédito, impacto contrariado pela significativa redução das taxas de juro bancárias. Ilustra-se também a importância de outros factores, nomeadamente os relacionados com as condições de oferta de crédito, para a dinâmica dos empréstimos. Com efeito, no contexto da actual crise económica e financeira assistiu-se a uma significativa alteração nas condições de oferta de crédito, nos vários segmentos considerados, com um agravamento das condições em que os bancos aprovam a concessão de crédito ao sector privado não financeiro, se bem que de forma gradualmente menos intensa no decurso de 2009. Este facto terá parcialmente contrariado o efeito da redução das taxas de juro de referência do BCE e do mercado monetário. Contudo, é também evidente que mesmo após o eclodir da crise nos mercados financeiros internacionais os bancos continuaram a acomodar as necessidades de financiamento das empresas, face à queda inesperada e forte da procura dirigida ao sector. Esta situação ter-se-á alterado apenas recentemente, o que, conjugado com a queda do investimento, tem contribuído para a recente desaceleração dos empréstimos a empresas. À luz da metodologia considerada, num cenário de recuperação muito gradual e limitada da economia e considerando a referida redução das taxas de juro bancárias⁴ no período recente, será de antecipar a manutenção do crescimento dos agregados de crédito em níveis reduzidos no decurso dos próximos trimestres.

(4) Essa redução coexistiu com um alargamento de spreads de taxa de juro. No período mais recente os spreads têm-se vindo a reduzir, embora se espere que os mesmos permaneçam em níveis superiores aos observados no período imediatamente anterior ao eclodir da crise financeira, tendo em conta a materialização do risco de crédito e a situação nos mercados financeiros internacionais (ver "Caixa 1 Determinantes da transmissão recente das taxas de juro do mercado monetário às taxas de juro dos empréstimos ao sector privado não financeiro", deste Boletim).

Caixa 3. A sustentabilidade das finanças públicas: Portugal no contexto da UE

A Comissão Europeia publicou em Outubro passado a versão preliminar do Relatório de Sustentabilidade de 2009. Neste documento os serviços da Comissão actualizam a sua avaliação da sustentabilidade das finanças públicas em todos os Estados-membros da UE. Estes são, em última análise, agrupados consoante o risco de insustentabilidade das finanças públicas com base nos indicadores sintéticos S1 e S2¹ e em vários outros factores relevantes, não facilmente quantificáveis.

Os valores calculados para os indicadores S1 e S2 dependem crucialmente da posição orçamental inicial e do aumento projectado para as despesas públicas relacionadas com o envelhecimento da população. No recente exercício dos serviços da Comissão, o ponto de partida é o saldo primário estrutural previsto para 2009 na Primavera passada e as despesas de longo prazo associadas ao envelhecimento baseiam-se no Relatório de 2009 do Grupo de Trabalho do Envelhecimento². O Quadro 1 mostra os resultados obtidos para os 27 Estados-membros. No caso de Portugal, com todas as limitações e incerteza que esta abordagem envolve, a perspectiva é próxima da projectada para o conjunto da área do euro e ligeiramente mais favorável do que a da UE considerada globalmente. Adicionalmente, é de destacar que Portugal é um dos quatro Estados-membros em que a avaliação de sustentabilidade das finanças públicas melhorou face aos resultados divulgados no Relatório de Sustentabilidade de 2006, em larga medida devido aos efeitos esperados da reforma dos sistemas públicos de pensões sobre a despesa pública. Globalmente, Portugal teria de melhorar permanentemente o saldo primário em 4.7 p.p. do PIB em 2010 para atingir um rácio da dívida igual a 60 por cento em 2060, ou em 5.5 p.p. do PIB para que a restrição orçamental intertemporal fosse respeitada, o que compara com 4.8 e 5.8 p.p. do PIB para a área do euro, respectivamente. A decomposição dos indicadores sugere claramente a importância quer de um ajustamento orçamental significativo no curto/médio prazo, quer da manutenção das políticas que justificam um crescimento moderado da despesa relacionada com o envelhecimento, com particular destaque para as pensões.

De salientar que este cenário da Comissão Europeia não contempla efeitos da actual crise económica e financeira no longo prazo. Estes são ilustrados em cenários alternativos, com um enfoque especial nas hipóteses de “década perdida” e “choque permanente”. No primeiro caso, a taxa de crescimento potencial levaria dez anos para voltar ao nível anterior à crise, retomando depois a trajetória que se verificaria se esta não tivesse ocorrido. No segundo cenário, mais pessimista, a taxa de crescimento do produto potencial seria afectada permanentemente, uma vez que a evolução do emprego e da produtividade do trabalho seria mais desfavorável do que no exercício base. Os resultados desta análise de sensibilidade implicam, no caso de Portugal, um aumento do indicador S2 em 1.3 e 2.1 p.p. do PIB nos cenários de “década perdida” e “choque permanente”, respectivamente.

A perspectiva que resulta da avaliação da sustentabilidade das finanças públicas está condicionada pelo cenário macroeconómico, mas também pelas hipóteses admitidas relativamente a parâmetros chave que afectam a evolução demográfica e as despesas relacionadas com o envelhecimento. A análise de sustentabilidade incluída no Relatório de 2009 do Grupo de Trabalho do Envelhecimento mostra como particularmente críticas as hipóteses respeitantes aos fluxos migratórios. Assim, admitindo um cenário com imigração líquida nula o indicador S2 para Portugal aumenta 3 p.p. do PIB. A evolução das despesas com saúde apresenta-se também como um factor de risco considerável, em Portugal como na quase totalidade dos outros Estados-membros, por via, principalmente, da possível materialização de uma elasticidade rendimento e de um crescimento dos custos acima dos incorporados no cenário base.

Quanto a outros factores relevantes para a definição do risco de insustentabilidade, não facilmente quantificáveis, os serviços da Comissão destacam dois, no caso de Portugal. Por um lado, um rácio da dívida pública relativamente elevado, que pode conduzir a aumentos adicionais das taxas de juro a que o Estado emite dívida. Por outro lado, a eventual dificuldade em manter as actuais regras dos sistemas públicos de pensões, face a uma evolução desfavorável ao longo do tempo do rácio entre a pensão média e o salário médio da economia.

(1) Ambos procuram medir a magnitude do ajustamento orçamental permanente (traduzido numa variação dos rácios de receita e/ou despesa primária das administrações públicas relativamente ao PIB) que é requerido para: no caso do indicador S1, o rácio da dívida pública atingir 60 por cento do PIB no final de um horizonte alargado (2060 nos cálculos mais recentes dos serviços da Comissão Europeia); no caso do indicador S2, o valor actualizado dos saldos primários futuros igualar o valor corrente da dívida pública.

(2) Ver Caixa 2.1 Actualização das projecções da despesa pública relacionada com o envelhecimento da população: Portugal no contexto da UE, no Relatório Anual de 2008 do Banco de Portugal.

Quadro 1

INDICADORES DE SUSTENTABILIDADE

	S1			S2			
	Total	POI ^(a)	RD ^(b)	CLP ^(c)	Total	POI ^(a)	CLP ^(c)
Bélgica	4.5	0.5	0.6	3.5	5.3	0.6	4.8
Bulgária	-0.6	-0.7	-0.5	0.6	0.9	-0.6	1.5
República Checa	5.3	3.6	-0.3	1.9	7.4	3.7	3.7
Dinamarca	-0.6	-1.9	-0.5	1.8	-0.2	-1.6	1.4
Alemanha	3.1	0.8	0.2	2.1	4.2	0.9	3.3
Estónia	0.3	1.0	-0.6	-0.2	1.0	1.1	-0.1
Irlanda	12.1	8.2	0.2	3.7	15.0	8.3	6.7
Grécia	10.8	2.4	0.7	7.7	14.1	2.6	11.5
Espanha	9.5	5.9	-0.1	3.6	11.8	6.1	5.7
França	5.5	3.8	0.4	1.4	5.6	3.8	1.8
Itália	1.9	-0.2	0.7	1.4	1.4	-0.1	1.5
Chipre	4.6	0.2	-0.3	4.7	8.8	0.5	8.3
Letónia	9.4	8.8	-0.2	0.9	9.9	8.9	1.0
Lituânia	5.4	3.7	-0.3	2.0	7.1	3.9	3.2
Luxemburgo	6.2	-0.6	-0.8	7.5	12.5	-0.4	12.9
Hungria	-1.1	-1.9	0.4	0.4	-0.1	-1.6	1.5
Malta	4.7	1.1	0.2	3.4	7.0	1.4	5.7
Países Baixos	5.2	1.6	0.0	3.7	6.9	1.9	5.0
Áustria	3.8	1.5	0.2	2.2	4.7	1.6	3.1
Polónia	2.9	4.2	0.0	-1.2	3.2	4.4	-1.2
Portugal	4.7	3.4	0.3	1.0	5.5	3.7	1.9
Roménia	6.9	4.1	-0.4	3.2	9.1	4.3	4.9
Eslovénia	9.2	3.8	-0.3	5.7	12.2	3.9	8.3
Eslováquia	5.7	4.3	-0.3	1.6	7.4	4.5	2.9
Finlândia	2.6	-0.8	-0.3	3.7	4.0	-0.5	4.5
Suécia	0.5	-0.1	-0.3	0.8	1.8	0.2	1.6
Reino Unido	10.8	8.6	0.2	2.0	12.4	8.8	3.6
Média UE-27	5.4	3.1	0.2	2.0	6.5	3.3	3.2
Média área do euro	4.8	2.1	0.3	2.4	5.8	2.3	3.5

Fonte: Relatório de Sustentabilidade da Comissão Europeia de 2009.

Notas: (a) A posição orçamental inicial (POI) representa quanto é que o saldo primário teria de variar face ao seu nível presente, a fim de manter o rácio da dívida no seu nível actual. (b) O requisito de um dado nível de dívida (RD) reflecte quanto é que o saldo primário teria de variar, para além do exigido pela POI, por forma a que o rácio da dívida atinja 60 por cento em 2060. (c) O custo de longo prazo do envelhecimento (CLP) representa quanto é que o saldo primário teria de variar para financiar o aumento previsto das despesas relacionadas com o envelhecimento até 2060, no caso do S1, ou num horizonte infinito, no caso do S2.

Tendo em conta os diferentes riscos quanto à insustentabilidade das finanças públicas, a Comissão Europeia classifica os Estados-membros em três grupos. Portugal é incluído no grupo de risco médio, juntamente com um conjunto de países com características bastante diferenciadas no que respeita à posição orçamental inicial e às perspectivas de crescimento da despesa relacionada com o envelhecimento da população. Com efeito, enquanto na Bélgica, na Alemanha e na Áustria a forte expansão projectada para a despesa associada à evolução demográfica deverá exigir reformas importantes, apesar da posição inicial ser relativamente sólida, na França, Polónia e Portugal o problema parece residir mais na necessidade de consolidação no médio prazo, já que as reformas nos sistemas públicos de pensões nos últimos anos permitem antecipar um crescimento moderado da despesa relacionada com o envelhecimento. A Itália e a Hungria são também incluídas neste grupo, apesar de o desequilíbrio orçamental inicial e o custo de longo prazo do envelhecimento não serem particularmente elevados, uma vez que apresentam actualmente um rácio da dívida muito elevado.

O SISTEMA BANCÁRIO PORTUGUÊS NO DECURSO DE 2009

1. APRECIAÇÃO GLOBAL

O ano de 2009 tem sido marcado, na sequência do observado no final de 2008, pela intensificação da interacção entre a crise financeira e a actividade económica, traduzido numa crescente materialização do risco de crédito, com consequências negativas para a rendibilidade dos bancos. Esta é uma tendência internacional que também se observa na economia portuguesa. De facto, a situação económica em 2009 é caracterizada de uma forma generalizada pela recessão mais profunda das últimas décadas, não obstante exista evidência de que o ritmo da queda da actividade económica seja cada vez menor. De facto, as acções concertadas de política sem precedentes, incluindo fortes descidas das taxas de juro, que contiveram o risco sistémico global, reduziram a incerteza e aumentaram a confiança dos agentes económicos. No caso específico da economia portuguesa deverá observar-se uma contracção de 2.7 por cento do PIB. Muito embora o aumento da materialização do risco de crédito em Portugal seja transversal aos diversos segmentos de crédito, este foi particularmente acentuado no caso dos empréstimos a particulares para consumo e outros fins e também dos empréstimos a sociedades não financeiras, sendo muito mais mitigado nos empréstimos a particulares para aquisição de habitação. Diversos factores concorrem para esta diferenciação.

Por um lado, no que diz respeito ao crédito para aquisição da habitação, é de realçar que as famílias de menores rendimentos têm uma participação muito baixa neste mercado. Além disso, não obstante o elevado nível de endividamento agregado, o valor mediano do rácio do serviço da dívida das famílias portuguesas, incluindo as mais jovens e geralmente mais vulneráveis, é inferior ao dos países da área do euro para os quais existe informação disponível. Tal decorre do facto das maturidades dos empréstimos à habitação tenderem a ser mais longas em Portugal, o que permite alisar o serviço de dívida intertemporalmente. Por outro lado muitos dos contratos de crédito à habitação, para além das garantias reais, têm associadas outras garantias, tais como garantias familiares para os jovens, contribuindo para diminuir o risco destes empréstimos. Finalmente, a evidência disponível sugere a ausência de valorizações excessivas dos preços da habitação a nível agregado.

No que se refere aos empréstimos para consumo e outros fins que representam cerca de 20 por cento dos empréstimos a particulares, a situação é distinta uma vez que se tem intensificado o acesso a este mercado das famílias com níveis de rendimentos intermédios e daquelas em que o representante é relativamente jovem. Porém, o maior risco de crédito normalmente associado a estes empréstimos terá sido incorporado pelos bancos em *spreads* de taxas de juro e em comissões mais elevadas.

No caso dos empréstimos às sociedades não financeiras, a subida do incumprimento, embora generalizada, não foi uniforme por sector de actividade, sendo especialmente marcado nos sectores da construção e actividades imobiliárias, que representam cerca de 40 por cento dos empréstimos às sociedades não financeiras. Estes sectores são particularmente sensíveis ao ciclo económico e apresentam níveis de endividamento relativamente elevados. De facto, as empresas com incumprimento tendem a evidenciar níveis de endividamento mais elevados e rendibilidade inferior, sendo este perfil transversal a diferentes sectores de actividade (ver "Caixa 1 *Rendibilidade, endividamento e incumprimento das sociedades não financeiras*", deste Boletim). Um dos aspectos caracterizadores da carteira de crédito dos bancos portugueses é a sua concentração em exposições muito elevadas, associadas a empresas de maior dimensão, que tendem a apresentar níveis de incumprimento mais baixo. Contudo, estas empresas tendem também a apresentar uma menor propensão a entrar em in-

cumprimento por razões idiossincráticas, pelo que o incumprimento de cada empresa considerada individualmente tende a estar mais correlacionado com o incumprimento agregado. Neste contexto, note-se que o acordo de Basileia II estabelece requisitos de capital superiores para estas empresas de maior dimensão (para níveis idênticos dos restantes parâmetros de risco). Este facto afigura-se de elevada importância para a estabilidade financeira, dado o risco sistémico associado a estas exposições.

As expectativas para a evolução da economia portuguesa são de uma recuperação gradual e limitada, daqui decorrendo a manutenção de um nível baixo de utilização da capacidade produtiva e um elevado nível de desemprego com consequências negativas para a materialização do risco de crédito. Em particular, as perspectivas de rendimento das famílias continuarão vulneráveis às pressões sobre a situação financeira das empresas.

No contexto da crise que emergiu nos mercados financeiros internacionais no Verão de 2007 e que se agudizou no último trimestre de 2008, o risco de liquidez e a sua interacção com o risco de financiamento nos mercados de dívida por grosso têm assumido uma importância central na avaliação da estabilidade financeira a nível internacional. A partir de Março de 2009 observou-se uma gradual normalização do funcionamento dos mercados financeiros internacionais, num quadro de menor volatilidade e aversão ao risco, reflectindo *inter alia* as medidas implementadas pelos governos e bancos centrais, os resultados positivos divulgados por algumas empresas não financeiras e bancos, bem como a revisão em alta das projecções para a economia mundial. Assistiu-se, assim, a uma recuperação acentuada dos mercados accionistas e à queda dos *spreads* da dívida privada e pública.

Este enquadramento reflectiu-se favoravelmente no balanço dos bancos portugueses permitindo alguma recuperação do valor da respectiva carteira de títulos e dos fundos de pensões dos empregados bancários, assim como dos resultados relacionados com operações financeiras, e contribuiu, ainda que de forma limitada, para a melhoria dos fundos próprios. Paralelamente, à semelhança do observado a nível global, os bancos portugueses retomaram a emissão de títulos de dívida nos mercados por grosso em condições progressivamente menos desfavoráveis e, em larga medida, sem garantia estatal. Desta forma, na primeira metade de 2009, a emissão líquida de reembolsos de títulos de dívida em prazos mais alargados voltou a ser a principal fonte de financiamento da actividade dos bancos portugueses depois da queda ocorrida no segundo semestre de 2008. Não obstante, os recursos de clientes continuaram a ser uma fonte de financiamento relevante da actividade bancária embora denotando um abrandamento que deverá prosseguir no futuro próximo. Na sequência do observado desde o início da crise financeira no Verão de 2007, os bancos portugueses mantiveram estratégias competitivas de captação de recursos de clientes, evidenciadas por taxas de juro dos depósitos superiores às do mercado monetário, o que não se observou no anterior período recessivo. Adicionalmente, assistiu-se a uma significativa aceleração dos depósitos de particulares com prazo superior a dois anos, bem como à colocação de montantes significativos de títulos de dívida emitida pelos bancos junto dos seus clientes. Estes são desenvolvimentos favoráveis do ponto de vista do risco de liquidez, dada a maior estabilidade destes recursos. Assim, conjugada com a desaceleração do crédito, a tendência de redução do rácio entre o crédito e os recursos de clientes iniciada com o eclodir da crise financeira no Verão de 2007 prosseguiu na primeira metade de 2009. Adicionalmente, assistiu-se a uma melhoria dos *gaps* de liquidez para horizontes temporais até 3 meses. Estes indicadores estabelecem uma relação entre os activos de elevada liquidez e os passivos voláteis. A melhoria observada para o horizonte até um mês foi particularmente evidente, passando a situação de *gap* positivo a ser partilhada pelos principais grupos bancários. Para o horizonte a um ano a evolução foi inversa, isto é, o *gap* tornou-se mais negativo, reflectindo no essencial o avolumar dos títulos de dívida vincenda neste horizonte. Esta situação é relevante para a quase generalidade dos grupos bancários domésticos, embora seja de realçar que compara favoravelmente com o observado no final

de 2007. Saliente-se, também, que tenderá a ser temporária, ou seja, passível de ser revertida no contexto de manutenção da evolução favorável dos mercados internacionais de dívida por grosso, que permitirá a continuação do alongamento do prazo médio do *stock* de dívida titulada.

Conforme tem vindo a ser realçado em artigos anteriores, os bancos portugueses têm evidenciado uma elevada capacidade de adaptação ao contexto particularmente negativo decorrente da actual crise económica e financeira internacional. Assim, a evidência disponível aponta no sentido dos bancos portugueses terem continuado a desempenhar a sua função de intermediação financeira sem grandes perturbações. De facto, a evolução dos empréstimos bancários ao sector privado não financeiro no decurso de 2009 estará globalmente em linha com as determinantes habituais da procura de crédito - taxas de juro e componentes da procura agregada (ver “Caixa 2 *Evolução recente e determinantes do crédito bancário ao sector privado não financeiro*”, deste Boletim) . Os bancos terão mesmo conseguido acomodar, em alguma medida, as maiores necessidades de financiamento das empresas num quadro de condições particularmente adversas de financiamento destas nos mercados financeiros internacionais e de quedas de procura inesperadas e abruptas, no último trimestre de 2008 e no primeiro de 2009. Por outro lado, os bancos têm vindo a reforçar os seus fundos próprios no contexto da crise económica e financeira, em particular na primeira metade de 2009. O reforço da posição de capital foi particularmente visível no rácio de adequação dos fundos próprios de base, em que se registou uma concentração significativa em torno de 8 por cento, valor mínimo observado em Junho entre os principais grupos bancários. Deste modo, as instituições terão antecipado, na sua maioria, a concretização da recomendação emitida pelo Banco de Portugal, para que o rácio *Tier 1* fosse, pelo menos, 8 por cento a partir de Setembro de 2009.

O reforço dos rácios de capital permitiu aumentar a capacidade do sistema bancário nacional para absorver choques adversos não antecipados, sem que tal implique o surgimento de constrangimentos significativos ao desenvolvimento da sua actividade de intermediação financeira. Apesar das perspectivas para o crescimento económico serem, a nível global e nacional, actualmente menos negativas do que as prevacentes no final de 2008 e no início de 2009, persistem riscos descendentes sobre a recuperação da actividade económica e a estabilidade financeira a nível global, em especial dada a incerteza em torno do impacto de uma eventual reversão progressiva das medidas de apoio às economias e aos sistemas financeiros. Adicionalmente, a implementação destas medidas, conjugada com a recessão da economia mundial, deu origem a uma deterioração significativa das finanças públicas na generalidade dos países e a uma transferência de riscos do sistema financeiro para as entidades soberanas. Por outro lado, as previsões de crescimento a médio e longo prazo apontam para que o crescimento potencial mundial seja inferior ao estimado antes da crise, sugerindo que a crise financeira internacional possa ter originado não só uma perda permanente de produto mas eventualmente uma redução da sua tendência de crescimento. Por último, persistem riscos associados à interacção entre o sistema financeiro e a economia real que se podem intensificar com a reversão das medidas de apoio. A economia portuguesa, por seu turno, continua a apresentar um conjunto de vulnerabilidades de natureza estrutural, nomeadamente no que diz respeito ao seu elevado nível de endividamento, ao baixo nível de capital humano e ao funcionamento dos mercados do trabalho e do produto. Estas fragilidades poderão limitar a sua capacidade de ajustamento ao actual enquadramento e o seu crescimento potencial, com consequências negativas para o sector bancário. Como aspectos positivos da economia portuguesa no contexto actual são de referir a ausência de sobrevalorização dos preços nos mercados imobiliário e a posição relativamente favorável do sistema bancário no quadro europeu. De qualquer modo, um cenário em que a recuperação da economia mundial fosse posta em causa seria duplamente desfavorável para o sistema bancário internacional e nacional, uma vez que não só a materialização do risco de crédito seria mais intensa como tenderia a ocorrer uma nova materialização do risco de mercado em resultado da inversão de expectativas quanto à evolução dos

lucros das empresas. Neste cenário, dependendo da magnitude e da duração destes choques negativos, os bancos portugueses poderiam ter de reforçar adicionalmente o seu capital.

2. ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO E FINANCEIRO

A crise financeira internacional e a recessão económica a nível global, com uma contracção sem precedentes no comércio internacional, afectaram negativamente a economia portuguesa, sendo esta uma pequena economia aberta fortemente integrada do ponto de vista económico e financeiro. Deste modo, no final de 2008 e nos primeiros meses de 2009, a actividade dos bancos portugueses foi enquadrada por uma significativa deterioração da actividade económica e pela persistência de tensões nos mercados financeiros internacionais na sequência do colapso do banco de investimento *Lehman Brothers*. Contudo, a partir do segundo trimestre de 2009, as perspectivas sobre a actividade económica global tornaram-se gradualmente menos negativas e as condições nos mercados financeiros internacionais melhoraram, num quadro de menor volatilidade e aversão ao risco (Gráfico 2.1). As medidas de apoio ao sistema financeiro e à economia deverão ter oferecido um contributo importante para esta evolução. Neste contexto, o enquadramento actual da actividade dos bancos portugueses é globalmente bastante menos desfavorável do que o observado no final de 2008.

De acordo com as previsões do FMI, a economia mundial deverá registar uma contracção de 1.1 por cento em 2009, após ter evidenciado um crescimento de 3.0 por cento em 2008. Em 2010 o FMI prevê que a economia mundial volte a registar um crescimento positivo (3.1 por cento)¹. A economia norte-americana tem vindo a apresentar diversos sinais de estabilização que se deverão reflectir num crescimento positivo na segunda metade de 2009, como resultado *inter alia* das medidas de estímulo orçamental e da melhoria das perspectivas sobre o mercado de habitação. Não obstante, o desemprego mantém-se em níveis historicamente elevados, o acesso a crédito continua a ser relativamente limitado, alguns bancos continuam a necessitar de reforçar a sua base de capital e reestruturar os seus balanços e, por último, a persistência de algumas perturbações e incerteza nos mercados finan-

Gráfico 2.1



Fonte: Bloomberg.

Nota: Índice de volatilidade implícita com base em expectativas de mercado sobre a volatilidade no mercado accionista norte-americano nos 30 dias seguintes com base nos preços de opções.

(1) Ver "Secção 2 Enquadramento internacional", no texto "A Economia Portuguesa em 2009", deste Boletim.

ceiros poderão condicionar a evolução do investimento e do consumo. Na área do euro, as previsões do FMI apontam para uma trajetória de recuperação mais moderada do que nos Estados Unidos, reflectindo a persistência de pressões nos mercados imobiliários de algumas economias, as perturbações que alguns bancos continuam a enfrentar e a situação nos mercados de trabalho. Por seu turno, a recuperação das economias de mercado emergentes deverá ser impulsionada pelo crescimento das economias asiáticas, com destaque para a Índia e a China, decorrendo em parte de medidas de estímulo orçamental. As economias da Europa Central e de Leste e da Comunidade de Estados Independentes continuam a enfrentar importantes desafios, dada a queda dos fluxos de capital e a persistência de perturbações nos sistemas financeiros nacionais.

O desempenho da economia portuguesa tem vindo a ser condicionado pela crise económica e financeira internacional, por via de uma forte contracção da procura externa, de uma elevada incerteza que afecta as decisões de investimento e de consumo dos agentes económicos e por perturbações nos mercados financeiros internacionais de dívida por grosso. Em 2009, a economia portuguesa deverá registar uma contracção de 2.7 por cento, o que consubstancia o pior resultado observado nas últimas décadas². Não obstante, esta estimativa representa uma revisão em alta face à projecção publicada no *Boletim Económico de Verão*, sendo justificada em particular por uma evolução menos desfavorável do consumo privado e, em menor grau, das exportações. Esta projecção para o crescimento da economia portuguesa em 2009 tem subjacente um perfil de aceleração na segunda metade do ano.

A nível global, assim como a nível nacional, as perspectivas sobre o crescimento económico são actualmente menos negativas do que as prevalentes no final de 2008 e no início de 2009. Persistem, contudo, diversos riscos sobre a recuperação da actividade económica e a estabilidade financeira a nível global, em particular a incerteza em torno do impacto da reversão progressiva das medidas de apoio à economia e ao sistema financeiro. Adicionalmente, a implementação destas medidas, conjugada com a recessão da economia mundial, deu origem a uma deterioração das finanças públicas na generalidade dos países e a uma transferência de riscos do sistema financeiro para entidades soberanas³. Tendo por base estimativas do FMI, as previsões de crescimento a médio prazo apontam para que o crescimento do produto potencial mundial seja inferior ao estimado antes da crise, sugerindo que a crise financeira internacional possa ter originado não só uma perda permanente no nível do produto, mas eventualmente uma redução da sua tendência de crescimento. Por último, persistem riscos associados a efeitos de interacção entre o sistema financeiro e a economia real, que se podem intensificar com a reversão das medidas de apoio. Estes riscos reforçam a necessidade de promover a estabilidade do sistema financeiro a nível internacional, dada a persistência de fragilidades e necessidades de recapitalização nalguns bancos a nível global, e de melhorar a regulação do sistema financeiro. Por seu turno, a economia portuguesa continua a apresentar um conjunto de vulnerabilidades de natureza estrutural, nomeadamente no que diz respeito ao elevado grau de endividamento, ao nível de capital humano e ao funcionamento dos mercados de trabalho e do produto, que poderão limitar a sua capacidade de ajustamento ao actual enquadramento e o seu crescimento potencial, assim condicionando a sua convergência real.

Na sequência das fortes perturbações que ocorreram em Setembro de 2008, os bancos centrais de economias avançadas e de economias de mercado emergentes reduziram de forma significativa as taxas de juro de referência. Ao longo de 2009, a política monetária continuou a ser globalmente acomodaticia, num quadro de diminuição das tensões inflacionistas e de perspectivas bastante negativas sobre a evolução da actividade económica. Entre Outubro de 2008 e Maio de 2009 o BCE reduziu a taxa de juro das operações principais de refinanciamento em 325 p.b., para o valor mínimo histórico

(2) Ver texto "A Economia Portuguesa em 2009", deste Boletim.

(3) Ver "Caixa 1.1 Evolução dos diferenciais das taxas de rentabilidade da dívida soberana na área do euro no contexto da crise financeira", Banco de Portugal, Relatório Anual 2008.

de 1 por cento. Por seu turno, a Reserva Federal norte-americana manteve ao longo de 2009 o objectivo para a taxa de juro dos *Fed Funds* entre 0 e 0.25 por cento e o Banco de Inglaterra efectuou reduções adicionais da taxa de referência, que também atingiu mínimos históricos (0.5 por cento). Adicionalmente, vários bancos centrais têm vindo a implementar diversas medidas para assegurar o acesso generalizado a liquidez. Deste modo, os bancos centrais das economias avançadas e, mais tarde, de algumas economias de mercado emergentes, têm vindo a injectar liquidez no sistema financeiro através de operações de crédito (incluindo em moeda estrangeira) e a efectuar alterações no quadro operacional de política monetária (por exemplo, através de alterações na maturidade das operações de crédito, no conjunto de contrapartes elegíveis, no colateral aceite como garantia, nas reservas mínimas de caixa ou, no caso do Eurosistema, através da implementação de operações de cedência de liquidez a taxa fixa e com colocação total dos fundos procurados a prazos alargados). Algumas destas medidas resultaram da actuação coordenada de diversos bancos centrais. Vários bancos centrais implementaram ainda medidas não convencionais que contemplam a injeção de liquidez directamente na economia, nomeadamente através da aquisição de títulos de dívida pública e privada. Em Maio de 2009, o BCE anunciou que o Eurosistema iria passar a adquirir *covered bonds* em euros emitidas na área do euro. De um modo geral, as medidas de apoio implementadas pelos bancos centrais foram complementadas com medidas de apoio à estabilidade financeira e de estímulo orçamental dos governos. Tais medidas incluíram a concessão de garantias à emissão de dívida por parte dos bancos, injeções de capital, aumento das garantias dos depósitos ou medidas de apoio a sectores específicos da economia. É de sublinhar que subsiste uma elevada incerteza sobre o impacto de uma eventual reversão gradual destas medidas de apoio que assumiram um papel relevante no reforço da confiança no sistema financeiro a nível global ao longo do último ano. Esta incerteza decorre, *inter alia*, da dificuldade em aferir a evolução subjacente da actividade económica a nível global e, conseqüentemente, da situação do sistema financeiro.

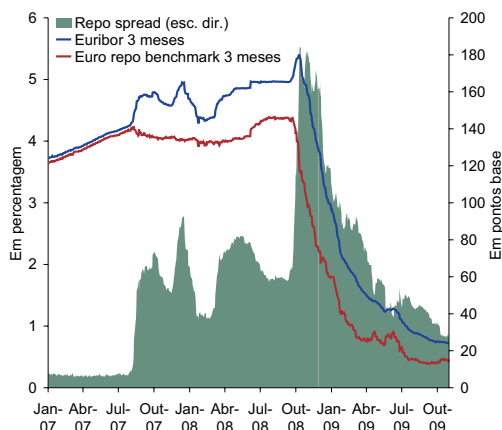
Durante os primeiros meses de 2009, os mercados financeiros internacionais continuaram a enfrentar perturbações significativas. Contudo, a partir do segundo trimestre observou-se uma gradual normalização das condições de financiamento e a consolidação de um sentimento mais positivo nos mercados financeiros, reflectindo *inter alia* as medidas implementadas pelos governos e bancos centrais, os resultados positivos divulgados por algumas empresas não financeiras e bancos e a revisão em alta de estimativas para o crescimento da economia mundial.

Os mercados monetários interbancários estiveram no epicentro da turbulência financeira desde o Verão de 2007. O colapso do banco de investimento *Lehman Brothers* em Setembro de 2008 deu origem a um aumento sem precedentes do diferencial entre as taxas de juro em operações não colateralizadas e colateralizadas (Gráfico 2.2). Este diferencial tem vindo a diminuir gradualmente desde o final de 2008, acompanhando a evolução das taxas de juro oficiais e reflectindo o impacto das medidas de apoio ao sistema financeiro sobre a confiança nas instituições financeiras que participam nestes mercados. Contudo, no final de Outubro este diferencial situava-se em 26 p.b. na área do euro, ou seja, ainda acima do valor observado antes do Verão de 2007. Tendo em consideração as expectativas implícitas em futuros, os prémios de risco neste mercado deverão manter-se em valores próximos dos actualmente observados (Gráfico 2.3).

Os mercados de títulos de dívida privada também foram severamente afectados durante a crise financeira internacional, condicionando o acesso a financiamento nestes mercados por parte dos bancos portugueses, à semelhança do observado para outros bancos a nível internacional (ver “Secção 4.3 *Risco de liquidez*”). A partir do segundo trimestre de 2009 as condições nestes mercados melhoraram gradualmente, observando-se um aumento dos volumes emitidos e uma diminuição dos prémios de risco que, não obstante, continuam a assumir valores muito superiores aos observados antes da crise (Gráfico 2.4). De um modo geral, os prémios de risco dos bancos portugueses acompanharam a ten-

Gráfico 2.2

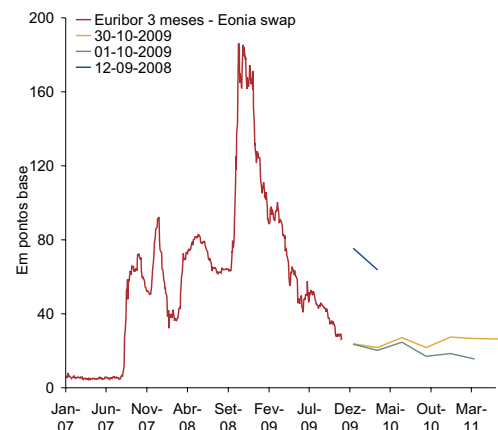
TAXAS DE JURO NO MERCADO MONETÁRIO A 3 MESES – ÁREA DO EURO



Fonte: Thomson Reuters.
Nota: Repo spread calculado como a diferença entre a taxa de juro em operações não colateralizadas no mercado monetário (Euribor 3 meses) e a taxa de juro em operações colateralizadas neste mercado (euro repo benchmark 3 meses).

Gráfico 2.3

DIFERENCIAL OBSERVADO E ESPERADO ENTRE A EURIBOR E OS SWAPS DA EONIA NO PRAZO DE 3 MESES

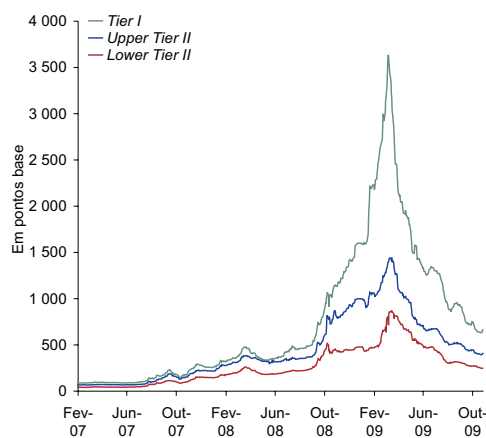


Fontes: Bloomberg, Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal.
Nota: Diferencial esperado medido pela diferença entre a Euribor a 3 meses implícita nos contratos de futuros e a taxa EONIA média esperada (calculada a partir do EONIA swap index) para o período correspondente.

dência registada por outros bancos europeus, diminuindo gradualmente desde Março de 2009 (Gráfico 2.5). Em parte, a melhoria das condições nos mercados de dívida deverá estar relacionada com as medidas de apoio ao sistema financeiro e à economia implementadas a nível global, nomeadamente os programas de compra de activos financeiros e a concessão de garantias à emissão de dívida⁴. Alguns bancos portugueses utilizaram as garantias concedidas pelo governo português, emitindo títulos a médio prazo nos mercados de dívida internacionais, com um prémio de risco substancialmente

Gráfico 2.4

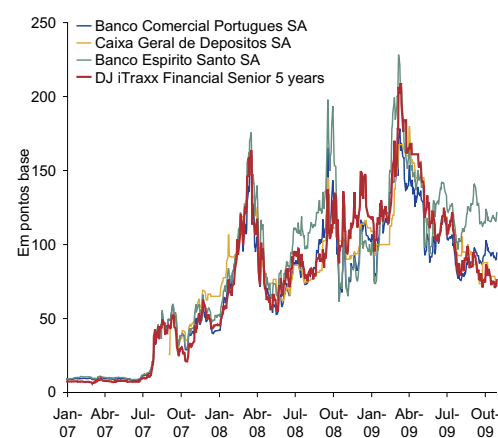
SPREADS DE OBRIGAÇÕES SUBORDINADAS EMITIDAS POR BANCOS EUROPEUS



Fontes: Bloomberg e JP Morgan.

Gráfico 2.5

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



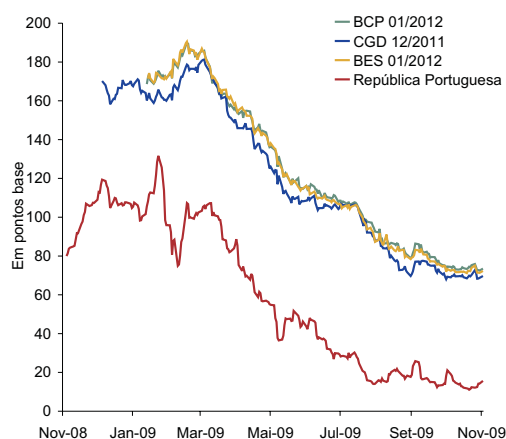
Fontes: Bloomberg e Thomson Reuters.

(4) Ver “Caixa 1.3 Medidas governamentais de apoio ao sector financeiro e estabilização dos mercados financeiros”, Banco de Portugal, Relatório Anual 2008.

inferior ao de emissões sem garantia⁵ (Gráfico 2.6). Estas medidas terão contribuído para restabelecer gradualmente a confiança na economia e no sistema financeiro, o que poderá ter fortalecido a procura de títulos emitidos por bancos mesmo sem garantia estatal. Em contrapartida, a transferência de alguns riscos do sistema financeiro para o sector público como consequência destas medidas de apoio implicou um aumento dos prémios de risco da dívida pública (Gráfico 2.7). Estes prémios de risco também diminuíram a partir do segundo trimestre, ainda que persistindo em níveis superiores aos observados antes do colapso do banco de investimento *Lehman Brothers*.

Gráfico 2.6

DIFERENCIAIS DE RENDIBILIDADE DE OBRIGAÇÕES DE BANCOS PORTUGUESES GARANTIDAS PELO ESTADO

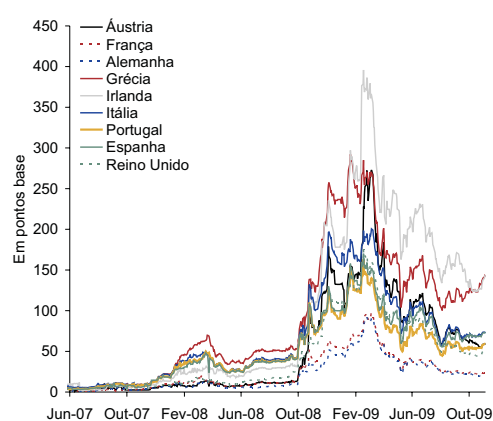


Fonte: Bloomberg.

Notas: Diferenciais calculados face à obrigação do Tesouro alemão com maturidade em Janeiro de 2012. Para Portugal, foi considerada a média das obrigações do Tesouro com maturidade em Junho de 2011 e 2012. A maturidade das obrigações com garantia é indicada na legenda.

Gráfico 2.7

CREDIT DEFAULT SWAPS DE EMITENTES SOBERANOS EUROPEUS (5 ANOS SENIOR)



Fonte: Thomson Reuters.

Os mercados accionistas sofreram quedas muito fortes entre Setembro e Novembro de 2008. Posteriormente, observou-se um período de alguma instabilidade e incerteza. Contudo, a partir de meados de Março teve lugar uma recuperação consistente e acentuada dos preços nos mercados accionistas, reflectindo a divulgação por algumas empresas de resultados mais positivos do que o esperado e as medidas de apoio implementadas por autoridades nacionais e internacionais e por bancos centrais. Entre o início de Março e o final de Outubro de 2009, os índices *S&P 500*, *Dow Jones Euro Stoxx* e *PSI Geral* registaram, respectivamente, uma valorização de 48, 45 e 44 por cento (Gráfico 2.8). Contudo, tendo em consideração o valor destes índices antes do Verão de 2007, as perdas continuam a ser superiores a 30 por cento. No sector financeiro, estes movimentos de queda e posterior recuperação assumiram uma maior amplitude. Desde os valores mínimos observados em Março, os índices relativos ao sector financeiro norte-americano e europeu registaram um crescimento de 107 e 123 por cento, respectivamente, enquanto o índice *PSI Serviços Financeiros* se valorizou 63 por cento no mesmo período (Gráfico 2.9). Face ao início da turbulência financeira, estes índices continuam a acumular perdas entre 50 e 65 por cento. No que diz respeito aos bancos portugueses, as cotações do BES e do BPI já recuperaram mais de 65 por cento face aos valores mínimos observados no primeiro trimestre de 2009, enquanto o BCP registou uma recuperação de cerca de 52 por cento (Gráfico 2.10).

(5) Note-se, contudo, que embora o acesso a esta garantia tenha implícito um prémio de risco tipicamente inferior ao de obrigações sem garantia, os bancos têm que pagar ao Estado uma comissão de 50 pontos base, a que acresce o prémio do seu *credit default swap* (ou de bancos semelhantes, caso não exista *credit default swap* para esse emitente) se o título for emitido por uma maturidade superior a um ano.

Gráfico 2.8



Gráfico 2.9

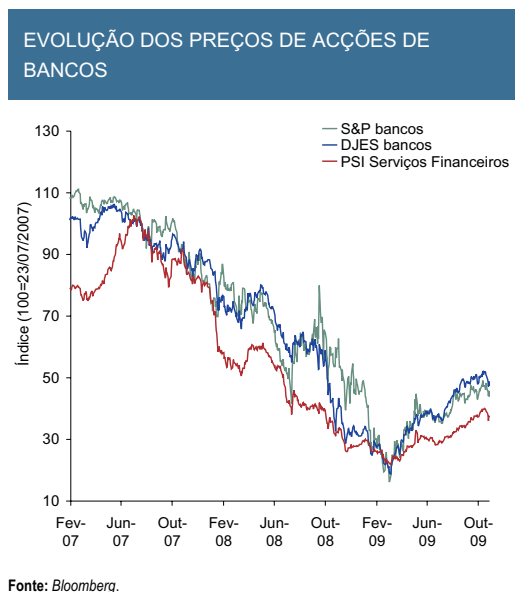
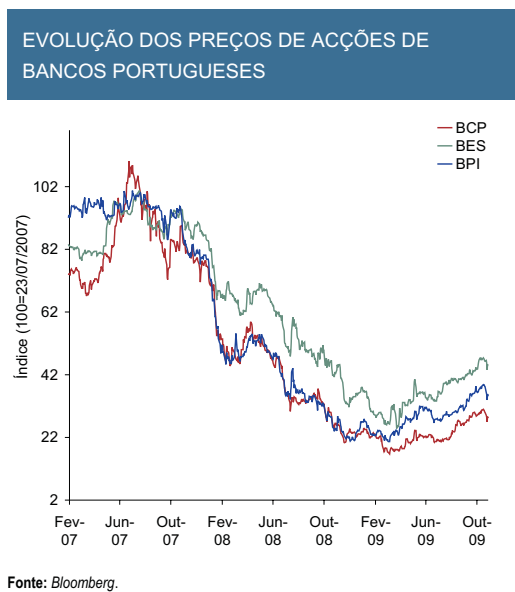


Gráfico 2.10



Ainda assim, tal como observado a nível internacional, estas valorizações não foram suficientes para compensar as perdas sofridas desde o Verão de 2007 (-55, -65 e -72 por cento para o BES, BPI e BCP, respectivamente).

Em termos globais, os bancos portugueses continuaram a enfrentar algumas adversidades ao longo de 2009. De facto, em linha com a tendência internacional, a interação entre as perturbações no sistema financeiro global e a economia real tem vindo a implicar um aumento da materialização do risco de crédito subjacente ao activo dos bancos portugueses, ainda que a recente melhoria das condições de financiamento nos mercados por grosso tenha contribuído para mitigar algumas pressões sobre os bancos. Neste contexto, a concessão de crédito continuou a abrandar, reflectindo essencialmente uma moderação da procura de crédito num quadro de queda do investimento e do consumo privado de bens duradouros, bem como algumas restrições na oferta associadas à percepção dos bancos quanto à economia e às suas condições de financiamento nos mercados internacionais de dívida por

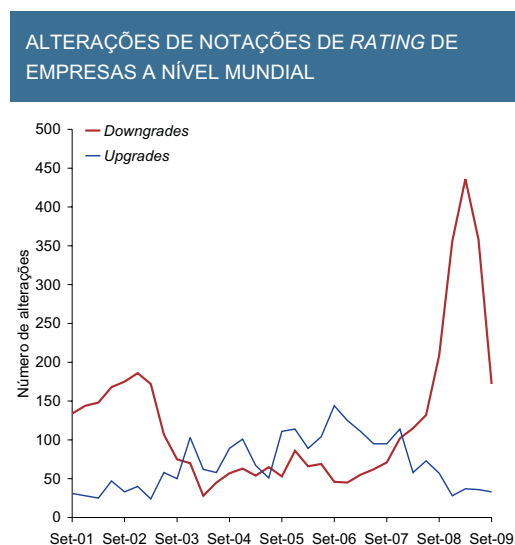
grosso. A actividade dos bancos portugueses na primeira metade de 2009 evidenciou algum abrandamento, sendo expectável que continue a desacelerar no futuro próximo, conforme discutido na “Secção 4.1 *Actividade, exposição internacional e rendibilidade*”. Os indicadores de rendibilidade mantiveram-se globalmente estáveis face ao segundo semestre de 2008, mas apresentaram uma queda significativa face ao observado um ano antes, reflectindo, em especial, um aumento da materialização do risco de crédito e pressões descendentes sobre a margem financeira associadas ao baixo nível geral das taxas de juro. Apesar do enquadramento desfavorável, os bancos portugueses efectuaram um reforço significativo dos seus fundos próprios que se reflectiu num aumento dos rácios de adequação de capital, tendo, na sua maioria, antecipado a concretização da recomendação emitida pelo Banco de Portugal para que o rácio *Tier 1* fosse pelo menos 8 por cento em Setembro de 2009 (ver “Secção 4.2 *Adequação de fundos próprios*”). Adicionalmente, a crise financeira internacional tem colocado importantes desafios ao acesso a financiamento dos bancos nos mercados de dívida por grosso. Contudo, os bancos portugueses efectuaram diversos ajustamentos na sua estrutura de financiamento, privilegiando a obtenção de recursos junto de clientes e beneficiando das medidas relativas ao sistema financeiro implementadas pelo BCE, pelo Governo e pelo Banco de Portugal no contexto europeu⁶. No decurso de 2009, o desanuviamento dos mercados internacionais de dívida por grosso permitiu aos bancos portugueses emitir valores substanciais de dívida por prazos mais longos, ao mesmo tempo que se assistiu a um abrandamento dos depósitos de clientes. Desta forma, assistiu-se a uma evolução globalmente positiva dos indicadores de liquidez do sistema bancário português (ver “Secção 4.3 *Risco de liquidez*”). Em contrapartida, os indicadores de risco de crédito têm vindo a registar uma deterioração expressiva, conforme discutido na “Secção 4.4 *Risco de crédito*”. O aumento do incumprimento do sector privado não financeiro deverá reflectir essencialmente o aumento do desemprego e a queda da procura interna e externa, em conjugação com o elevado nível de endividamento de algumas empresas e particulares, enquanto a forte redução das taxas de juro para um nível historicamente baixo deverá estar a contribuir para mitigar as pressões sobre o risco de crédito.

A crise financeira internacional tem vindo a consubstanciar-se numa revisão generalizada em sentido negativo dos *ratings* atribuídos a bancos e empresas não financeiras a nível global (Gráfico 2.11). Neste contexto, ao longo de 2009 vários grupos bancários portugueses foram alvo de *downgrade*, nomeadamente os seguintes: CGD (*Moody's* e *S&P*), BCP (*Moody's* e *S&P*), BES (*Moody's*), Montepio Geral (*Moody's*), BST (*S&P*), BANIF (*Moody's*). Adicionalmente, as agências de *rating* atribuíram *outlooks* negativos aos *ratings* de diversas instituições (BPI, BCP, BES, Santander Totta, BANIF, Montepio Geral, CGD, Banco Popular), bem como ao *rating* da República Portuguesa, reflectindo desafios económicos de natureza estrutural.

De um modo geral, a evolução menos desfavorável da economia global e a melhoria observada em alguns mercados financeiros internacionais propiciam um enquadramento mais favorável para a actividade dos bancos portugueses. Neste sentido, tem-se vindo a observar uma gradual recuperação das perdas registadas nas carteiras de activos financeiros e uma melhoria das condições de financiamento nos mercados de dívida por grosso. Adicionalmente, as condições têm vindo a tornar-se também mais favoráveis ao reforço da base de capital. Contudo, as perspectivas para o crescimento da economia mundial e portuguesa continuam a ser dominadas por uma elevada incerteza. Neste contexto, um elemento de incerteza prende-se com o impacto da progressiva reversão das medidas de apoio ao sistema financeiro e de estímulo económico a nível nacional e global, o que poderá condicionar a recuperação da actividade económica ou afectar o desempenho de alguns grupos bancários a nível global. A eventual materialização de riscos no sentido descendente sobre o crescimento econó-

(6) Ver “Caixa 2.1 *Medidas relativas ao sistema financeiro tomadas pelas autoridades portuguesas no âmbito da crise financeira internacional*”, Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira 2008*.

Gráfico 2.11



Fonte: Fitch ("Global Corporate Rating Activity Update – Third Quarter 2009").
 Nota: Diferença entre o número de upgrades e downgrades.

mico deverá traduzir-se em níveis de desemprego mais elevados e num menor crescimento da procura interna e externa, o que terá inevitavelmente impacto sobre a materialização do risco de crédito subjacente ao activo dos bancos portugueses. Estes riscos serão mais relevantes num eventual cenário de divergência face à área do euro, que poderá ter associado um aumento das taxas de juro de curto prazo num momento em que a recuperação da actividade económica em Portugal ainda seja incipiente.

3. SITUAÇÃO FINANCEIRA DO SECTOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO

A intensificação da crise financeira na sequência da falência do banco de investimento *Lehman Brothers* em Setembro de 2008 e o agravamento da situação económica global e interna daqui decorrente, evidenciada na marcada recessão da generalidade das economias a nível mundial, traduziu-se numa deterioração da situação financeira do sector privado não financeiro em Portugal. Este facto reflectiu a queda da rentabilidade das empresas e o aumento do desemprego. Por sua vez, num contexto de deterioração da situação económica e de perturbações no funcionamento nos mercados de dívida por grosso, ainda que em desanuiamento, tem-se assistido a um continuado acréscimo de restritividade nos critérios de concessão de crédito, embora de forma gradualmente menos intensa no decurso de 2009. A descida acentuada das taxas de juro desde o último trimestre de 2008 permitiu, ainda assim, que os encargos decorrentes do elevado nível de endividamento, quer de particulares quer de sociedades não financeiras, fossem atenuados, contribuindo para o acréscimo das taxas de poupança de ambos os sectores. Este desenvolvimento, associado à diminuição significativa registada pelo investimento em capital fixo realizado pelo sector privado não financeiro, resultou, no primeiro semestre de 2009, numa significativa redução das necessidades de financiamento deste sector comparativamente ao semestre homólogo de 2008. Ao mesmo tempo, a situação de incumprimento do crédito por parte de famílias e de empresas agravou-se, reflectindo a queda da actividade económica e o aumento do desemprego. Também um número crescente de empresas estará a enfrentar problemas de liquidez e, mesmo, de viabilidade económica face à evolução negativa da procura, designadamente com origem externa. Apesar da melhoria entretanto verificada no acesso ao financiamento dos

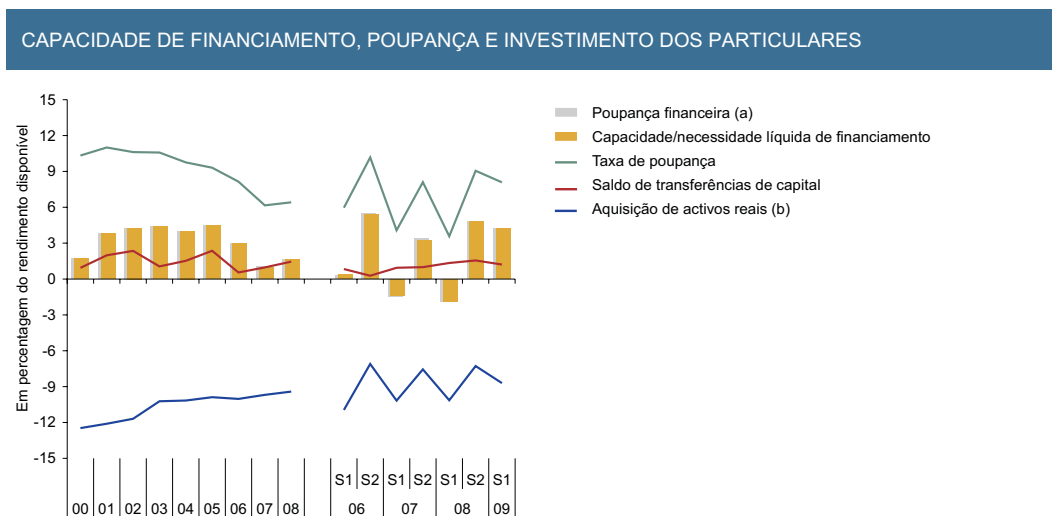
bancos nos mercados por grosso, continuaram a registar-se perturbações em alguns destes mercados, permanecendo uma forte incerteza quanto à evolução da actividade económica a nível global no curto e médio prazos. Estes factos estarão a contribuir para que o sistema bancário continue a restringir as condições de oferta de crédito (ainda que menos intensamente do que em 2008), deixando de propiciar o processo de renegociação e reestruturação de dívida que, no passado, permitiu mitigar o acréscimo de incumprimento do sector privado não financeiro. Contudo, no decurso de 2009, o crédito ao sector privado não financeiro estará genericamente a crescer de acordo com as suas determinantes habituais (taxas de juro e componentes da procura agregada) o que contrasta com o observado em anos anteriores em que o crescimento do crédito excedeu sistematicamente o associado à evolução destas determinantes (ver “Caixa 2 *Evolução recente e determinantes do crédito bancário ao sector privado não financeiro*”, deste Boletim). A crescente interacção entre a crise financeira internacional e a situação económica global e interna a partir do quarto trimestre de 2008 contribuiu para que ocorresse um ajustamento da despesa do sector privado não financeiro residente para níveis mais consentâneos com o rendimento interno gerado na economia, no primeiro semestre de 2009.

As perspectivas para a actividade económica no futuro próximo permanecem incertas. De facto, muito embora o cenário mais provável seja o de uma recuperação gradual e limitada da actividade quer a nível interno quer externo, o balanço dos riscos é no sentido descendente. Um risco importante diz respeito ao impacto da progressiva reversão de medidas de apoio ao sistema financeiro e de estímulo económico que poderão condicionar a recuperação da actividade económica, já que existe uma elevada incerteza quanto à evolução subjacente das economias e do sistema financeiro. Uma eventual materialização destes riscos descendentes traduzir-se-ia numa evolução mais desfavorável da procura externa e interna e do nível de desemprego, com consequências negativas sobre a situação financeira das empresas e dos particulares. No caso das sociedades não financeiras, é de realçar o aumento generalizado do incumprimento, incluindo o das grandes exposições, o qual tem vindo a ser observado não obstante a descida das taxas de juro. Relativamente aos particulares, é de sublinhar que alguns factores que contribuíram favoravelmente para a evolução do rendimento disponível em 2009 – nomeadamente a evolução dos salários reais e a descida das taxas de juro – não persistirão no futuro próximo. Existe ainda o risco da recuperação da economia portuguesa ser mais limitada e desfasada relativamente à economia da área do euro. Neste quadro, poderá ocorrer uma subida das taxas de juro do BCE num momento em que a recuperação da economia portuguesa seja ainda muito incipiente o que, dado o elevado nível de endividamento do sector privado não financeiro tenderia a traduzir-se numa deterioração da respectiva situação financeira e do seu nível de incumprimento das responsabilidades de crédito.

Particulares

No primeiro semestre de 2009, assistiu-se a uma recuperação da taxa de poupança e a uma diminuição marcada do investimento em capital fixo dos particulares, verificando-se, assim, uma melhoria significativa da capacidade de financiamento deste sector (Gráfico 3.1). Esta última terá representado 4.2 por cento do rendimento disponível, o que compara com as necessidades líquidas de financiamento apresentadas no mesmo semestre do ano anterior (estimadas em 1.9 por cento do rendimento disponível). Este desenvolvimento, evidenciado já no decurso do segundo semestre de 2008, corresponderá, em larga medida, a um ajustamento da despesa das famílias portuguesas ao aumento da incerteza quanto à evolução do seu rendimento permanente, num contexto de perspectivas desfavoráveis da actividade económica, de acréscimo significativo do desemprego e de condições globalmente mais restritivas no acesso ao crédito bancário. Com efeito, no decurso do primeiro semestre de 2009, o consumo privado ter-se-á reduzido de forma expressiva, o que associado ao acrés-

Gráfico 3.1



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (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 BCF, variações de existências, aquisições líquidas de cessões de objectos de valor e aquisições líquidas de cessões de activos financeiros não produzidos.

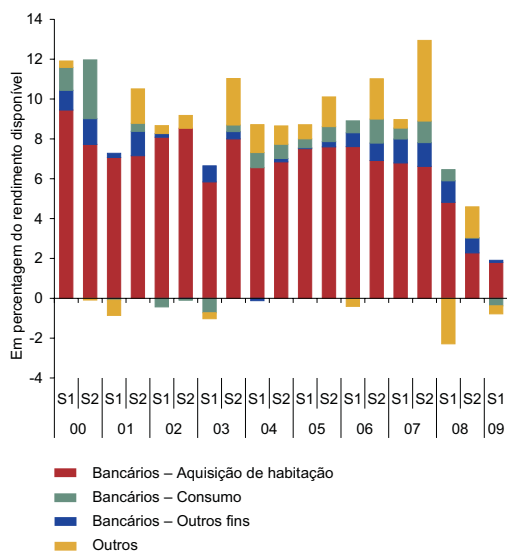
cimo que, em termos agregados, o rendimento disponível nominal dos particulares terá verificado no mesmo período, permitiu que a taxa de poupança dos particulares mantivesse a trajectória ascendente observada em 2008 (ver “A Economia Portuguesa em 2009”, deste Boletim). A descida substancial verificada pelas taxas de juro conjugada com uma virtual estabilização da dívida do sector permitiu adicionalmente que a componente dos juros a pagar, em termos líquidos, contribuisse positivamente para o aumento do rendimento disponível das famílias, o que terá afectado sobretudo as mais endividadas, interrompendo assim o perfil observado desde meados de 2007. No actual contexto económico recessivo, a evolução do rendimento disponível nestes estratos terá permitido atenuar o agravamento do incumprimento, sobretudo no segmento destinado à aquisição de habitação que permaneceu limitado. Ainda assim, verificou-se um acréscimo substancial dos créditos vencidos e de cobrança duvidosa no caso dos empréstimos para consumo e outros fins, tendo já o respectivo rácio de incumprimento ultrapassado significativamente os verificados no período recessivo de 2003 (ver “Secção 4.4 Risco de crédito”).

A evolução do investimento em capital fixo realizado por particulares na primeira metade de 2009 foi especialmente influenciada pela queda observada na aquisição de habitação, globalmente em linha com o abrandamento verificado pelo crédito concedido para este fim desde o início do ano. É também de realçar a marcada queda da componente destinada a consumo, o que esteve associado à diminuição substancial verificada pelo consumo de bens duradouros (Gráfico 3.2).

Num contexto macroeconómico caracterizado pela quebra da actividade económica a nível mundial e interno, pela deterioração substancial da confiança dos agentes económicos, embora com melhorias a partir do segundo trimestre de 2009, e por níveis de taxas de juro muito reduzidos, a dívida financeira dos particulares em Portugal praticamente estabilizou, atingindo 134 por cento do rendimento disponível, no final de Junho (Gráfico 3.3). Esta evolução traduziu quer uma menor procura de empréstimos por parte dos particulares quer critérios e condições mais restritivas na aprovação deste tipo de crédito por parte dos bancos, se bem que de forma gradualmente menos intensa ao longo de 2009 (ver “Secção 4.4 Risco de crédito”). De facto, segundo o inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito, a procura de empréstimos por particulares terá continuado a diminuir no decurso do primeiro semestre de 2009, influenciada predominantemente pela deterioração da confiança entre os con-

Gráfico 3.2

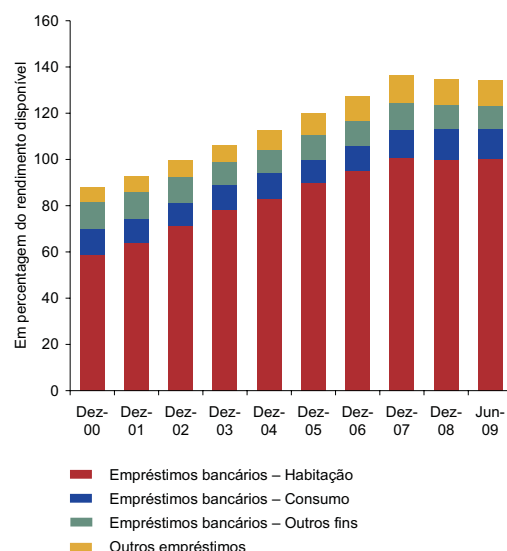
FLUXOS LÍQUIDOS DE EMPRÉSTIMOS A PARTICULARES ^(a)
Valores consolidados



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

Gráfico 3.3

DÍVIDA FINANCEIRA DOS PARTICULARES

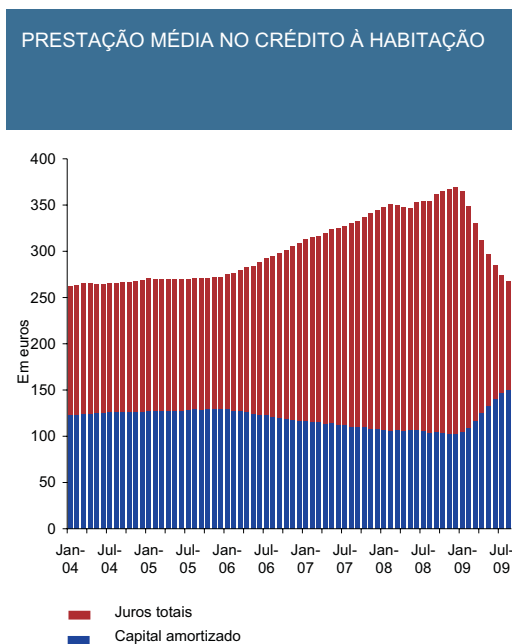


Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Consideram-se famílias (onde se incluem empresários em nome individual e emigrantes) e instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias.

sumidores mas também por perspectivas mais desfavoráveis para o mercado de habitação, no caso do crédito à habitação, e pela quebra das despesas de consumo relativas a bens duradouros, no que se refere aos empréstimos para consumo e outros fins. A redução que as taxas de juro verificaram desde o último trimestre de 2008 permitiu inverter a tendência ascendente que as prestações do crédito à habitação apresentavam desde 2006. De acordo com a informação compilada pelo INE, o valor médio da prestação vencida diminuiu quase 12 por cento no período entre o início do ano e Agosto de 2009 (face ao período homólogo de 2008). Esta diminuição foi, ainda assim, menor do que a que a componente de juros naquela prestação terá tido. De facto, considerando um regime de prestações constantes ao longo da vigência dos contratos de empréstimo a taxa variável (que são dominantes, em Portugal, no segmento do crédito à habitação), os ganhos/perdas associados à descida/subida das taxas de juro de referência são parcialmente compensados no valor da prestação total pelo aumento/diminuição da parcela relativa à amortização de capital (Gráfico 3.4). Entre Janeiro e Agosto de 2009, o acréscimo desta parcela ter-se-á cifrado em cerca de 20 por cento.

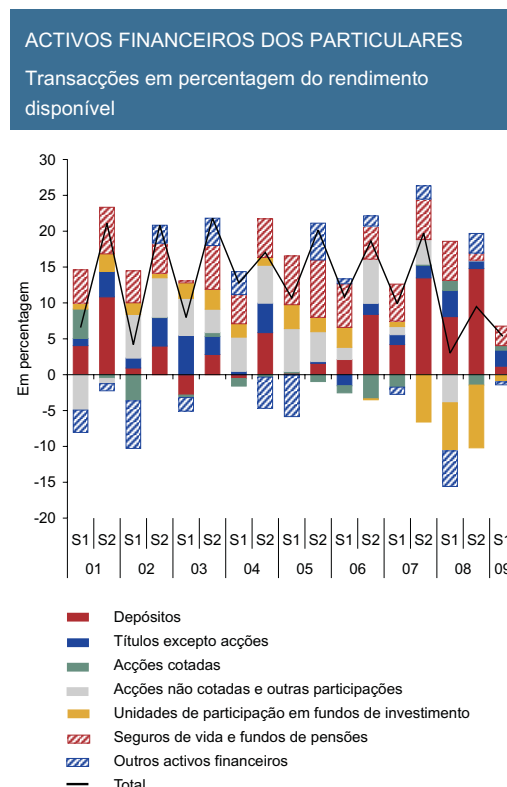
No que diz respeito aos activos financeiros na posse de particulares, assistiu-se desde o início da turbulência dos mercados financeiros a uma recomposição das carteiras dos particulares, favorecendo os activos menos sensíveis a flutuações de mercado, designadamente os depósitos. Este movimento terá resultado de uma maior aversão ao risco dos indivíduos enquanto investidores e do impacto da instabilidade dos mercados financeiros sobre a rentabilidade dos diferentes instrumentos de aplicação de poupança. Num contexto de maiores dificuldades de financiamento nos mercados por grosso, o ajustamento de carteira dos particulares foi também influenciado por um comportamento mais concorrencial dos bancos (sobretudo domésticos) na captação de recursos de clientes, que se traduziu numa subida das remunerações dos depósitos a prazo. Assim, na segunda metade de 2007 e em 2008, as aplicações de particulares em depósitos registaram um acréscimo assinalável, em detrimento principalmente das unidades de participação em fundos de investimento que verificaram importantes resgates líquidos (Gráfico 3.5). A instabilidade dos mercados financeiros traduziu-se então em

Gráfico 3.4



Fonte: INE.
Nota: Último valor: Agosto de 2009.

Gráfico 3.5



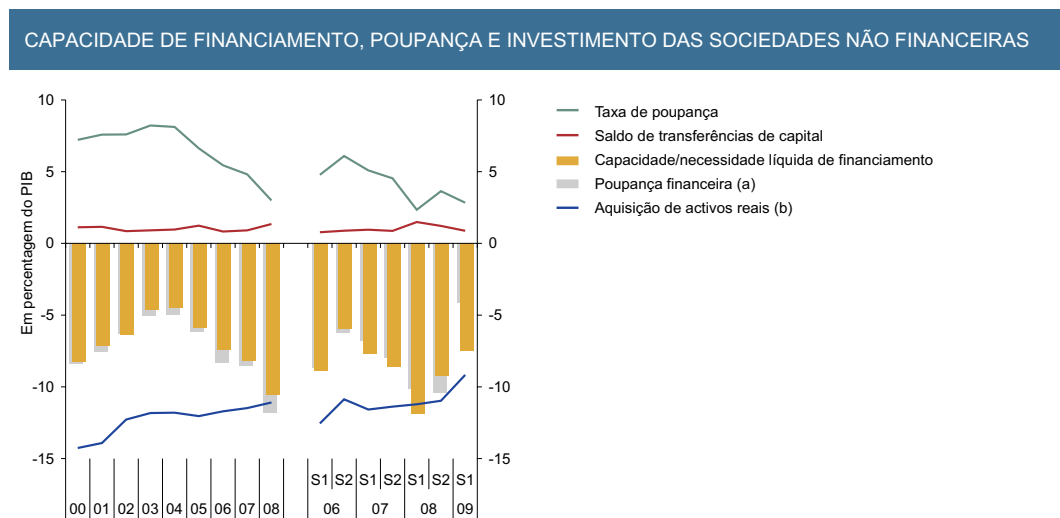
Fonte: Banco de Portugal.

flutuações de valor muito significativas na componente de acções e outras participações da carteira dos particulares, sobretudo nas acções cotadas, o que terá contribuído para a diminuição do valor de mercado da riqueza financeira deste sector. No primeiro semestre de 2009, o valor líquido das transacções em activos financeiros realizadas por particulares foi ligeiramente superior ao observado no mesmo semestre do ano anterior, ainda que com uma composição totalmente distinta. De facto, as aplicações financeiras dos particulares na primeira metade de 2009 consistiram predominantemente em títulos de dívida e seguros de vida e fundos de pensões. São de realçar sobretudo as aquisições líquidas de títulos de dívida emitidos por instituições financeiras monetárias (que representaram mais de 90 por cento das aplicações líquidas de particulares em títulos de dívida), assistindo-se também a um acréscimo da parcela de depósitos com prazo superior a dois anos, apesar da quase estabilização do fluxo líquido de depósitos totais. Este desenvolvimento estará a reflectir a maior aversão ao risco dos aforradores, comparativamente ao período anterior ao Verão de 2007.

Sociedades não financeiras

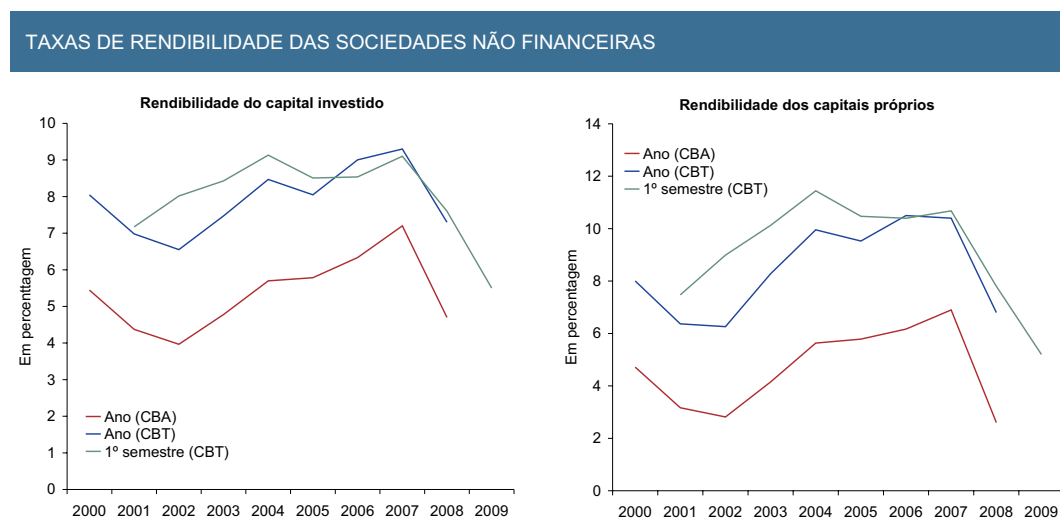
No primeiro semestre de 2009, as necessidades de financiamento das sociedades não financeiras reduziram-se em mais de 4 pontos percentuais do PIB face ao valor da primeira metade do ano anterior. Esta melhoria assinalável deveu-se essencialmente à diminuição do investimento das empresas em activos reais, observando-se também um aumento ligeiro da poupança do sector, quando avaliada em percentagem do PIB (Gráfico 3.6). O acréscimo da taxa de poupança teve lugar apesar da queda significativa observada pela rentabilidade das empresas e foi fortemente influenciada pela diminuição dos rendimentos pagos por este sector como remuneração do capital investido (juros e dividendos) (Gráfico 3.7). De acordo com a informação trimestral da Central de Balanços do Banco de Portugal, a

Gráfico 3.6



Fontes: INE e Banco de Portugal.
Notas: (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 ccessões de objectos de valor e aquisições líquidas de ccessões de activos financeiros não produzidos.

Gráfico 3.7



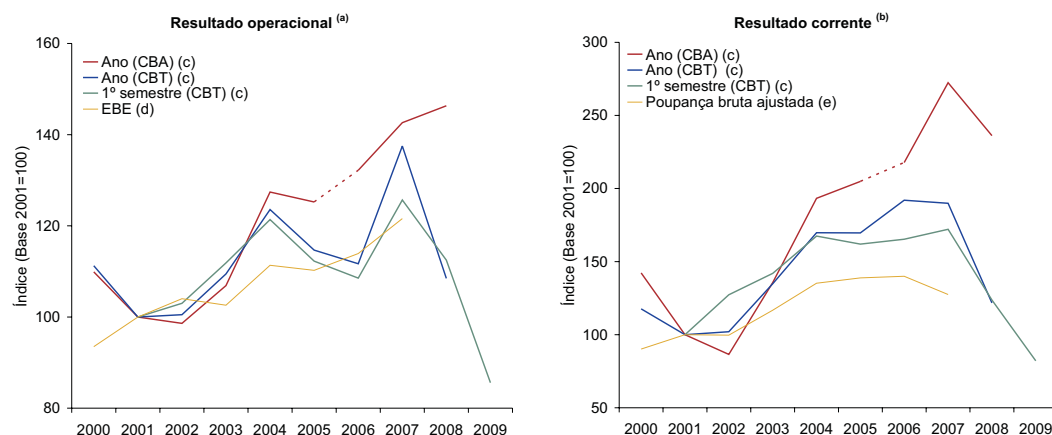
Fonte: Banco de Portugal.
Notas: Rendibilidade do capital investido = (resultado corrente + juros suportados) / (ações e outras participações + dívida financeira). Rendibilidade dos capitais próprios = resultado corrente / ações e outras participações. CBA: Central de Balanços anual. CBT: Central de 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 (inclusive), o rácio relativo à CBA é calculado utilizando a Informação Empresarial Simplificada.

diminuição dos resultados operacionais das empresas não financeiras reflectiu essencialmente a diminuição da actividade económica, repercutida numa queda do valor das vendas e prestações de serviços, num contexto em que, ainda assim, os custos com pessoal registaram um acréscimo⁷ (Gráfico 3.8). Estima-se, assim, que o excedente de exploração das sociedades não financeiras se tenha reduzido, em percentagem do PIB. Por seu lado, a descida acentuada das taxas de juro e dos resultados apurados pelas empresas em 2008 traduziu-se quer em menores encargos com juros suportados

(7) Para uma caracterização detalhada das amostras de empresas participantes na Central de Balanços do Banco de Portugal, de inquirição anual (CBA) e trimestral (CBT), ver Banco de Portugal, Suplemento 5/2005 do *Boletim Estatístico*, Dezembro de 2005 e Suplemento 1/2008 do *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: Banco de Portugal.

Notas: (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. Índices de variações homólogas calculadas com base em valores acumulados no ano para as empresas da Central de Balanços comuns em dois anos consecutivos. (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 (inclusive) 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.

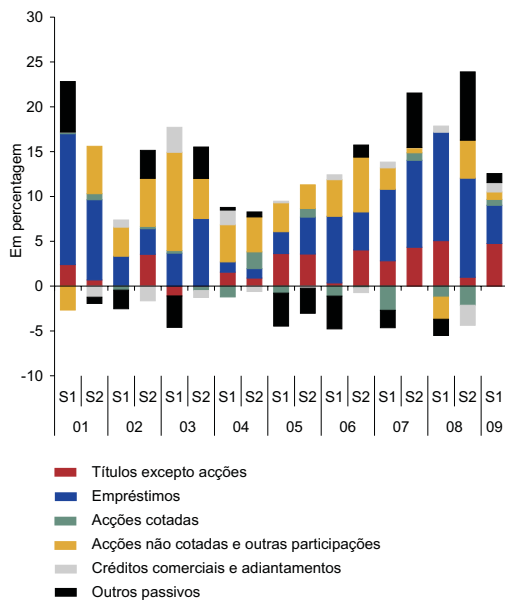
pelas empresas endividadas quer num montante de rendimentos distribuídos inferior ao registado no ano anterior. Esta diminuição, que terá excedido a verificada pelos resultados operacionais, permitiu um acréscimo do rendimento retido por este sector e ocorre num contexto de elevada incerteza quanto aos desenvolvimentos a curto prazo da economia mundial e portuguesa.

Em grande parte, as necessidades de financiamento das sociedades não financeiras observadas nos últimos anos têm sido satisfeitas através do aumento do endividamento junto do sistema bancário. Adicionalmente, observou-se em 2007 e 2008 um recurso acrescido a empréstimos intra-sector, especialmente concentrado na segunda metade do ano. No primeiro semestre de 2009, os empréstimos concedidos por instituições de crédito a empresas não financeiras verificaram uma desaceleração, que foi ligeiramente compensada pelo montante de emissões líquidas de títulos de dívida, em maior parte a médio e longo prazos, o qual terá continuado a ser, em parte significativa, tomado por bancos residentes (e, também, por não residentes) (Gráfico 3.9) (ver “Secção 4.4 Risco de crédito”). Refira-se que, segundo as respostas dos bancos portugueses ao inquérito sobre o mercado de crédito, a procura de empréstimos por parte das empresas não financeiras não terá globalmente apresentado grandes alterações no decurso do primeiro semestre de 2009, verificando-se apenas um acréscimo da procura no segmento de curto prazo em detrimento da procura de empréstimos de maturidade mais longa. Simultaneamente, acentuou-se a procura com origem em necessidades de financiamento de existências e de fundo de manuseio e com objectivos de reestruturação da dívida, o que sugere um acréscimo das dificuldades financeiras das empresas. Por seu turno, a procura de empréstimos para investimento continuou a reduzir-se significativamente, em linha com o observado pela formação bruta em capital fixo realizada pelo sector.

Reflectindo o padrão sazonal que os depósitos das empresas não financeiras apresentam na primeira metade do ano, verificou-se uma diminuição dos depósitos deste sector, que foi, no entanto, menor do que as observadas em anos anteriores (Gráfico 3.10). Simultaneamente, as aquisições líquidas de acções e outras participações registaram um montante expressivo, traduzindo um acréscimo importante das participações deste sector em instituições financeiras. Este desenvolvimento contrasta com

Gráfico 3.9

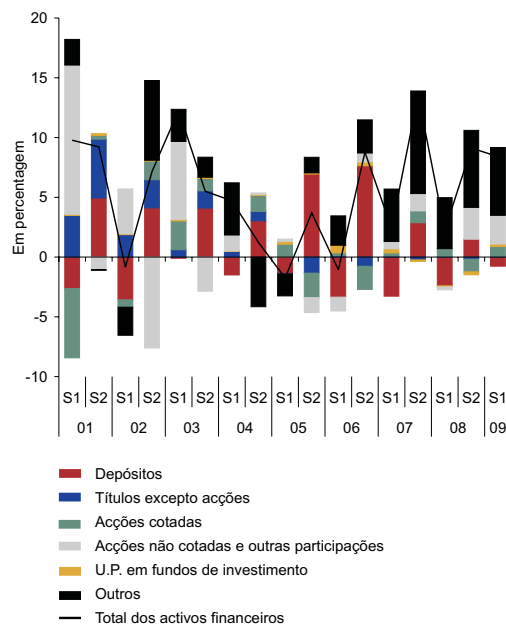
PASSIVOS FINANCEIROS DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS
Transacções em percentagem do PIB



Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Valores consolidados.

Gráfico 3.10

ACTIVOS FINANCEIROS DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS
Transacções em percentagem do PIB

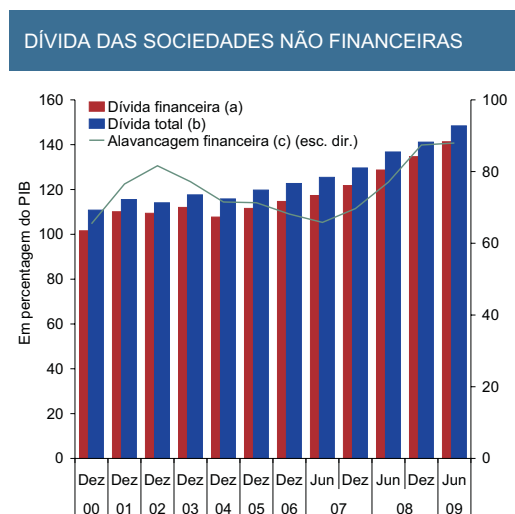


Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Valores consolidados..

o observado em 2008, em que a informação disponível sobre a carteira de acções e outras participações das empresas não financeiras em termos não consolidados apontava para que uma parte significativa do aumento desta tenha estado associado a processos de consolidação entre empresas dentro do sector não financeiro.

As necessidades de financiamento das sociedades não financeiras registadas no primeiro semestre de 2009 repercutiram-se num acréscimo da dívida financeira deste sector, para cerca de 141 por cento do PIB (aproximadamente 135 por cento no final de 2008), tendo a alavancagem financeira do sector mantido praticamente o nível de final de 2008 (Gráfico 3.11).

Gráfico 3.11



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 BANCÁRIO⁸

4.1. Actividade, exposição internacional e rentabilidade

Actividade

A crise nos mercados financeiros internacionais iniciada no Verão de 2007, que se agudizou no último trimestre de 2008, e a sua interacção com a actividade económica a nível global, continuaram a marcar a evolução do sistema bancário ao longo de 2009. Contudo, e de forma particularmente evidente desde meados de Março de 2009, tem-se assistido a uma progressiva normalização das condições nos mercados monetários e de capitais a nível internacional, observando-se uma subida de preços nos mercados accionistas e uma redução dos *spreads* nos mercados de dívida titulada. Adicionalmente, os bancos portugueses, à semelhança dos bancos a nível global, continuaram a beneficiar de

(8) 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 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.

medidas extraordinárias de gestão de liquidez adoptadas pelas autoridades monetárias e de medidas de apoio dos Estados ao sistema financeiro a nível internacional⁹.

A actividade do sistema bancário português, avaliada pelo activo total em base consolidada, apresentou uma taxa de variação homóloga de 5.9 por cento em Junho de 2009 (Quadro 4.1.1), evidenciando algum abrandamento face ao forte crescimento observado nos últimos anos. No contexto da crise financeira, será ainda de antecipar a continuação da sua desaceleração no futuro próximo. Globalmente, e em particular face ao observado na segunda metade de 2008, é de salientar que a expansão da actividade do sistema bancário português nos primeiros seis meses de 2009 foi sustentada fundamentalmente pelo recurso ao financiamento nos mercados internacionais de dívida por grosso. De facto, neste período, a emissão (líquida de reembolsos) de títulos de dívida voltou a ser a principal fonte de financiamento da expansão da actividade dos bancos portugueses, se bem que em parte colocada junto de clientes. Adicionalmente, os recursos de clientes continuaram a constituir uma fonte de financiamento da expansão da actividade em base consolidada, embora se tenha observado um significativo abrandamento no decurso do primeiro semestre de 2009. Saliente-se, no entanto, que se verificou uma significativa aceleração dos depósitos com prazo superior a 2 anos, o que constitui um desenvolvimento favorável em termos de liquidez, dada a maior estabilidade destes recursos (característica partilhada com os títulos de dívida colocados junto da base de clientes). Recorde-se que, na segunda metade de 2008, as principais fontes de financiamento da actividade bancária tinham sido o aumento substancial dos depósitos de clientes e o recurso acrescido a operações de política monetária¹⁰. No decurso do primeiro semestre de 2009, o sistema bancário português registou ainda algum reforço da sua posição de capital face ao nível no final de 2008, bastante condicionado pela evolução desfavorável dos mercados financeiros nesse ano¹¹.

O agregado de crédito a clientes considerado no balanço do sistema bancário, em base consolidada, inclui crédito não representado por valores mobiliários concedido pelos bancos residentes e pelas filiais estrangeiras dos bancos portugueses e os outros créditos e valores a receber titulados. No período recente, a carteira de crédito a clientes foi afectada por algumas reclassificações contabilísticas efectuadas por grupos bancários domésticos, da carteira de títulos de dívida para a carteira de crédito titulado a clientes, que distorcem a evolução do referido agregado de crédito. Assim, se considerarmos apenas o agregado de crédito a clientes não representado por valores mobiliários, incluindo operações de titularização não desreconhecidas, a taxa de variação homóloga situou-se em 4.7 por cento em Junho de 2009 (9.5 por cento em Dezembro de 2008). Refira-se que a desaceleração observada no decurso de 2009 foi comum à actividade creditícia interna e externa dos bancos portugueses. No mercado doméstico, os empréstimos bancários ao sector privado não financeiro residente mantiveram a tendência de desaceleração observada ao longo da segunda metade de 2008, em particular no final do ano (9.9 por cento no final de 2007, 7.1 por cento no final de 2008 e 2.8 por cento em Setembro de 2009)¹². Esta evolução deverá ser vista a luz, por um lado, da contracção da actividade económica, traduzida numa queda estimada do PIB nominal de 2.0 por cento em 2009 (taxa de variação homóloga de -2.8 por cento no primeiro semestre de 2009), após um crescimento de 2.1 por cento em 2008 e, por outro lado, no quadro da manutenção da tendência de maior restritividade na concessão de crédito.

(9) Para uma descrição das medidas de política monetária e governamentais de apoio ao sistema financeiro ver "Caixa 2.1 Medidas relativas ao sistema financeiro tomadas pelas autoridades portuguesas no âmbito da crise financeira internacional", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira 2008*.

(10) Uma análise mais aprofundada da evolução do financiamento do sistema bancário e da sua articulação com o risco de liquidez encontra-se na "Secção 4.3 Risco de liquidez".

(11) Para mais detalhes relativos à evolução do rácio de adequação de fundos próprios do sistema bancário português ver "Secção 4.2 Adequação de fundos próprios".

(12) 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 corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao activo e de reavaliações cambiais e de preços).

Quadro 4.1.1

BALANÇO DO SISTEMA BANCÁRIO (continua)

Base consolidada

	Em milhões de euros			Estrutura (em percentagem do activo total)			Taxas de variação homóloga (em percentagem)			Taxas de variação semestral (em percentagem)	
	2008		2009	2008		2009	2008		2009	2008	2009
	Jun.	Dez.	Jun.	Jun.	Dez.	Jun.	Jun.	Dez.	Jun.	S2	S1
Caixa e disponibilidades em bancos centrais	7 920	9 920	9 424	1.7	2.1	1.9	38.0	5.8	19.0	25.3	-5.0
Disponibilidades em outras instituições de crédito	4 205	4 666	4 926	0.9	1.0	1.0	10.7	4.2	17.1	11.0	5.6
Aplicações em instituições de crédito	38 288	29 756	37 750	8.3	6.2	7.7	-4.9	-22.7	-1.4	-22.3	26.9
<i>dos quais:</i> em Bancos Centrais	419	802	8 421	0.1	0.2	1.7	-43.6	-75.6	-	91.1	950.4
Activos financeiros ao justo valor através de resultados	24 673	21 041	21 108	5.3	4.4	4.3	-8.7	-9.1	-14.4	-14.7	0.3
Títulos de capital	1 410	1 145	1 730	0.3	0.2	0.4	-9.2	-32.7	22.7	-18.8	51.1
Instrumentos de dívida	13 536	9 015	9 317	2.9	1.9	1.9	-23.0	-33.4	-31.2	-33.4	3.4
Outros	9 727	10 881	10 061	2.1	2.3	2.0	23.1	37.5	3.4	11.9	-7.5
Activos financeiros disponíveis para venda	27 983	27 033	31 400	6.0	5.7	6.4	12.5	-0.7	12.2	-3.4	16.2
Títulos de capital	6 336	5 669	6 361	1.4	1.2	1.3	-20.0	-28.6	0.4	-10.5	12.2
Instrumentos de dívida	19 832	19 533	23 185	4.3	4.1	4.7	21.6	5.6	16.9	-1.5	18.7
Outros	1 816	1 831	1 853	0.4	0.4	0.4	185.9	135.1	2.1	0.9	1.2
Investimentos detidos até à maturidade	2 296	5 009	6 052	0.5	1.1	1.2	40.6	245.3	163.6	118.1	20.8
Derivados de cobertura	1 599	2 304	1 810	0.3	0.5	0.4	-22.4	66.4	13.2	44.1	-21.5
Investimento em filiais	3 293	2 763	2 868	0.7	0.6	0.6	-9.7	-26.7	-12.9	-16.1	3.8
Crédito a clientes líquido	308 816	321 466	318 406	66.6	67.4	64.9	13.5	9.6	3.1	4.1	-1.0
Crédito bruto	316 106	331 007	329 468	68.2	69.4	67.1	13.4	10.3	4.2	4.7	-0.5
<i>do qual:</i> Crédito vencido a clientes	6 213	7 144	10 041	1.3	1.5	2.0	23.7	41.9	61.6	15.0	40.6
Imparidade e correcções de valor de crédito a clientes	-7 290	-9 540	-11 062	-1.6	-2.0	-2.3	9.0	41.0	51.7	30.9	16.0
Activos titularizados e não desreconhecidos	23 018	28 260	32 893	5.0	5.9	6.7	20.4	42.2	42.9	22.8	16.4
<i>do qual:</i> Crédito a clientes	23 018	27 769	32 362	5.0	5.8	6.6	20.4	39.3	40.6	20.6	16.5
Activos tangíveis e intangíveis	5 581	5 916	5 906	1.2	1.2	1.2	6.2	7.0	5.8	6.0	-0.2
Outros activos	16 058	18 771	18 323	3.5	3.9	3.7	-4.5	21.3	14.1	16.9	-2.4
Total do activo	463 730	476 905	490 867	100.0	100.0	100.0	9.8	7.5	5.9	2.8	2.9

Quadro 4.1.1

BALANÇO DO SISTEMA BANCÁRIO (continuação)

Base consolidada

	Em milhões de euros			Estrutura (em percentagem do activo total)			Taxas de variação homóloga (em percentagem)			Taxas de variação semestral (em percentagem)	
	2008		2009	2008		2009	2008		2009	2008	2009
	Jun.	Dez.	Jun.	Jun.	Dez.	Jun.	Jun.	Dez.	Jun.	S2	S1
Recursos de bancos centrais	6 898	14 407	13 046	1.5	3.0	2.7	191.2	151.4	89.1	108.8	-9.4
Recursos de outras instituições de crédito	74 729	74 305	73 405	16.1	15.6	15.0	2.6	2.7	-1.8	-0.6	-1.2
Recursos de clientes e outros empréstimos	203 277	217 889	217 312	43.8	45.7	44.3	13.3	11.4	6.9	7.2	-0.3
Responsabilidades representadas por títulos	105 403	94 219	108 696	22.7	19.8	22.1	9.9	-3.2	3.1	-10.6	15.4
Passivos subordinados	11 455	11 842	12 098	2.5	2.5	2.5	6.9	1.3	5.6	3.4	2.2
Passivos financeiros de negociação	12 060	17 152	17 491	2.6	3.6	3.6	22.0	71.4	45.0	42.2	2.0
Derivados de cobertura	2 432	2 493	1 488	0.5	0.5	0.3	-12.4	23.7	-38.8	2.5	-40.3
Passivos por activos não desreconhecidos em operações de titularização	4 501	4 076	3 817	1.0	0.9	0.8	-18.6	-21.1	-15.2	-9.4	-6.3
Outros passivos	14 571	14 199	14 214	3.1	3.0	2.9	-5.7	-7.1	-2.4	-2.6	0.1
Total do passivo	435 327	450 580	461 566	93.9	94.5	94.0	10.2	8.5	6.0	3.5	2.4
Capital	28 403	26 325	29 300	6.1	5.5	6.0	3.6	-6.9	3.2	-7.3	11.3
Total do passivo e capital	463 730	476 905	490 867	100.0	100.0	100.0	9.8	7.5	5.9	2.8	2.9
<i>Por memória:</i>											
Crédito a clientes incluindo operações de titularização não desreconhecidas	339 124	358 776	361 830	73.1	75.2	73.7	13.8	12.1	6.7	5.8	0.9
Crédito a clientes não representado por valores mobiliários incluindo operações de titularização não desreconhecidas	330 052	342 421	345 700	71.2	71.8	70.4	13.1	9.5	4.7	3.7	1.0
Crédito interno a clientes não representado por valores mobiliários incluindo operações de titularização não desreconhecidas	280 890	290 270	293 288	60.6	60.9	59.7	10.1	8.3	4.4	3.3	1.0

Fonte: Banco de Portugal.

to observada no contexto da turbulência nos mercados financeiros, embora de forma menos acentuada no decurso de 2009¹³. De facto, a evolução dos empréstimos ao sector privado não financeiro terá sido mais consentânea com os seus determinantes habituais (taxas de juro e componentes da despesa) no decurso de 2009, com excepção dos empréstimos a particulares para consumo e outros fins que terão assistido a uma reversão da situação observada nos dois anos anteriores, caracterizada por um crescimento superior ao subjacente à evolução das determinantes habituais¹⁴. No caso dos empréstimos a particulares, o abrandamento verificado até Setembro de 2009 inseriu-se na tendência iniciada em meados de 2006, tendo-se acentuado desde o segundo trimestre de 2008, quando a taxa de variação dos empréstimos para consumo e outros fins atingiu o seu valor máximo no ano. Por seu turno, os empréstimos a sociedades não financeiras mantiveram até Setembro de 2009 a tendência de desaceleração significativa observada a partir do último trimestre de 2008, depois do forte crescimento registado durante grande parte de 2008. Não obstante, esta desaceleração foi ligeiramente compensada pelo montante de emissões líquidas de títulos de dívida, em maior parte a médio e longo prazos, o qual terá continuado a ser, em parte significativa, tomado por bancos residentes (e, também, por não residentes)¹⁵.

O valor da carteira de títulos e investimentos financeiros dos bancos portugueses diminuiu 2.4 por cento em termos homólogos em Junho de 2009¹⁶. Para este desenvolvimento contribuiu a forte redução do valor da carteira de activos financeiros ao justo valor através de resultados, que resultou, em larga medida, das diminuições do valor da carteira de títulos de dívida pública estrangeira e do valor de carteira de títulos de dívida não subordinada emitidos por residentes privados. Pelo contrário, o valor da carteira de activos financeiros disponíveis para venda e o da carteira de investimentos detidos até à maturidade registaram crescimentos assinaláveis. No primeiro caso, destaca-se o aumento de valor das carteiras de instrumentos de dívida pública portuguesa e estrangeira. Por sua vez, para o aumento de valor dos investimentos detidos até à maturidade, foi particularmente relevante o contributo da carteira de títulos de dívida emitidos por não residentes privados. Refira-se que para o aumento do valor desta carteira terá contribuído em particular a estratégia de um dos principais grupos bancários portugueses. O comportamento mais favorável dos mercados accionistas que se verificou a partir de meados de Março de 2009 terá contribuído para que se registasse alguma recuperação do valor dos títulos de capital classificados na carteira de activos financeiros disponíveis para venda. Recorde-se que em 2008, em particular na segunda metade do ano, o valor da carteira de títulos e investimentos financeiros registou uma forte queda, reflectindo essencialmente as perturbações ocorridas nos mercados financeiros e também a reclassificação de activos financeiros da carteira de activos financeiros disponíveis para venda para a carteira de crédito titulado a clientes ocorrida em dois grandes grupos bancários portugueses.

Considerando a decomposição da carteira de activos financeiros em termos de factor de risco, os instrumentos financeiros cuja principal fonte de risco é a variação da taxa de juro continuaram a representar a maior componente desta carteira, o que reflecte o peso dos títulos de dívida na carteira dos bancos (Gráfico 4.1.1). No que diz respeito ao risco de taxa de juro, são de destacar os títulos de emitentes públicos, em particular os títulos de dívida pública portuguesa, e de emitentes privados residentes (Gráfico 4.1.2).

(14) Para mais detalhes relativamente à evolução da actividade económica ver texto “*A Economia Portuguesa em 2009*”, deste Boletim.

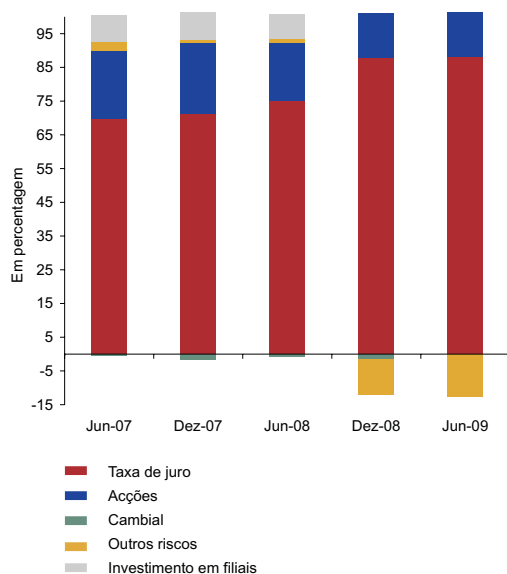
(15) Para mais detalhes relativos à evolução do crédito a clientes ver “*Caixa 2 Evolução recente e determinantes do crédito bancário ao sector privado não financeiro*”, deste Boletim.

(16) Para mais detalhes relativos à evolução do financiamento das sociedades não financeiras ver “*Secção 3 Situação financeira do sector privado não financeiro*” e “*Secção 4.4 Risco de Crédito*”.

(16) 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 valores líquidos de derivados de cobertura.

Gráfico 4.1.1

ESTRUTURA DA CARTEIRA DE ACTIVOS FINANCEIROS DE ACORDO COM FONTES DE RISCO

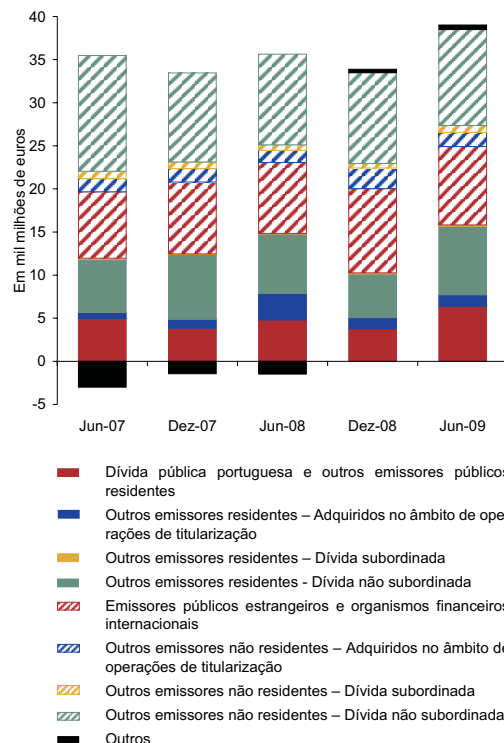


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: 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 valores líquidos de derivados de cobertura

Gráfico 4.1.2

RISCO TAXA DE JURO
Decomposição da carteira



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: 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 valores líquidos de derivados de cobertura.

Em Junho de 2009, o valor das aplicações em bancos centrais apresentou um forte aumento. Esta evolução traduziu-se na utilização da facilidade de depósito do BCE, tendo estado associada à participação dos bancos portugueses na operação de cedência de liquidez com prazo de um ano que teve lugar no final de Junho de 2009. De acordo com a informação disponível para o período posterior a Junho de 2009, o valor das aplicações em bancos centrais tem vindo a reduzir-se¹⁷.

Ao longo de 2009 tem-se verificado uma gradual recuperação dos mercados financeiros, para o que também terá contribuído a redução do nível das taxas de juro, em vários segmentos onde os bancos asseguram o seu financiamento. Neste contexto, a emissão de títulos de dívida pelos bancos foi retomada de forma significativa, em particular desde o final de Março, parte dos quais foram colocados junto da sua base de clientes. No primeiro trimestre de 2009, ainda ocorreram emissões com garantia estatal em montante significativo. Posteriormente, o recurso às garantias estatais tem sido em montante muito limitado, enquanto as emissões não garantidas se têm avolumado. Com efeito, a concessão de garantias estatais para a emissão de dívida titulada em euros pelos bancos portugueses, para as quais foi disponibilizado um montante total de 20 mil milhões de euros, cifrou-se até à data em cerca de 5 mil milhões de euros. Deste montante, cerca de 87 por cento correspondeu a garantias conce-

(17) Para mais detalhes relativos à evolução das aplicações em bancos centrais ver "Secção 4.3 Risco de liquidez".

didadas até meados de Janeiro¹⁸. Em Junho de 2009, as responsabilidades representadas por títulos apresentaram uma taxa de variação homóloga de 3.1 por cento e uma taxa de variação de 15.4 por cento face ao final de 2008. Recorde-se que, no final de 2008, num contexto de exacerbação da crise financeira, verificou-se uma queda significativa das responsabilidades representadas por títulos, o que se traduziu numa diminuição de 10.6 por cento no segundo semestre de 2008. Nos primeiros seis meses de 2009, a emissão (líquida de reembolsos) de títulos de dívida voltou assim a ser a principal fonte de financiamento da expansão da actividade dos bancos portugueses, não tendo estado associada, neste período, ao aumento do saldo associado a operações de titularização de créditos.

Em Junho de 2009, os capitais próprios registaram uma taxa de variação homóloga de 3.2 por cento. Neste contexto, observou-se um ligeiro aumento na intensidade de utilização de capitais próprios pelos bancos portugueses, ou seja, um aumento da alavancagem financeira, definida pelo rácio entre o activo total e os capitais próprios. Refira-se que considerando a relação entre capital tangível e activo tangível se chega à mesma conclusão¹⁹. A evolução dos capitais próprios reflectiu os aumentos de capital efectuados por diversas instituições. Em Junho de 2009, o rácio de adequação global de fundos próprios do sistema bancário português, em base consolidada que tem em consideração o perfil de risco do activo, situou-se em 10.3 por cento, enquanto o rácio que considera apenas os fundos próprios de base (*Tier I*) se fixou em 7.6 por cento. Por sua vez, o rácio *Core Capital*, que constitui um indicador mais restrito do capital regulamentar das instituições (ao excluir os instrumentos híbridos dos fundos próprios de base) situou-se em 6.4 por cento²⁰.

Em Junho de 2009, os recursos de clientes e outros empréstimos apresentaram uma taxa de variação homóloga de 6.9 por cento e uma taxa de variação de -0.3 por cento face a Dezembro de 2008. Quando considerados também os títulos de dívida emitidos pelos bancos e colocados junto da sua base de clientes, a taxa de variação homóloga no final do primeiro semestre foi de 8.0 por cento e a variação face ao final de 2008 foi de 1.0 por cento²¹. Recorde-se que no contexto da instabilidade nos mercados financeiros, e das associadas dificuldades em obter financiamento nos mercados internacionais de dívida por grosso, os bancos adoptaram estratégias mais competitivas de captação de depósitos de clientes, traduzidas numa maior aproximação da sua remuneração às taxas de juro do mercado monetário. Na primeira metade de 2009, o abrandamento dos depósitos totais esteve em larga medida associado à desaceleração dos depósitos de particulares residentes, em particular dos depósitos com prazo acordado. Saliente-se, no entanto, que se observou uma significativa aceleração dos depósitos com prazo superior a 2 anos, o que constitui um desenvolvimento favorável em termos de liquidez, dada a maior estabilidade destes recursos. O abrandamento dos depósitos bancários totais deve ainda ser enquadrado nos desenvolvimentos ao nível do total das aplicações financeiras dos particulares. No primeiro semestre de 2009, estas consistiram predominantemente em títulos de dívida (em larga medida emitidos por bancos) e seguros de vida e fundos de pensões. Este desenvolvimento estará a reflectir a maior aversão ao risco dos aforradores, comparativamente ao período anterior ao Verão de 2007²². A informação mais recente sugere que a partir do segundo trimestre se possa ter verificado alguma diminuição da aversão ao risco, tendo-se observado subscrições líquidas positivas de fundos de investimento, nomeadamente de fundos de tesouraria e de mercado monetário.

(18) Para mais detalhes relativos à evolução das emissões de títulos de dívida com garantia estatal ver "Secção 4.3 Risco de liquidez".

(19) Os activos tangíveis excluem do total dos activos as diferenças de consolidação positivas (*Goodwill*) e os outros activos intangíveis líquidos, tipicamente activos cujo valor poderá diminuir em situações de stress, que afectem o normal desenvolvimento da actividade e o desempenho financeiro

(20) Note-se, contudo, que o rácio de adequação de fundos próprios do sistema bancário continuou a ser negativamente afectado pela situação financeira particularmente adversa dos bancos BPN e BPP. Com efeito, excluindo os valores relativos a estas instituições, o rácio de adequação de fundos próprios totais, o rácio *Tier I* e o rácio *Core Capital* situaram-se em 11.3, 8.6 e 7.4 por cento, respectivamente. Para mais detalhes relativos à evolução do rácio de adequação de fundos próprios do sistema bancário português ver "Secção 4.2 Adequação de fundos próprios".

(21) Para mais detalhes relativos à evolução dos recursos de clientes ver "Secção 4.3 Risco de liquidez".

(22) Para mais detalhes ver "Secção 3 Situação financeira do sector privado não financeiro".

Em Junho de 2009, os recursos obtidos juntos de bancos centrais mantiveram-se relativamente estáveis face ao valor observado no final de 2008. No entanto, de Janeiro a Maio de 2009, o saldo das operações de crédito registou um nível claramente inferior ao observado no final de 2008. Em Junho, verificou-se um aumento significativo dos recursos obtidos para um nível ligeiramente inferior ao de Dezembro de 2008. Não obstante a quase estabilidade observada quando comparado o final do primeiro semestre de 2009 com o final do ano precedente verificou-se um significativo aumento da maturidade desses recursos e uma clara redução na incerteza associada à sua obtenção e posterior renovação. Esta situação reflectiu as alterações introduzidas pelo BCE nos procedimentos operacionais de política monetária no contexto da actual crise financeira, onde se destacam – pelo seu impacto na gestão de tesouraria da generalidade das instituições financeiras – o alargamento do conjunto de activos aceites como colateral nas operações de cedência de liquidez, a garantia de cedência total de liquidez a taxa fixa e, já em 2009, o alargamento significativo da maturidade das operações de cedência de liquidez (até um ano) e o início de um programa de aquisição de covered bonds. A participação dos bancos portugueses nas operações de cedência de liquidez com prazo de um ano, com destaque para a que teve lugar no final de Junho de 2009, deve ser avaliada à luz da aversão ao risco que ainda subsistia e da ausência de expectativas de reduções adicionais das taxas de juro do BCE.

A actividade do sistema financeiro português deverá continuar a ser enquadrada por um cenário macroeconómico desfavorável, caracterizado por um nível muito baixo de utilização da capacidade produtiva e de elevado desemprego. Com efeito, a informação disponível sugere que a recuperação da actividade económica, a ocorrer nos próximos trimestres, deverá ser muito gradual e limitada, num quadro ainda caracterizado por algumas perturbações nos mercados financeiros. É, assim, de esperar uma desaceleração adicional da actividade dos bancos. A dinâmica mais recente dos empréstimos (avaliada pelas taxas de variação trimestral anualizadas, calculadas com base em valores dessazonalizados) aponta claramente para uma redução adicional na taxa de variação anual do crédito às sociedades não financeiras, não obstante as relativas ao crédito a particulares sugerirem a estabilização das taxas de variação anual em níveis reduzidos. Por sua vez, espera-se igualmente um abrandamento adicional dos depósitos de clientes.

Exposição internacional do sistema bancário doméstico

No final do primeiro semestre de 2009, o valor dos activos externos dos grupos bancários portugueses, em base consolidada, registou um acréscimo de 7.2 por cento em relação ao valor em Junho de 2008 (Quadro 4.1.2)²³. Neste contexto, e à semelhança do já observado no final de 2008, é de salientar as alterações da estrutura de activos internacionais em termos de maturidade e do sector internacional. Assim, observa-se um aumento significativo do peso dos activos com maturidade superior a dois anos, sendo que no final do primeiro semestre de 2009 o valor desses activos registou um aumento de cerca de 30 por cento face ao valor observado em Junho de 2008, e um aumento do peso do sector privado não bancário. Relativamente à contraparte geográfica não se observam diferenças significativas face a Junho de 2008, mas registou-se um aumento da exposição a países desenvolvidos face a Dezembro de 2008, mantendo-se limitada e sem impacto sistémico a exposição do sistema bancário a países em desenvolvimento na Europa.

(23) Activos externos, segundo as definições estabelecidas pelo Banco de Pagamentos Internacionais (BIS) correspondem a activos face a residentes fora da economia da sede dos bancos/grupos bancários em consideração (neste caso, fora de Portugal). Activos internacionais são parte dos activos externos e correspondem a activos *cross-border* (sejam das sedes ou das filiais externas dos bancos/grupos bancários) e a activos locais de filiais no exterior denominados em moeda diferente da moeda local. Para maior detalhe sobre os conceitos aqui referidos, ver "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				
Em percentagem				
	Dez. 2007	Jun. 2008	Dez. 2008	Jun. 2009 ^(p)
Total (10 ⁶ €)	93 586	102 780	106 059	110 164
Em percentagem do activo total	26.7	28.2	28.2	28.2
Activos internacionais	70.3	71.9	70.9	71.4
Maturidade				
até 1 ano	30.4	33.6	24.2	22.3
de 1 a 2 anos	2.4	4.0	4.7	4.2
a mais de 2 anos	31.4	30.6	34.8	37.1
Outros	5.9	3.8	7.3	7.7
Contraparte institucional				
Bancos	30.5	32.8	22.4	20.6
Sector Público	3.3	2.8	2.3	2.8
Sector privado não bancário	36.0	35.9	45.6	47.6
Outros	0.5	0.4	0.7	0.3
Contraparte geográfica				
Países desenvolvidos	48.6	51.1	48.3	52.1
Centros <i>off-shore</i>	6.9	6.0	7.6	6.2
Países em desenvolvimento na Europa	5.3	5.8	6.3	5.5
Outros	9.4	9.0	8.7	7.5
Activos locais em moeda local	29.7	28.1	29.1	28.6
Contraparte geográfica				
Países desenvolvidos	21.3	20.1	21.0	20.8
Centros <i>off-shore</i>	0.5	0.0	0.4	0.4
Países em desenvolvimento na Europa	5.1	5.2	4.8	4.4
Outros	2.8	2.7	2.8	2.9
<i>Por memória:</i>				
Passivos locais em moeda local (10 ⁶ €)	21 445	21 580	21 472	23 007

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (p) valores provisórios.

Rendibilidade

Na primeira metade de 2009, os resultados antes de impostos e interesses minoritários do sistema bancário, em base consolidada, registaram uma redução de 28.0 por cento, por comparação com a primeira metade de 2008 (Quadro 4.1.3). Esta evolução reflectiu-se numa diminuição quer da rendibilidade do activo (*ROA*) quer da rendibilidade dos capitais próprios (*ROE*) face ao observado em idêntico período do ano anterior, situando-se os respectivos indicadores em 0.51 e 9.0 por cento, no final do primeiro semestre (Gráfico 4.1.3). Excluindo os valores relativos aos bancos BPN e BPP, estes indicadores situaram-se em 0.70 e 11.3 por cento, respectivamente. Refira-se que face ao segundo semestre de 2008 os indicadores de rendibilidade apresentaram níveis mais elevados, uma vez que o aumento nas dotações de provisões e imparidades associadas a crédito ocorreu já na segunda metade de 2008, no contexto de intensificação da crise financeira e da sua interacção com a actividade económica.

Com efeito, na primeira metade de 2009, a curva de distribuição relativa à rendibilidade do activo deslocou-se para a esquerda face ao observado em igual período de 2008, observando-se também uma

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)			
	2008	2008S1	2008S2	2009S1	2008	2008S1	2008S2	2009S1	2008	2008S1	2008S2	2009S1
1.Juros e rendimentos similares	31 943	15 203	16 740	12 974	6.92	6.77	7.07	5.40	22.9	26.0	20.2	-14.7
2.Juros e encargos similares	23 079	10 894	12 185	8 681	5.00	4.85	5.15	3.61	29.4	35.4	24.5	-20.3
3.Margem financeira (1-2)	8 864	4 309	4 555	4 293	1.92	1.92	1.92	1.79	8.6	7.1	10.0	-0.4
4.Rendimentos de instrumentos de capital	283	220	63	183	0.06	0.10	0.03	0.08	28.4	39.3	0.9	-17.1
5.Rendimentos (líquidos) de serviços e comissões	3 346	1 637	1 708	1 660	0.73	0.73	0.72	0.69	4.2	11.8	-2.2	1.4
6.Resultados de activos e passivos financeiros avaliados ao justo valor através de resultados	27	-214	241	357	0.01	-0.10	0.10	0.15	-	-	-	-
7.Resultados de activos financeiros disponíveis para venda	537	406	131	88	0.12	0.18	0.06	0.04	-50.3	1.2	-80.7	-78.3
8.Resultados de reavaliação cambial	172	80	92	82	0.04	0.04	0.04	0.03	-57.1	-28.2	-68.2	2.4
9.Resultados de alienação de outros activos financeiros	210	34	176	177	0.05	0.02	0.07	0.07	28.8	-82.3	-724.7	421.6
10.Outros resultados de exploração	670	363	308	276	0.15	0.16	0.13	0.11	-5.6	12.1	-20.4	-23.8
11.Produto de actividade (3+4+5+6+7+8+9+10)	14 109	6 835	7 273	7 116	3.06	3.05	3.07	2.96	2.4	-2.0	6.9	4.1
12.Custos com o pessoal	4 190	2 063	2 127	2 097	0.91	0.92	0.90	0.87	3.3	9.5	-2.0	1.6
13.Gastos gerais administrativos	3 011	1 438	1 574	1 354	0.65	0.64	0.66	0.56	4.9	7.5	2.5	-5.8
14.Amortizações do exercício	637	301	336	320	0.14	0.13	0.14	0.13	9.5	10.4	8.8	6.6
15.Provisões líquidas de reposições e anulações	615	36	580	282	0.13	0.02	0.24	0.12	176.4	-74.4	591.0	693.8
16.Perdas de imparidade e outras correcções de valor líquidas	4 062	1 360	2 702	1 859	0.88	0.61	1.14	0.77	135.2	65.6	198.4	36.7
17.Diferenças de consolidação negativas	0	-1	1	0	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-
18.Apropriação de resultados de associadas e empreendimentos conjuntos (equi. patrimonial)	-2	48	-50	12	0.00	0.02	-0.02	0.00	-	-76.1	-	-75.2
19. Resultado antes de impostos e de interesses minoritários (11-12-13-14-15-16-17+18)	1 592	1 687	-95	1 215	0.34	0.75	-0.04	0.51	-66.8	-38.1	-104.6	-28.0
20.Imposto sobre os lucros do exercício	619	361	258	301	0.13	0.16	0.11	0.13	-21.1	-24.2	-16.4	-16.6
21.Resultado antes de interesses minoritários (19-20)	973	1 326	-353	914	0.21	0.59	-0.15	0.38	-75.8	-41.0	-120.0	-31.1
22.Interesses minoritários	474	294	180	305	0.10	0.13	0.08	0.13	-30.8	-24.4	-39.1	3.8
23.Resultado líquido (21-22)	498	1 032	-534	609	0.11	0.46	-0.23	0.25	-85.0	-44.5	-136.3	-41.0

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (a) Os dados relativos aos semestres encontram-se anualizados.

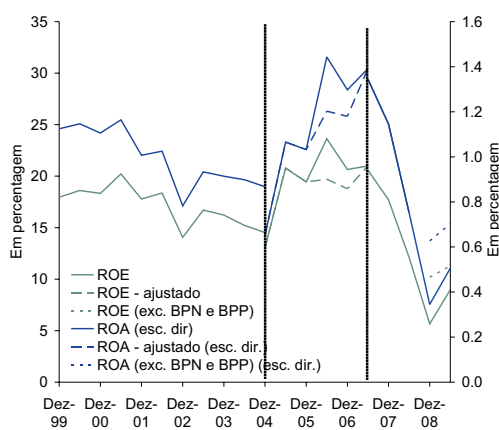
significativa diminuição da dispersão deste indicador. Por sua vez, deslocou-se ligeiramente para a direita por comparação com o final do ano anterior (Gráfico 4.1.4).

Para a diminuição da rentabilidade do activo face ao primeiro semestre de 2008, no contexto da actual crise económica e financeira, assumiram particular relevância o significativo aumento das dotações de provisões e perdas de imparidade, associadas sobretudo a crédito a clientes, e a evolução da margem financeira. Em sentido contrário, *i.e.* contribuindo favoravelmente para a variação da rentabilidade do activo, são de salientar as evoluções dos resultados em operações financeiras e dos custos operacionais²⁴. Finalmente, os restantes elementos de resultados registaram um contributo negativo para a evolução da rentabilidade, ainda que pouco significativo (Gráfico 4.1.5).

As dotações de provisões e perdas de imparidade registaram uma variação homóloga próxima de 53.4 por cento na primeira metade de 2009, que se traduziu num contributo de 27 pontos base para a diminuição da rentabilidade do activo. Neste período, a parcela respeitante a crédito a clientes contribuiu com 25 pontos base para a diminuição da rentabilidade²⁵. O acréscimo significativo observado nas perdas de imparidade associadas a crédito a clientes decorreu essencialmente dos desenvolvimentos ocorridos em dois grandes grupos bancários portugueses. Por sua vez, os ganhos por reduções de imparidade de activos financeiros disponíveis para venda resultou da diminuição considerável das imparidades associadas a instrumentos de capital emitidos por residentes. De facto, dados os desenvolvimentos muito desfavoráveis nos mercados accionistas, desde o início da crise financeira, alguns bancos decidiram reconhecer as perdas não realizadas nas carteiras de acções dis-

Gráfico 4.1.3

RENTABILIDADE DO ACTIVO (ROA) E DOS CAPITAIS PRÓPRIOS (ROE)

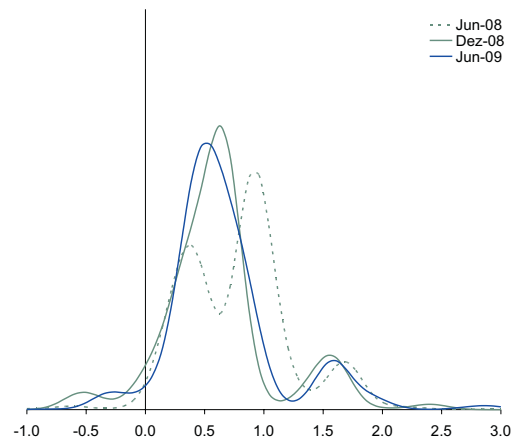


Fonte: Banco de Portugal.

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.

Gráfico 4.1.4

RENTABILIDADE DO ACTIVO Distribuição empírica



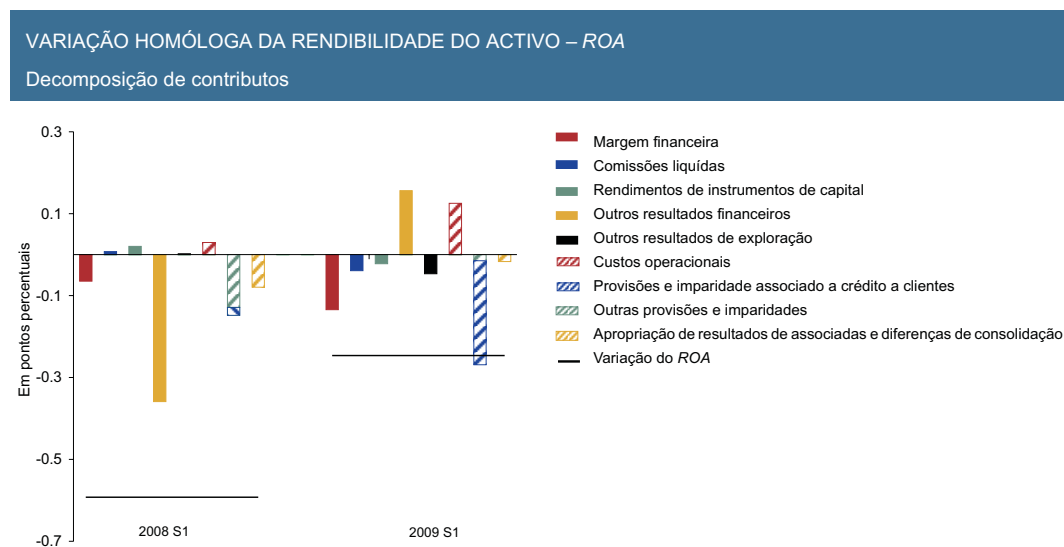
Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Distribuição empírica obtida recorrendo a um Kernel gaussiano que pondera as instituições pelo seu activo; indicador calculado considerando o resultado antes de impostos e de interesses minoritários.

(24) 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.

(25) 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. As variações de valor dos activos financeiros disponíveis para venda afectam apenas os resultados do exercício quando realizadas (isto é, na respectiva venda) ou através do reconhecimento de imparidade, apesar de serem contabilizados ao valor de mercado no balanço. As variações de valor não realizadas destes activos são relevadas em contas de capitais próprios.

Gráfico 4.1.5



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: A rentabilidade do activo é calculada considerando os resultados antes de impostos e de interesses minoritários.

poníveis para venda na demonstração de resultados. Esta possibilidade encontra-se prevista nas Normas Internacionais de Contabilidade (NIC'39). Desta forma, os dados relativos ao primeiro semestre de 2009 já não se encontram afectados pelas desvalorizações anteriores nestas posições e adicionalmente a recuperação dos preços nos mercados accionistas a partir de Março de 2009 permitiram reverter parcialmente estas perdas.

Para a diminuição da rentabilidade do activo contribuiu (com 13 pontos base) também a evolução negativa da margem financeira, principal componente dos resultados (ao corresponder a cerca de 60 por cento do produto bancário). De facto, a margem financeira diminuiu 0.4 por cento na primeira metade de 2009, por comparação com igual período de 2008. Ao contrário do observado no ano anterior, o efeito desfavorável relativo ao diferencial entre taxas de juro activas e passivas foi o elemento determinante para esta evolução, uma vez que o efeito volume contribuiu em sentido contrário, i.e. para um aumento da margem financeira. Por sua vez, a diminuição do diferencial das taxas de juro médias implícitas nos saldos totais reflectiu essencialmente a acentuada redução do diferencial entre as taxas implícitas no crédito e nos depósitos de clientes (Quadro 4.1.4). Esta redução foi parcialmente compensada pelo aumento do diferencial entre as taxas de juro implícitas nos activos e nos passivos associados a títulos, que resultou em particular da diminuição da taxa implícita nas responsabilidades representadas por títulos. Para este desenvolvimento terá contribuído, essencialmente, o facto da maior parte das responsabilidades sobre a forma de títulos continuar a ser a taxa variável, na sua maioria indexada à taxa Euribor.

No primeiro semestre de 2009, a significativa diminuição do diferencial entre as taxas de juro implícitas no crédito e nos depósitos de clientes é visível na evolução do diferencial entre as taxas de juras activas e passivas nas operações com clientes das Estatísticas Monetárias e Financeiras, que até Setembro de 2009 acentuou a tendência descendente observada desde o final de 2008. Neste período, esta diminuição reflectiu o aumento, e nos meses mais recentes alguma estabilização, do *spread* praticado nas operações de empréstimos e a contínua diminuição do *spread* praticado nas operações de depósitos²⁶. Refira-se ainda que, desde Abril de 2009, o *spread* praticado nas operações de depósitos

(26) Para mais detalhes relativamente à evolução dos *spreads* praticados nas operações activas e nos depósitos de clientes ver "Secção 3.1 Condições monetárias e financeiras da economia portuguesa", deste Boletim.

Quadro 4.1.4

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

Em percentagem

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2007		2008		2009
									S1	S2	S1	S2	
Activos remunerados com juros	5.44	4.24	3.88	3.30	4.22	4.56	5.48	5.93	5.23	5.72	5.83	6.04	4.42
<i>dos quais:</i>													
Activos interbancários ^(b)	4.09	2.79	2.23	1.77	2.69	3.71	4.16	4.31	3.92	4.39	4.45	4.22	2.33
Activos não interbancários													
Crédito	6.26	4.94	4.60	4.00	4.56	4.86	5.87	6.33	5.64	6.08	6.17	6.49	4.83
Títulos	5.05	4.08	3.96	2.94	4.85	4.52	1.91	2.26	5.33	5.95	6.12	6.63	5.59
Passivos remunerados com juros	3.59	2.61	2.28	1.87	2.32	2.71	3.49	3.92	3.23	3.73	3.82	4.02	2.68
<i>dos quais:</i>													
Passivos interbancários ^(c)	4.42	3.00	2.42	2.02	2.89	3.58	4.39	4.64	4.13	4.66	4.65	4.64	2.45
Passivos não interbancários													
Depósitos	2.81	2.10	1.80	1.45	1.60	1.80	2.46	3.04	2.26	2.65	2.90	3.17	2.40
Títulos	4.12	3.17	3.12	2.46	3.03	3.72	4.38	4.79	4.02	4.73	4.63	4.99	3.16
Passivos subordinados	5.48	4.53	4.30	3.72	4.61	4.82	5.30	5.55	5.26	5.32	5.56	5.50	4.50
Diferenciais (pontos percentuais):													
Activos remunerados-passivos remunerados	1.86	1.63	1.60	1.43	1.90	1.84	1.99	2.01	2.00	1.99	2.01	2.02	1.75
Crédito-depósitos	3.45	2.84	2.81	2.56	2.96	3.05	3.41	3.29	3.39	3.43	3.27	3.32	2.42

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 à ordem no Banco de Portugal, disponibilidades sobre instituições de crédito e aplicações em instituições de crédito. (c) Inclui recursos de bancos centrais e outras instituições de crédito.

apresentou um valor negativo, em contraste com o observado na última década (Gráfico 4.1.6) É também de salientar que no decurso de 2009 o nível das taxas de juro dos empréstimos tenderam a estar genericamente em linha com o subjacente às suas determinantes de longo prazo, designadamente as taxas de juro do mercado monetário tendo em conta os desfazamentos na sua transmissão, com excepção das taxas de juro do crédito a particulares para consumo e outros fins que se situaram acima desse nível²⁷.

A partir de Março de 2009, tem-se observado uma gradual recuperação dos mercados financeiros internacionais, quer com subidas de cotações nos mercados accionistas quer com uma compressão de prémios de risco nos mercados secundários de dívida titulada (avaliados em termos do diferencial entre as taxas de rendibilidade da dívida emitida por instituições financeiras e as correspondentes taxas de rendibilidade da dívida soberana). Paralelamente, continuam a estar disponíveis os programas dos governos e das autoridades monetárias de apoio às instituições financeiras, visando assegurar condições de liquidez adequadas, promover o acesso a financiamento por parte dos bancos nos mercados de dívida titulada e disponibilizar às instituições financeiras o capital adicional necessário para que continuem a assegurar o financiamento da economia²⁸. Não obstante, importa salientar que o recurso das instituições portuguesas às medidas de apoio definidas pelo governo português tem sido muito limitado²⁹. Independentemente do maior ou menor recurso a estes esquemas de apoio, o principal efeito desse conjunto de medidas terá sido o da sinalização aos mercados de que os governos estavam dispostos a minimizar a possibilidade de ocorrência de crises bancárias, de forma específica, e a apoiar à economia real, de uma forma geral, num contexto de queda acentuada da actividade económica observada desde o último trimestre de 2008. Neste contexto, a emissão de títulos de dívida foi retomada de forma significativa, em particular desde o final do primeiro trimestre.

Até ao terceiro trimestre de 2008, a melhor remuneração dos depósitos com prazo acordado não se reflectiu de forma evidente numa diminuição dos *spreads* praticados nas operações de depósitos com prazo acordado até dois anos (Gráfico 4.1.7). De facto, para além do habitual gradualismo na transmissão das variações nas taxas de juro de curto prazo do mercado monetário às taxas de juro bancárias de novas operações, o aumento das taxas deverá ter beneficiado apenas uma fracção do saldo total de depósitos, particularmente os novos depósitos entretanto contratados ou os depósitos que foram renovados compreendendo uma renegociação de taxa através de um envolvimento activo dos clientes³⁰. Posteriormente, observou-se uma contínua diminuição do *spread* praticado nas operações de depósitos com prazo acordado até dois anos, sendo de destacar, conforme referido, que a partir de Abril de 2009 a taxa de juro dos depósitos passou a situar-se acima da taxa do mercado monetário. Com efeito, apesar de se ter vindo a verificar uma progressiva normalização das condições nos mercados financeiros internacionais, a captação de depósitos de clientes tem-se mantido como uma importante fonte de financiamento do sistema bancário português, embora em abrandamento.

(27) Ver "Caixa 1 Determinantes da transmissão recente das taxas de juro do mercado monetário às taxas de juro dos empréstimos ao sector privado não financeiro", deste Boletim.

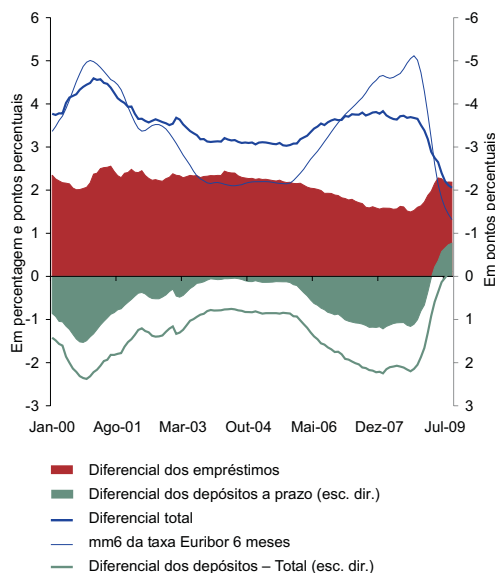
(28) Para uma descrição das medidas de política monetária e governamentais de apoio ao sistema financeiro ver "Caixa 2.1 Medidas relativas ao sistema financeiro tomadas pelas autoridades portuguesas no âmbito da crise financeira internacional", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira 2008*.

(29) Para mais detalhes relativos ao recurso das instituições financeiras às medidas de apoio do governo português ver "Secção 4.3 Risco de liquidez" e "Secção 4.2 Adequação de fundos próprios".

(30) Estes são os requisitos definidos para se classificar estatisticamente uma operação de crédito ou de depósito como nova operação. Excluem-se assim deste conceito as situações de prorrogação automática de depósitos e de contratos de empréstimos pre-existentes, ou seja, que não exijam qualquer envolvimento activo por parte do cliente e que não envolvam qualquer renegociação dos termos e condições do contrato (incluindo a taxa de juro) e as alterações de taxas de juro variáveis que derivem de ajustamentos automáticos, dado não constituírem novos acordos. Note-se também que, em cada mês, somente uma fracção do saldo de depósitos é constituído por novas operações constituídas nesse período. Ao longo de 2008, esta fracção terá sido em média ligeiramente superior a 10 por cento.

Gráfico 4.1.6

DIFERENCIAIS DE TAXA DE JURO NAS OPERAÇÕES COM CLIENTES

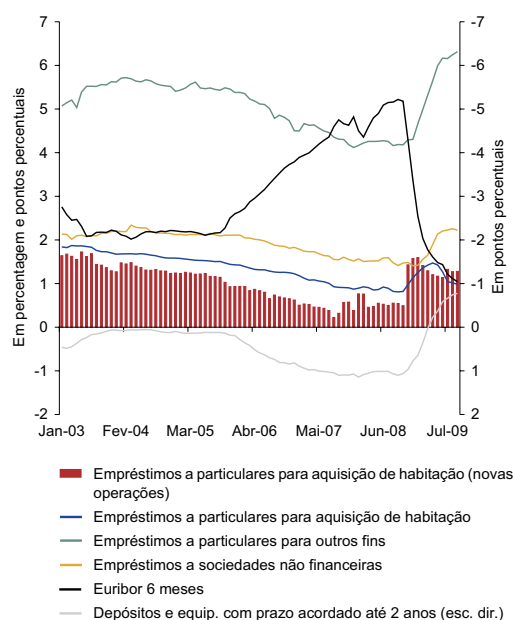


Fonte: Banco de Portugal.

Notas: O diferencial das operações activas foi calculado como a diferença entre as taxas de juro de saldos dos empréstimos (disponibilizadas pelas Estatísticas Monetárias e Financeiras) e a média móvel de seis meses da Euribor a 6 meses, enquanto o diferencial das passivas como a diferença entre a média móvel de seis meses da Euribor a 6 meses e as taxas de juro de saldos dos depósitos. O diferencial total corresponde à diferença entre a taxa de juro dos empréstimos e a taxa de juro dos depósitos. Última observação: Setembro de 2009.

Gráfico 4.1.7

MARGENS DE TAXAS DE JURO BANCÁRIAS FACE ÀS TAXAS DE JURO DO MERCADO MONETÁRIO



Fontes: BCE e Banco de Portugal.

Notas: 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. A margem das operações activas é definida pelo diferencial entre as taxas de juro dos empréstimos e a taxa Euribor, enquanto no caso das operações passivas é definida pelo diferencial entre a taxa Euribor e a taxa de juro dos depósitos. Última observação: Setembro 2009.

De igual forma, a evolução dos *spreads* de taxa de juro relativos ao saldo das operações de empréstimo terá reflectido estes factores de inércia³¹. De facto, quer os *spreads* praticados nos empréstimos para aquisição de habitação, quer os relativos a empréstimos para consumo e outros fins apresentaram um alargamento considerável a partir do final de 2008. De igual forma, verificou-se ao longo de 2009 um aumento dos *spreads* de taxa de juro relativos ao saldo das operações de empréstimo a sociedades não financeiras, registando-se em Setembro de 2009 um valor ligeiramente inferior ao máximo observado ao longo da actual década (em Março de 2004). A evolução ascendente dos *spreads* estará em linha, num primeiro momento, com o contexto de instabilidade nos mercados financeiros e, posteriormente, com o significativo aumento da materialização do risco da carteira de empréstimos (ilustrado pelos acréscimos nos rácios de incumprimento, para níveis claramente superiores aos observados no anterior período recessivo, no caso das sociedades não financeiras e nos empréstimos a particulares para consumo e outros fins). No entanto, a partir de Maio de 2009, os *spreads* de taxa de juro relativos aos saldos de empréstimos para aquisição de habitação têm registado algum ajustamento para níveis mais baixos, ligeiramente superiores aos observados antes da eclosão da actual crise financeira no Verão de 2007, mas inferiores aos registados no período recessivo de 2003. A evolução dos *spreads* neste segmento reflectirá o tipo de indexação de taxa praticado no crédito hipotecário, a moderação no crescimento deste agregado e o aumento menos acentuado do incumprimento neste segmento dos empréstimos a particulares.

O rendimento de serviços e comissões (líquido) registou uma taxa de variação homóloga de 1.4 por cento na primeira metade de 2009, que se reflectiu num contributo ligeiramente negativo para a evolu-

(31) Para mais detalhes relativos à evolução dos *spreads* de operações activas ver "Secção 4.4 Risco de crédito".

ção da rentabilidade do activo (Gráfico 4.1.8). Esta evolução deveu-se principalmente às comissões associadas à gestão de fundos de investimento, em resultado essencialmente de operações realizadas por conta de terceiros nos mercados accionistas. Refira-se que estas comissões são particularmente sensíveis aos desenvolvimentos nos mercados financeiros.

No primeiro semestre de 2009, os resultados em operações financeiras mais do que duplicaram em termos homólogos, contribuindo com 16 pontos base para o aumento da rentabilidade do activo. De facto, a evolução positiva dos mercados accionistas e a redução dos *spreads* nos mercados de dívida titulada observados a partir de Março de 2009 resultaram em ganhos significativos na carteira de activos ao justo valor através de resultados (Gráfico 4.1.9).

Gráfico 4.1.8

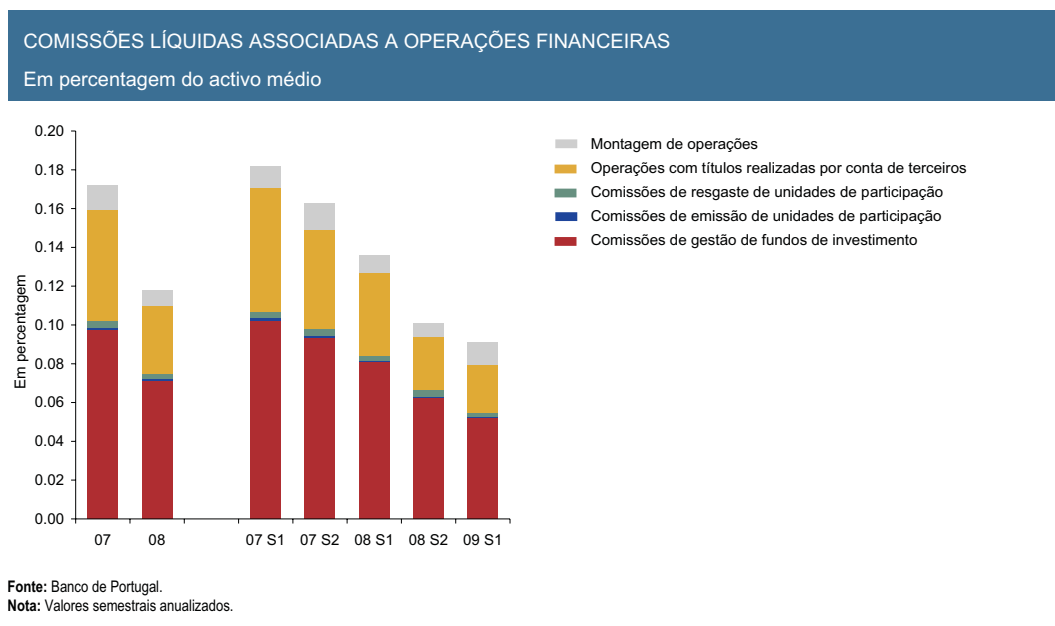
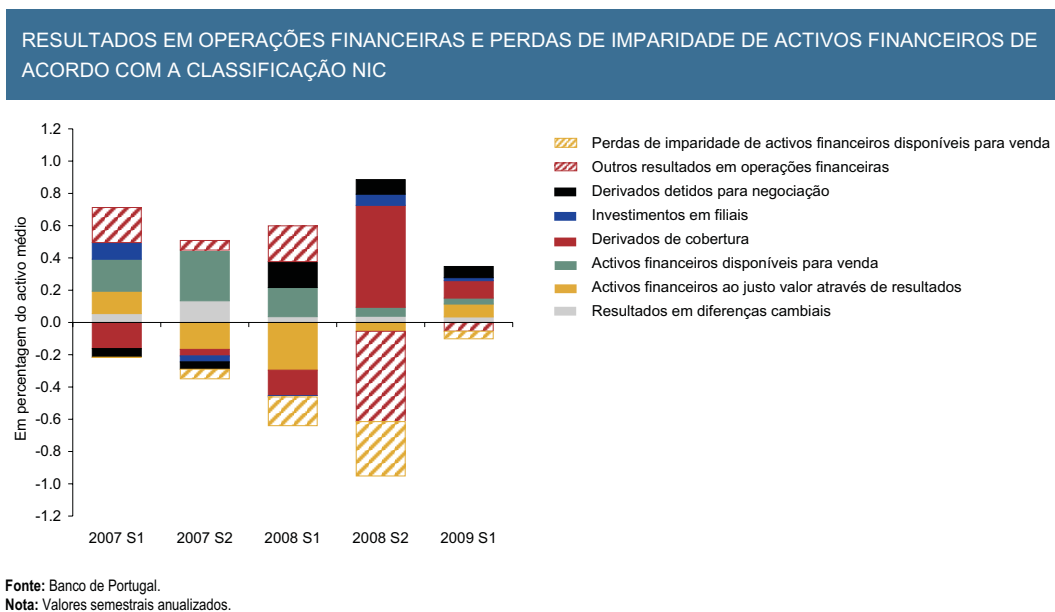
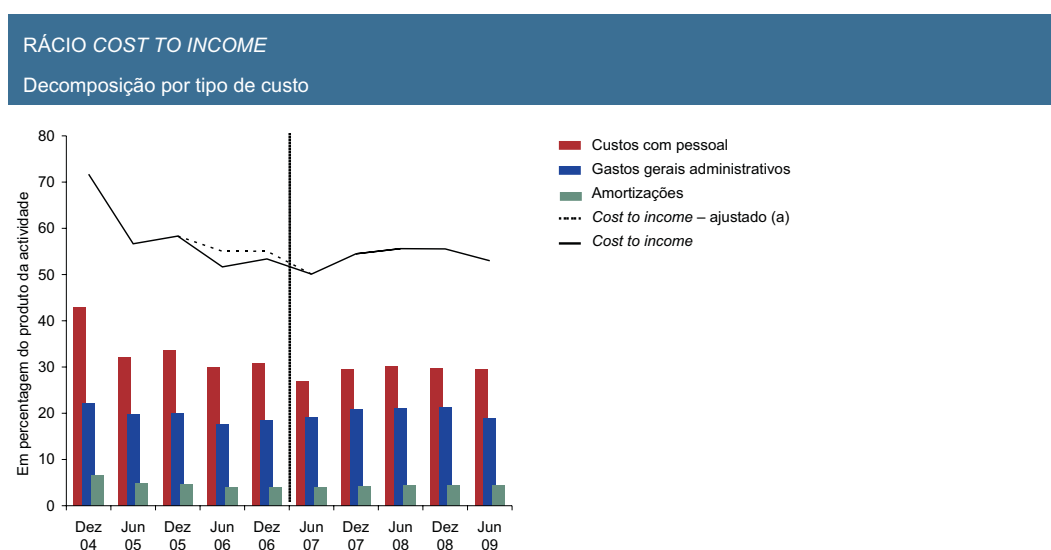


Gráfico 4.1.9



Os desenvolvimentos nos custos operacionais voltaram a contribuir favoravelmente para a evolução da rentabilidade do activo na primeira metade de 2009. Neste período, estes custos registaram uma diminuição de 0.8 por cento face ao observado na primeira metade de 2008, o que se reflectiu favoravelmente na evolução do ROA. Esta evolução resultou essencialmente do contributo positivo para a variação da rentabilidade do activo da componente de gastos gerais administrativos e, em menor grau, do contributo favorável para a evolução do ROA da componente de custos com pessoal relacionada com remunerações de empregados. Neste contexto, o rácio *cost to income* registou uma ligeira melhoria, situando-se em 53.0 por cento (Gráfico 4.1.10)³². Refira-se, no entanto, que a taxa de variação homóloga dos custos com pessoal (principal componente dos custos operacionais) situou-se em 1.6 por cento em Junho de 2009. Para esta evolução contribuiu essencialmente o acréscimo significativo dos custos associados a fundos de pensões.

Gráfico 4.1.10



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.

Por fim, na primeira metade de 2009, os resultados da actividade internacional desenvolvida por alguns dos principais grupos bancários apresentaram uma significativa diminuição face ao primeiro semestre do ano anterior (-29.2 por cento), representando cerca de 34 por cento dos resultados do conjunto de instituições financeiras em análise, tendo-se observado um acentuado aumento da imparidade (Quadro 4.1.5).

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

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
	2008S1	2009S1	2009S1
Margem financeira	16.0	14.2	-11.8
Comissões	15.7	14.0	-10.0
Produto da actividade bancária	16.7	14.0	-12.8
Gastos administrativos	14.8	13.5	-9.5
dos quais: Custos c/ pessoal	15.2	13.3	-10.7
Imparidade	3.5	7.2	179.4
Resultados antes de impostos e interesses minoritários	34.5	34.0	-29.2

Fonte: Banco de Portugal.

4.2. Adequação de fundos próprios³³

Em linha com o contemplado no Novo Acordo de Capital, Basileia II, algumas instituições sob supervisão prudencial do Banco de Portugal adoptaram, em 2009, metodologias de determinação dos requisitos de capital mais complexas do que as praticadas no ano anterior, sendo de evidenciar a aplicação do método das notações internas (baseado em modelos de avaliação desenvolvidos pelas instituições) no cálculo de algumas componentes dos requisitos para risco de crédito e de contraparte³⁴. Embora com menor relevância no total dos requisitos de capital, refira-se também a aplicação dos métodos padrão e de medição avançada na determinação dos requisitos para o risco operacional e a adopção do método dos modelos internos no cálculo de algumas componentes de risco de mercado.

No decurso do primeiro semestre de 2009, o sistema bancário português registou um reforço da sua posição de capital face aos níveis de 2008, bastante condicionados pela evolução desfavorável dos mercados financeiros no decurso desse ano (Gráfico 4.2.1). O crescimento significativo dos fundos próprios constituiu o factor crucial para esta evolução, tendo os requisitos de capital apresentado níveis ligeiramente inferiores aos registados em Dezembro de 2008 (Quadro 4.2.1). Assim, em Junho de 2009, o rácio de adequação global de fundos próprios do sistema bancário, em base consolidada, situou-se em 10.3 por cento, enquanto o rácio de adequação de fundos próprios de base, rácio *Tier I*, se fixou em 7.6 por cento. Por sua vez, o rácio *Core Capital*, que constitui um indicador mais restrito do capital regulamentar das instituições (ao excluir os instrumentos híbridos dos fundos próprios de base) situou-se em 6.4 por cento. Note-se, contudo, que os rácios de adequação de fundos próprios do sistema bancário continuaram a ser negativamente afectados pela situação financeira particularmente adversa dos bancos BPN e BPP, que conduziu à intervenção directa por parte das autoridades nacionais no final de 2008. Com efeito, excluindo os valores relativos a estas instituições, o rácio de adequação global de fundos próprios, o rácio *Tier I* e o rácio *Core Capital* situaram-se em 11.3, 8.6 e 7.4 por cento, respectivamente.

(33) 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.

(34) As principais características dos métodos de determinação dos requisitos de capital previstos no Novo Acordo de Capital encontram-se apresentadas no "Capítulo 7 Enquadramento Regulamentar", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira 2004*. Refira-se que a aplicação de métodos mais sofisticados por parte das instituições exige a aprovação das autoridades de supervisão.

Quadro 4.2.1

ADEQUAÇÃO DE FUNDOS PRÓPRIOS

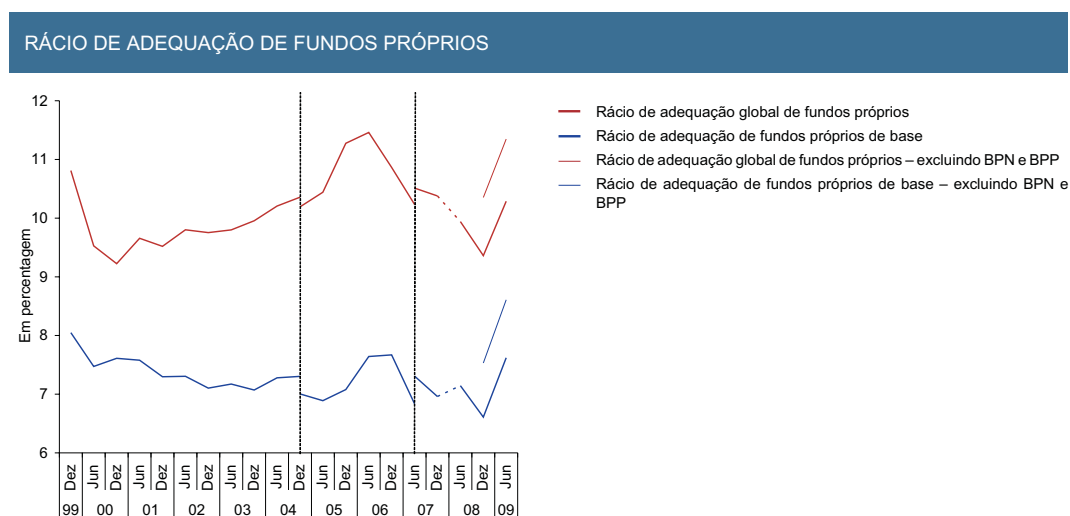
Base consolidada; em milhões de euros

	2007		2008		2009
	Jun.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.
1. Fundos próprios					
1.1. Fundos próprios de base totais para efeitos de solvabilidade	20 372	20 653	22 436	21 044	24 163
1.1.1. Fundos próprios de base (brutos)	21 305	21 549	23 310	21 983	25 490
1.1.2. Deduções aos fundos próprios de base	933	897	874	939	1 327
1.2. Fundos próprios complementares totais para efeitos de solvabilidade	10 483	11 135	9 799	10 045	9 709
1.2.1. Fundos próprios complementares (brutos)	11 409	12 015	10 649	10 949	10 924
1.2.2. Deduções aos fundos próprios complementares	926	881	850	904	1 215
1.3. Deduções aos fundos próprios totais	1 571	1 007	1 020	1 279	1 284
1.4. Fundos próprios suplementares totais disponíveis para cobertura de riscos de mercado	20	17	0	0	34
Total dos fundos próprios	29 305	30 796	31 215	29 810	32 622
2. Requisitos de fundos próprios					
2.1. Requisitos de FP para risco de crédito, risco de crédito de contraparte e transacções incompletas	21 344	22 941	22 492	23 001	22 921
2.2. Risco de liquidação	2	1	0	0	1
2.3. Requisitos de FP para riscos de posição, riscos cambiais e riscos de mercadorias	933	773	838	648	708
2.4. Requisitos de FP para risco operacional	16	18	1 783	1 820	1 732
2.5. Requisitos de FP – Despesas gerais fixas	6	6	5	5	5
2.6. Grandes riscos – Carteira de negociação	0	0	2	0	0
2.7. Requisitos transitórios de FP ou outros requisitos de FP	1	0	0	0	0
Total dos requisitos de fundos próprios	22 301	23 739	25 121	25 474	25 367
3. Rácios (em percentagem)					
3.1. Fundos próprios/Requisitos totais	131.4	129.7	124.3	117.0	128.6
3.2. Fundos próprios/(Requisitos totais x 12.5)	10.5	10.4	9.9	9.4	10.3
3.3. Fundos próprios de base/(Requisitos totais x 12.5)	7.3	7.0	7.1	6.6	7.6
<i>Por memória:</i>					
Rácios de capital excluindo BPN e BPP					
Fundos próprios/Requisitos totais	-	-	-	129.4	141.8
Fundos próprios/(Requisitos totais x 12.5)	-	-	-	10.4	11.3
Fundos próprios de base/(Requisitos totais x 12.5)	-	-	-	7.5	8.6

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: A quebra de série apresentada em 2008 corresponde à aplicação dos critérios de Basileia II pela totalidade das instituições em análise, que se reflectiu essencialmente na evolução das diferentes componentes dos requisitos de fundos próprios.

Gráfico 4.2.1



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: 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.

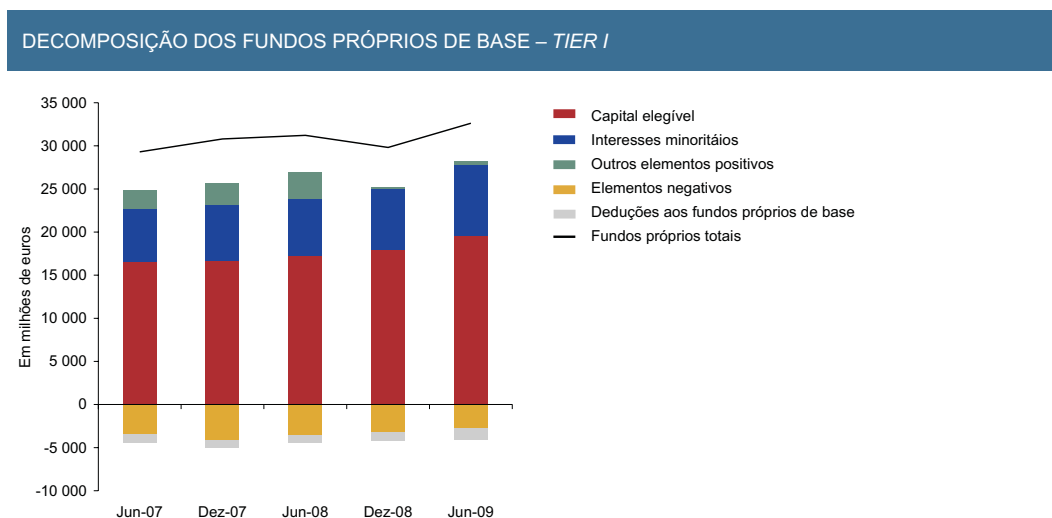
O aumento dos fundos próprios totais teve subjacente o crescimento expressivo dos fundos próprios de base, que se situou em 8 por cento em termos homólogos e próximo de 15 por cento face a Dezembro de 2008. Esta evolução reflectiu essencialmente os aumentos de capital realizados por diversas instituições ao longo do primeiro semestre de 2009 e a emissão de outros instrumentos equiparados a capital, que conjuntamente ascenderam a mais de 2 500 milhões de euros (Gráfico 4.2.2)³⁵. Note-se que o aumento de capital efectuado pela Caixa Geral de Depósitos, de mil milhões de euros, ocorreu ao abrigo do plano de recapitalização apresentado pelo governo português³⁶. Os desenvolvimentos mais favoráveis observados nos mercados financeiros a partir de Março de 2009, em particular nos mercados accionistas, contribuíram também de forma positiva, embora ainda limitada, para a variação dos fundos próprios. Por um lado, esta evolução permitiu que se registasse alguma recuperação do valor dos títulos de capital classificados na carteira de activos financeiros disponíveis para venda, assim como dos resultados relacionados com operações financeiras. Recorde-se que as fortes perturbações verificadas nos mercados financeiros em 2008 originaram diminuições pronunciadas no valor dos instrumentos financeiros avaliados a valor de mercado³⁷. Por outro lado, o comportamento mais recente dos mercados reflectiu-se em acréscimos no valor dos fundos de pensões, contribuindo para alguma reversão das perdas actuariais acumuladas. Neste sentido, revelou-se também importante a aplicação do Aviso nº11/2008 do Banco de Portugal, que permitiu que as perdas actuariais registadas em 2008, deduzidas do rendimento esperado dos activos do fundo de pensões nesse

(35) Desde o início da crise financeira, no Verão de 2007, o valor acumulado dos aumentos de capital realizados pelas instituições foi de aproximadamente 5 mil milhões de euros.

(36) Face às fortes perturbações nos mercados financeiros verificadas em 2008, as autoridades nacionais adoptaram um conjunto de medidas de apoio ao sistema financeiro, algumas das quais em acções concertadas com outros países europeus. Uma dessas medidas consistiu na criação de um plano de recapitalização das instituições de crédito com sede em Portugal por parte do governo português, no quarto trimestre de 2008, no montante de 4 mil milhões de euros e passível de ser accionado até final de 2009.

(37) As variações de valor dos instrumentos classificados na carteira de activos financeiros avaliados a justo valor através de resultados afectam os fundos próprios via resultados do exercício. Por sua vez, as variações de valor dos instrumentos da carteira de activos financeiros disponíveis para venda afectam directamente os fundos próprios, sendo o método de registo nesses mesmos fundos diferenciado entre os instrumentos que registam perdas e os que registam ganhos potenciais. Em particular, as mais valias latentes são reconhecidas em 45 por cento como elemento positivo dos fundos próprios complementares, enquanto as perdas potenciais são relevadas na sua totalidade como elemento negativo dos fundos próprios de base. No entanto, refira-se que pelo Aviso nº6/2008 do Banco de Portugal, emitido no quarto trimestre de 2008, as variações de valor dos instrumentos de dívida classificadas nesta carteira de activos deixaram de ser registadas como elemento dos fundos próprios, em linha com as regras aplicadas em outros países europeus. Quando as variações de valor na carteira dos activos financeiros disponíveis para venda implicam o reconhecimento de imparidade, o impacto nos fundos próprios ocorre através da componente de resultados.

Gráfico 4.2.2



Fonte: Banco de Portugal.

mesmo ano, fossem reconhecidas nos fundos próprios de forma faseada até 2012³⁸.

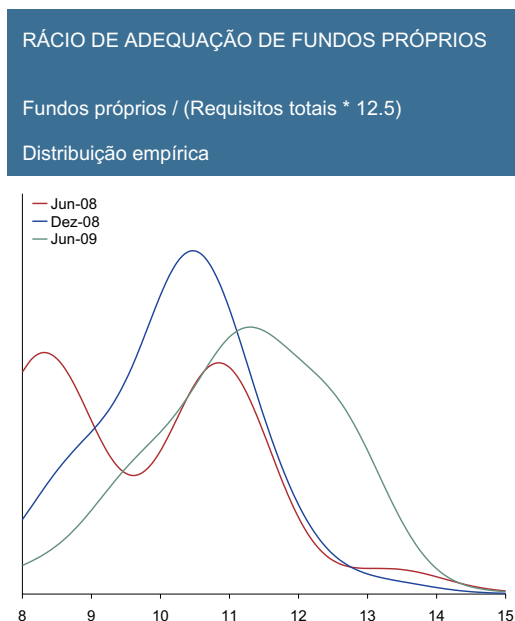
Relativamente aos requisitos de capital, como mencionado anteriormente, no decurso do primeiro semestre de 2009 alguns grupos bancários adoptaram métodos alternativos no cálculo de algumas das suas componentes³⁹. De acordo com a informação disponível, a aplicação desses métodos contribuiu para a diminuição dos activos ponderados pelo risco. Todavia, factores de natureza económica e financeira terão estado também subjacentes à evolução dos requisitos de capital no semestre. Analisando os requisitos de risco de crédito, de contraparte e transacções incompletas, que representam cerca de 90 por cento dos requisitos totais, a sua variação foi condicionada pela desaceleração do crédito observada nos últimos meses. Adicionalmente, a evolução destes requisitos terá reflectido a prática de estratégias de gestão de riscos mais exigentes por parte das instituições, face à conjuntura económica e financeira particularmente desfavorável, nomeadamente ao nível da colateralização do crédito.

A melhoria do rácio de capital regulamentar verificou-se de forma generalizada entre as instituições bancárias, embora exista uma maior dispersão entre elas, conforme ilustrado na distribuição empírica do rácio de adequação de fundos próprios (Gráfico 4.2.3). Considerando os principais grupos bancários, apenas um não registou um aumento do respectivo rácio (apresentando uma ligeira redução, embora o indicador tenha permanecido acima de 11 por cento). O reforço da posição de capital foi particularmente visível no rácio de adequação de fundos próprios de base, em que se registou uma concentração significativa em torno de 8 por cento, valor mínimo observado entre os principais grupos bancários (Gráfico 4.2.4). Deste modo, as instituições terão antecipado, na sua maioria, a concretização da recomendação emitida pelo Banco de Portugal, em Novembro de 2008, para que o rácio *Tier I* fosse, pelo menos, 8 por cento a partir de Setembro de 2009. O aumento dos rácios de capital evidenciado pelas instituições nacionais acompanhou a tendência verificada para os grupos bancários de maior dimensão da área do euro.

(38) De acordo com o referido Aviso, as instituições puderam alargar o limite estabelecido para o corredor de determinação do montante de desvios actuariais a deduzir aos fundos próprios (10 por cento do máximo entre o valor das responsabilidades com fundo de pensões e o valor do património dos fundos) por um período de 4 anos, entre 2009 e 2012, sendo esse alargamento progressivamente diminuído.

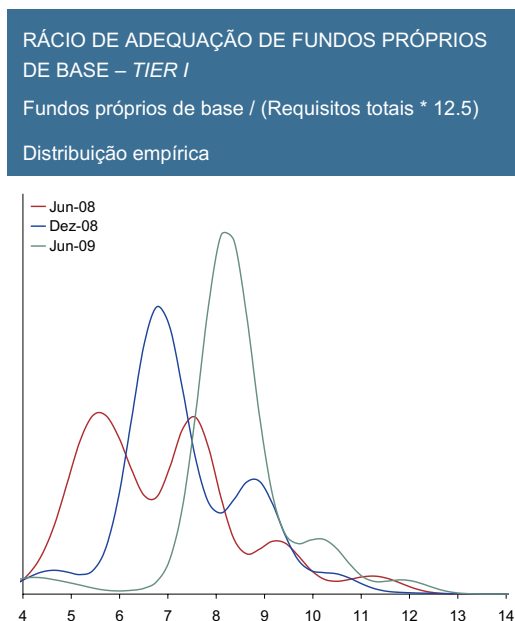
(39) Considerando os principais grupos bancários, algumas componentes dos requisitos de risco de crédito passaram a ser determinados pelo método das notações internas no banco Santander Totta e no *Espírito Santo Financial Group*, enquanto os requisitos para risco operacional passaram a ser calculados pelo método padrão nos bancos Millennium BCP, Caixa Geral de Depósitos e *Espírito Santo Financial Group*. Por sua vez, os requisitos para risco genérico de mercado passaram a ser apurados de acordo com o método dos modelos internos no grupo Millennium BCP.

Gráfico 4.2.3



Fonte: Banco de Portugal.
 Nota: Distribuição empírica recorrendo a um *Kernel* gaussiano que pondera as instituições pelo total do activo. A partir de 2008, o rácio foi calculado aplicando os critérios definidos em Basileia II por todas as instituições em análise. No decurso de 2008 foram introduzidas diversas alterações regulamentares nos critérios de determinação dos fundos próprios. Dada a situação financeira dos bancos BPN e BPP, estas instituições não foram incluídas nas distribuições.

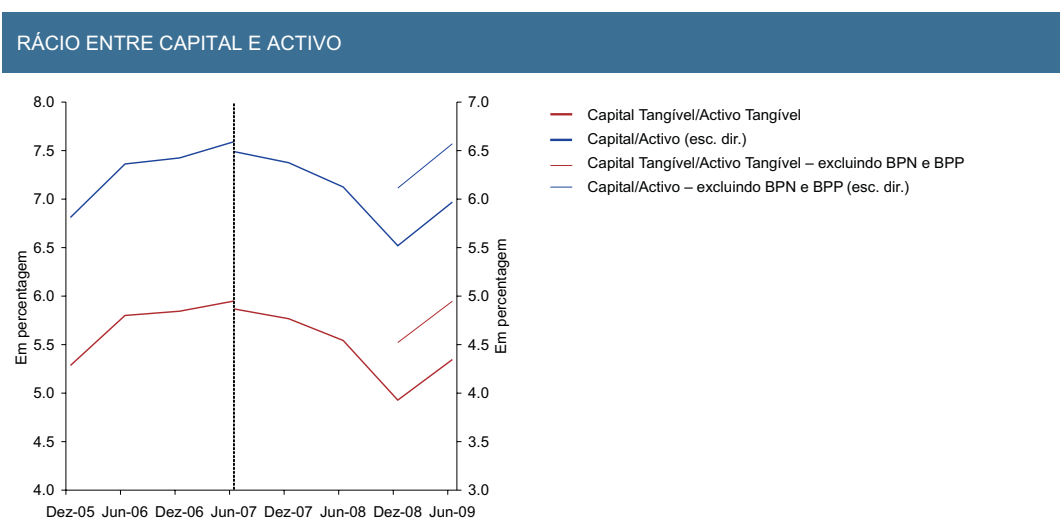
Gráfico 4.2.4



Fonte: Banco de Portugal.
 Nota: Distribuição empírica recorrendo a um *Kernel* gaussiano que pondera as instituições pelo total do activo. A partir de 2008, o rácio foi calculado aplicando os critérios definidos em Basileia II por todas as instituições em análise. No decurso de 2008 foram introduzidas diversas alterações regulamentares nos critérios de determinação dos fundos próprios. Dada a situação financeira dos bancos BPN e BPP, estas instituições não foram incluídas nas distribuições.

Na medida em que a evolução dos fundos próprios esteve muito relacionada com os aumentos de capital das instituições, o rácio entre os capitais próprios e o activo total em balanço apresentou também um aumento em Junho de 2009 por comparação com os níveis de 2008, mesmo quando excluídas as componentes intangíveis (nas quais estão incluídas as diferenças de consolidação positivas – *Goodwill*) (Gráfico 4.2.5).

Gráfico 4.2.5



Fonte: Banco de Portugal.
 Nota: A quebra de série apresentada em 2007 corresponde a um alargamento do conjunto das instituições em análise.

O reforço dos rácios de capital permitiu aumentar a capacidade do sistema bancário nacional para absorver choques adversos não antecipados, sem que tal implique o surgimento de constrangimentos significativos ao desenvolvimento da sua actividade. Apesar das perspectivas menos desfavoráveis quanto ao crescimento económico registadas nos últimos meses, permanece uma considerável incerteza relativamente à sua trajectória de recuperação. De igual forma, é ainda incerta a sustentabilidade da recuperação nos mercados financeiros, em particular no segmento accionista, para a qual contribuíram substancialmente os planos de apoio dos governos e entidades internacionais ao sistema financeiro e à actividade económica. O comportamento da economia real e dos mercados financeiros, bem como a estreita interacção entre ambos, condicionarão a actividade e rendibilidade do sistema bancário, e consequentemente a solvabilidade das instituições.

Neste contexto, refira-se que ainda se encontra em vigor o plano de recapitalização apresentado pelo governo português no final de 2008. O montante disponível, no valor de 3 mil milhões de euros, corresponde a 9 por cento dos fundos próprios totais, ou seja, a 0.9 pontos percentuais do rácio de capital, quando considerados os níveis observados em Junho de 2009. De qualquer forma, a evolução favorável dos mercados financeiros tem permitido novas emissões de instrumentos elegíveis como elementos dos fundos próprios no decurso do terceiro trimestre do ano, em condições relativamente mais propícias, quer em termos de quantidades quer de preços.

4.3. Risco de liquidez

O risco de liquidez associa-se a uma diminuição (real ou apercebida) da capacidade de uma entidade para assegurar o financiamento dos activos e cumprir as suas obrigações à medida que se tornam exigíveis. No contexto da crise que emergiu nos mercados financeiros internacionais em meados de 2007 e que se agudizou no último trimestre de 2008, o risco de liquidez tem vindo a assumir uma importância central na avaliação da estabilidade dos sistemas financeiros a nível internacional. Ao longo de 2009, e de forma particularmente marcada desde o final do primeiro trimestre, tem-se observado um conjunto de desenvolvimentos favoráveis nos mercados financeiros internacionais, quer com subidas de cotações nos mercados accionistas quer com uma compressão de prémios de risco nos mercados secundários de dívida titulada. Paralelamente, continuam a estar disponíveis os programas dos governos e autoridades monetárias de apoio às instituições financeiras, visando assegurar condições de liquidez adequadas, promover o acesso a financiamento por parte dos bancos nos mercados de dívida titulada e disponibilizar às instituições financeiras o capital adicional necessário para que continuem a assegurar o financiamento da economia⁴⁰. Independentemente do maior ou menor recurso a estes esquemas de apoio, o principal efeito desse conjunto de medidas terá sido o da sinalização aos mercados de que os governos estavam dispostos a evitar crises bancárias.

Neste contexto, importa salientar que o recurso das instituições portuguesas às medidas de apoio definidas pelo governo português tem sido muito limitado. Por um lado, ainda nenhuma instituição privada recorreu ao plano de recapitalização das instituições de crédito com sede em Portugal (definido na Lei n.º 63-A/2008)⁴¹. Por outro lado, a concessão de garantias estatais para a emissão de dívida titulada em euros pelos bancos portugueses, para as quais foi disponibilizado um montante total de 20 mil

(40) Para uma apresentação sistematizada das medidas de apoio ao sistema financeiro definidas a nível nacional e internacional, ver "Caixa 2.1 Medidas relativas ao sistema financeiro tomadas pelas autoridades portuguesas no âmbito da crise financeira internacional", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira 2008*.

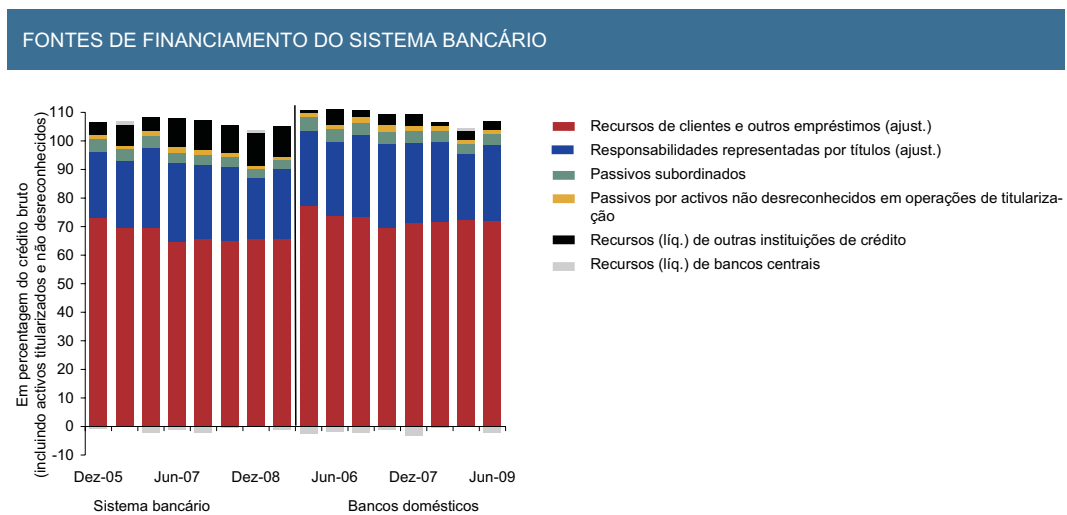
(41) Por via desta medida foi disponibilizado um montante total de 4 mil milhões de euros visando garantir que as instituições de crédito portuguesas dispõem das condições necessárias até ao final de 2009 para reforçar o seu rácio de solvabilidade. Até à data, apenas a Caixa Geral de Depósitos recorreu a esta medida, em mil milhões de euros.

milhões de euros, cifrou-se até à data em cerca de 5 mil milhões de euros⁴². Deste montante, cerca de 87 por cento correspondeu a garantias concedidas até meados de Janeiro. Desde então, o recurso às garantias estatais tem sido em montante muito pouco significativo, enquanto as emissões não garantidas se têm avolumado.

O reduzido recurso às medidas de apoio em Portugal, que não significa que não tenham sido relevantes, reflectiu a referida evolução positiva nos mercados internacionais de dívida por grosso, as alterações no quadro operacional da política monetária na área do euro, visando proporcionar às instituições da área do euro condições de liquidez adequadas, e o crescimento significativo dos recursos de clientes, não obstante o abrandamento no período mais recente, num contexto de desaceleração da actividade económica, com reflexos na concessão de crédito ao sector privado não financeiro residente.

A crise que emergiu nos mercados financeiros a nível internacional desde meados de 2007 veio colocar sérios desafios à gestão da liquidez da generalidade das instituições financeiras das economias avançadas, nomeadamente das instituições bancárias. Relembre-se que os bancos são instituições inerentemente ilíquidas, no sentido em que o papel que desempenham na transformação de maturidades implica a incapacidade de reembolso imediato dos passivos exigíveis, pelo menos sem perdas consideráveis na liquidação antecipada de activos. Por outro lado, a crise surgiu após um longo período de estabilidade nos mercados, durante o qual a integração financeira se terá reforçado, potenciada também pela inovação dos produtos financeiros. Dado este enquadramento, os bancos portugueses, à semelhança do observado a nível internacional, vinham financiando uma parte significativa da expansão da sua actividade através da emissão de títulos nos mercados financeiros internacionais, sobretudo em euros e por prazos médios e longos. Em 1999, os passivos representados por títulos financiavam cerca de 3 por cento do activo, tendo o seu peso aumentado cerca de 20 pontos percentuais até ao final de 2007 (Gráfico 4.3.1)⁴³. Em 2008 diminuiu cerca de 2 pontos percentuais, reflectin-

Gráfico 4.3.1



Fonte: Banco de Portugal.
Notas: Existe uma quebra de série em 2007 que corresponde a um alargamento do conjunto de instituições em análise. Os recursos de clientes incluem os títulos de dívida emitidos pelos bancos e colocados junto dos seus clientes.

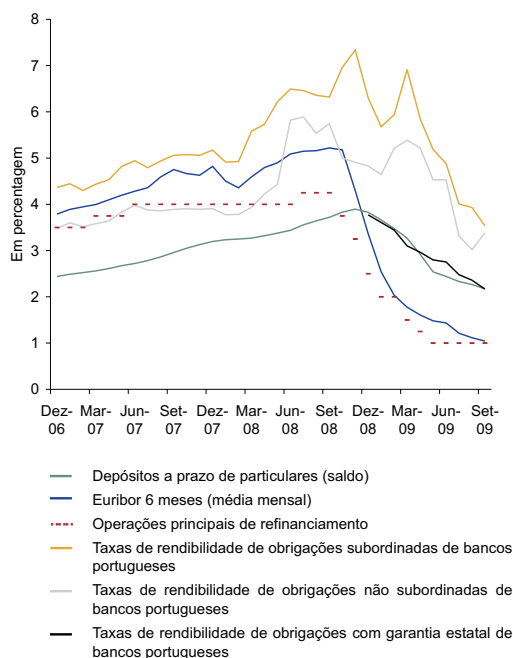
(42) Esta medida também assume um carácter temporário, estando disponível para emissões a realizar até ao final de 2009. As garantias podem abranger todas as instituições de crédito com sede em Portugal que, apesar de cumprirem os mínimos regulamentares em termos de solvabilidade, enfrentem transitoriamente constrangimentos de liquidez.
 (43) A comparação deste valor ao longo do tempo surge condicionada pelas alterações nas normas contabilísticas e nos universos de referência nas análises que ocorreram desde 1999. No entanto, a conclusão é qualitativamente robusta a estas alterações.

do a situação nos mercados financeiros internacionais. De facto, apesar de preservarem algum acesso aos mercados, particularmente na janela de oportunidade que se proporcionou no segundo trimestre do ano, as emissões líquidas foram negativas, tendo os bancos portugueses sido forçados a reduzir as maturidades das emissões e a suportar custos de financiamento acrescidos (situação partilhada a nível internacional – ver “Secção 2 *Enquadramento macroeconómico e financeiro*”). A situação foi particularmente aguda no último trimestre do ano, dadas as implicações sistémicas do colapso do banco de investimento *Lehman Brothers* (em meados de Setembro). Neste contexto, no início de Dezembro ocorreu a primeira emissão de dívida com garantia do Estado português, por parte da CGD.

Ao longo de 2009 tem-se verificado uma gradual recuperação dos mercados financeiros, para o que também terá contribuído a redução do nível das taxas de juro em vários segmentos onde os bancos asseguram o seu financiamento (Gráfico 4.3.2). Neste contexto, a emissão de títulos de dívida foi retomada de forma significativa, em particular desde o final de Março (Gráfico 4.3.3). No primeiro trimestre ainda ocorreram emissões com garantia estatal em montante materialmente relevante. Posteriormente, beneficiando simultaneamente do nível reduzido das taxas de juro de referência de dívida pública e da compressão que os prémios de risco verificaram (avaliados em termos do diferencial entre as taxas de rendibilidade da dívida emitida por instituições financeiras e as correspondentes taxas de rendibilidade da dívida soberana), os bancos portugueses emitiram um montante considerável de títulos de dívida sem garantia estatal, tendo conseguido também aumentar as maturidades ori-

Gráfico 4.3.2

CUSTO DE FINANCIAMENTO DOS BANCOS PORTUGUESES

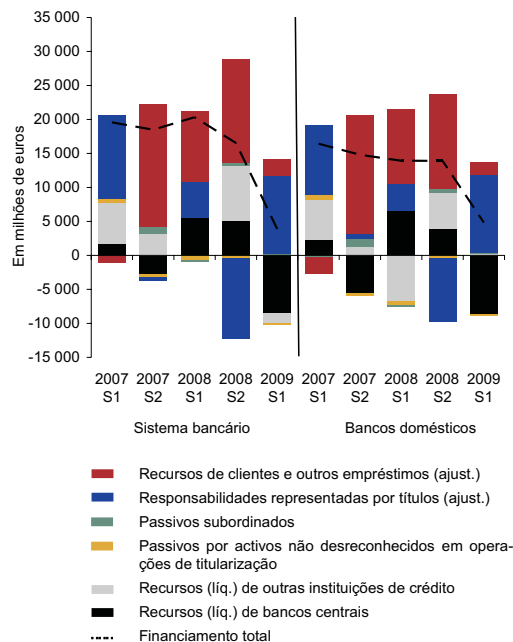


Fontes: Bloomberg e Banco de Portugal.

Nota: As séries com taxas de rendibilidade de obrigações de bancos portugueses referem-se a médias ponderadas pelo activo de obrigações emitidas pelo BCP, BES e CGD. A falta de profundidade do mercado restringe fortemente a existência de obrigações com características comparáveis dentro de cada segmento, pelo que as taxas apresentadas devem ser interpretadas como meramente indicativas. As obrigações emitidas com garantia estatal têm subjacente uma comissão paga ao governo de 50 p.b., a que se adiciona o prémio de risco do *credit default swap* do banco (ou de bancos semelhantes, caso não exista CDS para esse emissor) se a emissão tiver uma maturidade superior a 1 ano.

Gráfico 4.3.3

FLUXOS DE FINANCIAMENTO DO SISTEMA BANCÁRIO



Fonte: Banco de Portugal.

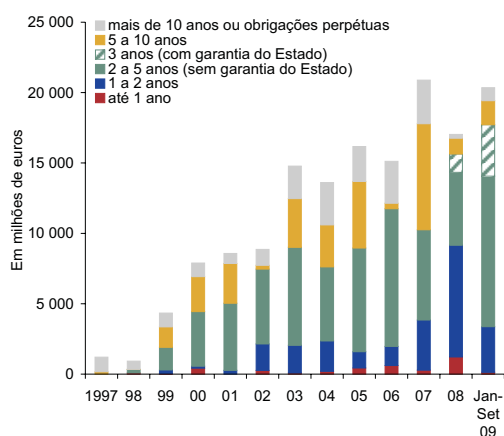
Notas: As estimativas de títulos emitidos pelos bancos mas colocados junto da sua base de clientes são incluídos na rubrica 'Recursos de clientes'. Existe uma quebra de série em Junho de 2007 que corresponde a um alargamento do conjunto de instituições em análise.

ginais das suas emissões face ao verificado em 2007 (Gráfico 4.3.4)⁴⁴. Assinale-se, no entanto, que no contexto da instabilidade nos mercados financeiros internacionais e, particularmente, de níveis de taxas de juro bastante reduzidos, a componente de taxa fixa assumiu uma elevada importância no total das emissões efectuadas em 2008 e 2009 (Quadro 4.3.1). Nos primeiros seis meses de 2009, a emissão (líquida de reembolsos) de títulos de dívida voltou assim a ser a principal fonte de financiamento da expansão da actividade dos bancos portugueses, não tendo estado associada, neste período, ao aumento do saldo relativo a operações de titularização de créditos (Gráfico 4.3.5).

Gráfico 4.3.4

EMISSIONES BRUTAS DE OBRIGACOES DE BANCOS PORTUGUESES POR MATURIDADE ORIGINAL

Em Portugal e no exterior

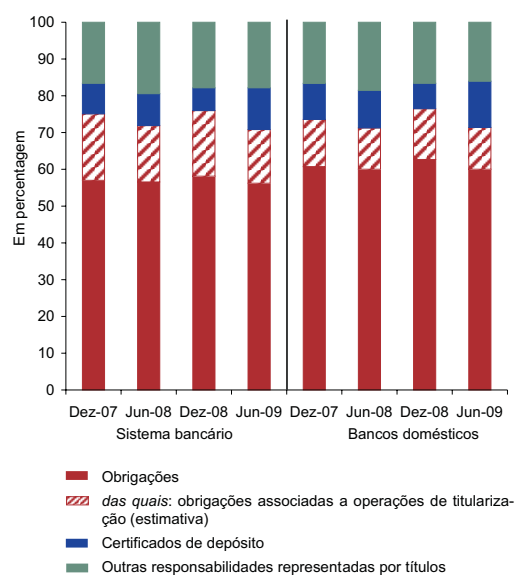


Fontes: Bloomberg, Dealogic Bondware e Thomson Reuters.
Nota: Inclui emissões de sucursais e filiais de bancos portugueses no exterior.

Gráfico 4.3.5

ESTRUTURA DAS RESPONSABILIDADES REPRESENTADAS POR TITULOS

Em base consolidada



Fonte: Banco de Portugal.

Quadro 4.3.1

EMISSIONES DE OBRIGACOES DOS GRUPOS BANCARIOS PORTUGUESES

Estrutura por tipo de taxa; em percentagem do total

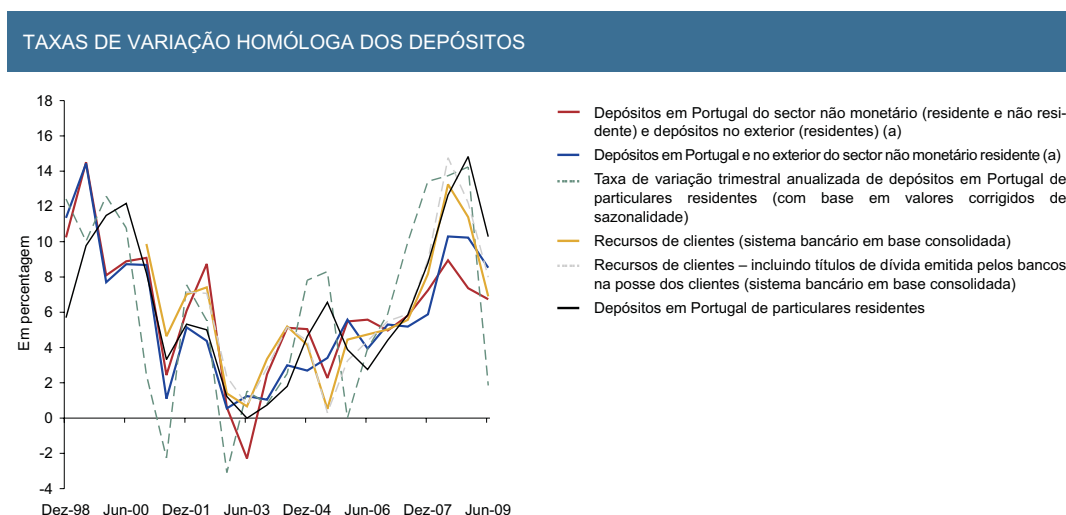
	2004	2005	2006	2007	2008	2009 (*)	Posição no final de Setembro de 2009
Taxa variável	87.8	98.1	82.7	75.9	49.7	23.6	61.6
Taxa fixa e outros	12.2	1.9	17.3	24.1	50.3	76.4	38.4

Fontes: Bloomberg, Dealogic Bondware e Thomson Reuters.
Nota: * Inclui observações até ao final de Setembro.

(44) Até ao final de Setembro, as obrigações hipotecárias corresponderam a pouco mais de 20 por cento das obrigações emitidas em 2009, valor que compara com cerca de 40 por cento em 2008.

Os recursos de clientes continuaram a constituir uma fonte de financiamento da expansão da actividade em base consolidada, embora tenham verificado significativo um abrandamento no decurso do primeiro semestre de 2009. Em Junho, registaram uma taxa de variação homóloga de 7 por cento, que compara com 11 por cento no final de 2008 (Gráfico 4.3.6). Quando considerados também os títulos de dívida emitidos pelos bancos e colocados junto da sua base de clientes, a variação no final do primeiro semestre foi de 8 por cento (menos 4 p.p. face ao final de 2008). O abrandamento verificado nos recursos de clientes foi mais significativo no subconjunto dos bancos domésticos. Recorde-se

Gráfico 4.3.6



Fonte: Banco de Portugal (Estatísticas Monetárias e Financeiras; Posição de Investimento Internacional; sistema bancário em base consolidada).

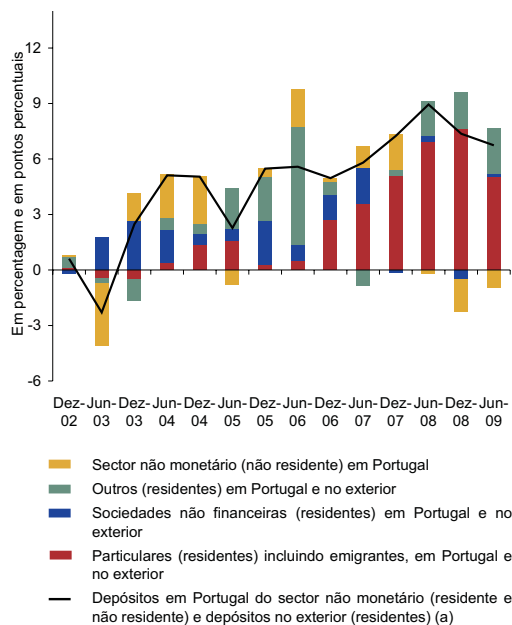
Nota: (a) Excluindo passivos por contrapartida de operações de titularização não desreconhecidas do balanço, registados sob a forma de depósitos (e equiparados) de OIFAF.

que no contexto da instabilidade nos mercados financeiros, e das conseqüentes dificuldades em obter financiamento nos mercados internacionais de dívida por grosso, os bancos adoptaram estratégias mais competitivas de captação de depósitos de clientes, traduzidas numa maior aproximação da sua remuneração às taxas de juro do mercado monetário. A desaceleração dos depósitos bancários no primeiro semestre de 2009 esteve em grande medida associada ao menor crescimento dos depósitos de particulares residentes, em particular dos depósitos com prazo acordado (Gráficos 4.3.7 e 4.3.8). Saliente-se, no entanto, que no contexto deste abrandamento se verificou uma significativa aceleração dos depósitos com prazo superior a 2 anos, o que constitui um desenvolvimento favorável em termos de liquidez, dada a maior estabilidade destes recursos assim obtidos por via deste instrumento (característica partilhada com os títulos de dívida, parte dos quais foram colocados junto da base de clientes). A evolução dos recursos de clientes deverá ser analisada à luz dos desenvolvimentos ao nível da carteira global de aplicações financeiras dos particulares. No primeiro semestre de 2009, o fluxo líquido destas aplicações traduziu essencialmente aplicações em títulos de dívida e em seguros de vida e fundos de pensões, tendo os depósitos registado um aumento limitado. De entre as aquisições líquidas de títulos de dívida destacaram-se as de títulos emitidos por instituições financeiras monetárias (que representaram mais de 90 por cento das aplicações líquidas de particulares em títulos de dívida). Este desenvolvimento estará a reflectir sobretudo a maior aversão ao risco dos aforradores, comparativamente ao período anterior ao Verão de 2007⁴⁵. A informação disponível sugere que a partir do segundo trimestre se possa estar a verificar alguma diminuição da aversão ao risco, observando-se subscrições líquidas positivas de unidades de participação em fundos de investimento, nomeadamente fundos de tesouraria e de mercado monetário (Gráfico 4.3.9).

(45) A este respeito, ver "Secção 3 Situação financeira do sector privado não financeiro".

Gráfico 4.3.7

DEPÓSITOS DO SECTOR NÃO MONETÁRIO
Taxa de variação homóloga e respectivos contributos

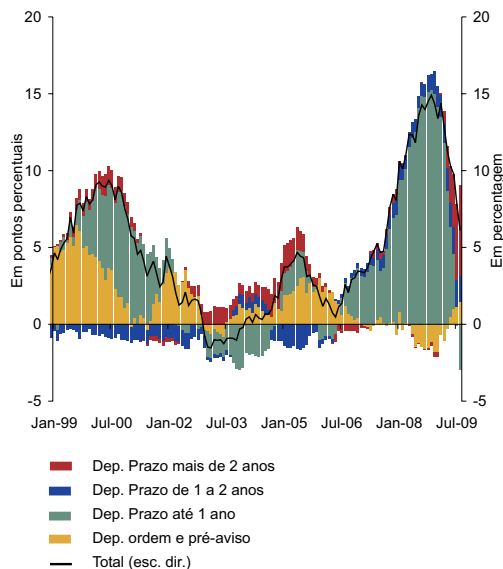


Fonte: Banco de Portugal (Estatísticas Monetárias e Financeiras; Posição de Investimento Internacional).

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

Gráfico 4.3.8

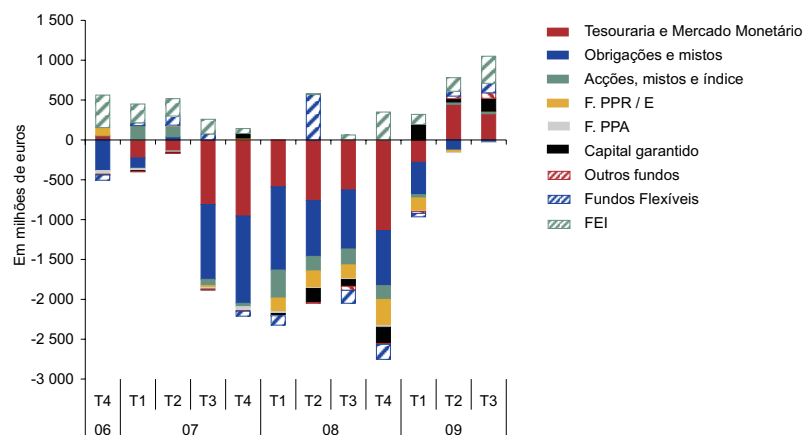
DEPÓSITOS DE PARTICULARES RESIDENTES E DE EMIGRANTES NO SISTEMA BANCÁRIO PORTUGUÊS
Taxa de variação homóloga e respectivos contributos



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 4.3.9

SUBSCRIÇÕES LÍQUIDAS EM FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO E MERCADO MONETÁRIO



Fonte: APFIPP.

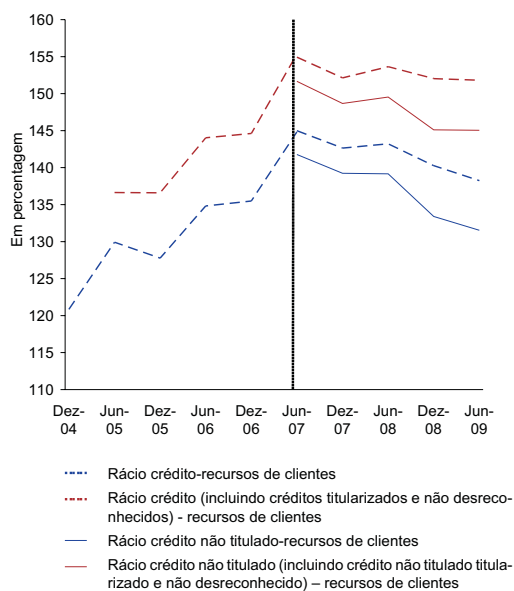
Nota: Exclui Agrupamento de fundos e Fundos de fundos mas inclui investimentos em outros fundos nacionais.

No primeiro semestre de 2009, o abrandamento dos recursos de clientes (incluindo títulos de dívida emitidos por bancos e colocados junto de clientes) coexistiu com a diminuição da taxa de variação do crédito a clientes (dados em base consolidada). Da evolução conjunta destes agregados resultou globalmente a manutenção da tendência (observada desde meados de 2007) de redução dos rácios entre crédito e recursos de clientes (Gráficos 4.3.10 e 4.3.11). Esta conclusão mantém-se válida mesmo considerando o agregado de crédito que inclui os créditos titulados, agregado que, conforme já referido, foi afectado por reclassificações contabilísticas na carteira de títulos de dívida efectuadas por grupos bancários domésticos. Esta evolução do rácio foi mais evidente para o conjunto das instituições não domésticas, que mantiveram, no seu conjunto, uma taxa de variação do crédito inferior e, simultaneamente, um maior crescimento da captação de recursos de clientes do que as domésticas. Ainda assim, mantém rácios entre crédito e recursos de clientes significativamente superiores aos das instituições domésticas⁴⁶.

Dados os desenvolvimentos favoráveis observados nos mercados internacionais de dívida por grosso e a manutenção do crescimento dos recursos de clientes, verificou-se uma inflexão na trajectória da posição líquida face aos bancos centrais do sistema bancário português, nomeadamente das instituições domésticas, relativamente ao verificado nos dois semestres precedentes (Quadro 4.3.2). De Janeiro a Maio, o saldo das operações de crédito (junto do BCE) manteve-se relativamente estável, num nível claramente inferior ao verificado no final de 2008 (contrastando com o observado na área do euro, em que a diminuição observada foi muito ligeira) (Gráficos 4.3.12 e 4.3.13). Em Junho, verificou-se um aumento significativo quer dos recursos obtidos (para um nível só ligeiramente inferior ao de Dezembro de 2008) quer das aplicações em bancos centrais. Note-se, no entanto, que apesar

Gráfico 4.3.10

RÁCIOS ENTRE CRÉDITO E RECURSOS DE CLIENTES ^(a)
Sistema bancário

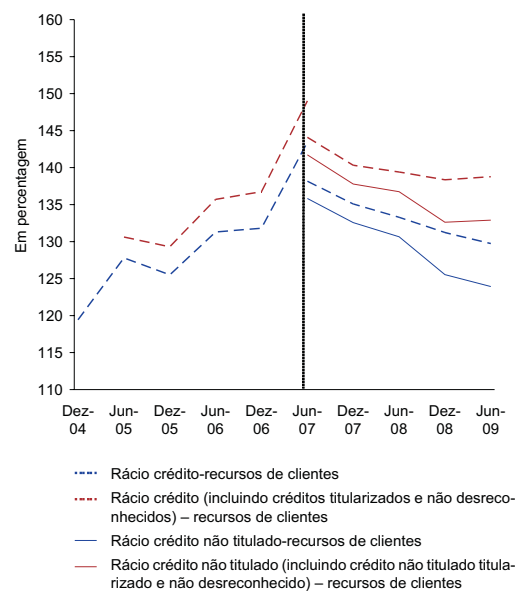


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (a) O conceito de recursos de clientes inclui os títulos de dívida emitidos pelos bancos e colocados junto de clientes. A quebra de série em 2007 corresponde a um alargamento do conjunto de instituições em análise.

Gráfico 4.3.11

RÁCIOS ENTRE CRÉDITO E RECURSOS DE CLIENTES ^(a)
Bancos domésticos



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (a) O conceito de recursos de clientes inclui os títulos de dívida emitidos pelos bancos e colocados junto de clientes. A quebra de série em 2007 corresponde a um alargamento do conjunto de instituições em análise.

(46) Ver "Secção 4.1 Actividade, exposição internacional e rentabilidade".

Quadro 4.3.2

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

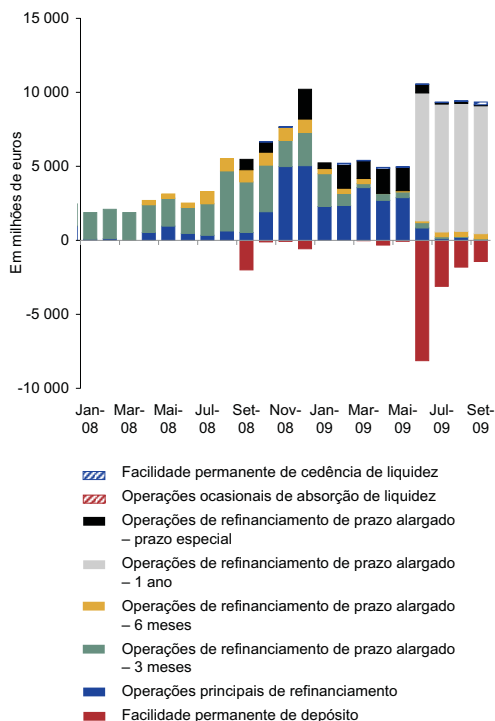
Em milhões de euros

Sistema bancário	Jun-07	Dez-07	Jun-08	Dez-08	Jun-09
Recursos (líq.) de instituições de crédito	25 369	25 739	31 214	44 370	34 351
dos quais face a bancos centrais	-4 114	-6 931	-1 441	3 686	-4 798
Caixa, disponibilidades e aplicações em bancos centrais	6 483	12 662	8 339	10 722	17 844
Disponibilidades e aplicações em outras instituições de crédito	43 326	39 692	42 074	33 620	34 255
no país	7 461	8 539	8 676	11 922	11 041
no estrangeiro	35 865	31 153	33 398	21 698	23 214
sede e sucursais da própria instituição	2 649	3 216	1 622	1 033	911
Recursos de bancos centrais	2 369	5 731	6 898	14 407	13 046
Recursos de outras instituições de crédito	72 809	72 362	74 729	74 305	73 405
no país	6 444	7 672	7 096	10 195	7 776
no estrangeiro	66 365	64 690	67 632	64 110	65 628
sede e sucursais da própria instituição	11 989	12 586	14 317	15 630	14 649
Bancos domésticos	Jun-07	Dez-07	Jun-08	Dez-08	Jun-09
Recursos (líq.) de instituições de crédito	5 917	1 654	1 559	10 763	2 362
Dos quais face a bancos centrais	-2 583	-8 099	-1 504	2 367	-6 265
Caixa, disponibilidades e aplicações em bancos centrais	4 850	11 601	7 142	9 180	16 467
Disponibilidades e aplicações em outras instituições de crédito	30 720	26 027	30 147	23 446	23 216
no país	5 452	6 112	6 190	9 282	8 711
no estrangeiro	25 268	19 915	23 957	14 164	14 505
sede e sucursais da própria instituição	1	1	0	0	0
Recursos de bancos centrais	2 268	3 502	5 638	11 547	10 202
Recursos de outras instituições de crédito	39 220	35 780	33 211	31 841	31 843
no país	4 613	5 483	5 112	7 898	5 606
no estrangeiro	34 607	30 297	28 098	23 943	26 237
sede e sucursais da própria instituição	0	0	0	0	0

Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 4.3.12

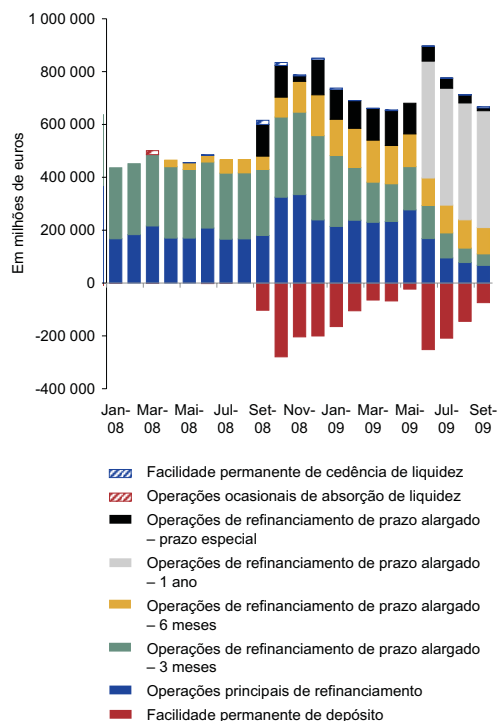
SALDO DAS OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA DOS BANCOS PORTUGUESES



Fontes: BCE e Banco de Portugal.

Gráfico 4.3.13

SALDO DAS OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA DO EUROSISTEMA



Fonte: BCE.

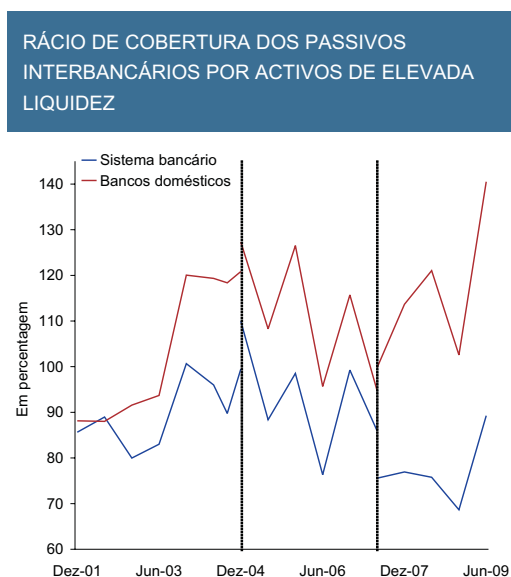
desta quase estabilidade no montante dos recursos obtidos junto de bancos centrais (quando comparado o final do semestre com o final do ano precedente), se verificou um significativo aumento da sua maturidade e uma clara redução na incerteza associada à sua obtenção e posterior renovação. Este facto resultou das alterações introduzidas pelo Conselho do BCE no seu quadro operacional da política monetária, no contexto da presente crise financeira. Entre as alterações mais importantes introduzidas pelo Conselho do BCE são de destacar o alargamento do conjunto de activos elegíveis como garantia nas operações de cedência de liquidez, a adopção da taxa fixa nas operações de cedência de liquidez, a satisfação integral da procura a essa taxa e, já em 2009, o alargamento considerável do prazo das operações de cedência de liquidez (até um ano), num conjunto pré-anunciado de operações, e o início de um programa de aquisição de *covered bonds*⁴⁷. A participação dos bancos portugueses nas operações de cedência de liquidez com prazo de um ano, com destaque para a que teve lugar no final de Junho de 2009, deve ser avaliada à luz da aversão ao risco que ainda subsistia e da ausência de expectativas de reduções adicionais das taxas de juro do BCE⁴⁸. Neste contexto, assistiu-se em Junho a um aumento substancial das aplicações em bancos centrais, que entretanto se têm vindo a reduzir, à semelhança do observado, em menor medida, no saldo das operações de crédito, dado o vencimento de operações com prazos mais curtos.

(47) O programa de aquisição de *covered bond*, no montante total de 60 mil milhões de euros, é implementado ao longo de um período de um ano, desde o passado dia 6 de Julho

(48) Na segunda operação do género, conduzida no final de Setembro, foram cedidos 75,2 mil milhões de euros junto de contrapartes do Eurosistema. O montante desta operação foi bastante inferior ao da primeira (quando foram colocados 442,2 mil milhões de euros) tendo mesmo sido ligeiramente inferior ao esperado pelos participantes no mercado, o que alguns interpretaram como sinalizando alguma "normalização" das condições dos mercados monetários. Nesta segunda operação as contrapartes residentes em Portugal obtiveram 2210 milhões de euros (após 8645 milhões de euros na operação de Junho).

Esta evolução da posição líquida face a bancos centrais traduziu-se num aumento da cobertura de passivos interbancários por activos com elevada liquidez, conceito que engloba os activos interbancários e os títulos de dívida elegíveis como garantia em operações de política monetária (Gráfico 4.3.14). Embora em menor grau, essa cobertura continuou a beneficiar do reforço da carteira de activos elegíveis como garantia em operações de política monetária do Eurosistema⁴⁹. Em 2008, em linha com o observado para outros bancos da área do euro, este reforço resultou, em parte, do aumento dos activos elegíveis sob a forma de empréstimos bancários (*credit claims*), com obrigações hipotecárias e, sobretudo, com títulos resultantes de operações de titularização. Apesar de, por regra, os bancos não poderem submeter como colateral activos emitidos ou garantidos pelos próprios, nem por qualquer outra entidade com a qual tenham “relações estreitas”, é permitida a utilização de títulos originados em operações de titularização da própria instituição desde que exista uma cedência efectiva e incondicional aos veículos de titularização envolvidos dos activos subjacentes a estas operações, ou seja, na medida em que estes activos constituam um património autónomo⁵⁰. Deste modo, a realização de operações de titularização tem tido associada a aquisição, pelos bancos cedentes, dos

Gráfico 4.3.14



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.

(49) 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 política monetária 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. Adicionalmente, a partir do início de 2007, passaram a ser elegíveis como colateral em operações de política monetária 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 (ECAf)*.

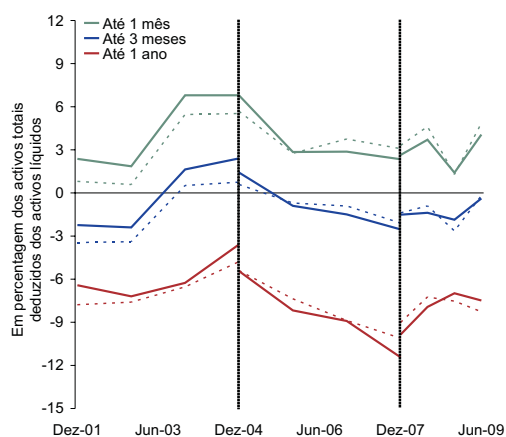
(50) Conforme definido no documento “A execução da política monetária na área do euro: Documentação geral sobre os instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema”, “relação estreita” significa uma situação em que a contraparte esteja ligada a um emitente/devedor/garante de activos elegíveis pelo facto de: i) a contraparte deter directa ou indirectamente, através de uma ou mais outras empresas, 20 por cento ou mais do capital do emitente/devedor/garante; ou ii) o emitente/devedor/garante deter directa ou indirectamente, através de uma ou mais outras empresas, 20 por cento ou mais do capital da contraparte; ou iii) um terceiro deter mais de 20 por cento do capital da contraparte e mais de 20 por cento do capital do emitente/devedor/garante, quer directa quer indirectamente, através de uma ou mais empresas. Porém, no tocante aos ABS (*asset-backed securities*), a verificação das condições de “relação estreita” difere desta regra geral, devido à aplicação do critério da cedência efectiva e incondicional, estando antes focada em dois tópicos específicos, cobertura cambial (*currency hedge*) e prestação de apoio de liquidez ao emissor do ABS no valor de 20 por cento ou mais (*liquidity support provider*).

títulos emitidos pelos veículos envolvidos nestas operações, possibilitando-lhes, em particular no actual quadro operacional da política monetária, uma garantia de acesso seguro a fundos por períodos alargados.

O aumento dos activos interbancários e dos activos elegíveis como colateral para operações de política monetária foram determinantes na melhoria dos *gaps* de liquidez para horizontes temporais até 3 meses durante o primeiro semestre de 2009 (Gráficos 4.3.15, 4.3.16 e 4.3.17). A melhoria observada

Gráfico 4.3.15

GAPS DE LIQUIDEZ EM ESCALAS CUMULATIVAS DE MATURIDADE



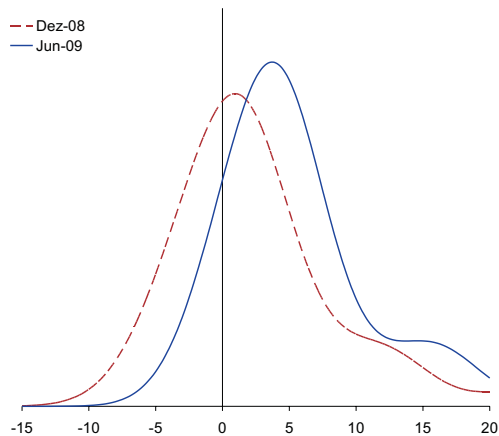
Fonte: Banco de Portugal.

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. O cálculo deste indicador tem por base a Instrução n.º 1/2000, à qual estão sujeitas apenas as instituições financeiras que captam depósitos. 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.

para o horizonte de um mês foi particularmente evidente, passando a situação de *gap* positivo a ser partilhada pelos principais grupos bancários domésticos. Para o horizonte de um ano, a evolução foi a oposta, *i.e.*, o *gap* tornou-se mais negativo, reflectindo no essencial o avolumar dos títulos de dívida vincenda nesse horizonte (Gráficos 4.3.18 e 4.3.19). Esta situação assume particular importância para a generalidade dos grandes grupos bancários domésticos, embora se deva notar que a situação compara favoravelmente com o registado no final de 2007 e tenderá a ser temporária, ou seja, passível de ser revertida no contexto da manutenção da evolução favorável dos mercados internacionais de financiamento por grosso, em linha com o observado desde o primeiro trimestre do ano, que permitirá a continuação do alongamento do prazo médio do *stock* de dívida titulada (Gráfico 4.3.20).

Gráfico 4.3.16

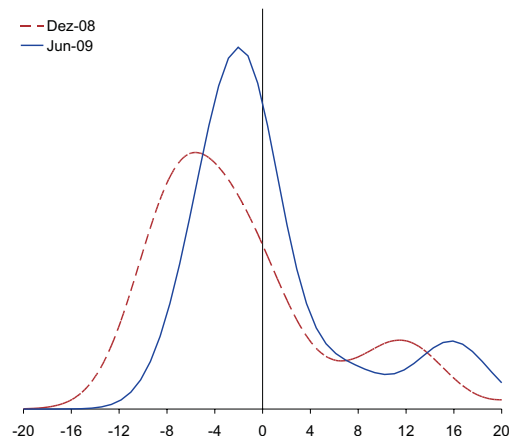
GAP DE LIQUIDEZ CONSIDERANDO MATURIDADES ATÉ 1 MÊS DAS INSTITUIÇÕES DOMÉSTICAS
Distribuição empírica



Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Distribuição empírica obtida recorrendo a métodos não paramétricos, nomeadamente a um *kernel* gaussiano que pondera as instituições pelo seu activo.

Gráfico 4.3.17

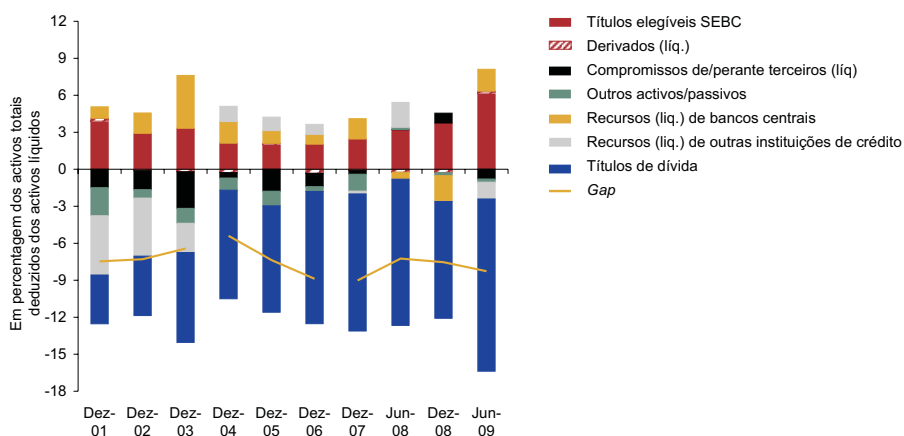
GAP DE LIQUIDEZ CONSIDERANDO MATURIDADES ATÉ 3 MESES DAS INSTITUIÇÕES DOMÉSTICAS
Distribuição empírica



Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Distribuição empírica obtida recorrendo a métodos não paramétricos, nomeadamente a um *Kernel* gaussiano que pondera as instituições pelo seu activo.

Gráfico 4.3.18

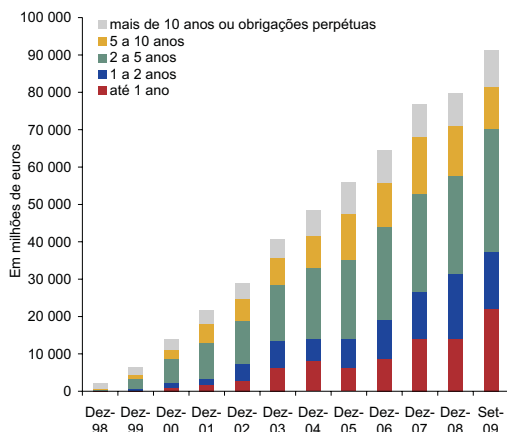
GAP DE LIQUIDEZ DAS INSTITUIÇÕES DOMÉSTICAS PARA O HORIZONTE ATÉ 1 ANO
Principais contributos



Fonte: Banco de Portugal.
Nota: 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. Por sua vez, existe uma quebra de série em 2007 que corresponde a um alargamento do conjunto de instituições em análise.

Gráfico 4.3.19

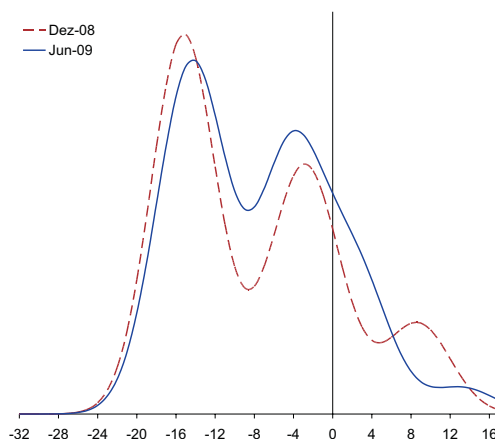
SALDO VIVO DAS OBRIGAÇÕES EMITIDAS POR BANCOS PORTUGUESES POR MATURIDADE RESIDUAL
Em Portugal e no exterior



Fontes: Bloomberg, Dealogic Bondware e Thomson Reuters.
Nota: Inclui emissões de sucursais e filiais de bancos portugueses no exterior.

Gráfico 4.3.20

GAP DE LIQUIDEZ CONSIDERANDO MATURIDADES ATÉ 1 ANO DAS INSTITUIÇÕES DOMÉSTICAS
Distribuição empírica



Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Distribuição empírica obtida recorrendo a métodos não paramétricos, nomeadamente a um kernel gaussiano que pondera as instituições pelo seu activo.

4.4. Risco de crédito

Num contexto de abrandamento severo da actividade económica e aumento do desemprego, com repercussões sobre a situação financeira das famílias e das empresas, observou-se nos primeiros três trimestres de 2009 uma intensificação da materialização do risco de crédito. Tal ocorreu não obstante as medidas de política monetária e governamentais de apoio às famílias e empresas, com destaque para a forte descida das taxas de juro, que permitiram atenuar o impacto da quebra da actividade económica sobre os níveis de incumprimento. Os indicadores de incumprimento apresentam actualmente valores substancialmente superiores aos registados na recessão de 2003, com excepção dos empréstimos a particulares para aquisição de habitação, cujo aumento do incumprimento tem sido mais moderado (Quadro 4.4.1 e Gráfico 4.4.1). O acréscimo do incumprimento foi observado quer no conjunto dos cinco maiores grupos bancários quer pelas restantes instituições financeiras. No entanto, estas últimas registaram um aumento mais acentuado, o que pode ser parcialmente explicado pela diferente composição das carteiras de crédito, já que os vários segmentos de crédito têm associados diferentes níveis de incumprimento (Gráfico 4.4.2). O aumento observado nos indicadores de incumprimento foi reflectido na demonstração de resultados dos bancos por via de um aumento das provisões específicas para crédito vencido e de cobrança duvidosa, bem como dos valores das dotações para imparidades (Quadro 4.4.1). Este aumento das perdas na carteira de crédito condicionou a rentabilidade do sistema bancário (ver “Secção 4.1 *Actividade, exposição internacional e rentabilidade*”).

O acréscimo de incumprimento ocorreu num contexto de desaceleração acentuada do crédito (Quadro 4.4.1). A actividade creditícia internacional dos bancos portugueses continuou a expandir-se a um ritmo superior à actividade doméstica, embora evidenciando também uma trajectória de abrandamento. No que concerne à actividade doméstica, destaca-se a desaceleração dos empréstimos às sociedades não financeiras e aos particulares para consumo e outros fins depois de um crescimento relativamente elevado em 2008, por comparação com os empréstimos a particulares para aquisição

Quadro 4.4.1

PRINCIPAIS INDICADORES

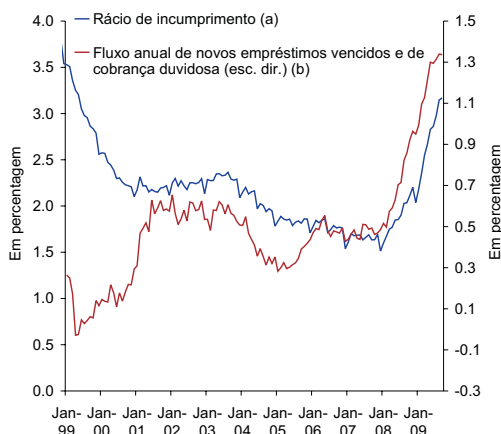
Em percentagem

	Dez 2003	Dez 2004	Dez 2005	Dez 2006	Dez 2007	Dez 2008	Jun 2009	Último mês: Set 2009
Rádios de incumprimento na carteira de crédito/empréstimos ^(a)								
Crédito, reporte em base consolidada ^(b)	2.4	1.8	1.7	1.5	1.7	2.2	3.0	n.d.
Crédito, reporte em base individual (conceito prudencial de incumprimento) ^{(c), (d)}	-	1.6	1.4	1.2	1.4	1.7	2.5	n.d.
Empréstimos ao sector privado não financeiro residente (Estatísticas Monetárias e Financeiras)	2.1	1.8	1.7	1.5	1.5	2.0	2.9	3.2
Particulares	2.0	1.8	1.7	1.5	1.6	1.9	2.4	2.5
Habitação	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1	1.3	1.5	1.5
Consumo e outros fins	4.6	4.2	3.7	3.7	3.6	4.7	6.3	6.9
Sociedades não financeiras	2.1	1.7	1.7	1.5	1.4	2.2	3.5	4.0
Fluxo anual de novos empréstimos vencidos e outros de cobrança duvidosa (Estatísticas Monetárias e Financeiras) ^(e)								
Sector privado não financeiro residente	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.9	1.3	1.3
Particulares	0.5	0.2	0.3	0.4	0.4	0.7	0.8	0.7
Habitação ^(f)	0.4	0.0	0.0	0.0	0.2	0.3	0.3	0.3
Consumo e outros fins ^(f)	0.9	1.0	1.1	1.4	1.3	2.4	2.8	2.6
Sociedades não financeiras	0.5	0.5	0.6	0.5	0.6	1.3	2.0	2.1
Provisões para crédito vencido e outro de cobrança duvidosa (base individual) ^(c)								
Em percentagem do crédito	-	1.1	1.2	1.0	1.1	1.2	2.0	n.d.
Em percentagem do crédito com incumprimento (conceito prudencial de incumprimento) ^(d)	-	72	83	83	77	73	80	n.d.
Dotação de imparidade (base consolidada) ^(b)								
Em percentagem do crédito	-	1.7	2.5	2.3	2.3	2.9	3.4	n.d.
Em percentagem do crédito vencido	-	94	148	153	134	134	110	n.d.
Taxas de variação homóloga								
Crédito, base consolidada ^{(b), (c)}	3.1	3.5	10.7	11.0	14.6	12.1	6.7	n.d.
Empréstimos ao sector privado não financeiro residente (Estatísticas Monetárias e Financeiras)	6.4	6.1	7.7	8.7	9.9	7.1	3.6	2.8
Particulares	9.6	9.2	9.8	9.9	9.0	4.6	2.2	2.1
Habitação	11.8	10.5	11.1	9.9	8.5	4.3	2.5	2.4
Consumo e outros fins	2.4	4.4	4.5	10.1	11.3	6.2	1.3	0.9
Sociedades não financeiras	2.7	2.5	5.0	7.1	11.2	10.5	5.4	3.7

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: (a) Definido como crédito em incumprimento em percentagem do saldo de crédito/empréstimos, ajustados de titularização. O crédito em incumprimento compreende o crédito e juros vencidos há mais de 30 dias e o crédito de cobrança duvidosa, que respeita às prestações futuras de um crédito quando houver dúvidas quanto à sua cobrança, tal como se encontra estabelecido 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/serv/sibap/sibap_p.htm. (b) Valores de crédito reportados em base consolidada pelo agregado do sistema bancário português, incluindo o crédito concedido a residentes e a não residentes bem como os créditos concedidos pelas filiais estrangeiras dos bancos portugueses. As titularizações desreconhecidas não foram consideradas. Quebras de série em 2004 e 2007. Para informação adicional consultar o *Relatório de Estabilidade Financeira 2008*. (c) Valores de crédito a residentes reportados em base individual pelas outras instituições financeiras monetárias (bancos, caixas económicas e caixas de crédito agrícola mútuo) e outros intermediários financeiros. As titularizações desreconhecidas não foram consideradas. (d) Crédito com incumprimento definido com base no conceito prudencial compreende o crédito e juros vencidos há mais de 90 dias e o crédito de cobrança duvidosa, tal como definido em (a). (e) A estimativa do fluxo anual de novos empréstimos vencidos e outros de cobrança duvidosa é apresentada em percentagem dos empréstimos, corrigidos de titularização, sendo calculada ajustando a variação do saldo de empréstimos vencidos e outros de cobrança duvidosa dos abatimentos ao activo, das reclassificações e, a partir de Dezembro de 2005, das vendas para fora do sistema bancário de créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa não abatidos ao activo, reportados em base trimestral conforme a Instrução nº2/2007 do Banco de Portugal e com informação disponível apenas até Junho de 2009. (f) As vendas para fora do sistema bancário de créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa não abatidos ao activo não foram consideradas.

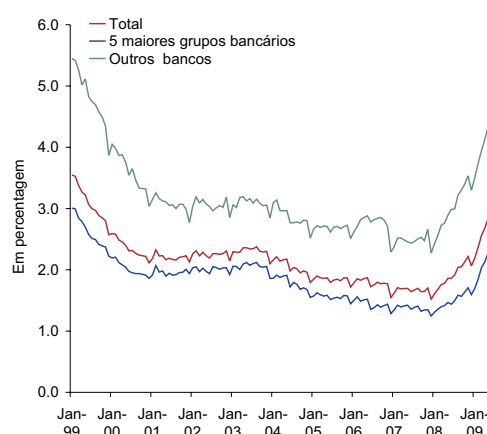
Gráfico 4.4.1

INCUMPRIMENTO NOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS AO SECTOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO RESIDENTE


Fonte: Banco de Portugal.

Notas: (a) Definido como crédito em incumprimento (empréstimos vencidos e outros de cobrança duvidosa) em percentagem do saldo dos empréstimos ajustados de titularização. (b) A estimativa do fluxo anual de novos empréstimos vencidos e outros de cobrança duvidosa é apresentada em percentagem dos empréstimos, corrigidos de titularização, sendo calculada ajustando a variação do saldo de empréstimos vencidos e outros de cobrança duvidosa dos abatimentos ao activo, das reclassificações e, a partir de Dezembro de 2005 e até Junho de 2009, das vendas para fora do sistema bancário de créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa não abatidos ao activo, reportados em base trimestral conforme a Instrução nº2/2007 do Banco de Portugal. Último valor: Setembro de 2009.

Gráfico 4.4.2

INCUMPRIMENTO NOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS AO SECTOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO RESIDENTE


Fonte: Banco de Portugal.

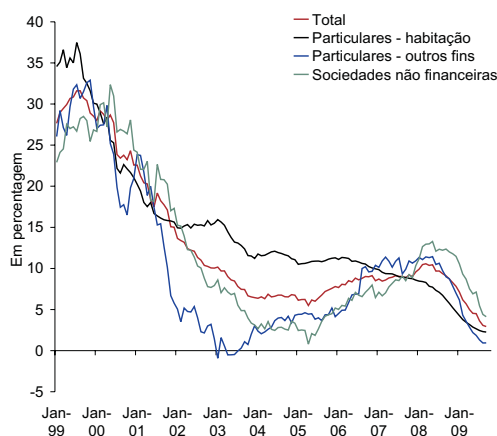
Nota: Rácio definido como crédito em incumprimento (empréstimos vencidos e outros de cobrança duvidosa) em percentagem do saldo dos empréstimos ajustados de titularização. Último valor: Junho de 2009.

de habitação (Gráfico 4.4.3). É também de referir a heterogeneidade no crescimento dos empréstimos concedidos pelos maiores grupos bancários, reflectindo alguma diferenciação das estratégias assumidas num contexto de instabilidade e incerteza nos mercados financeiros internacionais (Gráfico 4.4.4). De um modo geral, o abrandamento dos empréstimos concedidos a residentes verificou-se num contexto de maior restritividade na concessão de crédito, reportada pelos bancos desde o início da turbulência nos mercados financeiros, não obstante o aumento da restritividade tenha sido gradualmente menos marcado ao longo de 2009. No que diz respeito à procura de crédito por parte das sociedades não financeiras, a evidência disponível aponta para uma redução, estando associada às perspectivas de queda de procura, com o conseqüente adiamento de decisões de investimento. De facto, a procura de crédito esteve sobretudo associada a necessidades de reestruturação de dívida, dada a insuficiente geração interna de fundos. Deve referir-se que o elevado nível de endividamento das sociedades não financeiras, com destaque para o sector da construção e das actividades imobiliárias, acentuou a respectiva vulnerabilidade face ao ciclo económico. O aumento do desemprego associado à quebra da actividade económica contribuiu para um aumento da pressão sobre a situação financeira das famílias, com conseqüências sobre a respectiva procura de crédito. Não obstante a incerteza prevalecente quanto à evolução macroeconómica no futuro próximo, em particular no que se refere ao grau de sustentação da recuperação económica, é de registar um aumento progressivo dos níveis de confiança dos consumidores e dos empresários no decurso de 2009.

Em termos estruturais assume particular relevância a manutenção de uma elevada exposição dos bancos ao sector imobiliário, via empréstimos para aquisição de habitação e empréstimos a sociedades não financeiras nos sectores da construção e actividades imobiliárias, e a concentração do crédito às sociedades não financeiras em exposições de montante elevado. Relativamente ao incumprimento destes segmentos, registou-se um acréscimo substancial nos níveis de incumprimen-

Gráfico 4.4.3

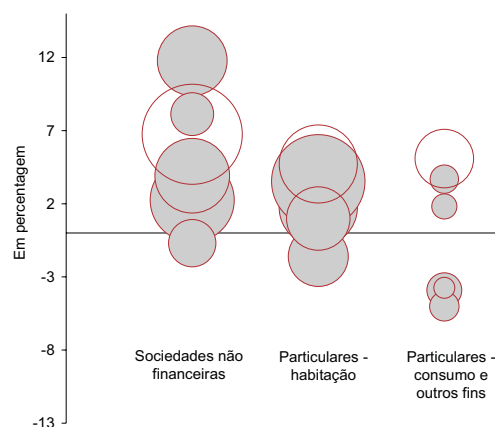
TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL DOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS AO SECTOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO RESIDENTE
Decomposição por segmento



Fonte: Banco de Portugal.
Notas: A taxa de variação anual é 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 corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao activo e de reavaliações cambiais e de preço. Último valor: Setembro de 2009.

Gráfico 4.4.4

TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL DOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS AO SECTOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO RESIDENTE
Decomposição por grupo bancário



Fonte: Banco de Portugal.
Notas: Taxas de variação anual dos empréstimos concedidos pelos cinco maiores grupos bancários e pelo conjunto das restantes instituições. A área dos círculos corresponde ao montante dos empréstimos concedidos em cada segmento por cada grupo bancário em percentagem do total dos empréstimos ao sector privado não financeiro. O conjunto das restantes instituições está identificado apenas por uma circunferência. Valores para Junho de 2009.

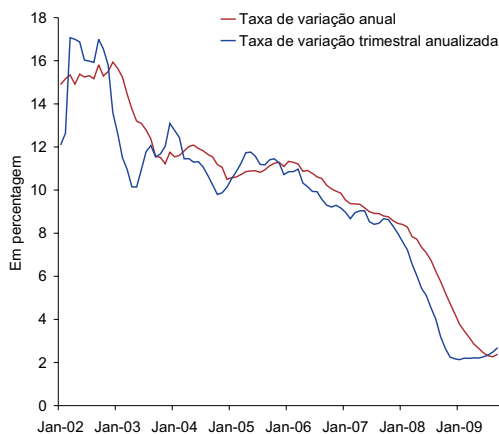
to dos empréstimos às sociedades não financeiras no sector da construção e das actividades imobiliárias, sendo que no caso dos empréstimos a particulares para aquisição de habitação o acréscimo foi muito moderado. Por sua vez, as exposições de montante mais elevado na carteira de empréstimos às sociedades não financeiras embora evidenciando aumentos de incumprimento continuam a apresentar níveis inferiores aos registados no conjunto da carteira.

Exposição ao sector dos particulares e respectivo incumprimento

Os empréstimos concedidos a particulares registaram durante os três primeiros trimestres de 2009 uma desaceleração acentuada, registando-se em Setembro uma taxa de variação homóloga de cerca de 2.1 por cento. Desta forma, os empréstimos a particulares continuam a apresentar uma taxa de crescimento inferior à registada pelos empréstimos às sociedades não financeiras. Relativamente aos empréstimos a particulares verifica-se um comportamento diferenciado dos empréstimos para aquisição de habitação e para consumo e outros fins, observando-se um abrandamento bastante mais acentuado destes últimos (Gráficos 4.4.5 e 4.4.6). Neste segmento é de salientar a desaceleração muito mais forte da componente de empréstimos para outros fins que contempla, entre outros, os empréstimos a empresários em nome individual e a instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias. De facto, estes empréstimos, que em Setembro de 2009 representavam cerca de 45 por cento do agregado empréstimos para consumo e outros fins, registaram taxas de crescimento negativas ao longo de 2009. As taxas de variação trimestral anualizadas para os empréstimos a particulares para aquisição de habitação e para consumo e outros fins (calculadas a partir dos dados corrigidos de sazonalidade) registavam em Setembro de 2009 níveis ligeiramente superiores aos das taxas anuais, o que pode deixar antever uma interrupção do processo de desaceleração dos empréstimos bancários concedidos a particulares nos dois segmentos considerados (Gráficos 4.4.5 e 4.4.6). De acordo com os resultados da “Caixa 2 Evolução recente e determinantes do crédito bancário ao sector privado não

Gráfico 4.4.5

EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS A PARTICULARES Para aquisição de habitação

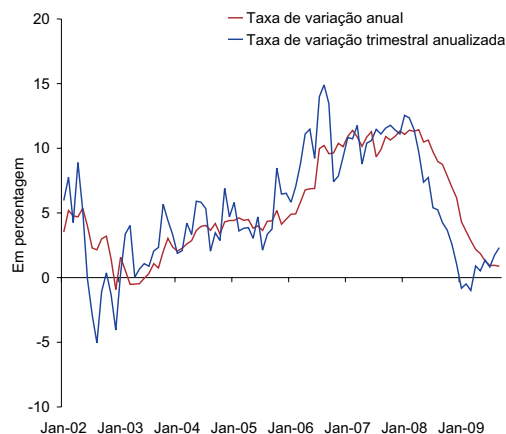


Fonte: Banco de Portugal.

Notas: A taxa de variação anual e trimestral é calculada 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. Último valor: Setembro de 2009.

Gráfico 4.4.6

EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS A PARTICULARES Para consumo e outros fins



Fonte: Banco de Portugal.

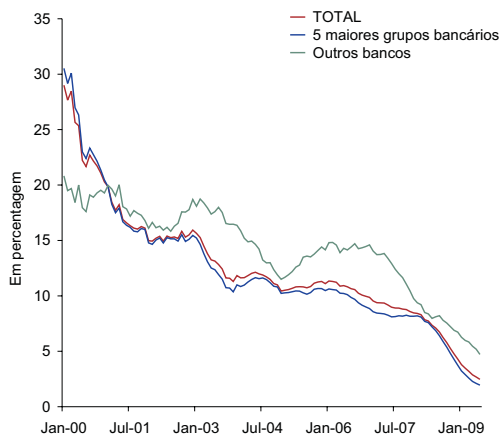
Notas: A taxa de variação anual e trimestral é calculada com base na relação entre saldos de empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de operações de titularização, e transações mensais, as quais são calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao activo e de reavaliações cambiais e de preço. A taxa de variação trimestral é ajustada de sazonalidade. Último valor: Setembro de 2009.

financeiro", deste Boletim, o crescimento dos empréstimos à habitação terá estado no decurso de 2009 em linha com os seus determinantes de longo prazo (taxas de juro e investimento em habitação). Porém, o crescimento dos empréstimos para consumo e outros fins, estará abaixo do subjacente aos seus determinantes de longo prazo (taxas de juro e consumo privado) no decurso de 2009. Esta situação contrasta com a observada no período de 2005-2008, em que o crescimento dos empréstimos a particulares, em particular para consumo e outros fins, excedeu sistematicamente o associado às determinantes consideradas.

O perfil de desaceleração dos empréstimos a particulares foi observado quer pelos cinco maiores grupos quer pelas restantes instituições financeiras, tendo, à semelhança dos anos anteriores, os cinco maiores grupos bancários apresentado taxas de crescimento inferiores e sendo a diferença maior no crédito para consumo e outros fins (Gráficos 4.4.7 e 4.4.8). Note-se, contudo, que as taxas de crescimento dos empréstimos concedidos a particulares não são uniformes entre os cinco maiores grupos bancários, registando-se uma maior disparidade nas taxas de crescimento do crédito para consumo e outros fins (Gráfico 4.4.4). O mesmo perfil é observado se forem consideradas todas as instituições financeiras (Gráfico 4.4.9). De facto, num contexto de incerteza sobre o impacto e severidade da crise, tanto no domínio financeiro como na esfera real, as políticas de concessão de crédito das diferentes instituições poderão estar condicionadas por diferentes restrições de balanço bem como por diferentes atitudes em relação ao risco. Neste contexto, as diferenças apresentadas pelos cinco maiores bancos e as restantes instituições podem estar a reflectir diferenças nos critérios de aprovação de crédito, sendo que os cinco maiores bancos poderão estar a restringir esses critérios de forma mais marcada do que os restantes. Esta análise é consistente com os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, dado que os cinco maiores grupos bancários têm vindo a reportar uma diminuição da procura de empréstimos por parte dos particulares, embora seja já evidenciada alguma estabilidade no último trimestre. Adicionalmente, desde o início da crise financeira os cinco maiores bancos reportam um aumento da restritividade dos critérios de concessão de crédito, embora com

Gráfico 4.4.7

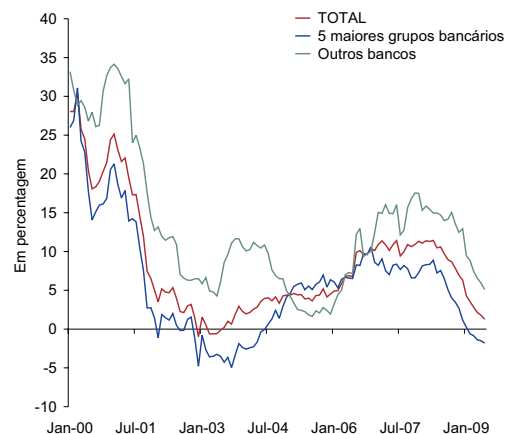
TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL DOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS A PARTICULARES
Para aquisição de habitação



Fonte: Banco de Portugal.
Notas: A taxa de variação homóloga é 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 corrigidos de reclassificações e de abatimentos ao activo. Último valor: Junho de 2009.

Gráfico 4.4.8

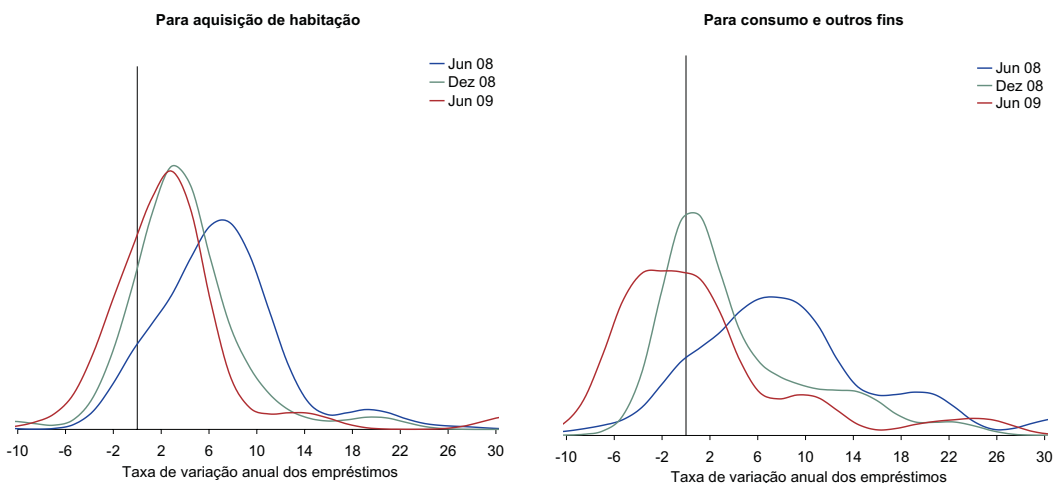
TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL DOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS A PARTICULARES
Para consumo e outros fins



Fonte: Banco de Portugal.
Notas: A taxa de variação homóloga é 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 corrigidos de reclassificações e de abatimentos ao activo. Último valor: Junho de 2009.

Gráfico 4.4.9

DISTRIBUIÇÃO EMPÍRICA DA TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL DOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS A PARTICULARES



Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Distribuição empírica obtida recorrendo a um Kernel gaussiano que pondera as instituições financeiras pelos empréstimos concedidos.

gradualmente menos intensidade ao longo de 2009⁵¹.

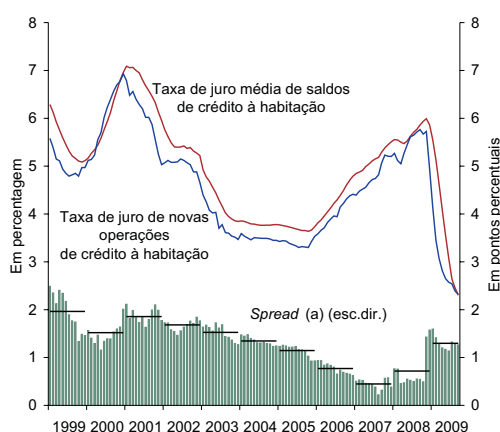
A maior restritividade dos critérios de concessão de crédito repercutiu-se, por um lado, numa diminuição do valor do montante do empréstimo face ao valor da garantia, num aumento da exigência de ga-

(51) Para mais informação consultar Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, que foi desenvolvido pelo Eurosistema e tem periodicidade trimestral, sendo conduzido em Janeiro, Abril, Maio e Outubro. Os resultados para Portugal, bem como um relatório de síntese, estão disponíveis em <http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/IBMC/Paginas/InqueritoaosBancosobreoMercadodeCredito.aspx>

rantias e num acréscimo de comissões ou outros encargos não relacionados com a taxa de juro e, por outro lado, na aplicação de *spreads* mais elevados, sobretudo nos empréstimos de maior risco e com maior intensidade nos primeiros dois trimestres. De facto, a informação disponível relativamente às taxas de juro do crédito revela um acréscimo dos *spreads* praticados quer nos empréstimos para aquisição de habitação quer, de forma bastante mais marcada, nos empréstimos para consumo e outros fins relativamente às taxas do mercado monetário (Gráficos 4.4.10 e 4.4.11). O *spread* da taxa de juro de novas operações de crédito à habitação registou em 2008 um valor médio de cerca de 0.7 pontos percentuais, que compara com cerca de 1.3 pontos percentuais em 2009, com dados até Setembro. Após um acréscimo significativo em Outubro de 2008, esta variável tem registado um ligeiro ajustamento para um nível mais reduzido. Apesar do acréscimo inicial poder ter sido reflexo dos desfasamentos na transmissão das fortes descidas das taxas de juro do BCE às taxas bancárias, nota-se uma estabilização deste diferencial em níveis claramente superiores aos observados antes do deflagrar da crise financeira no Verão de 2007. Este facto reflecte a actual conjuntura económica caracterizada por uma queda acentuada da actividade económica e conseqüente materialização do risco de crédito. Relativamente aos empréstimos para consumo, regista-se também um aumento dos *spreads* tendo, no início do ano, sido registados valores superiores aos do período recessivo de 2003. De facto, em Janeiro de 2009, o *spread* praticado em novas operações registou um valor de cerca de 8 pontos percentuais. Desde o início do ano verifica-se uma diminuição deste *spread*, registando um valor médio de 7.7 pontos percentuais considerando informação até Setembro de 2009. Assim como nos empréstimos à habitação, os valores do início do ano poderão reflectir desfasamentos na transmissão das fortes descidas das taxas de juro do BCE às taxas bancárias e do prémio de risco no mercado monetário. No decurso de 2009, as taxas de juro dos empréstimos para aquisição de habitação terão evoluído de acordo com a evolução dos seus determinantes habituais, designadamente das taxas de juro do mercado monetário, tendo em conta os desfasamentos na sua transmissão. Pelo contrário, no

Gráfico 4.4.10

TAXAS DE JURO DE EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS A PARTICULARES PARA AQUISIÇÃO DE HABITAÇÃO

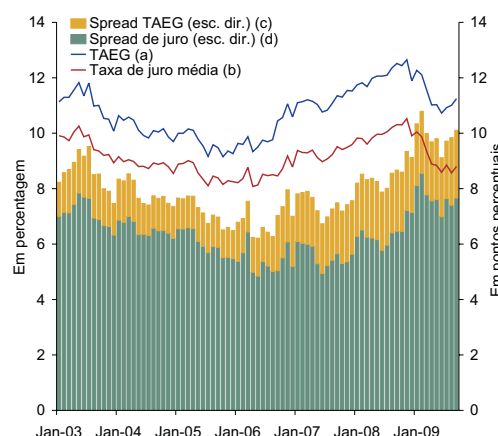


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (a) *Spread* entre a taxa de juro de novas operações e a Euribor a 6 meses. Último valor: Setembro de 2009.

Gráfico 4.4.11

TAXAS DE JURO DE NOVAS OPERAÇÕES DE EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS A PARTICULARES PARA CONSUMO



Fonte: Banco de Portugal.

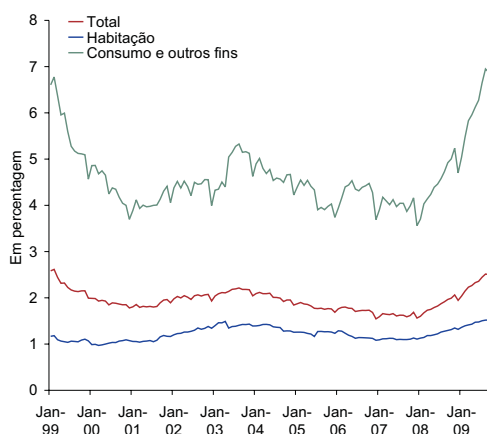
Notas: (a) TAE: Taxa anual de encargos efectiva global. (b) Taxa de juro média calculada com base nas taxas de novos empréstimos por prazo de fixação inicial da taxa, ponderadas pelos montantes de novas operações em cada prazo. (c) O *spread* TAE (barra superior) corresponde ao diferencial entre a TAE e a taxa de juro média das novas operações de empréstimos para consumo. (d) O *spread* de taxa de juro (barra inferior) foi estimado utilizando, respectivamente, a Euribor a 6 meses, a Euribor a 1 ano e a taxa de rentabilidade 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 mais de 5 anos. Último valor: Setembro de 2009.

caso das taxas de juro dos empréstimos para consumo e outros fins é visível um contributo acrescido do aumento do incumprimento e da evolução desfavorável da taxa de desemprego. A evolução destes determinantes terá contribuído para mitigar a descida das taxas de juro no mercado monetário, o que terá subjacente uma maior exigência na remuneração do risco de crédito (ver “Caixa 1 *Determinantes da transmissão recente das taxas de juro do mercado monetário às taxas de juro dos empréstimos ao sector privado não financeiro*”, deste Boletim).

A materialização do risco de crédito dos particulares encontra-se patente nos níveis de incumprimento que, desde o início de 2008, têm apresentado acréscimos substanciais (Gráficos 4.4.12 e 4.4.13). Em Setembro de 2009, o rácio de incumprimento⁵² registou um valor de 2.5 por cento, que compara com 1.9 por cento em Dezembro de 2008 e com 1.6 por cento em Dezembro de 2007. Os valores registados em 2009 ultrapassam já os do período recessivo de 2003, qualquer que seja o segmento de crédito considerado. O aumento do incumprimento foi particularmente significativo no segmento de crédito ao consumo e outros fins, sendo que em Setembro de 2009 cerca de 6.9 por cento do crédito concedido a particulares para consumo e outros fins encontrava-se em incumprimento. Este valor compara com 4.7 e 3.6 por cento para Dezembro de 2008 e Dezembro de 2007, respectivamente. Os empréstimos concedidos para aquisição de habitação, que historicamente apresentam as taxas de incumprimento mais reduzidas, também registaram um aumento do crédito em incumprimento, mantendo-se, contudo, em níveis relativamente contidos. De facto, este rácio registou em Setembro de 2009 um valor de 1.5 por cento, que compara com 1.3 e 1.1 por cento em Dezembro de 2008 e Dezembro de 2007, respectivamente. O aumento dos níveis de incumprimento é também patente nos fluxos de no-

Gráfico 4.4.12

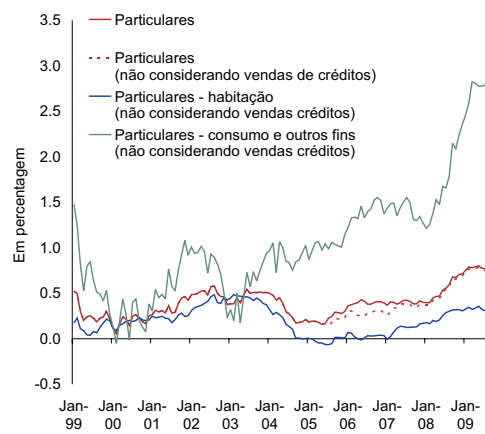
RÁCIOS DE INCUMPRIMENTO NOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS A PARTICULARES



Fonte: Banco de Portugal.
 Nota: Definido como crédito com incumprimento (empréstimos vencidos e outros de cobrança duvidosa) em percentagem do saldo dos empréstimos ajustados de titularização. Último valor: Setembro de 2009.

Gráfico 4.4.13

FLUXO ANUAL DE EMPRÉSTIMOS VENCIDOS E OUTROS DE COBRANÇA DUVIDOSA A PARTICULARES



Fonte: Banco de Portugal.
 Nota: A estimativa do fluxo anual de novos empréstimos vencidos e outros de cobrança duvidosa é apresentada em percentagem dos empréstimos, corrigidos de titularização, sendo calculada ajustando a variação do saldo de empréstimos vencidos e outros de cobrança duvidosa dos abatimentos ao activo, das reclassificações e, a partir de Dezembro de 2005 e até Junho de 2009, das vendas para fora do sistema bancário de créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa não abatidos ao activo, reportados em base trimestral conforme a Instrução nº2/2007 do Banco de Portugal. Último valor: Setembro de 2009.

(52) Na presente secção, a menos que expressamente referido, o rácio de incumprimento é definido como crédito em incumprimento em percentagem do saldo dos empréstimos ajustados de titularização. O crédito em incumprimento compreende o crédito e juros vencidos há mais de 30 dias e o crédito de cobrança duvidosa, que respeita às prestações futuras de um crédito quando houver dúvidas quanto à sua cobrança, tal como se encontra estabelecido no Aviso do Banco de Portugal nº3/95. Para mais detalhes consultar a instrução nº16/2004 e o Aviso nº3/95 em http://www.bportugal.pt/sibap/sibap_e.htm.

vos créditos vencidos⁵³, sendo que em Setembro de 2009 as novas situações de incumprimento representaram 0.7 por cento do crédito total a particulares. À semelhança do rácio de incumprimento, este indicador também apresenta valores superiores aos verificados no período recessivo de 2003, muito embora com um contributo dominante dos fluxos de novos créditos vencidos de crédito para consumo e outros fins.

O aumento do incumprimento a particulares surgiu num contexto macroeconómico desfavorável de quebra acentuada da actividade económica e aumento abrupto da taxa de desemprego. O nível actual das taxas de juro, particularmente baixo, revelou-se como um factor atenuante importante para o acréscimo do incumprimento, dado a maioria dos empréstimos a particulares destinar-se à aquisição de habitação própria e a generalidade destes empréstimos ter associada taxas de juro variáveis indexadas às taxas do mercado monetário, sendo os períodos de refixação predominantes de três e seis meses. Porém, o aumento continuado do desemprego bem como a incerteza quanto à recuperação económica poderá potenciar um aumento do incumprimento, dado o elevado endividamento das famílias. Existe, contudo, evidência sobre aspectos distributivos do endividamento que podem ser mitigantes importantes nesta dinâmica. No que respeita ao crédito para aquisição de habitação, as famílias portuguesas de menor rendimento têm uma participação muito baixa neste mercado, em comparação com as famílias de rendimento mais elevado. Além disso, o valor mediano do rácio do serviço da dívida para as famílias portuguesas é inferior ao dos países da área do euro para os quais existe informação disponível. Acresce ainda o facto das famílias jovens portuguesas, particularmente vulneráveis à conjuntura macroeconómica, apresentarem rácios do serviço da dívida associados a empréstimos para aquisição de habitação inferiores aos verificados em outros países da área do euro, o que se deve às maturidades particularmente longas destes empréstimos em Portugal. Para além das garantias reais, alguns contratos têm associados outras garantias, tais como garantias familiares para os jovens, contribuindo para diminuir adicionalmente o risco destes empréstimos. É também de referir o facto de não existir em Portugal um segmento de empréstimos hipotecários *subprime* e a evidência disponível apontar para a ausência de valorizações excessivas nos preços da habitação a nível agregado. Relativamente aos empréstimos para consumo e outros fins, que em Setembro de 2009 representavam menos de 20 por cento dos empréstimos (ajustados de titularização) a particulares e registam as taxas de incumprimento mais elevadas no passado recente, intensificou-se o acesso a este mercado por parte das famílias com níveis de rendimento intermédios e daquelas em que o representante é relativamente jovem. Porém, a maioria dos empréstimos está garantida pelos bens adquiridos com o recurso ao crédito⁵⁴. Além disso, o maior risco de crédito associado a estes empréstimos foi incorporado por parte dos bancos e reflectido em *spreads* de taxas de juro e em comissões mais elevadas.

Exposição ao sector das sociedades não financeiras e respectivo incumprimento

Os empréstimos concedidos às sociedades não financeiras registaram em Setembro de 2009 uma taxa de variação homóloga de 3.7 por cento, após taxas de crescimento de 10.5 por cento em 2008 e 11.2 por cento em 2007 (Gráfico 4.4.14). Os empréstimos concedidos pelos cinco maiores grupos bancários registaram uma desaceleração menos acentuada do que os concedidos pelas restantes instituições, contrariando o perfil evidenciado no período que se seguiu ao início da turbulência nos mercados financeiros, em que os empréstimos concedidos pelas restantes instituições financeiras

(53) A estimativa do fluxo anual de novos empréstimos vencidos e outros de cobrança duvidosa é apresentada em percentagem dos empréstimos, corrigidos de titularização, sendo calculada ajustando a variação do saldo de empréstimos vencidos e outros de cobrança duvidosa dos abatimentos ao activo, das reclassificações e, a partir de Dezembro de 2005, das vendas para fora do sistema bancário de créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa não abatidos ao activo, reportados em base trimestral conforme a Instrução nº2/2007 do Banco de Portugal e com informação disponível apenas até Junho de 2009.

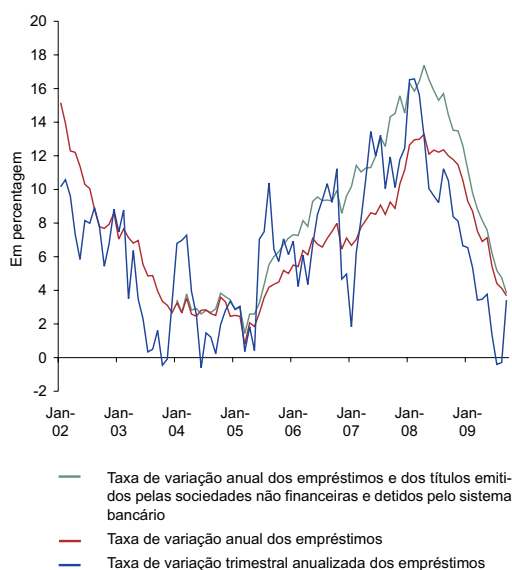
(54) Resultados apresentados nos inquéritos ao Património e Endividamento das Famílias, realizados em 2000 e em 2006/2007.

aceleraram enquanto os concedidos pelos cinco maiores bancos já se encontravam num processo de abrandamento. De facto, no final do primeiro semestre de 2009 a taxa de variação homóloga do crédito concedido a empresas não financeiras pelos cinco maiores bancos não era substancialmente diferente da registada pelas restantes instituições financeiras, ascendendo a 4.8 e 6.8 por cento, respectivamente (Gráfico 4.4.15). Note-se, contudo, que existe heterogeneidade nas taxas de crescimento registadas pelas diferentes instituições financeiras e, em particular, pelos cinco maiores bancos, sendo de salientar as taxas de crescimento comparativamente elevadas de dois bancos (Gráficos 4.4.4 e 4.4.16). A heterogeneidade das taxas de crescimento dos empréstimos dos cinco maiores grupos bancários era menor em Dezembro de 2008, o que pode reflectir a concretização recente de diferentes estratégias de crescimento de crédito e de posicionamento de mercado face às restrições de balanço e dificuldades de financiamento que têm vindo a ser reportadas durante a crise financeira. É ainda de referir que as taxas de variação trimestral anualizadas, calculadas sobre valores corrigidos de sazonalidade, registaram ao longo de 2009 valores inferiores às taxas de variação anual, tendo sido observada em Setembro de 2009 uma taxa trimestral anualizada próxima da anual.

O sistema bancário também se encontra exposto ao sector das sociedades não financeiras através de posições em dívida titulada. Considerando um agregado de crédito mais amplo, que considera empréstimos bancários e títulos (de curto e de longo prazo) emitidos pelas sociedades não financeiras na posse das instituições financeiras, verifica-se que os títulos representavam em Setembro de 2009 cerca de 14 por cento deste agregado. O agregado mais lato que inclui empréstimos e títulos da dívida de sociedades não financeiras na posse dos bancos apresenta uma desaceleração mais forte do que a dos empréstimos, registando em Setembro de 2009 uma taxa de variação marginalmente supe-

Gráfico 4.4.14

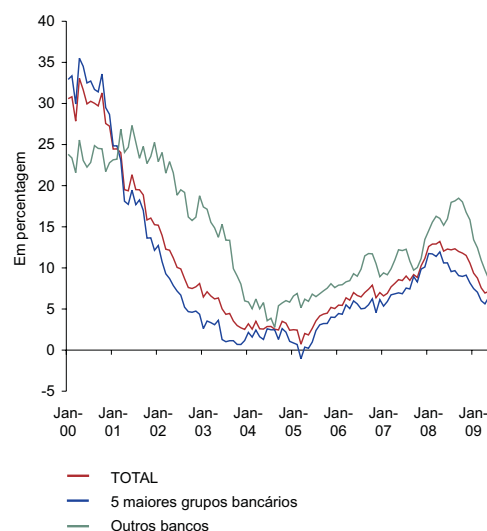
CRÉDITO CONCEDIDO ÀS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS
Taxas de variação anuais



Fonte: Banco de Portugal.
Notas: A taxa de variação anual e trimestral são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos bancários (ou saldos de empréstimos bancários e títulos de curto prazo detidos pelo sistema bancário) 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. Último valor: Setembro de 2009.

Gráfico 4.4.15

EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS CONCEDIDOS ÀS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS
Taxas de variação anuais



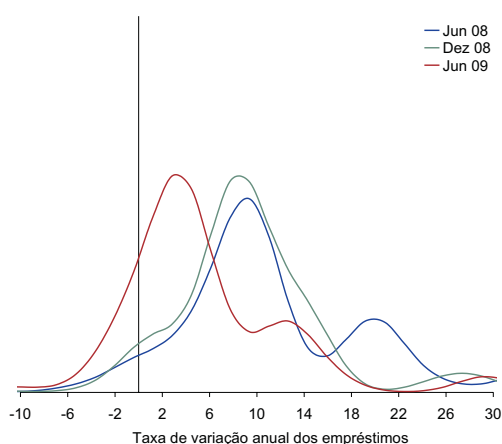
Fonte: Banco de Portugal.
Notas: A taxa de variação anual é calculada com base na relação entre saldos de empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de operações de titularização, e transacções mensais, as quais são calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações de abatimentos ao activo. Último valor: Junho de 2009.

rior à dos empréstimos (Gráfico 4.4.14). De facto, os títulos emitidos pelas sociedades não financeiras na posse dos bancos registaram ao longo dos últimos dois anos uma desaceleração muito acentuada, mantendo contudo uma taxa de crescimento superior à dos empréstimos. No decorrer de 2009, em particular a partir de Junho, observou-se uma alteração da composição da carteira de títulos emitidos pelas sociedades não financeiras na posse dos bancos, tendo os títulos de longo prazo aumentado a sua importância. De facto, o valor dos títulos de prazo inferior a um ano manteve-se relativamente inalterado desde o início de 2009, considerando saldos de final de mês (Gráfico 4.4.17). Esta evolução está associada, por um lado, ao facto de os bancos portugueses serem tomadores frequentes dos títulos emitidos pelas sociedades não financeiras, o que atenua o impacto negativo da instabilidade dos mercados financeiros no financiamento das empresas, e, por outro lado, ao facto de se ter registado um acréscimo das emissões líquidas de títulos de dívida de sociedades não financeiras, em maior parte a médio e longo prazo, num contexto de desanuviamento dos mercados financeiros (ver “Secção 3 Situação financeira do sector privado não financeiro”). O contributo dos títulos de dívida na taxa de crescimento do crédito não é uniforme para os cinco maiores grupos bancários e para as restantes instituições. As taxas de crescimento registadas pelos cinco maiores grupos bancários deste agregado mais lato, que considera empréstimos bancários e títulos emitidos pelas sociedades não financeiras na posse das instituições financeiras, também não são homogéneas (Gráfico 4.4.18).

A desaceleração do crédito concedido às sociedades não financeiras não foi homogénea para os diferentes sectores de actividade e por dimensão da exposição. De facto, em Junho de 2009, o crédito concedido a empresas dos sectores “comércio, alojamento e restauração”, “actividades imobiliárias”, “construção” e “outras actividades de serviços prestados principalmente a empresas” abrandou de forma acentuada, registando valores inferiores à taxa de crescimento dos empréstimos totais concedidos a sociedades não financeiras (Quadro 4.4.2). Os empréstimos concedidos a empresas na indústria transformadora registavam em Junho de 2009 uma taxa de crescimento apenas marginalmente inferior à verificada em 2008, sendo superior à do total dos empréstimos às sociedades não financeiras.

Gráfico 4.4.16

DISTRIBUIÇÃO EMPÍRICA DA TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL DOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS

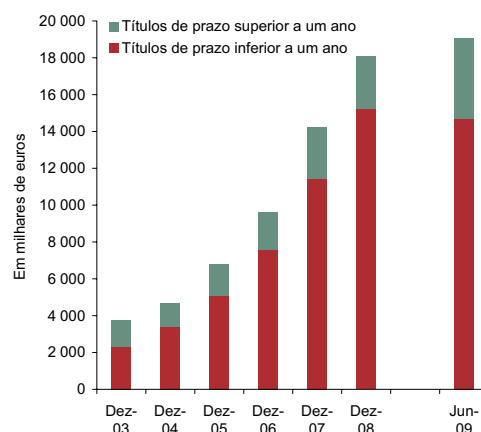


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Distribuição empírica obtida recorrendo a um Kernel gaussiano que pondera as instituições financeiras pelos empréstimos concedidos.

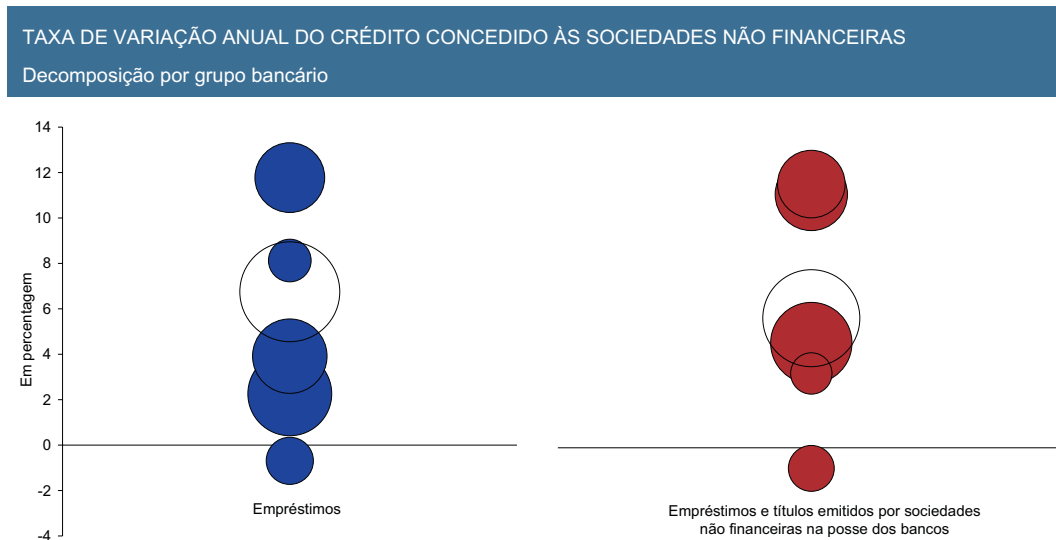
Gráfico 4.4.17

TÍTULOS EMITIDOS POR SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS RESIDENTES NA CARTEIRAS DOS BANCOS



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 4.4.18



Fonte: Banco de Portugal.
Notas: Taxas de variação anual dos empréstimos (e dos empréstimos e títulos emitidos por sociedades não financeiras na posse dos bancos) concedidos pelos cinco maiores grupos bancários e pelo conjunto das restantes instituições. A área dos círculos corresponde aos empréstimos (ou empréstimos e títulos emitidos por sociedades não financeiras na posse dos bancos) concedidos por cada grupo bancário em percentagem do total dos empréstimos (ou dos empréstimos e títulos emitidos por sociedades não financeiras na posse dos bancos) às sociedades não financeiras. O conjunto das restantes instituições está identificado apenas por uma circunferência. Valores para Junho de 2009.

Quadro 4.4.2

EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS POR OUTRAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS MONETÁRIAS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS – DESEGREGAÇÃO SECTORIAL ^(a)
Taxas de variação anual em fim de período; em percentagem

	2004	2005	2006	2007	2008		2009	Peso no total
					Jun.	Dez.	Jun.	Jun. 2008
Total	2.5	5.0	7.1	11.2	12.3	10.5	5.4	100.0
<i>Por sector de actividade ^(b):</i>								
Agricultura, produção animal, caça, silvicultura e pesca	5.0	4.5	10.0	16.1	20.7	21.9	14.2	1.8
Indústrias extractivas	-6.7	0.6	-5.1	4.5	12.4	13.8	3.0	0.4
Indústrias transformadoras	-3.8	-3.0	0.7	7.9	5.9	7.7	7.4	12.9
Produção e distribuição de electricidade, gás e água	-2.0	37.9	-11.3	13.7	31.7	47.8	31.5	3.0
Construção	6.0	10.7	5.4	10.7	12.8	8.6	4.6	19.6
Serviços	3.2	4.2	9.9	11.8	12.7	10.2	4.1	62.3
<i>dos quais:</i>								
Actividades imobiliárias	13.9	11.9	12.9	14.4	14.2	8.5	3.7	19.6
Outras actividades de serviços prestados principalmente a empresas	-1.7	6.7	13.8	16.6	13.1	14.1	2.3	13.9
Comércio, alojamento e restauração	2.0	3.1	7.1	6.3	10.9	7.5	1.2	17.2
Transportes, correios e telecomunicações	-4.5	-10.6	0.7	11.0	14.6	18.3	14.6	6.2

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

Relativamente à concentração do crédito às sociedades não financeiras em exposições de montantes elevados, é de notar que cerca de 50 por cento do valor dos empréstimos são originados por menos de 1 por cento das contrapartes, sendo cada exposição superior a 10 milhões de euros (Quadro 4.4.3). Em Junho de 2009, as exposições às sociedades não financeiras de montante mais elevado registaram um acréscimo claramente superior à taxa de crescimento do total dos empréstimos às sociedades não financeiras, à semelhança do verificado em períodos anteriores. Por sua vez, as pequenas exposições, representadas pelas exposições inferiores a cerca de 500 mil euros, que correspondem a cerca de 90 por cento do número de exposições e apenas a 11 por cento do crédito, apresentam uma taxa de crescimento significativamente inferior à taxa de crescimento do total de empréstimos às sociedades não financeiras.

Quadro 4.4.3

EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS - POR DIMENSÃO DAS EXPOSIÇÕES ^(a) Taxas de variação homóloga anual em fim de período, em percentagem ^(b)

	Por memória (em Jun. 09):					
	Jun. 08	Dez. 08	Jun. 09	Limite inferior ^(e) (10 ³ €)	Saldo médio (10 ³ €)	Peso do saldo no total (%)
Total	11.7	10.6	6.1			100
Grandes exposições (exposições de montante superior ao percentil 90) ^(c)	12.0	11.1	6.3	500	4 000	88.6
<i>das quais:</i> exposições muito grandes (exposições de montante superior ao percentil 99) ^(c)	13.5	13.8	8.1	6 500	25 800	57.2
<i>das quais:</i> maiores exposições (exposições de montante superior ao quantil 99.5) ^(c)	14.1	14.5	8.5	12 500	42 600	47.2
<i>das quais:</i> máximas exposições (exposições de montante superior ao quantil 99.9) ^(c)	12.6	13.1	9.5	50 000	120 000	26.7
Pequenas exposições ^(d)	7.8	3.9	2.3	-	57	11.4

Fonte: Banco de Portugal.

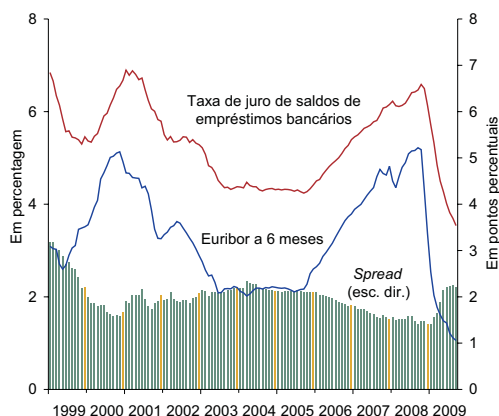
Notas: (a) Indicadores baseados na informação da Central de Responsabilidades de Crédito (CRC), sendo cada exposição caracterizada pelo valor total dos empréstimos do sistema financeiro face a uma determinada sociedade não financeira. Foram considerados como elementos do sistema financeiro todos os bancos, 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. (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 2009, as taxas de variação das exposições totais, em cada período. (c) Quantis 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 quantil.

De acordo com os resultados da “Caixa 2 *Evolução recente e determinantes do crédito bancário ao sector privado não financeiro*”, deste Boletim, o crescimento dos empréstimos a sociedades não financeiras tenderam a evoluir mais em linha com o subjacente aos seus determinantes habituais (taxa de juro e investimento empresarial) no decurso de 2009, depois de crescerem claramente acima deste nível no ano anterior. De facto, o abrandamento dos empréstimos concedidos às sociedades não financeiras está em linha com os resultados do inquérito aos cinco maiores grupos bancários sobre o mercado de crédito para os três primeiros trimestres, tendo sido reportada uma relativa estabilidade da procura de empréstimos por parte das empresas nos três primeiros trimestres de 2009. As necessidades de financiamento relativas a investimento terão contribuído para a diminuição da procura de empréstimos. Foi também reportado pelos cinco maiores bancos um aumento da restritividade dos critérios de concessão de empréstimos (ou de linhas de crédito), embora com menor intensidade no

terceiro trimestre do que nos dois trimestres anteriores⁵⁵. De acordo com o inquérito, a maior exigência dos critérios reflectiu-se sobretudo na aplicação de *spreads* mais elevados, sobretudo nos empréstimos de maior risco. De facto, verificou-se ao longo de 2009 um aumento substancial dos *spreads* relativos a saldos de fim de período (Gráfico 4.4.19), registando-se em Setembro de 2009 um valor de cerca de 2.2 pontos percentuais (valor próximo do máximo da década), que compara com cerca de 1.1 pontos percentuais em Dezembro de 2008 (valor próximo do mínimo da década). À semelhança do observado no caso dos empréstimos a particulares para consumo e outros fins, também no caso dos empréstimos a sociedades não financeiras é visível um contributo acrescido do aumento do incumprimento e da evolução desfavorável da actividade económica para o andamento das taxas de juro destes empréstimos (ver “Caixa 1 *Determinantes da transmissão recente das taxas de juro do*

Gráfico 4.4.19

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



Fonte: Banco de Portugal.

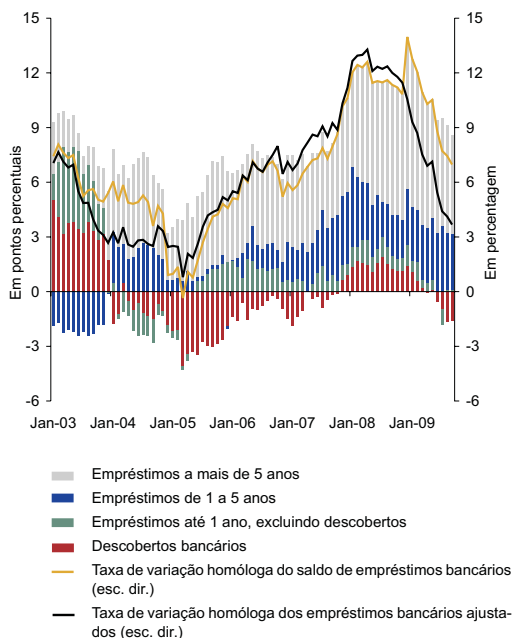
Notas: Taxas e *spread* referentes a saldos em fim de período. Os finais de ano encontram-se sublinhados. Até Dezembro de 2002, as taxas de saldos são estimativas. O diferencial é calculado como a diferença entre a taxa sobre saldos e a média móvel de 6 meses da Euribor a 6 meses. Último valor: Setembro de 2009.

mercado monetário às taxas de juro dos empréstimos ao sector privado não financeiro”, deste Boletim). Segundo os resultados do inquérito em questão, a maior exigência dos critérios de aprovação de crédito também se reflectiu num aperto adicional nas restantes condições contratuais, sendo de realçar a redução da maturidade dos contratos. De facto, os empréstimos com maturidade superior a cinco anos, que em Setembro de 2009 representavam cerca de 40 por cento do crédito, registaram ao longo de 2009 uma desaceleração acentuada, apresentando, contudo, taxas de crescimento substancialmente superiores às dos empréstimos com prazos inferior a um ano. Os empréstimos até um ano, bem como os descobertos bancários, também apresentaram ao longo de 2009 uma diminuição da sua taxa de crescimento, registando mesmo taxas de crescimento negativas no início do segundo semestre de 2009 (Gráfico 4.4.20).

O acréscimo da materialização do risco de crédito das sociedades não financeiras encontra-se reflectido nos níveis de incumprimento que registaram nos três primeiros trimestres de 2009 acréscimos substanciais (Gráfico 4.4.21), atingindo os valores máximos da década. Em Setembro de 2009, o montante em incumprimento correspondia a cerca de 4.0 por cento dos empréstimos concedidos às sociedades

(55) Para mais informação consultar Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, tal como referido na nota de rodapé 51.

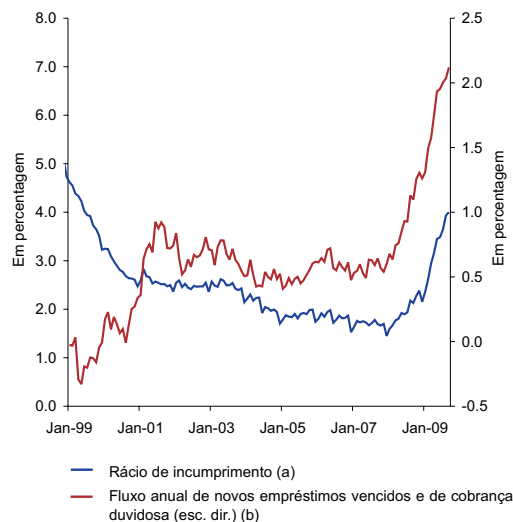
Gráfico 4.4.20

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


Fonte: Banco de Portugal.

Notas: 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 homóloga dos empréstimos ajustados 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. Os descobertos bancários foram classificados como tendo prazo inferior a um ano. Último valor: Setembro de 2009.

Gráfico 4.4.21

INCUMPRIMENTO NOS EMPRÉSTIMOS ÀS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS


Fonte: Banco de Portugal.

Notas: (a) Definido como crédito em incumprimento (empréstimos vencidos e outros de cobrança duvidosa) em percentagem do saldo dos empréstimos ajustados de titularização. (b) A estimativa do fluxo anual de novos empréstimos vencidos e outros de cobrança duvidosa é apresentada em percentagem dos empréstimos, corrigidos de titularização, sendo calculada ajustando a variação do saldo de empréstimos vencidos e outros de cobrança duvidosa dos abatimentos ao activo, das reclassificações e, a partir de Dezembro de 2005, das vendas para fora do sistema bancário de créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa não abatidos ao activo, reportados em base trimestral conforme a Instrução n.º 2/2007 do Banco de Portugal e com informação disponível apenas até Junho de 2009. Último valor: Setembro de 2009.

não financeiras, ajustados de titularização. Este valor compara com 2.2 por cento em Dezembro de 2008 e 1.4 por cento em Dezembro de 2007. O aumento do incumprimento é também patente se analisado o fluxo anual de novos empréstimos vencidos e de cobrança duvidosa. Em Setembro de 2009, este fluxo correspondia a cerca de 2.1 por cento dos empréstimos concedidos a sociedades não financeiras, ajustados de titularização, que compara com 1.3 por cento em Dezembro de 2008 e é muito superior ao observado no período recessivo anterior.

De acordo com a informação da Central de Responsabilidades de Crédito, na primeira metade de 2009, além de um aumento dos montantes em incumprimento relativos a sociedades não financeiras, registou-se também um aumento da percentagem de empresas não financeiras que apresentavam créditos e juros vencidos. De facto, em Junho de 2009 cerca de 17 por cento das empresas com empréstimos apresentavam créditos e juros vencidos, valor superior aos níveis de Dezembro e de Junho do ano precedente, respectivamente 15 por cento e 14.6 por cento (Quadro 4.4.4). O aumento da percentagem de empresas com empréstimos que apresentavam créditos e juros vencidos foi transversal a todos os escalões de crédito a sociedades não financeiras analisados, à semelhança do aumento do valor do crédito e juros vencidos. Note-se, contudo, que as exposições de montante mais elevado apresentaram rácios de crédito e juros vencidos menores do que o agregado do sistema financeiro, em linha com o documentado em anos anteriores. Não obstante o menor nível de incumprimento observado, as exposições de montante mais elevado são usualmente originadas por empresas de maior

Quadro 4.4.4

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

	Dez-05	Dez-06	Dez-07	Jun-08	Dez-08	Jun-09
Exposição total						
Número de devedores com incumprimento ^(b)	11.8	12.0	13.5	14.6	15.0	17.0
Crédito e juros vencidos ^(c)	2.1	1.9	1.8	2.1	2.3	3.9
Grandes exposições (percentil 90) ^(d)						
Número de devedores com incumprimento ^(e)	9.4	10.1	10.6	13.3	14.8	19.9
Crédito e juros vencidos ^(f)	1.5	1.4	1.3	1.6	1.9	3.5
<i>das quais: exposições muito grandes (percentil 99) ^(d)</i>						
Número de devedores com incumprimento ^(b)	5.5	6.2	10.4	10.4	13.2	19.6
Crédito e juros vencidos ^(c)	0.5	0.4	0.6	0.6	0.9	2.6
<i>das quais: maiores exposições (quantil 99.5) ^(d)</i>						
Número de devedores com incumprimento ^(e)	4.3	5.3	6.7	9.7	12.0	18.2
Crédito e juros vencidos ^(f)	0.3	0.1	0.3	0.4	0.6	2.3
<i>das quais: máximas exposições (quantil 99.9) ^(d)</i>						
Número de devedores com incumprimento ^(e)	4.4	3.5	6.1	6.5	11.1	14.5
Crédito e juros vencidos ^(f)	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	1.9
Exposições de retalho ^(g)						
Número de devedores com incumprimento ^(e)	12.1	12.3	13.8	14.7	15.0	16.7
Crédito e juros vencidos ^(f)	5.8	5.5	5.3	5.6	6.0	7.4

Fonte: Banco de Portugal.

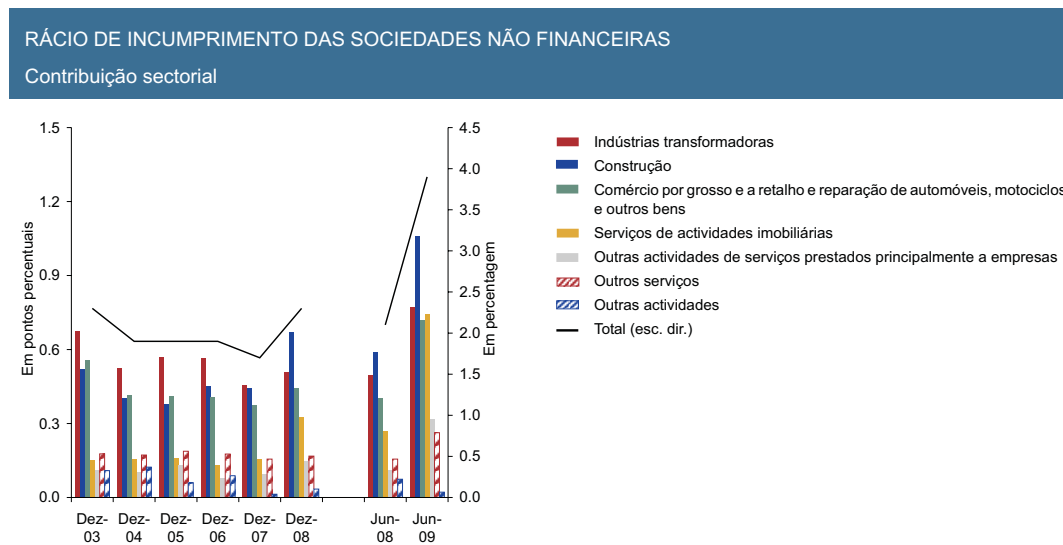
Notas: (a) Indicadores baseados na informação da Central de Responsabilidades de Crédito (CRC). Correspondem a crédito concedido por bancos, caixas económicas, caixas de crédito agrícola mútuo, instituições financeiras de crédito, sociedades de factoring, sociedades de locação financeira, sociedades emittentes ou gestoras de cartões de crédito, sociedades financeiras de aquisições a crédito e outros intermediários financeiros residentes. (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 junto das instituições participantes na CRC.

dimensão, pelo que o acordo de Basileia II estabelece requisitos de capital superiores para estas exposições (para níveis idênticos dos restantes parâmetros de risco). Este facto, que se baseia na evidência, embora não conclusiva, que quanto maior a empresa maior a sua dependência do estado global da economia, e vice-versa, sendo que as empresas de menor dimensão têm uma maior propensão para entrar em incumprimento por razões idiossincráticas⁵⁶, revela-se de extrema importância para a estabilidade financeira, dado o risco sistémico associado a estas exposições.

A evolução do incumprimento não foi uniforme por sector de actividade, sendo de salientar o acréscimo de incumprimento dos empréstimos concedidos a empresas nos sectores da construção e das actividades imobiliárias, dado serem sectores particularmente sensíveis ao ciclo económico e

(56) Extraído de "An explanatory note on the Basel II IRB risk weight functions", Bank for International Settlements, Julho de 2005.

Gráfico 4.4.22



Fonte: Banco de Portugal.

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

apresentarem níveis de endividamento mais elevados (Gráfico 4.4.22 e “Caixa 1 *Rendibilidade, endividamento e incumprimento das sociedades não financeiras*”, deste Boletim). Estes sectores representam cerca de 40 por cento do crédito concedido às sociedades não financeiras. As empresas da indústria transformadora e do comércio também registaram aumentos do nível de incumprimento superiores à média do agregado das sociedades não financeiras, embora em menor grau do que as empresas nos sectores da construção e actividades imobiliárias. As sociedades não financeiras com incumprimento, tal como documentado na “Caixa 1 *Rendibilidade, endividamento e incumprimento das sociedades não financeiras*”, deste Boletim, são, como expectável, as que apresentam menor rendibilidade do capital investido, maior endividamento e vendas inferiores, sendo a excepção as empresas nos sectores da construção e actividades imobiliárias cujas empresas em incumprimento apresentam volume de vendas superior. A deterioração da situação financeira as empresas em situação de incumprimento também está associada ao andamento das vendas, observando-se que as empresas em incumprimento apresentam crescimento de vendas negativo (avaliado pela mediana). Deve salientar-se que as empresas do comércio apresentam no seu conjunto uma taxa de crescimento de vendas mediana negativa, em contraste com os restantes sectores considerados.

O agravamento do incumprimento surge num contexto de quebra abrupta e significativa da actividade económica, que só parcialmente foi mitigado pelas reduções nas taxas de juro⁵⁷. É ainda expectável que a actual recessão contribua para a diminuição da rendibilidade das sociedades não financeiras e continue a pressionar a sua situação financeira, tendo em conta que a rigidez de algumas componentes dos custos permite apenas um ajustamento parcial à diminuição da procura. Porém, o aumento generalizado dos níveis de confiança⁵⁸, o início da recuperação económica em algumas economias e as medidas governamentais de apoio às empresas, em particular às de pequena e média dimensão, surgem como factores positivos para a capacidade das empresas satisfazerem o serviço da sua dívida. Subsiste, contudo, uma elevada incerteza relativamente à magnitude e dinâmica da recuperação económica, em particular sobre o seu grau de sustentação, o que condiciona fortemente a materialização do risco de crédito dos bancos.

(57) Ver “Caixa 4.5 *Evolução prospectiva da probabilidade de incumprimento do crédito a empresas não financeiras*”, Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira 2008*

(58) Ver “Secção 5 *Despesa*”, no texto “*A Economia Portuguesa em 2009*”, deste Boletim.

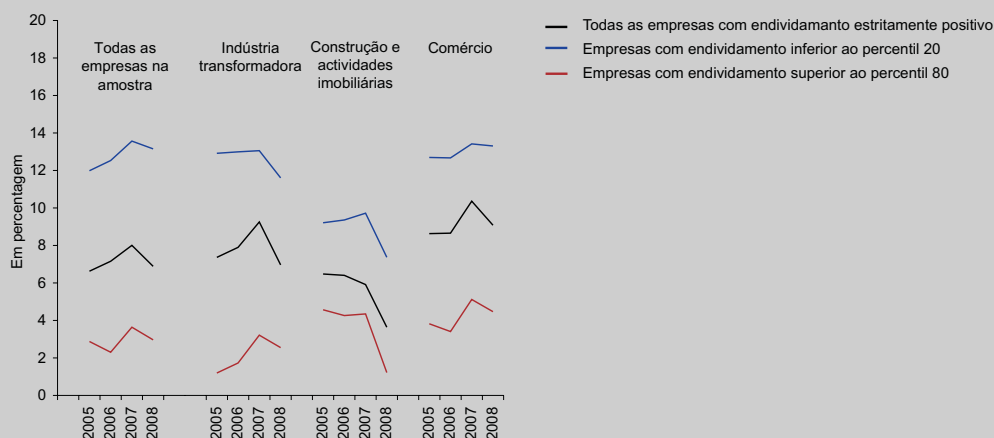
Caixa 1. Rendibilidade, endividamento e incumprimento das sociedades não financeiras

As sociedades não financeiras apresentaram em 2008 um aumento do incumprimento, evolução que se reforçou em 2009. Esta caixa pretende analisar em que medida existe uma relação entre a rendibilidade, o endividamento e o incumprimento das sociedades não financeiras, tendo em conta que poderão existir diferenças sectoriais dignas de realce. Em primeiro lugar, a amostra de empresas foi estratificada segundo o nível de endividamento e foi calculada a média ponderada da rendibilidade em cada estrato e para diferentes sectores de actividade. Em segundo lugar, a estratificação foi realizada de acordo com a existência, ou não, de incumprimento e foram calculados os valores medianos em cada estrato para um conjunto de outros indicadores, com ênfase na situação financeira.

De acordo com informação da Central de Balanços¹, a rendibilidade média do capital investido pelas empresas portuguesas revela no decurso de 2005, 2006 e 2007 uma tendência crescente, evidenciando uma quebra em 2008. A rendibilidade do capital investido é genericamente inferior para as empresas mais endividadas. No Gráfico 1 é apresentada a evolução da rendibilidade do capital investido para diferentes grupos de empresas, segmentadas de acordo com o nível de endividamento. De entre os sectores apresentados, que cobrem mais de 50 por cento do crédito concedido às sociedades não financeiras, os sectores da construção e actividades imobiliárias, apresentam-se entre os mais vulneráveis, dado registarem uma marcada redução da rendibilidade média, para a generalidade das classes consideradas.

Gráfico 1

EVOLUÇÃO DA RENDIBILIDADE DO CAPITAL INVESTIDO DAS EMPRESAS ENDIVIDADAS



Fonte: Banco de Portugal (Central de Balanços).

Nota: Rendibilidade do capital investido calculada como uma média ponderada da rendibilidade do capital investido de cada empresa. A rendibilidade do capital investido de cada empresa é definida como resultado corrente mais juros suportados em percentagem do capital próprio e dívida financeira. Foram utilizados como ponderadores o capital próprio e a dívida financeira de cada empresa sobre o total de capital próprio e dívida financeira do conjunto das empresas em análise. Endividamento definido como dívida financeira sobre capitais próprios.

Numa tentativa de analisar a vulnerabilidade das empresas na actual conjuntura económica foram apresentadas algumas medidas caracterizadoras da actividade operacional e financeira das empresas, comparando as que registaram incumprimento no decorrer de 2008 com as que o não registaram no decorrer desse ano². As empresas foram caracterizadas de acordo com a rendibilidade do capital investido, o nível de endividamento, a dimensão (medida pelo valor de vendas) e a taxa de crescimento das vendas, utilizando informação reportada a Dezembro

(1) Foram consideradas as sociedades não financeiras com informação simultânea na Central de Balanços para os anos de 2005 a 2008. Foi imposto que as empresas apresentassem activos e vendas estritamente positivos em todos os anos, resultando num total de cerca de 210 000 empresas. Em cada ano foram apenas consideradas as empresas com endividamento (definido como dívida financeira sobre capitais próprios) estritamente positivo.

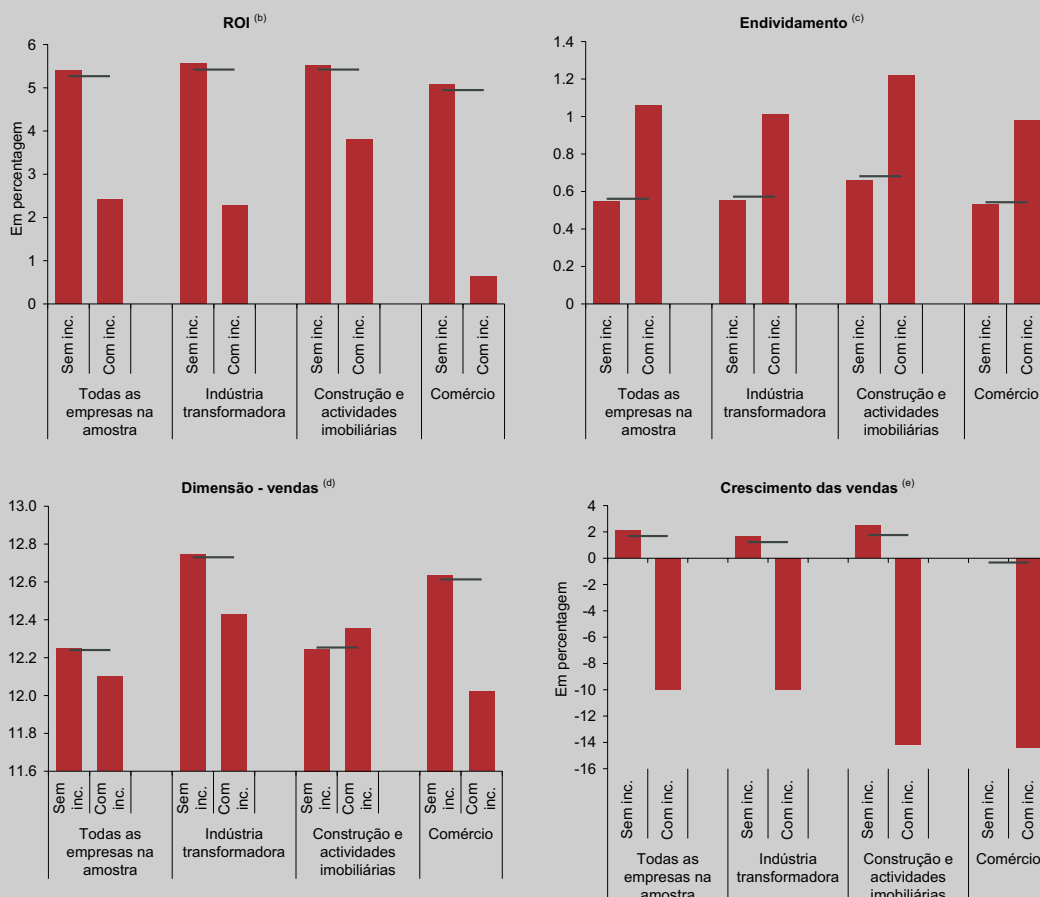
(2) Uma determinada empresa é considerada em incumprimento se durante três meses consecutivos apresentou na Central de Responsabilidades de Crédito um montante em incumprimento (num determinado banco) superior a 500 euros. Foram consideradas as sociedades não financeiras com informação na Central de Balanços em 2008 que apresentassem activos, vendas e endividamento (definido como dívida financeira sobre capitais próprios) estritamente positivos, que ascendem a cerca de 160 000 empresas.

de 2008. No gráfico 2 é apresentado o valor mediano para cada uma destas variáveis (identificado por uma linha), para todas as empresas na amostra e para os sectores com maior peso no sistema bancário português, bem como o valor mediano diferenciando as empresas que apresentaram incumprimento das empresas que não apresentaram incumprimento. Tal como expectável, as empresas que no decorrer de 2008 apresentaram incumprimento registavam níveis de endividamento superiores e rentabilidade do capital investido inferior, sendo este perfil transversal aos diferentes segmentos analisados. Adicionalmente, deve realçar-se que as empresas do sector da construção e actividades imobiliárias, embora apresentando uma rentabilidade do capital investido (aferido pelo valor mediano desta variável) em linha com a registada no total da amostra, apresentam um endividamento superior (também aferido pelo valor mediano do endividamento) ao registado no total da amostra. Aferindo a dimensão das empresas pelo valor das vendas, apresentadas no gráfico em escala logarítmica, as empresas com incumprimento apresentam uma dimensão mediana inferior. Este perfil é também observado pelas empresas na indústria transformada e no comércio. Porém, as empresas com incumprimento no sector da construção têm uma dimensão superior à das restantes empresas que não têm incumprimento. As empresas com incumprimento em 2008 apresentaram taxas de crescimento das vendas substancialmente inferiores às registadas pelas empresas

Gráfico 2

CARACTERIZAÇÃO DE EMPRESAS SEGUNDO O INCUMPRIMENTO ^(a)

Valores medianos para Dezembro de 2008, decomposição segundo a existência de incumprimento em 2008



Fonte: Banco de Portugal (Central de Balanços e Central de Responsabilidades de Crédito).

Notas: (a) Valores medianos para as variáveis caracterizadoras das empresas, tendo apenas as empresas com endividamento estritamente positivo sido utilizadas nesta análise. Para cada um dos conjuntos analisados (todas as empresas na amostra, indústria transformadora, construção e comércio), as linhas identificam o valor mediano da variável em análise, enquanto as barras identificam o valor mediano para os dois subconjuntos – empresas em incumprimento e empresas que não estejam em incumprimento em 2008. (b) Rentabilidade do capital investido calculada como resultado corrente mais juros suportados em percentagem dos capitais próprios e dívida financeira. (c) Endividamento calculado como dívida financeira em percentagem dos capitais próprios. (d) Dimensão medida pelo logaritmo do valor de vendas expresso em euros. (e) Crescimento das vendas face a Dezembro de 2007, sendo apenas consideradas cerca de 150 000 dada a indisponibilidade de informação em Dezembro de 2007.

que não registaram incumprimento, qualquer que seja o sector de actividade. É de salientar que, de entre os sectores de actividade analisados, as empresas no sector comércio apresentaram taxas de crescimento de vendas significativamente inferiores aos restantes sectores, sendo de realçar as empresas deste sector e as empresas dos sectores da construção e das actividades imobiliárias em situação de incumprimento, que apresentaram uma taxa mediana de crescimento de vendas inferior à registada pelas empresas em incumprimento no total da amostra.

Entre 2005 e 2007, as empresas portuguesas apresentaram uma rendibilidade do capital investido (avaliada pelo valor médio) crescente ao longo do tempo, situação que se inverteu em 2008. Porém, este perfil não é registado em todos os sectores de actividade, salientando-se as empresas nos sectores da construção e actividades imobiliárias, que apresentaram a menor rendibilidade média do capital investido, bem como uma rendibilidade média decrescente ao longo de todo o período em análise. De entre os sectores considerados, as empresas destes sectores são as que apresentam os níveis de endividamento medianos mais elevados, sendo o endividamento igualmente superior nas empresas em incumprimento. Se diferenciadas segundo o incumprimento, verifica-se que as empresas sem incumprimento apresentaram maior rendibilidade do capital investido, endividamento inferior, maior volume de vendas e crescimento das vendas positivo. Por sua vez, as empresas em incumprimento apresentaram crescimento das vendas negativo.



ARTIGOS

Inflação e Desigualdade

Dinâmica de Salários e Preços nos Estados Unidos e na Área do Euro

O Impacto da Dupla Cobertura na Utilização de Cuidados de Saúde

O Comércio Internacional de Serviços na Economia Portuguesa

INFLAÇÃO E DESIGUALDADE*

*Isabel H. Correia***

1. INTRODUÇÃO

A baixa persistente da taxa de inflação é talvez a mudança de política maior, mais sustentada, e comum a um maior número de países desenvolvidos. Quando comparamos a taxa de inflação média nos anos 80 com a mesma taxa na última década, verificamos uma diminuição média de aproximadamente 10 pontos percentuais na taxa de inflação para a maioria daquelas economias. Esta diminuição, que corresponde à passagem de um regime de inflação elevada para um regime de inflação baixa, é avaliada como uma mudança muito positiva de política monetária. A razão fundamental para esta afirmação prende-se com o ganho de eficiência que é normalmente associado a esta mudança de regime. No entanto, até que ponto este ganho é reforçado por um efeito significativo na equidade dos países que registam a mudança de regime, é uma questão em aberto. Este artigo tenta uma resposta a esta questão.

Existe alguma evidência empírica de uma forte correlação positiva entre inflação média e medidas de desigualdade para o período do pós-guerra (ver Albanesi (2007)). Easterly e Fisher (2001) apresenta, evidência indirecta sobre os efeitos da inflação sobre a desigualdade. Utilizando dados de 38 países, aqueles autores concluem que os pobres preocupam-se mais com a inflação do que os ricos. Parece que as famílias de baixo rendimento sentem um maior custo da inflação.

É no entanto importante perceber o que causa aquela relação, e até que ponto a explicação pode ser relacionada com factos empíricos sobre diferentes composições de carteira e sobre diferentes padrões de pagamentos entre famílias.

Que a heterogeneidade das famílias se reflecte em diferentes níveis de consumo e em diferentes escolhas de horas de trabalho é um facto bem conhecido. Mas para o presente artigo o mais importante é a heterogeneidade reflectir-se também na composição de carteira e no padrão de pagamentos entre famílias. Erosa e Ventura (2002) apresenta alguns factos para famílias dos E.U.. Primeiro, descrevem que as famílias com maior rendimento utilizam moeda, e moeda e cheques, em menor proporção das suas transacções do que famílias de baixo rendimento. Em segundo lugar, a fracção de riqueza detida em activos líquidos diminui com o rendimento e com a riqueza. E em terceiro, uma fracção não trivial de famílias não detém depósitos e não utiliza cartões de crédito para realizar transacções.

* As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade do autor, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros e omissões são da exclusiva responsabilidade da autor.

** Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

A avaliação de custos de bem-estar devido a alterações de política quando os agentes são heterogéneos é geralmente um exercício complicado. Neste artigo vamos começar por utilizar o método desenvolvido em Correia (1999), que não só facilita mas torna o resultado robusto, e que deve ser tomado como uma primeira aproximação ao problema. Este método pode ser aplicado num primeiro estágio em que, apesar de a economia ser descrita como tendo uma população heterogénea, o equilíbrio agregado da economia é independente dessa heterogeneidade. Além disso, neste caso, o efeito qualitativo sobre a equidade de uma alteração da taxa de inflação média também não depende da caracterização da heterogeneidade da economia. A utilização do método implica restrições sobre as preferências das famílias e sobre os mercados, as quais infelizmente, quando aplicadas ao modelo monetário em causa neste artigo, não permitem replicar as características de comportamento *cross-section* que descrevemos acima. Por isso começamos por desenvolver um modelo em que o método pode ser aplicado, tendo como custo que, apesar de ser possível representar as características de consumo e horas de trabalho individuais, não permite replicar a evidência da diferente composição da riqueza e dos diferentes padrões de transacções entre as famílias. O ganho de começar por este modelo é o da tractabilidade do modelo permitir desenvolver intuição sobre os mecanismos através dos quais a taxa de inflação afecta de forma diferenciada famílias diferentes. Numa segunda fase o modelo torna-se mais complexo de forma a replicar os factos de padrões diferenciados de pagamentos e de composição de carteira. O método deixa de poder ser aplicado, mas a intuição desenvolvida no modelo mais simples pode ser aplicada aos mecanismos adicionais do modelo, e pode ser dada resposta à questão posta neste artigo neste modelo mais realista.

A heterogeneidade das famílias tem a sua raiz nas diferenças existentes na produtividade do trabalho e na riqueza inicial que caracterizam cada família. O efeito da variação de política sobre a equidade depende de factos bem estabelecidos sobre a distribuição conjunta destas características, nomeadamente que a riqueza se encontra mais concentrada que os rendimentos do trabalho e que estas duas características estão positivamente correlacionadas na população.

O foco deste artigo é uma economia estacionária ou seja, uma economia em que devido às políticas serem constantes ao longo do tempo, observamos que as quantidades e os preços também são constantes ao longo do tempo. Assim o modelo abstrai da existência de capital, e o trabalho é o único factor de produção. A estacionariedade traduz-se numa taxa de juro real constante ao longo do tempo, e entre políticas, e por isso existe uma relação de um para um entre variações da taxa de inflação e variações da taxa de juro nominal. A política monetária é assim caracterizada quer pela taxa de juro nominal quer pela taxa de inflação a ela associada, e estes dois preços são usados neste artigo com igual significado.

Como a inflação é uma fonte de receitas para os Bancos Centrais (e em última análise para o Governo), não seria um exercício coerente comparar regimes de política associados a diferentes taxas de inflação mantendo as outras taxas de imposto e os gastos públicos constantes. Para o mesmo nível de gastos públicos receitas mais baixas do imposto de inflação devem ser compensadas por aumentos das receitas de outro tipo de impostos. Este artigo desenvolve o que se chama um exercício neu-

tral em relação à receita, onde a baixa do imposto de inflação deve ser acompanhada ou por aumentos na taxa sobre o consumo (ou IVA) ou por aumentos na taxa de imposto sobre o rendimento do trabalho. Como veremos mais à frente, qual destas é a alternativa escolhida pode afectar a resposta à questão posta neste artigo.

Podemos assim dizer que analisar o efeito sobre a equidade de diferentes taxas de inflação é equivalente à comparação da distribuição entre famílias da carga do imposto de inflação versus a carga do imposto que será alterado para compensar a perda de receita fiscal. Analisar a distribuição da carga do imposto implica a comparação da distribuição de bem-estar entre as diferentes famílias. A hipótese de estacionariedade, conjuntamente com o tipo de preferências proposto, implica que a comparação pode ser feita através da distribuição duma medida do rendimento real entre agentes.

2. O MODELO

Vamos analisar uma economia monetária constituída por famílias que tomam decisões entre consumo e lazer, assim como entre as diferentes formas de efectuar pagamentos. As famílias detêm moeda para efectuar pagamentos porque o meio alternativo do os efectuar, a crédito, implica custos. Os serviços de crédito são produzidos por uma tecnologia de transacções que utiliza trabalho como factor de produção. Mais à frente vamos discutir se, esta tecnologia ser caracterizada por rendimentos constantes, é ou não determinante para a capacidade do modelo replicar factos cross section, e também se terá um papel importante na avaliação dos efeitos distributivos dos diferentes regimes de inflação.

A economia é bem descrita por um modelo monetário de equilíbrio geral em que o tecnologia que produz crédito é descrita por $s = l(m, C)$, onde s representa o tempo utilizado na produção de transacções pagas a crédito, e m e C representam, respectivamente, a moeda real e o consumo. Não existe capital físico e a tecnologia de produção do bem de consumo é linear no trabalho, com coeficiente unitário. O governo financia um montante constante de gastos públicos, e financia estas despesas com o imposto de inflação, o imposto sobre o rendimento do trabalho ou o imposto sobre o consumo. Existe um conjunto das famílias indexadas por i e caracterizadas por diferentes produtividades do trabalho e por diferentes níveis de riqueza inicial em termos reais, representados respectivamente por E_i e por A_{i0} .

A estacionariedade deste problema permite que nos concentremos na utilidade momentânea. Escolhemos uma utilidade representada por uma função linear no consumo¹

$$v_i = C_i - \chi N_i^\varphi, \chi > 0, \varphi > 1 \quad (1)$$

A restrição orçamental estacionária é dada pela seguinte expressão:

$$(1 + \tau_c)C_i + w l(m_i, C_i) + Rm_i = wE_i N_i + \beta A_{i0}, \quad (2)$$

(1) Ver Correia (1999) para a justificação da escolha deste tipo de função utilidade.

onde τ_c representa o imposto sobre o consumo, w o salário líquido, R a taxa de juro nominal e N_i as horas totais de trabalho da família i .

A procura real de moeda é tal que o custo de uma unidade adicional de moeda, R , deve ser igual ao benefício em termos da redução do custo de transacções com crédito, medido pelo salário líquido vezes a diminuição das horas dedicadas a transacções com crédito, benefício que é descrito por $wl_m(m_i, C_i)$.

2.1. Primeira fase - rendimentos constantes à escala nas transacções

Quando a tecnologia de transacções é de rendimentos constantes à escala, CRS, podemos dizer que para um dado rácio de moeda-consumo, $\frac{m_i}{C_i}$, a produtividade marginal e média das transacções não dependem do nível de consumo. Como exemplo vamos supor que $l(m_i, C_i) = \left[k \left(1 - \frac{m_i}{C_i} \right)^2 \right] C_i$. Neste caso a escolha óptima de moeda, $R = wl_m(m_i, C_i)$ vem dada por

$$\frac{m_i}{C_i} = \left(1 - \frac{R}{2kw} \right) \leq 1, (= 1 \text{ para } R = 0)$$

Esta expressão tem as características fundamentais de uma procura de moeda, nomeadamente a procura de moeda é crescente com o nível de transacções e decrescente com o custo de oportunidade da moeda, a taxa de juro nominal. Podemos afirmar que:

Resultado 1: Quando a tecnologia de transacções é CRS, $\frac{m_i}{C_i}$ toma um valor constante entre diferentes famílias. Agentes mais pobres ou mais ricos detêm moeda como uma constante face ao montante de transacções que efectuam.

Neste caso podemos rescrever a restrição orçamental como

$$P_c C_i = wE_i N_i + \beta A_{i0} \quad (3)$$

onde $P_c \equiv (1 + \tau_c) + wk \left(1 - \frac{m_i}{C_i} \right)^2 + R \frac{m_i}{C_i}$.

Note que neste caso o preço efectivo do consumo, P_c inclui o imposto directo sobre o consumo e o custo indirecto devido aos pagamentos. Este depende do custo de oportunidade de deter moeda, R , do custo do trabalho utilizado em serviços de crédito, w , assim como da tecnologia de transacções. Visto este preço efectivo do consumo ser idêntico para as diferentes famílias a restrição orçamental, (3), pode ser usada, e ainda existe um agente representativo que representa a economia agregada.²

Dadas as decisões óptimas de cada família, a função de utilidade indirecta da família i pode ser descrita por

$$v_i = \left[\frac{[wE_i / P_c]^{\frac{\varphi}{\varphi-1}} \left(1 - \frac{1}{\varphi} \right) + \beta A_{i0} / P_c}{(\chi\varphi)^{\frac{\varphi}{\varphi-1}}} \right] \quad (4)$$

(2) Dizemos que a economia ainda pode ser agregada à Gorman.

O agente representativo desta economia, $i = r$ caracteriza-se por $E_r = 1$ e por $A_{r0} = 0$. Quando o bem-estar é calculado através da utilidade do agente representativo, ou seja quando corresponde ao nível de eficiência económica, é um resultado bem conhecido, ver Correia e Teles (1996), que:

Resultado 2: (Regra de Friedman) Num ambiente de segundo óptimo, o governo não deve tributar a inflação de modo a maximizar a utilidade do agente representativo, i. e., o governo deve seguir a regra de Friedman e defender uma taxa de juro igual a zero. As despesas do governo devem ser financiadas com impostos sobre o consumo e/ou impostos sobre o rendimento do trabalho. Utilizando a função utilidade em (4), assim como as características do agente representativo, podemos escrever a utilidade deste agente como $v_r = \frac{[w/P_c]^\frac{\varphi}{\varphi-1}}{(\chi\varphi)^\frac{\varphi}{\varphi-1}} \left(1 - \frac{1}{\varphi}\right)$. Como a baixa da inflação aumenta a utilidade do agente representativo, é imediata a conclusão que a baixa da inflação, compensada quer por um aumento do imposto sobre o consumo quer por um aumento do imposto sobre o rendimento do trabalho, leva a um aumento do salário efectivo real líquido, w/P_c .

Como já vimos, nesta primeira fase da análise, visto a tecnologia CRS permitir agregação à Gorman, podemos usar um método simples para ordenar as políticas através do seu efeito sobre a desigualdade.³ A simplicidade da metodologia permite o desenvolvimento de intuição económica sobre os diferentes canais através dos quais a política afecta a equidade. As condições para a aplicação do método são um pouco fortes para o caso em estudo. Como vimos no resultado 1, aquelas condições são obtidas através da imposição de uma distribuição degenerada no rácio moeda- consumo decidido pelas diferentes famílias. Como só políticas que levem a um equilíbrio em que todos os agentes defrontem os mesmos preços podem ser consideradas, ficam excluídas da análise impostos regressivos, os quais veremos mais à frente são muito importantes no caso em questão neste artigo.

O método também impõe algumas restrições nas diferentes características das diferentes famílias, mas esta restrição não tem um custo visto a classe de características para a qual a metodologia é válida incluir os casos mais relevantes estudados na literatura de agentes heterogéneos, nomeadamente a heterogeneidade na riqueza privada e na produtividade do trabalho.

Uma descrição breve da avaliação dos efeitos sobre a equidade

A hipótese de agregação à Gorman é equivalente a assumir que a função utilidade indirecta de cada família pode ser representada por $v_i = \alpha(p)F(E_i) + \gamma(p)A_i$, onde p é o vector de preços de equilíbrio.

Vimos em (4) que no caso em estudo $\alpha(p)F(E_i) = \frac{[wE_i/P_c]^\frac{\varphi}{\varphi-1}}{(\chi\varphi)^\frac{\varphi}{\varphi-1}} \left(1 - \frac{1}{\varphi}\right)$ e que $\gamma(p) = \beta/P_c$. Para ordenar as distribuições de bem-estar por equidade usamos o chamado conceito de diferencial relativo.

(3) Esta metodologia foi desenvolvida em Correia (1999).

Quando os agentes são ordenados por ordem decrescente de bem-estar, ou seja quando $i > j$ implica que $v_i < v_j$, dizemos que a política 2 domina a política 1 em termos de equidade sse

$$\frac{v_i^2}{v_j^2} > \frac{v_i^1}{v_j^1}, \text{ para } i > j \quad (5)$$

Podemos de forma simples explicar esta afirmação: suponha que comparamos duas famílias desta economia, a família i e a família j em que a primeira é mais pobre (ou seja tem um nível de bem-estar, ou rendimento, inferior⁴). Por isso $\frac{v_i}{v_j} < 1$. Quando, devido à alteração de política, este rácio aumenta significa que a família pobre está menos distante da família rica, ou seja a situação económica entre as duas famílias está agora mais igual. Quando isto é verdade para quaisquer duas famílias dizemos que a alteração de política tornou a economia menos desigual, ou que a desigualdade diminuiu.

Assim o importante é perceber como a alteração de política altera os preços de equilíbrio, e se esta alteração de preços aumenta $\frac{v_i}{v_j}$.

Vamos utilizar 4 para analisar o caso mais simples em que os agentes não se diferenciam pela produtividade do trabalho, ou seja $E_i = E_j$. Neste caso podemos escrever o bem-estar relativo entre a família i e j :

$$\frac{v_i}{v_j} = \frac{\gamma(p) + A_{i0}}{\gamma(p) + A_{j0}}$$

onde

$$\gamma(p) = \frac{P_c [w/P_c]^{\frac{\varphi}{\varphi-1}} \left(1 - \frac{1}{\varphi}\right)}{\beta(\chi\varphi)^{\frac{\varphi}{\varphi-1}}} = \frac{P_c^{-\frac{1}{\varphi-1}} (w)^{\frac{\varphi}{\varphi-1}} \left(1 - \frac{1}{\varphi}\right)}{(\chi\varphi)^{\frac{1}{\varphi-1}}} \quad (6)$$

Como $A_{i0} < A_{j0}$, $\frac{v_i}{v_j} < 1$, a alteração da política aumenta o rácio de utilidades se $\gamma(p)$ aumentar.

A diminuição da inflação é compensada com uma variação do IVA

Quando a diminuição da inflação (um R inferior) é compensado por um aumento do IVA (ou imposto sobre o consumo) para manter as receitas fiscais, o salário líquido, w , não se altera pela alteração de política. Isto resulta do salário bruto, ou produtividade marginal do trabalho ser constante, e do imposto sobre o rendimento do trabalho não ter sido alterado. Assim usando o resultado 2, que afirma que o salário real efectivo, w/P_c , aumenta com a diminuição da inflação, é imediato concluir que a alteração de política só afecta o P_c . Neste caso, a razão porque é eficiente diminuir a inflação é levar a uma diminuição do preço efectivo do consumo. Como $\frac{m_i}{C_i} < 1$, a base do imposto sobre o consumo é maior do que a base do imposto de inflação. Isto significa que, apesar da taxa de imposto sobre o consumo ter que aumentar, aumenta por menos do que a diminuição experimentada pela taxa de inflação, ou pela taxa de juro nominal. Outra forma de entender o resultado é verificar que no limite, quando a taxa

(4) Visto que a utilidade é representada por $\frac{[wE_i/P_c]^{\frac{\varphi}{\varphi-1}} \left(1 - \frac{1}{\varphi}\right)}{(\chi\varphi)^{\frac{\varphi}{\varphi-1}}} + \beta A_0/P_c$, pode ser vista como uma medida do rendimento.

de juro nominal é zero e o crédito não é usado como meio de pagamento, a taxa de inflação é equivalente a uma taxa de imposto sobre o consumo. Mas quando os agentes decidem usar também o crédito como forma de pagamento o imposto sobre a inflação torna-se mais distorcionário devido a afectar as decisões das famílias em margens adicionais às do imposto sobre o consumo. Podemos escrever $\gamma(p)$ como explicitada na segunda expressão em (6) e como $\varphi > 1$ uma baixa de P_c aumenta necessariamente $\gamma(p)$.

Podemos dizer que:

Resultado 3: Uma diminuição da taxa de inflação, quando compensada por um aumento da taxa de imposto sobre o consumo, melhora a distribuição de bem-estar, quando $E_i = E_j$ ⁵.

Note que a robustez deste resultado, de que uma diminuição da inflação compensada por um aumento do imposto sobre o consumo reduz a desigualdade, não é óbvia quando, mesmo neste ambiente muito simples, a análise não é acompanhada do método apresentado. Vimos que a alteração de política é sentida pelos agentes individuais como uma diminuição do preço efectivo do consumo. Podemos assim garantir que os agentes com níveis positivos de riqueza inicial vão ganhar com a alteração de política por duas razões: primeiro porque o valor inicial da riqueza tem maior valor em unidades de consumo, $\beta A_{j0} / P_c$; e em segundo lugar porque o salário real líquido efectivo também aumenta. Por isso as famílias com riqueza não negativa, incluindo a família representativa, vão beneficiar devido à alteração de política. Não podemos fazer a mesma análise para as famílias com riqueza inicial negativa. Tal como as famílias mais ricas estas últimas beneficiam de um salário líquido real efectivo maior, mas como são devedores o valor efectivo da dívida aumenta. Pareceria que o efeito sobre o bem-estar deste tipo de famílias era indeterminado e, mesmo se positivo, inferior ao efeito sobre o bem-estar das famílias mais ricas. Note contudo que podemos afirmar que o bem-estar das famílias com riqueza inicial negativa vai sempre aumentar, sem que exista outro canal além dos já descritos. Este resultado é descrito como:

Resultado 4: Vemos pelo resultado 3 que uma baixa da inflação compensada por um aumento do imposto sobre o consumo melhora sempre a equidade, e leva por isso a um aumento do rácio $\frac{v_i}{v_r}$, para cada $i, i < r$. Se usarmos o resultado 2 sabemos que o bem-estar do agente representativo, v_r , aumenta, e podemos assim afirmar que para cada i a utilidade aumenta porque v_i aumenta. Assim a mudança de política em análise aumenta o bem-estar para todas as famílias nesta economia, ou seja é um movimento Pareto. Mas os pobres, mesmo os devedores, aumentam mais o bem-estar do que os ricos.

A diminuição da inflação é compensada com uma variação do imposto sobre o rendimento do trabalho

Vamos agora analisar qual a diferença de utilizarmos, em vez do imposto sobre o consumo, o imposto sobre o rendimento do trabalho para compensar a perda de receitas fiscais. Como já vimos esta alteração de política é também eficiente, ou seja utilizando o resultado 2 sabemos que vai aumentar o sa-

(5) Esta não é uma hipótese restritiva porque pode-se demonstrar que o resultado sobre a distribuição do bem-estar é o mesmo quando $E_i < E_j$, visto que a distribuição da riqueza é mais concentrada que a distribuição dos rendimentos do trabalho.

lário real líquido efectivo. Mas a diferença em relação ao caso anterior é que, como agora o imposto sobre o trabalho aumenta, o salário líquido, w diminui. Isto leva-nos a concluir que P_c diminui mais que w .

Devemos usar outra vez a expressão (6), para perceber qual o efeito sobre o bem-estar relativo, e a distribuição. Podemos afirmar que:

Resultado 5: Uma diminuição da inflação compensada por um aumento do imposto sobre o rendimento do trabalho tem um efeito ambíguo sobre a equidade.

Como P_c diminui e w/P_c aumenta o efeito sobre $\gamma(p) = \frac{P_c [w/P_c]^{\frac{\varphi}{\varphi-1}}}{(\chi\varphi)^{\frac{\varphi}{\varphi-1}}} \left(1 - \frac{1}{\varphi}\right)$ não é determinado em geral. Para perceber esta diferença em relação ao resultado anterior podemos pensar que para o agente representativo o imposto sobre o rendimento é equivalente a um imposto sobre o consumo, quando a taxa de juro nominal é zero. Contudo, uma família com riqueza positiva prefere a tributação sobre o trabalho e o contrário ocorre para uma família com riqueza negativa. Por isso a passagem de uma tributação sobre o consumo para uma tributação do rendimento do trabalho aumenta a desigualdade. Como já vimos que a passagem do imposto de inflação para um imposto sobre o consumo diminui a desigualdade, podemos entender porque em geral a passagem de um imposto de inflação para um imposto sobre o rendimento do trabalho tem efeito indeterminado sobre a equidade. Ou seja dependerá dos parâmetros do modelo assim como da distribuição multivariada específica das características das famílias.

2.2. Economias de escala

Depois de analisarmos o caso em que a tecnologia de transacções tinha rendimentos constantes à escala, vamos agora corrigir as propriedades resultantes daquela característica da tecnologia de transacções, de forma a que o modelo consiga replicar a evidência *cross-section* do padrão de pagamentos. Como anteriormente a restrição orçamental estacionária pode ser escrita como:

$$(1 + \tau_c)C_i + wI(m_i, C_i) + Rm_i = wE_iN_i + \beta A_{i0}$$

Vamos supor que a tecnologia de transacções $I(m_i, C_i)$ não é homogénea de grau 1, e que pode ser representada, por exemplo, por:

$$I(m_i, C_i) = k \left(1 - \left(\frac{m_i}{C_i}\right)\right)^2 C_i + \left(1 - \left(\frac{m_i}{C_i}\right)\right) \bar{N}$$

Aqui a principal diferença é a inclusão de um custo que não depende do montante total de transacções, mas unicamente da quota de transacções pagas com crédito. Para uma quota constante temos

um custo fixo. Quando usamos esta tecnologia para determinar como devem ser efectuados os pagamentos, com moeda ou crédito, obtemos que:

$$\left(\frac{m_i}{C_i}\right) = 1 - \frac{R}{2wk} + \frac{\bar{N}}{2kC_i}$$

É imediata a conclusão que para $\bar{N} > 0$ quanto maior for C_i menor será a quota de transacções feita com moeda. Ou seja:

Resultado 6: Quando as tecnologias de transacção são de rendimentos crescentes à escala, $\frac{m_i}{C_i}$ deixa de ser igual para as diferentes famílias. As famílias mais ricas detêm uma quota inferior de moeda para transacções do que as famílias mais pobres.

Esta procura de moeda satisfaz os factos que descrevemos no início do artigo. Os agentes diferem em m/C , em função do montante total de transacções. Existe uma família para a qual $C_s = \frac{w\bar{N}}{R}$ que não utiliza crédito para efectuar transacções. Podemos definir um grupo $C_i < \frac{w\bar{N}}{R}$. Neste grupo é utilizada unicamente moeda para os pagamentos e por isso:

$$1) m_i = C_i i < s.$$

Os outro subconjunto da população, para o qual $C_j > \frac{w\bar{N}}{R}$, decide usar simultaneamente moeda e crédito para os pagamentos. Contudo decidem usar tanto mais crédito quanto maior o montante total de transacções que planeiam efectuar, ou seja quanto mais ricos forem menor será o rácio moeda-riqueza. Para este grupo a procura de moeda é dada por:

$$2) m_j = 1 - \frac{R}{2wk} + \frac{\bar{N}}{2kC_j}, j > s.$$

Podemos por isso escrever a restrição orçamental para cada família como:

$$P_{ci} C_i + w \left(1 - \left(\frac{m_i}{C_i} \right) \right) \bar{N} = wE_i N_i + \beta A_{i0},$$

O preço efectivo do consumo é agora específico para cada família e dado por:

$$P_{ci} = (1 + \tau_c) + R \left(\frac{m_i}{C_i} \right) + wk \left(1 - \left(\frac{m_i}{C_i} \right) \right)^2$$

Podemos ainda verificar que a heterogeneidade deste preço vem unicamente da quota de pagamentos feita com moeda, a qual como referenciada no resultado 6 é agora diferente entre famílias.

Além disso é simples verificar que:

$$\partial \left(\frac{P_j}{\left(\frac{m_j}{C_j} \right)} \right) = R - 2wk \left(1 - \left(\frac{m_j}{C_j} \right) \right) = \frac{w\bar{N}}{C_j} > 0$$

o que implica o resultado seguinte:

Resultado 7: Com economias de escala na tecnologia de transacções existe uma distribuição não degenerada de $\frac{m}{C}$ entre famílias. As famílias mais pobres consomem menos e têm uma quota de moeda maior. Ao decidirem por uma utilização de crédito nula, ou pequena, têm um preço efectivo do consumo superior. Com este tipo de tecnologia a existência de inflação é uma fonte adicional de desigualdade.

Como o objectivo deste artigo é compreender a relação entre inflação e desigualdade este resultado é importante. Explica que, quando o modelo monetário é suficientemente rico para explicar os factos sobre padrões de pagamentos, a mera existência de inflação é uma fonte de maior desigualdade. A existência de custos fixos na utilização de crédito implica que o preço efectivo do consumo é maior para aqueles agentes que não têm vantagem na utilização do crédito. E para os que o utilizam, quanto mais ricos são menor é o preço efectivo do consumo.

A questão que temos que levantar agora é a de como se altera a desigualdade existente quando a taxa de inflação diminui. É fácil de verificar que através deste canal adicional, introduzido através dos rendimentos de escala nas transacções e que se reflecte, como acabámos de ver, em preços efectivos do consumo diferentes para famílias diferentes, a desigualdade vai ser alterada com uma mudança da taxa de inflação.

Podemos ver que o preço relativo do consumo entre famílias depende do nível da inflação. A taxa de inflação, directamente e indirectamente através de m/C , altera o preço efectivo relativo:

$$\frac{d \frac{P_{ci}}{P_{cj}}}{dR} > 0$$

O preço para a família mais pobre é superior ao pago pela família mais rica, i.e., o preço relativo $\frac{P_{ci}}{P_{cj}}$, para $i < j$ é maior que um. Se a inflação aumenta ambas as famílias defrontam um preço superior mas, porque as famílias mais ricas têm uma maior vantagem em substituir moeda por crédito, o preço para a família mais rica aumenta menos do que para a família mais pobre. Assim podemos afirmar que:

Resultado 8: Quando existem economias de escala nas transacções, a inflação actua como um imposto regressivo sobre o consumo. É equivalente a uma taxa de imposto sobre o consumo que é tanto maior quanto mais pobre é a família.

Assim a inflação não é só um canal adicional de desigualdade mas o aumento da taxa de inflação é equivalente a um imposto regressivo. Como estamos a analisar os efeitos de uma diminuição da taxa de inflação podemos concluir que, tudo o resto constante, a baixa da inflação é uma medida de política progressiva. Através do canal adicional discutido nesta secção a baixa da inflação irá reduzir a desigualdade.

Como acima mencionado o problema com este tipo de tecnologias de transacção mais realistas é o perder a simplicidade derivada de poder agregar as decisões dos agentes e de calcular os preços de equilíbrio independentemente da distribuição das características entre as diferentes famílias. Como

dissemos para esta agregação ser possível seria necessário que todas as famílias fossem confrontadas com preços iguais, e acabámos de ver que isto não acontece com rendimentos de escala visto o preço efectivo do consumo ser específico a cada família.

Uma alternativa para prosseguir este trabalho seria a construção, calibragem e cálculo numérico do equilíbrio neste modelo de agentes heterogéneos. Os resultados seriam sempre condicionais na calibragem escolhida, tanto dos parâmetros que comandam as decisões individuais como da distribuição proposta para as características dos agentes. Em vez desta via resolvemos utilizar alguns resultados quantitativos retirados do trabalho de Erosa and Ventura (2002). Estes autores desenvolvem algumas variantes de um modelo de agentes heterogéneos, em que algumas são semelhantes ao modelo que acabámos de descrever. Nos exemplos por eles utilizados o equilíbrio agregado, e os preços de equilíbrio, reagem à política qualitativamente como se tivessem sido calculados através duma economia com agente representativo. Estes autores também mostram que, quando a diminuição de inflação é compensada por um aumento do imposto sobre o rendimento do trabalho, o bem-estar da família mais pobre aumenta mais do que o bem-estar da família mais rica. Utilizando a definição de desigualdade defendida neste artigo isto implica que a baixa da taxa de inflação leva a uma diminuição da desigualdade. Visto este ser o caso onde os resultados não eram robustos, estes cálculos ajudam-nos a afirmar que, num modelo calibrado de forma a replicar factos relacionados com padrões de pagamentos, as forças que levam a uma diminuição da desigualdade dominam as que poderiam levar a um aumento da mesma.

3. CONCLUSÕES

Existe uma forte relação entre inflação e desigualdade, mesmo quando a mudança da taxa de inflação, e da taxa de imposto de inflação associada, não é acompanhada por uma diminuição do montante de gastos públicos a financiar. Quando a perda de receitas da tributação da moeda é substituída por receitas de outros impostos, o imposto específico que é utilizado pode condicionar o efeito sobre a distribuição de bem-estar devida à nova política com menor inflação.

Tomando em conta as raízes da heterogeneidade existente entre as diferentes famílias da economia, que considerámos derivar de diferentes produtividades no trabalho e de diferentes montantes de riqueza inicial, e dada a maior concentração da riqueza versus concentração de rendimentos do trabalho descrita em trabalhos empíricos, o aumento do imposto sobre o rendimento do trabalho é mais negativo para a equidade do que o aumento do imposto sobre o consumo, (ou IVA). Assim a melhor alternativa para compensar a perda de receita fiscal quando a inflação diminui é aumentar o imposto sobre o consumo. O imposto de inflação, quando comparado com o IVA, é pior para a desigualdade por duas razões: primeiro devido ao facto de aumentar mais o preço do consumo, o que prejudica mais os pobres; e segundo visto aumentar mais este preço para os pobres do que para os ricos. O imposto de inflação é um imposto pior para a desigualdade quando comparado com um imposto linear sobre o consumo. Em ambientes mais realistas, em que a inflação é equivalente a uma taxa regressiva sobre o consumo, este efeito negativo sobre a desigualdade é amplificado.

Podemos assim concluir que uma diminuição da taxa de inflação, além de melhorar o bem-estar agregado, leva a uma melhoria da equidade. Isto significa que as famílias na cauda inferior da distribuição de bem-estar têm uma alta probabilidade de aumentar o bem-estar devido à baixa da inflação.

REFERÊNCIAS

- Albanesi, S., (2007), "Inflation and Inequality", *Journal of Monetary Economics*, 54, 1088-114.
- Correia, I., (1999), "On the Efficiency and Equity Trade-off", *Journal of Monetary Economics*, 581-603.
- Correia, I. and P. Teles, (1996), "Is the Friedman Rule optimal when money is an intermediate good?" *Journal of Monetary Economics*, 38.
- Easterly, W. and S. Fisher, (2001), "Inflation and the Poor", *Journal of Money, Credit and Banking*, 1, 159-178.
- Erosa, A. and G. Ventura, (2002), "On inflation as a regressive consumption tax", *Journal of Monetary Economics*, 49 (4), pp. 761—795.

DINÂMICA DE SALÁRIOS E PREÇOS NOS ESTADOS UNIDOS E NA ÁREA DO EURO*

Rita Duarte**

Carlos Robalo Marques**

1. INTRODUÇÃO

A existência de rigidez de salários e preços é amplamente reconhecida como uma questão crucial para macroeconomia, em particular para a definição da política monetária. Em termos teóricos, a literatura recente – dos quais se destacam Erceg *et al.* (2000), Christiano *et al.* (2005), Levin *et al.* (2005) e Blanchard e Galí (2007) – tem reafirmado a importância da rigidez de preços e salários na reacção da economia em resposta a diferentes choques. Na literatura empírica, existe actualmente um grande volume de evidência sobre a existência de rigidez de preços ao nível das empresas. Estudos que documentam este tipo de rigidez nominal incluem, entre muitos outros, Bils e Klenow (2004), Klenow e Kryvtsov (2008) e Nakamura e Steinson (2008) que analisam o comportamento dos preços no consumidor nos Estados Unidos e Dhyne *et al.* (2006), Fabiani *et al.* (2006) e Vermeulen *et al.* (2007) que fazem uma síntese dos estudos efectuados para os países da área do euro¹. A evidência empírica para os salários nominais não é tão vasta como para os preços, mas recentemente Druant *et al.* (2009) documentaram a existência de uma rigidez de salários significativa nos países da área do euro.

No mundo real, a existência de rigidez de preços e de salários nominais deverá traduzir-se em respostas persistentes destas variáveis aos choques que atingem a economia. Neste contexto, o objectivo deste artigo é investigar o comportamento dinâmico dos salários e preços nos Estados Unidos (EUA) e na área do euro (AE), com especial destaque para a persistência dos salários reais e da variação de salários nominais e de preços. A partir de um modelo teórico onde os salários são determinados através de um processo de negociação e os preços são definidos por empresas num quadro de concorrência imperfeita, estima-se um modelo autoregressivo vectorial estrutural de correcção do erro (SVECM) para os salários nominais, os preços no consumidor, a taxa de desemprego, a produtividade do trabalho e os preços de importação, que permite uma distinção entre choques permanentes e transitórios (ver King *et al.* (1991) e Jacobson *et al.* (1997)). Os três choques permanentes, denominados de choques de preços de importação, de desemprego e tecnológico ou de produtividade são identificados usando as propriedades do modelo teórico, bem como as propriedades de cointegração do sistema. Através da observação das respostas a impulso do modelo, analisam-se as principais

* Os autores agradecem os comentários e sugestões de Nuno Alves, Gabriel Fagan, Ana Cristina Leal, José Ferreira Machado, João Sousa e dos participantes na Wage Dynamics Network. As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade dos autores, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros e omissões são da exclusiva responsabilidade dos autores.

** Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

(1) Para uma síntese da evidência disponível para Portugal ver Dias *et al.* (2004) e Martins (2005).

características da reacção dos salários e preços a estes choques e avalia-se a persistência de curto e longo prazo dos salários reais e da variação de salários nominais e preços.

O resto do artigo está organizado da seguinte forma. A Secção 2 descreve um modelo teórico simples que é usado para identificar as equações de longo prazo de salários e preços e os choques estruturais permanentes. A Secção 3 apresenta a estimação e identificação das equações de longo prazo de salários e de preços. Na Secção 4 procede-se à identificação dos choques estruturais e à análise da resposta dos salários e preços a esses choques, incluindo algumas medidas de persistência de curto e longo prazo. As potenciais explicações para as principais diferenças nas respostas a impulso dos choques nos EUA e na AE são analisadas na Secção 5 e a Secção 6 apresenta as principais conclusões.

2. MODELO MACROECONÓMICO PARA SALÁRIOS E PREÇOS NUMA ECONOMIA ABERTA

O modelo inclui uma função de produção, uma equação de determinação de salários, uma equação que descreve o processo de formação de preços, uma equação para a taxa de desemprego e outra para os preços de importação em moeda nacional. As equações contêm o mínimo de dinâmica de forma a simplificar a discussão sobre as propriedades de longo prazo do modelo.

Assume-se que a produção na economia é descrita por uma função *Cobb-Douglas* com rendimentos constantes à escala (onde as letras minúsculas representam logaritmos):

$$y - e = \eta + (1 - \gamma)(k - e) \quad (1)$$

onde y designa o produto, e representa o emprego, k é o *stock* de capital, γ é a elasticidade do produto relativamente ao trabalho e η uma variável tecnológica estocástica. Esta função de produção pode ser simplificada e reescrita da seguinte forma:

$$h = y - e = \xi_h \quad (2)$$

onde h representa a produtividade do trabalho e ξ_h uma tendência tecnológica estocástica (progresso técnico e acumulação de capital) que desloca a produtividade no longo prazo. Assume-se que a tecnologia é exógena e segue um passeio aleatório estocástico, *i.e.*, $\xi_h = \xi_{h-1} + \phi_h$ onde ϕ_h é uma inovação tecnológica pura.

No que respeita à formação dos salários, assume-se que estes são determinados num processo de negociação entre empresas e trabalhadores. Este tipo de modelos prevê que a solução negociada dependerá do salário real no produtor e da produtividade do lado das empresas, e do salário real no consumidor do lado dos trabalhadores². Uma representação log-linearizada da equação de salários correspondente à solução deste tipo de modelos pode ser escrita como:

(2) Para uma exposição mais detalhada sobre o modelo de salários e preços ver, por exemplo, Layard *et al.* (1991), Lindbeck (1993) ou Bardsen *et al.* (2005).

$$w - q = c_1 + \mu(p - q) + \delta h - \theta u, \quad 0 \leq \mu, \delta \leq 1, \theta \geq 0, \quad (3)$$

onde w é o salário nominal, q representa o nível de preços no produtor, p os preços no consumidor e u a taxa de desemprego.

De acordo com a equação (3), o salário real na óptica das empresas (salário real no produtor) é afetado por $(p - q)$, h e u . O preço relativo $(p - q)$ mede a diferença entre o salário real no produtor e no consumidor e tem um papel importante nos modelos teóricos de negociação salarial. O respectivo coeficiente, μ , pode ser interpretado como uma medida de resistência do salário real, que depende da capacidade dos trabalhadores de obter salários mais elevados para compensar alterações exógenas no seu poder de compra (devido, por exemplo, a aumentos dos preços no consumidor associados a alterações na tributação indirecta). A equação (3) implica também que um aumento na produtividade do trabalho, h , deverá traduzir-se num aumento do salário real, uma vez que o aumento dos lucros das empresas associados a uma maior produtividade torna mais provável a aceitação de reivindicações de salários mais elevados por parte dos empregados ou dos seus representantes. A taxa de desemprego, u , representa o grau de aperto no mercado de trabalho que influencia o resultado do processo de negociação salarial através do poder relativo das organizações patronais e de trabalhadores.

Para o processo de formação de preços, assume-se uma economia de concorrência imperfeita onde os produtores fixam os seus preços, q , como uma margem (*mark up*) sobre os custos marginais. Num contexto de rendimentos constantes à escala, os custos marginais são constantes e, portanto, os preços são determinados como uma margem, m , sobre os custos unitários de trabalho:

$$q = m + (w - h). \quad (4)$$

A margem não é necessariamente constante e, numa economia aberta, poderá ser uma função do nível de competitividade internacional (ver Layard *et al.* (1991)). Neste artigo, assume-se que a margem pode ser escrita da seguinte forma:

$$m = c_2 + \lambda(z - q), \quad c_2, \lambda \geq 0, \quad (5)$$

onde z representa os preços de importação medidos em moeda nacional e λ reflecte a exposição das empresas domésticas à concorrência internacional. Assim, quanto menor for λ , menor será a transmissão de choques de preços externos ou de taxa de câmbio aos preços de produção internos.

Se assumirmos adicionalmente que os preços no consumidor são uma média ponderada dos preços no produtor e dos preços de importação:

$$p = (1 - \rho)q + \rho z, \quad 0 < \rho < 1, \quad (6)$$

podemos resolver o modelo em ordem aos salários e aos preços no consumidor e obter as seguintes equações de longo prazo (ignorando as constantes para simplificar):

$$w = (1 + \alpha)p - \alpha z + \delta h - \theta u + \tau_w, \quad (7)$$

$$p = \beta(w - h) + (1 - \beta)z + \tau_p, \quad (8)$$

onde $\alpha = \rho(1 - \mu)/(1 - \rho)$ e $\beta = (1 - \rho)/(1 + \lambda)$.

A partir da equação de preços, observa-se que existem dois canais através dos quais choques de preços externos e de taxa de câmbio podem afectar os preços no consumidor. Em primeiro lugar, existe uma canal directo através dos preços de importação dado por ρ . Em segundo lugar, um aumento dos preços de importação reduz a competitividade das empresas estrangeiras, permitindo aos produtores nacionais aumentar a margem sobre os custos marginais e, conseqüentemente, o preço dos seus produtos.

As equações (7) e (8) descrevem o equilíbrio de longo prazo para salários e preços, o qual não tem necessariamente de ser atingido por trabalhadores e empresas num período específico. Neste contexto, e assumindo que estas duas relações são estacionárias, as variáveis estocásticas τ_w e τ_p podem ser interpretadas como choques exógenos de salários e preços que seguem processos estocásticos estacionários, *i.e.*, $\tau_i = \sigma_i \tau_{i-1} + \varepsilon_i$, $0 \leq \sigma_i < 1$, ($i = w, \dots, p$).

A taxa de desemprego é, por hipótese, o resultado da diferença entre a oferta e procura de trabalho, o que significa que, no longo prazo, esta poderá ser afectada pelo salário real ($w - p$) e pela produtividade, h :

$$u = \pi_1(w - p) + \pi_2 h + \xi_u, \quad (9)$$

onde ξ_u é uma variável estocástica exógena. A equação (9), sendo uma equação de forma reduzida, implica que ξ_u é uma combinação de choques de oferta e procura de trabalho.

Por último, assume-se que os preços de importação em moeda nacional dependem da taxa de desemprego e da produtividade:

$$z = \gamma_1 u + \gamma_2 h + \xi_z \quad (10)$$

Deste modo, admite-se a possibilidade de os choques de desemprego e tecnológico terem efeitos de longo prazo sobre os preços de importação através de alterações dos preços de importação medidos em moeda estrangeira e/ou de variações cambiais.

As variáveis estocásticas ξ_u e ξ_z serão variáveis estacionárias se as equações (9) e (10) forem relações de cointegração e, nesse caso, devem ser interpretadas como choques estacionários. Na ausência de cointegração, assume-se que estas variáveis seguem passeios aleatórios, *i.e.*, $\xi_u = \xi_{u-1} + \phi_u$ e $\xi_z = \xi_{z-1} + \phi_z$ onde ϕ_u e ϕ_z são choques exógenos puros de desemprego e de preços de importação, respectivamente.

Resumindo, o modelo teórico expresso em função das variáveis consideradas na análise empírica é constituído pelas equações (2), (7), (8), (9) e (10).

3. ANÁLISE ECONOMETRICA

Para estimar o modelo acima descrito usaram-se dados trimestrais ajustados de sazonalidade para o período 1993T1-2007T4 no caso dos EUA e 1989T1-2007T4 no caso da AE. Os salários (w) referem-se às remunerações por empregado para o total da economia, enquanto a produtividade do trabalho (h) é medida pelo PIB real por empregado. Os preços no consumidor (p) são medidos pelo Índice de Preços no Consumidor nos EUA e pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor na AE. Os preços de importação (z) referem-se aos índices de preços de importações de mercadorias (importações extra-área do euro no caso da AE)³.

No Gráfico 1 apresentam-se os níveis das cinco variáveis em logaritmos, bem como os salários reais, o peso do rendimento do trabalho no produto (*labour share*) e os custos unitários de trabalho para os EUA e a AE no período comum de 1993T1 a 2007T4. Como se pode observar no gráfico, nos EUA, os salários reais reduziram-se até 1997, aumentando posteriormente a um ritmo claramente superior ao observado na AE, onde os salários reais parecem ter estabilizado após 2003. O peso do rendimento do trabalho no produto também exibe um comportamento distinto em ambas as economias, sendo caracterizado por uma tendência claramente descendente no caso da AE e por uma estabilização nos EUA após 1997. Um aspecto importante a ter em atenção é que esta variável não parece exibir um comportamento estacionário em nenhuma das duas economias. Para efeitos do resto da análise deste artigo, assume-se que w , p , h , z e u são todas variáveis integradas de ordem um⁴.

O modelo empírico estimado consiste num modelo autoregressivo vectorial (VAR) nas variáveis w , p , u , h , e z com três defasamentos e um termo constante irrestrito⁵. De acordo com o modelo teórico descrito na Secção 2, deverão existir duas relações estacionárias ou, por outras palavras, dois vectores de cointegração: um correspondente à equação de salários e outro à equação de preços. Dados os resultados dos testes de cointegração, a hipótese de existência de dois vectores de cointegração surge como a escolha natural tanto para os EUA como para a AE, na medida em que concilia a evidência empírica com as características teóricas do modelo. O passo seguinte consiste na identificação das equações de longo prazo de salários e preços. Em geral, a identificação obtém-se através na imposição de restrições sobre os coeficientes estimados baseadas nas restrições sobre os parâmetros do modelo teórico. Contudo, neste caso, estas não são suficientes, uma vez que a equação de salários não é de facto identificada. Para ultrapassar este problema, temos que impor a restrição adicional $\alpha = 0$ na equação (7), o que significa que a variável preço das importações sai da equação de

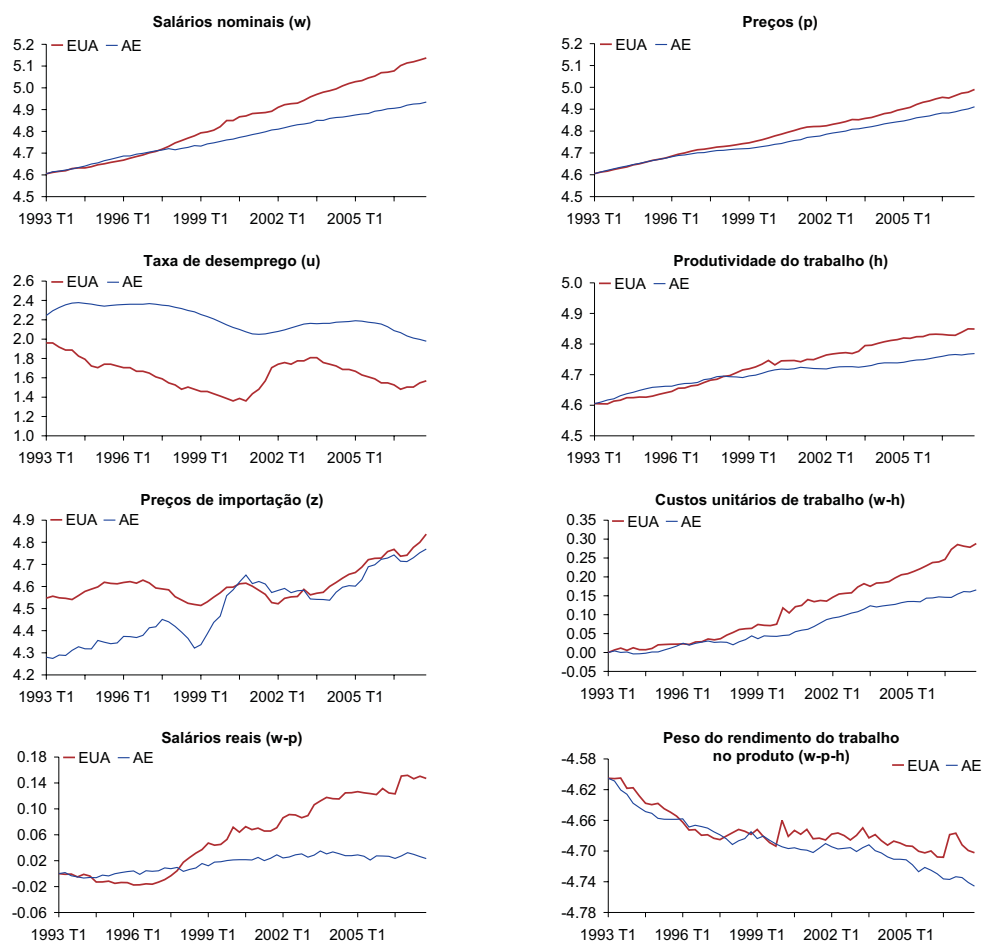
(3) As séries para os EUA são do *Department of Labour* (taxa de desemprego e preços) e do *Department of Commerce* (dados de contas nacionais). As séries da AE foram retiradas da base de dados do *Eurostat*, com excepção das remunerações por empregado cuja fonte é o Banco Central Europeu. Para o período anterior a meados da década de 90, as séries foram retropoladas com base nos dados do *Area Wide Model* (ver Fagan *et al.*, 2001) e em dados históricos de comércio extra-área do euro do *Eurostat*.

(4) Para mais detalhes sobre a análise econométrica, nomeadamente para uma discussão dos resultados dos testes de raiz unitária e de cointegração, ver Duarte e Marques (2009).

(5) No caso dos EUA, o modelo inclui igualmente a variação trimestral do preço do petróleo desfasada um período como uma variável exógena estacionária. Adicionalmente, inclui-se também algumas variáveis *dummy* para captar *outliers* nos resíduos de algumas equações do modelo para cada uma das economias.

Gráfico 1

OS DADOS EM LOGARITMOS



Fontes: BCE, Eurostat, US Department of Labour e US Department of Commerce.

Nota: Com excepção da taxa de desemprego e dos preços de importação, as séries originais foram transformadas num índice com base em 1993T1 em ambas as economias.

salários. Nestas condições é possível demonstrar que o sistema se torna sobre-identificado com três restrições de sobre identificação passíveis de serem testadas.

Impondo as três restrições de sobre-identificação em conjunto com as restrições adicionais de nulidade do coeficiente da produtividade na equação de salários ($\delta = 0$) e as resultantes da propriedade de exogeneidade fraca da taxa de desemprego, da produtividade e do preço das importações (as quais não são rejeitadas pelos dados), as equações de longo prazo estimadas para os salários e preços na AE são as seguintes (com desvios-padrão assintóticos dos erros entre parêntesis):

$$w = p - \frac{0.157u}{(0.023)} \tag{11}$$

$$p = \frac{0.626(w - h)}{(0.045)} + \frac{0.374z}{(0.045)} \tag{12}$$

No caso dos EUA, as três restrições de sobre-identificação sobre os dois vectores cointegrantes não são aceites como um todo, uma vez que a restrição de simetria dos coeficientes dos salários e da pro-

atividade na equação de preços é claramente rejeitada pelos dados. Quando se estima o modelo impondo as restantes duas restrições de sobre-identificação, bem como a restrição de $\delta = 1$ (que não é rejeitada pelos dados), obtêm-se as seguintes duas equações de longo prazo estimadas para salários e preços nos EUA:

$$w = p + h - \frac{0.327u}{(0.065)} \quad (13)$$

$$p = \frac{0.872w}{(0.042)} - \frac{0.480h}{(0.073)} + \frac{0.128z}{(0.042)} \quad (14)$$

Neste ponto, é pertinente tecer alguns comentários sobre as equações estimadas para salários e preços no longo prazo. O facto de $\delta = 0$ na equação de salários para a AE reflecte, provavelmente, a tendência decrescente do peso do rendimento do trabalho no produto, o que significa que, no período amostral, os salários não conseguiram captar uma fracção significativa dos ganhos de produtividade. Em contraste, nos EUA, o coeficiente da produtividade não é estatisticamente diferente de um, o que implica que, no longo prazo, os salários absorvem completamente os ganhos de produtividade. Tal como se verá mais adiante, estes resultados explicam o facto de os choques tecnológicos terem implicações distintas para os salários reais nas duas economias. Importa ainda salientar que o coeficiente da taxa de desemprego na equação de salários para os EUA é significativamente mais elevado do que o estimado para a AE. Este resultado sugere uma maior flexibilidade na resposta dos salários a choques de desemprego nos EUA, em linha com a convicção de que existe um menor grau de protecção do emprego nesta economia relativamente à AE.

No que respeita aos preços, ambas as equações incluem a restrição de que a soma dos coeficientes dos salários e preços de importação seja igual a um, mas, em contraste com a AE, a equação de preços para os EUA não inclui os custos unitários de trabalho como uma variável relevante, uma vez que o coeficiente da produtividade é menor (em valor absoluto) que o estimado para os salários. Este resultado implica que nem todos os ganhos de produtividade se reflectem em preços mais baixos no longo prazo, o que poderá sugerir que a hipótese de rendimentos constantes à escala não é totalmente consistente com os dados dos EUA. Outra característica que distingue as equações de preços para as duas economias é o coeficiente estimado para o preço das importações, o qual é significativamente mais elevado no caso da AE.

4. DINÂMICA DE SALÁRIOS E PREÇOS

Nesta secção procede-se à análise da reacção das variáveis do modelo a choques específicos que atingem as duas economias. Num primeiro passo, discute-se brevemente a identificação dos choques estruturais com base no modelo teórico e nos resultados empíricos dos testes de cointegração da secção anterior. Em seguida, analisam-se as funções de resposta a impulso dos choques estruturais, com uma ênfase especial na sua persistência.

4.1. Identificação dos choques estruturais

A existência de dois vectores cointegrantes num sistema com cinco variáveis implica que deverão existir três choques estruturais com efeitos permanentes e dois choques estruturais com efeitos transitórios. De acordo com o modelo teórico, os choques permanentes podem ser designados de choques de preços de importação, de desemprego e tecnológicos ou de produtividade, enquanto os choques transitórios podem ser denominados de choques de salários e de preços. A interpretação destes dois últimos choques não é tão intuitiva como a dos choques permanentes, na medida em que na sua origem poderão estar fontes distintas com diferentes implicações para a resposta das variáveis do modelo. Neste contexto, a discussão abaixo centrar-se-á nas respostas aos três choques permanentes.

O choque permanente de preços de importação é definido como o choque que tem um impacto nulo sobre o desemprego e a produtividade no longo prazo. Este tipo de choque poderá resultar de uma variação inesperada nos preços externos dos bens importados ou na taxa de câmbio nominal. O choque permanente de desemprego é identificado pela condição de ter um impacto nulo sobre a produtividade no longo prazo e é interpretado como um choque resultante de uma variação inesperada da oferta ou da procura de trabalho. Finalmente, o choque tecnológico permanente poderá ter efeitos de longo prazo sobre todas as variáveis do sistema, podendo ser visto como o resultado do progresso tecnológico e da acumulação de capital que deslocam a produtividade no longo prazo⁶.

4.2. Respostas a impulso

As respostas a impulso das variáveis do modelo e dos salários reais aos choques permanentes são apresentadas nos Gráficos 2 a 4⁷. De forma a avaliar a velocidade a que os salários e preços convergem para o novo equilíbrio de longo prazo, calcularam-se duas medidas de persistência definidas como a proporção do desequilíbrio total dissipado nos dois anos imediatamente após o choque e o número de períodos necessários para que 99 por cento do desequilíbrio total tenha desaparecido (Quadro 1). A primeira medida poderá ser interpretada como uma forma simples de quantificar a velocidade de resposta no curto prazo e, por essa razão, é denominada de persistência de curto prazo, enquanto a segunda medida pretende avaliar a persistência de longo prazo. Quando a velocidade de resposta varia ao longo do período de convergência, será necessário olhar para estas duas medidas em simultâneo para uma melhor caracterização do processo de ajustamento. Embora, em alguns casos, as respostas a impulso e as próprias medidas de persistência tenham implícito um grau relativamente elevado de incerteza, é possível, ainda assim, retirar algumas conclusões sobre a forma como as economias dos EUA e da AE reagem a diferentes choques.

(6) Note-se que este tipo de identificação é consistente com as restrições implícitas num vasto leque de modelos onde apenas os choques tecnológicos têm um efeito permanente sobre a produtividade (ver, por exemplo, Galí (1999)).

(7) As funções de respostas a impulso das cinco variáveis originais do modelo são apresentadas com intervalos de confiança a um nível de significância de 80 por cento. Note-se que as respostas a impulso reflectem o impacto de um choque unitário na inovação correspondente.

Quadro 1

	Δw		Δp		$w - p$	
	EUA	AE	EUA	AE	EUA	AE
<i>Percentagem do desequilíbrio total dissipado após 8 trimestres</i>						
Choque permanente de preços de importação	0.80	0.42	0.80	0.55	0.28	0.60
Choque permanente de desemprego	0.58	0.25	0.65	0.40	0.50	0.64
Choque permanente tecnológico	0.54	0.63	0.58	0.64	0.55	0.44
<i>Número de trimestres necessários para que 99 por cento do desequilíbrio se dissipe</i>						
Choque permanente de preços de importação	42	44	40	43	43	40
Choque permanente de desemprego	41	48	37	47	35	41
Choque permanente tecnológico	39	42	35	42	41	47

Fonte: Cálculos dos autores.

Choque permanente de preços de importação

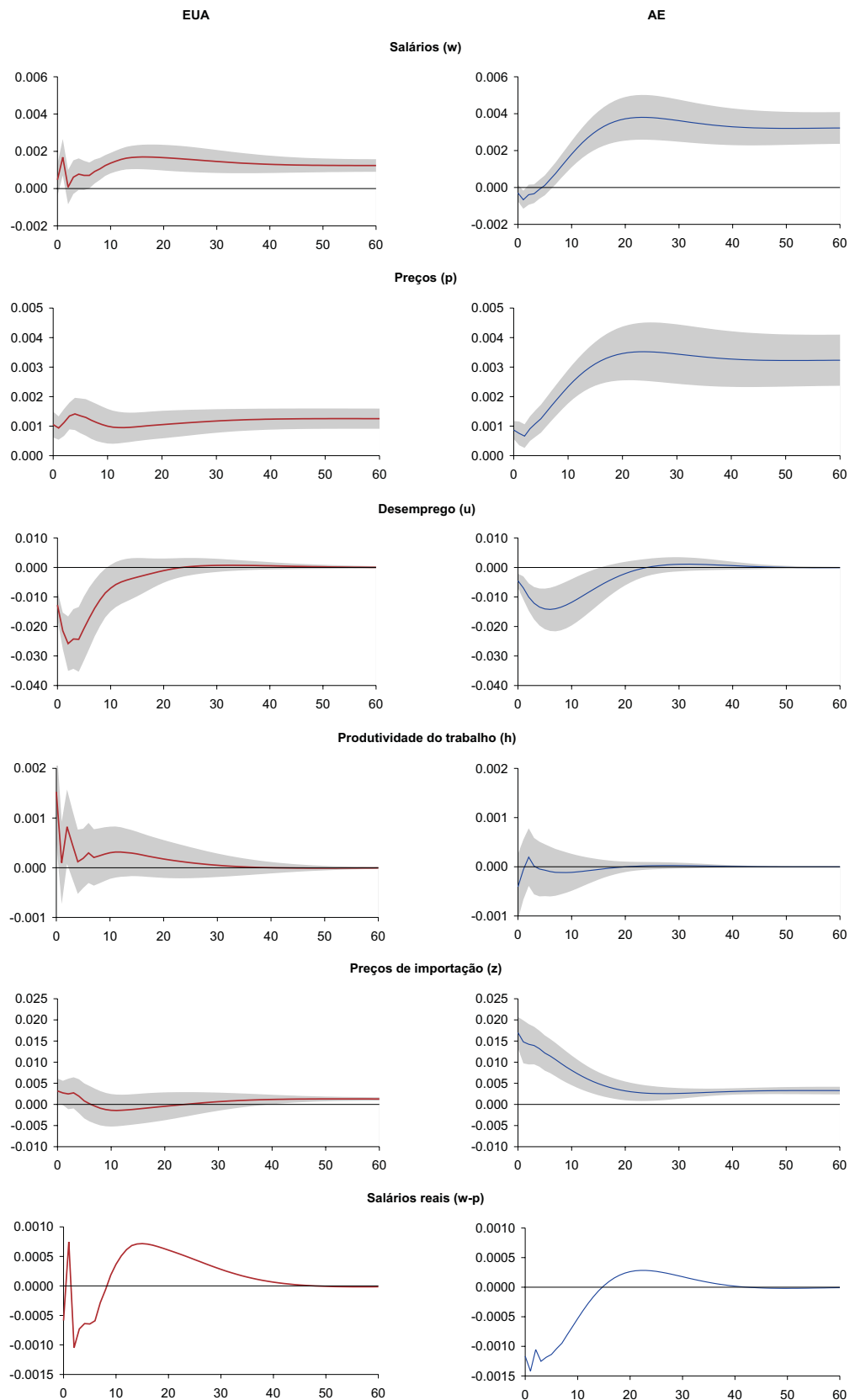
O Gráfico 2 ilustra as respostas a impulso de um choque positivo permanente nos preços de importação nos EUA e na AE. Tal como esperado, dada a propriedade de homogeneidade nominal de longo prazo do modelo, este choque traduz-se num aumento dos salários nominais e dos preços da mesma magnitude. Como resultado, os salários reais permanecem inalterados no longo prazo. Importa salientar que o choque nos preços de importação tem um impacto maior nos preços (e nos salários) na AE do que nos EUA, em linha com os parâmetros estimados das equações de longo prazo, os quais reflectem o grau de abertura relativo das duas economias.

Como também poderia ser esperado, os preços aumentam mais rapidamente do que salários nominais no curto prazo, traduzindo-se numa diminuição dos salários reais nos primeiros dois anos nos EUA e nos três primeiros anos na AE. Adicionalmente, o ajustamento dos salários reais exhibe uma resposta muito persistente a este tipo de choque em ambas economias, em particular nos EUA. As medidas apresentadas no Quadro 1 confirmam que os salários reais são claramente mais persistentes nos EUA do que na AE, sobretudo no curto prazo. De facto, nos primeiros dois anos após o choque, a proporção do desequilíbrio já dissipado é inferior a 30 por cento nos EUA, o que compara com 60 por cento na AE. No longo prazo, a diferença entre o número de períodos necessários para que 99 por cento do desequilíbrio total tenha desaparecido não é tão significativa. O processo de ajustamento dos salários reais demora aproximadamente 11 anos nos EUA face a 10 anos na AE.

No caso da variação dos preços (medida pela primeira diferença do logaritmo dos preços no consumidor), o impacto máximo ocorre quase simultaneamente em ambas as economias. A variação dos salários nos EUA exhibe igualmente uma resposta forte no curto prazo, enquanto o impacto máximo sobre esta variável na AE ocorre apenas após 10 trimestres. No que respeita à persistência de curto

Gráfico 2

RESPOSTAS A IMPULSO DE UM CHOQUE PERMANENTE DE PREÇOS DE IMPORTAÇÃO



Fonte: Cálculos dos autores.

prazo, a inflação medida quer pela variação de preços, quer pela variação dos salários exibe uma resposta mais lenta na AE. Após os dois primeiros anos, apenas 42 e 55 por cento do total de desequilíbrio da variação de salários e preços se dissiparam na AE, face a 80 por cento nos EUA. Em horizontes mais longos, a diferença entre as duas economias reduz-se parcialmente, mas o número de períodos necessários à dissipação de 99 por cento do desequilíbrio total da variação de preços e salários na AE permanece ainda ligeiramente acima do observado para os EUA (cerca de 11 e 10 anos, respectivamente).

Choque permanente de desemprego

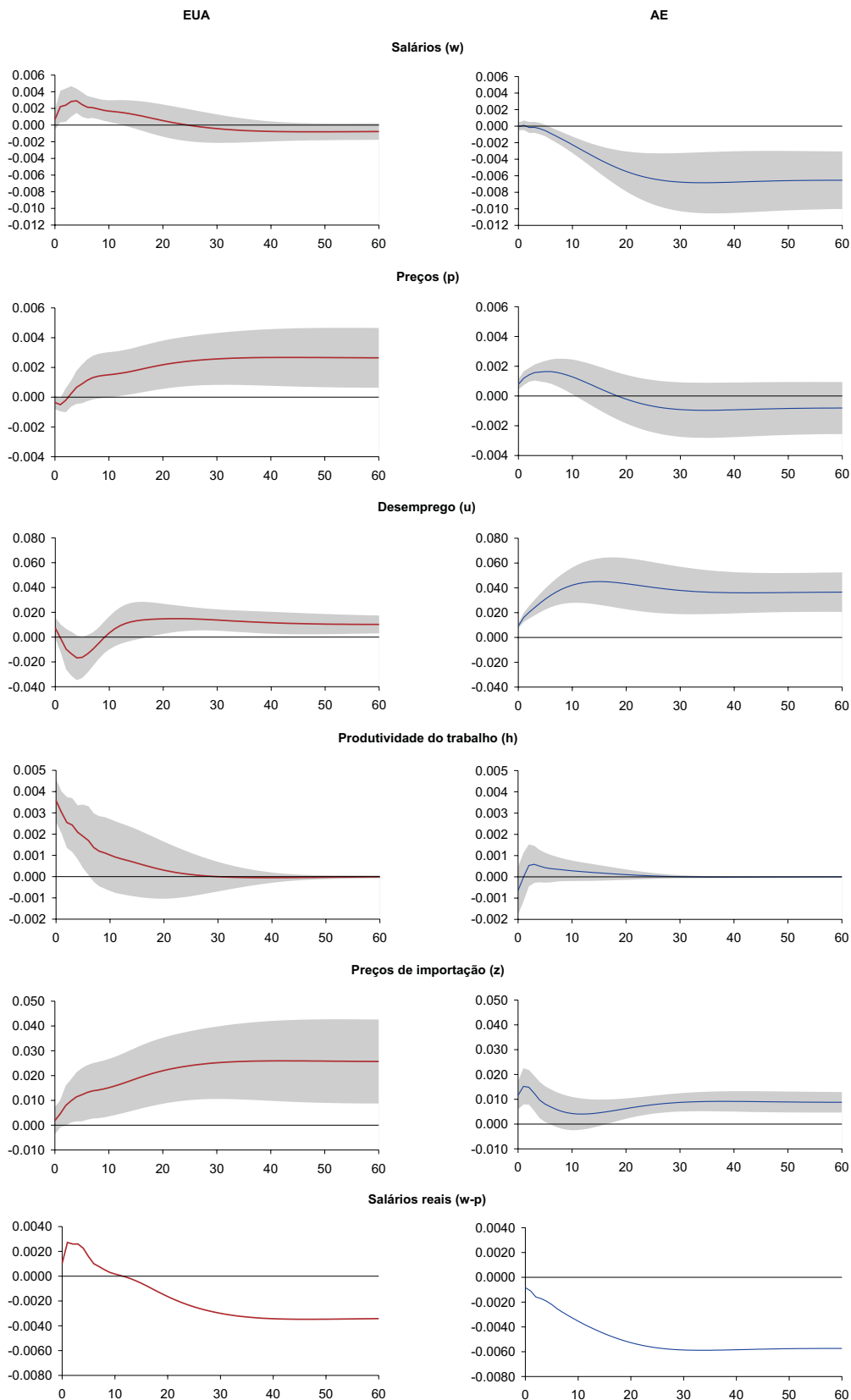
No Gráfico 3 apresentam-se as respostas a impulso de um choque positivo permanente na taxa de desemprego. Este choque traduz-se numa diminuição permanente dos salários reais mais acentuada na AE do que nos EUA, o que decorre essencialmente do facto os salários nominais diminuir na AE, mas permanecerem praticamente inalterados nos EUA. A explicação para este resultado prende-se com a resposta dos preços de importação e da própria taxa de desemprego. Esta última aumenta de forma mais pronunciada na AE que nos EUA, reflectindo, eventualmente, uma maior rigidez institucional do mercado de trabalho europeu. Os preços de importação, embora aumentem permanentemente no longo prazo em ambas as economias (porventura na sequência de uma depreciação cambial induzida pelo aumento de desemprego), apresentam uma reacção mais forte nos EUA, possivelmente associada a uma maior sensibilidade do dólar às condições económicas internas. Como consequência, os preços sobem mais acentuadamente nos EUA que na AE, compensando parcialmente o impacto do aumento da taxa de desemprego sobre os salários no longo prazo.

No curto prazo, assiste-se a um aumento temporário da produtividade e a uma diminuição da taxa de desemprego nos EUA, o que se traduz num aumento dos salários nominais. Dado o desfasamento na resposta dos preços, os salários reais aumentam no primeiro ano após o choque, exibindo posteriormente uma tendência descendente. Em contraste, o comportamento de curto prazo dos salários reais na AE caracteriza-se por uma diminuição imediatamente após o choque, reflectindo o aumento dos preços no consumidor. Por esta razão, os salários reais ajustam de uma forma ligeiramente mais rápida no curto prazo na AE em comparação com os EUA (a proporção do desequilíbrio dissipada após dois anos é de 64 e 50 por cento, respectivamente). No entanto, no longo prazo, o ajustamento dos salários reais ocorre um pouco mais rápido nos EUA que na AE (cerca de 9 anos nos EUA e aproximadamente 10 anos na AE).

No que respeita à variação de salários e preços, ambas as variáveis apresentam uma maior persistência na AE que nos EUA, em particular nos horizontes mais longos. O processo de ajustamento completo leva aproximadamente 9 a 10 anos nos EUA, face a cerca de 12 anos na AE.

Gráfico 3

RESPOSTAS A IMPULSO DE UM CHOQUE PERMANENTE DE DESEMPREGO



Fonte: Cálculos dos autores.

Choque tecnológico permanente

De acordo com as equações de longo prazo estimadas na Secção 3, os ganhos de produtividade são completamente absorvidos pelos salários nominais nos EUA, em contraste com a AE onde as alterações na produtividade não têm um impacto directo sobre os salários nominais no longo prazo (*i.e.*, $\delta = 1$ na equação (7) no caso dos EUA, mas $\delta = 0$ no caso da AE). Deste modo, é de esperar que os efeitos de um choque tecnológico sejam significativamente diferentes nas duas economias. Como se pode observar no Gráfico 4, este parece ser efectivamente o caso, em particular no que respeita à resposta dos preços e dos salários reais. A resposta dos salários nominais é semelhante em ambas as economias, embora seja ligeiramente mais acentuada no caso dos EUA, em linha com equação de longo prazo estimada para os salários. No que respeita aos preços, um choque tecnológico permanente origina uma redução permanente dos preços de importação nos EUA que se traduz numa redução do nível de preços do consumidor no longo prazo. Na AE, observa-se um aumento permanente no nível de equilíbrio dos preços devido a uma resposta positiva dos preços de importação⁸. Como resultado, os salários reais aumentam mais significativamente nos EUA que na AE.

Em linha com o comportamento dos salários nominais e dos preços no consumidor, o choque tecnológico tem um impacto positivo temporário sobre a variação de salários em ambas as economias, mas gera uma reacção simétrica da inflação medida pela variação dos preços no consumidor (uma diminuição nos EUA e uma aumento na AE). A persistência de curto prazo da variação de salários e preços é ligeiramente mais baixa na AE, mas o ajustamento de longo prazo é um pouco mais lento que nos EUA (entre 10 e 11 anos na AE e entre 8 e 10 anos nos EUA). Os salários reais são mais persistentes na AE do que nos EUA tanto no curto como no longo prazo (o ajustamento total demora aproximadamente 12 anos na AE, o que compara com 10 anos nos EUA).

5. ANÁLISE DAS PRINCIPAIS DIFERENÇAS ENTRE OS EUA E A AE

Os resultados apresentados na secção anterior sugerem que a variação de preços e salários é menos persistente nos EUA que na AE face aos três choques permanentes. Nesta secção procura-se investigar em que medida este resultado decorre da utilização de diferentes períodos amostrais e/ou de diferentes especificações do modelo ou da existência de diferenças estruturais entre as duas economias.

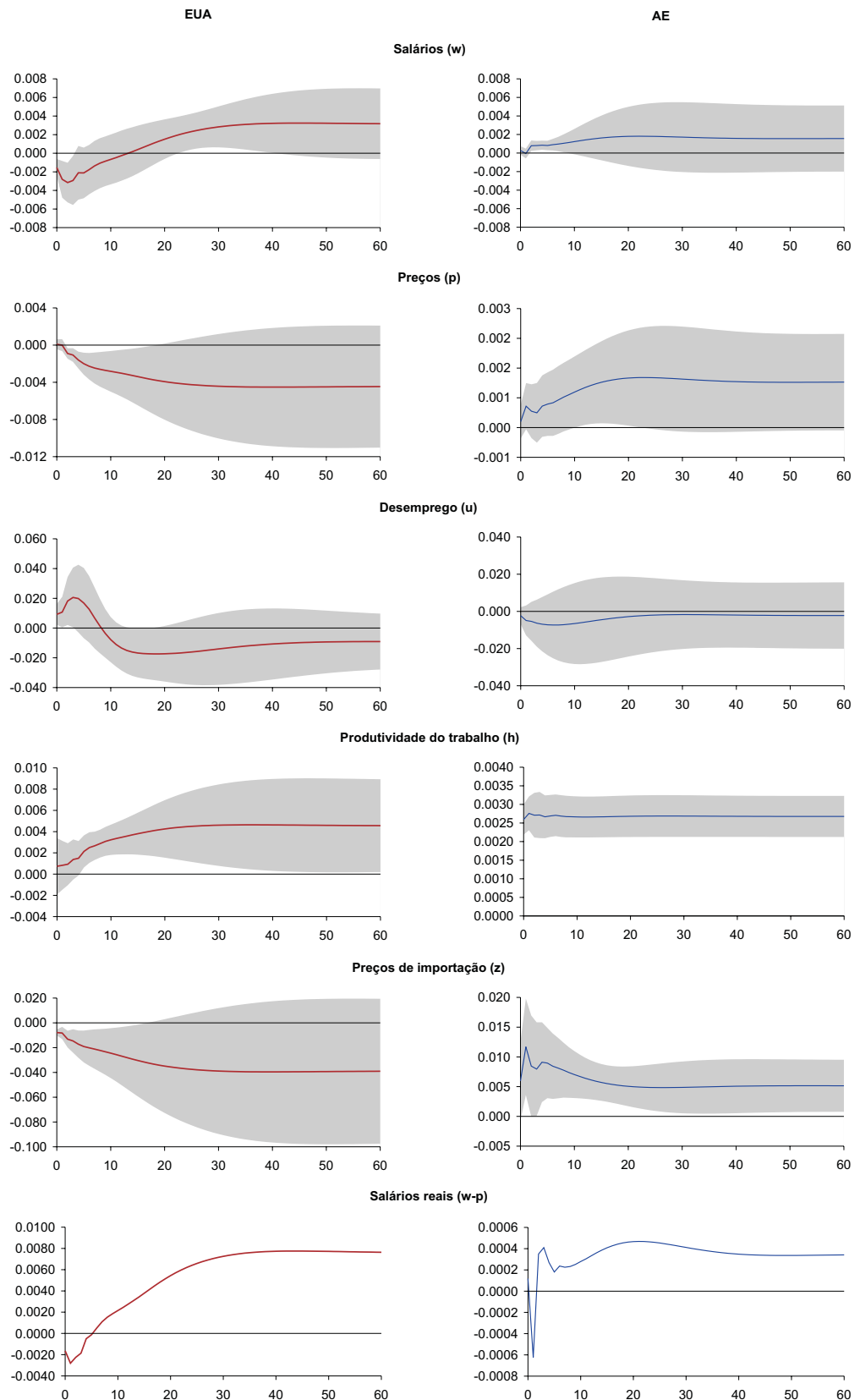
Para este efeito, estima-se um modelo para a AE estritamente comparável ao dos EUA no que respeita à especificação e ao período utilizado⁹. As principais características das respostas aos choques permanentes obtidas com este modelo não apresentam diferenças significativas face ao apresentado nos Gráficos 2 a 4 e as conclusões da Secção 4 sobre a persistência relativa das duas economias

(8) O impacto final sobre os preços de importação (em moeda nacional) depende da importância relativa de dois canais com efeitos opostos. O canal de taxa de câmbio, que implica uma diminuição dos preços de importação através de uma apreciação cambial, e o canal dos preços externos que conduz a um aumento dos preços de importação por via de uma maior procura de importações associada ao aumento da actividade económica. Os resultados sugerem que o primeiro canal é o mais forte nos EUA, enquanto, na AE, o segundo canal parece predominar.

(9) O novo modelo SVECM foi estimado para o mesmo período que no caso dos EUA (1993T1-2007T4) e inclui a variação trimestral do preço do petróleo desfasada um período como uma variável exógena estacionária.

Gráfico 4

RESPOSTAS A IMPULSO DE UM CHOQUE TECNOLÓGICO PERMANENTE



Fonte: Cálculos dos autores.

mantêm-se inalteradas. Importa salientar que, de acordo com o novo conjunto de resultados, a variação de salários e de preços na AE surge como ligeiramente mais persistente que anteriormente (em particular, após os choques de preços de importação e tecnológico), aumentando assim a diferença em relação à economia norte-americana¹⁰. Neste contexto, as principais diferenças quanto à persistência e às características das respostas aos choques deverá estar associada a diferenças estruturais macro e micro entre estas duas economias. De entre estas, é de esperar que o grau de abertura da economia, a rigidez institucional do mercado de trabalho, bem como as práticas de fixação de preços e salários desempenhem um papel relevante.

O diferente grau de abertura implica que a resposta a choques nos preços de importação sejam distintas nas duas economias. Por um lado, este tipo de choques deverá ter um impacto directo de longo prazo mais forte na AE, dado o maior peso das importações no PIB total nesta economia, o qual se traduz por um coeficiente estimado dos preços das importações na equação de longo prazo dos preços significativamente mais elevado. Por outro lado, a maior abertura da AE deverá também amplificar os efeitos de alguns choques geralmente associados à globalização (importações de bens finais, subcontratação da produção de bens intermédios) com consequências sobre o mercado de trabalho. Por exemplo, o menor poder negocial dos trabalhadores imigrantes tem sido utilizado para explicar a forte tendência decrescente do peso do rendimento do trabalho no produto em alguns países da AE, ou, por outras palavras, o facto de os salários não terem sido capazes de absorver uma proporção significativa dos ganhos de produtividade na AE (ver, por exemplo, Bentolila *et al.* (2008) para a Espanha e Comissão Europeia (2007) para os países da OCDE). Este facto surge no modelo estimado para a AE como um coeficiente estimado da produtividade na equação de longo prazo dos salários que não é estatisticamente diferente de zero. Em contraste, os resultados empíricos para os EUA sugerem que, no longo prazo, os salários têm absorvido completamente os ganhos de produtividade, o que é consistente com a evidência em Feldstein (2008), que mostra que, nesta economia, o aumento da remuneração por trabalhador tem sido muito semelhante ao aumento da produtividade. Evidência semelhante pode também ser encontrada na Comissão Europeia (2007) onde se destaca o facto de, nos EUA, o peso do rendimento do trabalho no produto nos EUA exibir um comportamento de longo prazo mais próximo da estacionariedade, sobretudo quando comparado com os casos da AE e do Japão, onde esta variável é caracterizada por uma tendência decrescente durante os últimos vinte anos.

No que respeita à rigidez institucional do mercado de trabalho (relacionada, por exemplo, com a protecção ao emprego e os custos de contratação e de despedimento), a literatura empírica disponível sugere que o mercado de trabalho norte-americano é mais flexível que o da AE, o que permite um ajustamento mais rápido face aos choques que atingem a economia (ver, por exemplo, Abbritti e Weber (2008) e Peersman e Robays (2009)).

(10) De forma a testar se a utilização do preço do petróleo nos dois modelos poderia estar a distorcer as principais conclusões sobre a persistência relativa, estimou-se igualmente um modelo alternativo para os EUA sem o preço do petróleo e comparou-se os resultados com os obtidos para a AE com base no modelo utilizado na Secção 4. Mais uma vez, conclui-se que as conclusões sobre a persistência relativa dos choques entre as duas economias não se alteram.

Finalmente, a literatura empírica referida na introdução deste artigo sugere claramente que as economias dos EUA e da AE diferem igualmente no que respeita às práticas de fixação de preços e salários. Utilizando dados micro sobre preços no consumidor directamente comparáveis, Dhyne *et al.* (2006) estimam que a frequência mensal de alteração de preços é de 15 por cento na AE e de 25 por cento nos EUA, e que a duração média dos preços oscila entre 4 a 5 trimestres na AE face a 2 a 3 trimestres nos EUA. Estes resultados obtidos a partir de dados quantitativos são consistentes com a evidência baseada em indicadores qualitativos. De facto, de acordo com Fabiani *et al.* (2006), a frequência mediana de alterações de preços é de 1 ano na AE, abaixo da estimativa de 1.4 alterações de preços por ano nos EUA obtida por Blinder *et al.* (1998)¹¹. Os estudos empíricos sobre as práticas de fixação de salários nominais são menos numerosos que sobre os preços. Não obstante, evidência recente baseada em inquéritos qualitativos para a AE sugere que os salários são alterados menos frequentemente que os preços. De acordo com Druant *et al.* (2009), cerca de 60 por cento das empresas alteram os salários base uma vez por ano e 26 por cento das empresas fazem-no ainda menos frequentemente, o que implica uma duração média estimada dos salários de cerca de 15 meses. Apesar de não existirem resultados comparáveis para os EUA, é geralmente aceite na literatura que os salários são menos rígidos que na AE (ver, por exemplo, Altissimo *et al.* (2006) e Peersman e Robays (2009)).

Assim, em geral, o resultado de uma maior persistência da variação de salários e preços na AE relativamente aos EUA parece consistente com a evidência micro acima descrita sobre as práticas de fixação de salários e preços em ambas economias, bem como sobre a rigidez institucional do mercado de trabalho, que sugerem uma maior persistência dos salários e preços na AE. Adicionalmente, a persistência relativa documentada neste artigo é também consistente com os resultados de estudos baseados em modelos de séries temporais com dados agregados de preços, que apontam para que a persistência da inflação de preços na AE seja maior do que nos EUA (ver, por exemplo, Levin e Piger (2004), Gadzinski e Orlandi (2004) ou Altissimo *et al.* (2006)).

6. CONCLUSÕES

Este artigo investiga a dinâmica dos salários e preços nos Estados Unidos (EUA) e na área do euro (AE) numa economia onde os salários são determinados por um processo negocial e os preços são fixados pelas empresas num quadro de concorrência imperfeita. A análise é conduzida no âmbito de um modelo vectorial estrutural de correcção do erro (SVECM) no qual se identificam duas relações de cointegração para salários e preços, respectivamente, através da imposição das restrições de longo prazo implícitas no modelo teórico. Neste contexto, identificam-se três choques permanentes (denominados de choque de preços de importação, de desemprego e choque tecnológico) e dois choques transitórios (designados de choques de preços e de salários). Por definição, os choques permanentes

(11) Altissimo *et al.* (2006) salientam que a menor frequência de alteração dos preços na AE não pode ser explicada por diferenças na estrutura de consumo, uma vez que esta inclui uma maior proporção de bens alimentares (cujos preços variam mais frequentemente) e uma menor proporção de serviços (que apresentam alterações menos frequentes de preços) que nos EUA. Deste modo, a diferença na frequência de ajustamento dos preços no consumidor seria ainda maior caso as duas economias tivessem estruturas de consumo semelhantes.

podem ter efeitos significativos sobre algumas (ou todas) as variáveis no longo prazo, ao contrário dos choques transitórios.

Os principais resultados do artigo podem ser sintetizados da seguinte forma. Após um choque permanente nos preços de importação, os salários e preços aumentam de forma mais significativa no longo prazo na AE do que nos EUA, em linha com o grau de abertura relativo das duas economias. No entanto, os salários reais permanecem inalterados no longo prazo. Um choque permanente de desemprego origina uma diminuição dos salários reais mais acentuada na AE do que nos EUA. Este resultado reflecte o facto de os salários nominais diminuírem na AE, mas se manterem virtualmente inalterados nos EUA, reflectindo o aumento dos preços no consumidor decorrente de preços de importação mais elevados. Na sequência de um choque tecnológico, os salários reais aumentam mais significativamente nos EUA devido a uma resposta mais forte dos salários nominais (os quais absorvem totalmente os ganhos de produtividade no longo prazo), a par de uma redução dos preços no consumidor.

De uma forma geral, a variação de salários e preços exibe uma persistência de longo prazo maior na AE que nos EUA face aos choques permanentes, em particular face a choques de desemprego e tecnológicos. A evidência sobre os salários reais é menos clara, uma vez que a persistência relativa depende do tipo de choque que atinge a economia. A resposta dos salários reais na AE é mais persistente após choques de desemprego e choques tecnológicos, mas apresenta uma menor persistência que nos EUA face a um choque de preços de importação. As conclusões sobre a persistência relativa dos salários e preços nas duas economias são robustas a alterações no período amostral e nas especificações dos modelos usadas neste estudo.

A maior persistência da inflação (medida pela variação trimestral de salários e de preços) na AE face aos EUA, tal como documentada neste artigo, parece consistente com a evidência empírica disponível sobre as práticas de fixação de preços e salários ao nível micro e sobre a rigidez institucional do mercado de trabalho nestas duas economias, a qual sugere um maior grau de rigidez de salários e preços na primeira. Por sua vez, a conclusão sobre a persistência relativa da inflação medida pela variação de preços é também consistente com os resultados de estudos baseados em séries agregadas de preços, que apontam para que a persistência da inflação na AE seja superior à observada para os EUA.

REFERÊNCIAS

- Abbritti, M., Weber, S. (2008), "Labor market rigidities and the business cycle: prices vs. quantity restricting institutions", *Working Paper 1*, Graduate Institute of International Studies.
- Altissimo, F., Ehrmann, M., Smets, F. (2006), "Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area: A summary of the IPN evidence", *Occasional paper 46*, European Central Bank.
- Bardsen, G., Eitrheim, O., Jansen, E.S., Nymoen, R. (2005), *The econometrics of macroeconomic modelling*, Oxford University Press.

- Bentolila, S., Dolado, J. J., Jimeno, J.F. (2008), "Does immigration affect the Phillips curve? Some evidence for Spain", *Documentos de Trabajo* 814, Banco de España.
- Bils, M., Klenow, P. (2004), "Some evidence on the importance of sticky prices", *Journal of political economy*, 112(5), pp. 947-85.
- Blanchard, O., Galí, J. (2007), "Real wage rigidities and the new Keynesian model", *Journal of Money Credit and Banking*, 39(1), pp. 35-65.
- Blinder, A. S., Canetti, E., Lebow, D. E., Rudd, J. B. (1998), *Asking about prices: A new approach to understanding price stickiness*, New York: Russell Sage Foundation.
- Christiano, L.J., Eichenbaum, M., Evans, C.L. (2005), "Nominal rigidities and the dynamic effects of a shock to monetary policy", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 55 (3), pp. 313-328.
- Comissão Europeia (2007), *Employment in Europe 2007*.
- Dhyne, E., Álvarez, L. J., Le Bihan, H., Veronese G., Dias, D., Hoffmann J., Jonker N., Lünemann, P., Ruml, F., Vilmunen, J. (2006), "Price changes in the Euro Area and the United States: Some facts from individual consumer price data", *Journal of Economic Perspectives*, 20(2), pp. 171-192.
- Dias, M., Dias, D., Neves, P. (2004), "Stylised features of price setting behaviour in Portugal: 1992-2001", *Working Paper* 332, European Central Bank / *Working Paper* 5-04, Banco de Portugal.
- Druant, M., Fabiani, S., Kezdi, G., Lamo, A., Martins, F., Sabbatini, R. (2009), "How are firms' wages and prices linked: survey evidence in Europe", *Working Paper* 1084, European Central Bank.
- Duarte, R., Marques, C.R. (2009), "The dynamic effects of shocks to wages and prices in the United States and the Euro Area", *Working Paper* 1067, European Central Bank / *Working Paper* 15-09, Banco de Portugal.
- Erceg, C.J., Henderson D.W., Levin, A.T. (2000), "Optimal monetary policy with staggered wage and price contracts", *Journal of Monetary Economics*, 46, pp. 281-313.
- Fabiani, S., Druant, M., Hernando, I., Kwapił, C., Landua, B., Loupias, C., Martins, F., Mathä, T., Sabbatini, R., Stahl, H., Stockman, A. (2006), "What Firms' surveys tell us about price-setting behaviour in the euro area", *International Journal of Central Banking*, 5(2), pp. 3-47.
- Fagan, G., Henry, J., Mestre, R. (2001), "An area-wide model (AWM) for the Euro Area", *Working Paper* 42, European Central Bank.
- Feldstein, M. S. (2008), "Did wages reflect growth in productivity?", *Working paper* 13953, NBER.
- Gadzinski, G., Orlandi, F. (2004), "Inflation persistence in the European Union, the Euro Area and the United States", *Working Paper* 114, European Central Bank.
- Galí, J. (1999), "Technology, employment, and the business cycle: do technology shocks explain aggregate fluctuations?", *The American Economic Review*, 89(1), pp. 249-271.
- Jacobson, T., Vredin, A., Warne, A. (1997), "Common trends and hysteresis in Scandinavian unemployment", *European Economic Review*, 41, pp. 1781-1816.
- King, R.G., Plosser C.I., Stock, J. H., Watson M.W. (1991), "Stochastic trends and economic fluctuations", *The American Economic Review*, 81, pp. 819-840.
- Klenow, P., Krivstov, O. (2008), "State-dependent or time-dependent pricing: Does it matter for recent U.S inflation?", *The Quarterly Journal of Economics*, 123(3), pp. 863-904.

- Layard, R., Nickell, S., Jackman, R. (1991), *Unemployment*, Oxford University Press.
- Levin, A., Onatski, A., Williams, J.C., Williams, N. (2005), "Monetary policy under uncertainty in micro-founded macroeconomic models" *Working Paper 11523*, NBER.
- Levin, A. T., Piger, J.M. (2004), "Is inflation persistence intrinsic in industrial economies?", *Working Paper 334*, European Central Bank.
- Lindbeck, A. (1993), *Unemployment and macroeconomics*, The MIT Press.
- Martins, F. (2005), "The price setting behaviour of Portuguese firms: Evidence from survey data", *Working Paper 562*, European Central Bank / *Working Paper 4-06*, Banco de Portugal.
- Nakamura, E., Steinsson, J. (2008), "Five facts about prices: a reevaluation of menu costs models", Forthcoming in *The Quarterly Journal of Economics*, 123(4), pp. 1415-1464.
- Peersman, G., Robays, I., V. (2009), "Oil and the euro area economy", *Economic Policy*, 60, pp.603-651.
- Vermeulen, P., Dias, D., Dossche, M., Gautier, E., Hernando, I., Sabbatini, R., Stahl, H. (2007), "Price setting in the euro area: some stylised facts from individual producer price data", *Working Paper 727*, European Central Bank.

O IMPACTO DA DUPLA COBERTURA NA UTILIZAÇÃO DE CUIDADOS DE SAÚDE*

Sara Moreira**

Pedro Pita Barros***

1. INTRODUÇÃO

O objectivo deste artigo é analisar o impacto das coberturas de saúde para além do Serviço Nacional de Saúde (SNS) na utilização de consultas médicas. Aproximadamente um quarto da população portuguesa é utente do SNS e além disso beneficia de coberturas de saúde adicionais através de subsistemas assegurados por alguns empregadores e seguros de saúde privados voluntários. Neste estudo a análise centra-se na dupla cobertura resultante de subsistemas de saúde, incluindo os planos de seguro dos funcionários públicos e os planos de seguro obrigatórios de algumas empresas ou sectores de actividade. Ao contrário de estudos anteriores em que são analisados efeitos médios, neste artigo, o impacto é avaliado em diferentes pontos da distribuição do número de consultas médicas. Os resultados indicam que a dupla cobertura está associada a uma maior utilização de cuidados de saúde, em particular entre os beneficiários dos subsistemas privados. Adicionalmente, há indícios de que estes efeitos são similares em toda a distribuição, sendo apenas ligeiramente mais baixos na sua aba superior (em que se regista um elevado número de consultas), o que reflecte que a protecção suplementar fornecida pelos subsistemas portugueses é um determinante importante em todos os níveis de utilização de cuidados de saúde.

A análise dos efeitos de duplas coberturas é particularmente relevante no contexto dos subsistemas públicos existentes no sector de saúde português. Na verdade, esperava-se que a criação de um sistema público de saúde em 1979 levasse à integração dos sistemas dos funcionários públicos no SNS, o que não se verificou. A não-integração desses subsistemas levanta alguns problemas de equidade, na medida em que o SNS oferece um plano de protecção da saúde menos abrangente do que os disponibilizados pelos subsistemas públicos, em particular porque os beneficiários de subsistemas têm um acesso mais fácil aos serviços de saúde e, em geral, suportam encargos mais reduzidos (Lourenço (2007) e Pereira (1995)). Além disso, no contexto actual de crescimento rápido das despesas com saúde em rácio do PIB, as questões relacionadas com os incentivos criados pelos diferentes planos

* Agradecemos a Nuno Alves, Cláudia Braz, Mário Centeno, Jorge C. Cunha, Adeline Delavande, Ana Leal, Ferreira Machado, Pedro Portugal, João Santos Silva e Marcos A. Vera-Hernández pelos comentários e sugestões. As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade dos autores e não coincidem necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Quaisquer erros e omissões são da exclusiva responsabilidade dos autores. Uma parte substancial do artigo foi baseada na tese de mestrado de Sara Moreira em "Econometria Aplicada e Previsão" (do Instituto Superior de Economia e Gestão) e no artigo Moreira e Barros (2009). Mais detalhes, em particular quanto aos dados e aos resultados econométricos, encontram-se nestas referências. Este trabalho de investigação foi galardoado com o prémio para o melhor paper na 11ª Conferência Nacional de Economia da Saúde. Agradecemos a Anne Nolan a os outros participantes do *Eighteenth European Workshop on Econometrics and Health Economics* pelas sugestões muito úteis.

** Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

*** Universidade Nova de Lisboa.

de protecção na doença devem preocupar os decisores políticos. Neste contexto, este trabalho produz indícios empíricos sobre os efeitos na utilização de serviços de saúde resultantes do seguro de saúde adicional de que beneficiam os funcionários públicos. Além disso, o impacto dos subsistemas públicos é comparado com o dos subsistemas privados, a fim de avaliar o efeito relativo da dupla cobertura actualmente em vigor.

A literatura na área da economia da saúde tem vindo a analisar o impacto de coberturas de saúde adicionais em vários países (por exemplo, Cameron *et al.* (1988) para a Austrália, Pohlmeier e Ulrich (1995) para a Alemanha e Vera-Hernández (1999) para a Espanha), encontrando em geral uma relação positiva entre a existência de dupla cobertura e o nível de utilização de cuidados de saúde. Também, alguns autores, como Lourenço (2007) e Barros *et al.* (2008), investigaram o impacto dos seguros complementares fornecidos pelos subsistemas de saúde portugueses, mostrando que a população abrangida por subsistemas públicos apresenta um maior consumo de serviços de saúde.

Conforme já mencionado, a característica mais distintiva deste estudo face à literatura publicada anteriormente prende-se com o uso de uma metodologia de regressão de quantis para dados de contagem, recentemente proposta por Machado e Santos Silva (2005). Até agora, os estudos que analisam a dupla cobertura nos sistemas de saúde focam os efeitos médios. Este artigo, ao olhar para diversos pontos da distribuição condicional, revela a magnitude deste efeito ao longo de toda a distribuição da utilização de consultas médicas. Esta abordagem constitui um avanço na análise de reformas, sendo particularmente útil na elaboração de políticas (por exemplo, ao esclarecer se o efeito de uma determinada alteração é maior para os utilizadores mais ou menos frequentes, identificando desta forma a eventual necessidade de mudanças nas características dos subsistemas).

Os dados foram extraídos do Inquérito Nacional de Saúde de 2005/2006, uma base de dados que fornece informações ao nível individual quanto a condições sócio-económicas e de saúde. Após a definição da população relevante (e da respectiva amostra), as observações foram divididas de acordo com o tipo de cobertura de cuidados de saúde, tendo sido considerados três grupos mutuamente exclusivos: indivíduos apenas com o SNS, indivíduos com SNS e um subsistema público e indivíduos com SNS e um subsistema privado. O uso de dados não-experimentais cria um problema de endogeneidade relacionado com a possibilidade de existência de comportamentos de selecção adversa, já que na maioria dos casos a decisão de fazer um seguro de saúde suplementar depende de características individuais. A solução pode passar pela utilização de variáveis instrumentais. Tendo em vista esse problema, os indivíduos com regimes de seguro voluntário de saúde foram excluídos da população seleccionada. Esta questão não é muito relevante no caso dos subsistemas públicos e privados porque tratam-se de planos de protecção de saúde obrigatórios (até 2005) e baseados na ocupação (ou categoria profissional) e, como tal, não afectam o valor esperado da utilização futura dos cuidados de saúde.

A interpretação dos resultados obtidos deve ser realizada tendo em conta algumas qualificações, comuns à maior parte da literatura sobre o impacto de coberturas adicionais de saúde. Mesmo num contexto em que o problema da selecção adversa não é muito importante, o uso de dados

não-experimentais para estimar um efeito causal pode levantar diversas questões, em particular porque a avaliação é feita através de variáveis binárias numa regressão¹. Além disso, a interpretação económica pode ser ambígua. Desde logo, não é possível separar os efeitos gerados do lado da procura e do lado da oferta, sendo apenas exequível medir o impacto global no nível de utilização de cuidados de saúde. Adicionalmente, embora os impactos da dupla cobertura estejam muitas vezes associados a um comportamento de risco moral², alguns autores criticam essa ligação directa, sublinhando a existência de outros efeitos importantes. Por exemplo, Vera-Hernández (1999) refere que o impacto positivo do seguro de saúde sobre o estado de saúde dos indivíduos deverá diminuir o consumo futuro dos serviços de saúde. Também Coulson et al. (1995) apontam para a importância do incentivo ao consumo por parte dos prestadores de saúde, o que torna difícil medir o efeito de risco moral “puro”.

O artigo está estruturado da seguinte forma. A Secção 2 resume as principais características do sistema português de cuidados de saúde. A Secção 3 descreve a base de dados utilizada, as variáveis relevantes e apresenta uma análise preliminar dos dados. Na secção 4 é apresentada a regressão de quantis para dados de contagem e discute-se a especificação empírica utilizada. A Secção 5 analisa os resultados e a Secção 6 estuda o efeito da dupla cobertura para diferentes grupos etários. A Secção 7 faz algumas observações finais.

2. PERSPECTIVA GERAL DO SISTEMA DE SAÚDE PORTUGUÊS

O sistema de saúde português é constituído por uma rede de prestadores de cuidados de saúde públicos e privados e por diferentes regimes de financiamento. É possível identificar três tipos de cobertura: o SNS³, subsistemas públicos e privados e seguros de saúde privados voluntários. Enquanto o SNS é financiado principalmente por impostos gerais, os recursos dos subsistemas provêm das contribuições obrigatórias de empregados e empregadores (incluindo, no caso dos de natureza pública, as contribuições do Estado a fim de assegurar o equilíbrio das suas contas). Segundo Barros e Simões (2007), em 2004, o financiamento público representava 71.2 por cento da despesa total em saúde (dos quais 57.6 por cento está relacionado com o SNS e 7.0 por cento com os subsídios aos subsistemas públicos). Por sua vez, a despesa privada é composta pela parte da despesa que não é reembolsada pelos sistemas de saúde e por pagamentos directos a cargo dos pacientes e, em menor medida, pelos prémios de seguro privados.

Em 1979, com a criação do SNS, a legislação estabeleceu que todos os residentes têm direito à protecção da saúde, independentemente da condição económica ou social. Até então, o Estado tinha apenas uma responsabilidade total pela protecção da saúde dos funcionários públicos e por alguns

(1) Neste artigo, algumas das limitações resultam da inexistência de dados em painel que possivelmente permitiriam comparar o consumo antes e após o benefício de um subsistema de saúde.

(2) O risco moral, neste contexto, é definido como a “mudança de comportamento de saúde e consumo de cuidados de saúde causados pelo seguro” (Zweifel e Manning (2000)). Com efeito a procura de serviços de saúde varia com o preço e o benefício de seguro, uma vez que qualquer alteração nestes determinantes provoca mudanças nos preços dos serviços pagos pelos utilizadores, no rendimento do segurado e no custo de oportunidade no caso de doença.

(3) Nas Regiões Autónomas, os serviços públicos de saúde são da responsabilidade dos serviços regionais de saúde (SRS dos Açores e da Madeira) que seguem, globalmente, os mesmos princípios do SNS. Neste artigo foram considerados no mesmo grupo do SNS.

serviços de saúde específicos (como a maternidade e a saúde mental), assim como o controlo de doenças infecciosas. Após a criação do SNS, os subsistemas de saúde não foram integrados no sistema público estatutário, continuando, portanto, a abarcar uma multiplicidade de trabalhadores tanto do sector público como do privado.

Os indivíduos abrangidos exclusivamente pelo SNS (a maioria da população) enfrentam alguns constrangimentos no acesso a cuidados de saúde, em especial por causa dos serviços que (na prática) estão excluídos da rede pública e do difícil acesso devido aos custos de tempo (longas listas de espera) e das barreiras geográficas. Lourenço (2007), entre outros, argumenta que as restrições de cobertura do SNS convertem-no num contrato de seguro de saúde incompleto. O SNS está concebido de modo a que os seus beneficiários deveriam primeiro procurar cuidados de saúde através do seu médico de clínica geral (médico de família) nos centros de saúde e, em seguida, se necessário, obter as requisições necessárias para uma consulta especializada (em geral, sob a forma de consultas externas em hospitais públicos). Este procedimento não é estritamente seguido, na medida em que há famílias que não têm acesso a um médico de família e, quando têm, o intervalo de tempo entre o primeiro passo para obter os cuidados de saúde e sua efectiva utilização é frequentemente muito longo. Além disso, os requisitos para poder aceder a essas consultas são por vezes demasiado exigentes. Por estas razões, alguns indivíduos têm o seu primeiro contacto com cuidados de saúde recorrendo às urgências dos hospitais, mesmo que o seu estado não o justifique. Dadas estas restrições, o consumo de serviços privados por parte dos beneficiários do SNS é muito comum. Relativamente aos encargos com os serviços, a estrutura financeira do SNS tem um mecanismo de partilha de custo que, na prática, faz com que o paciente pague uma taxa moderadora quando acede a um prestador público (variável com o tipo de serviço). Uma grande parte da população está isenta deste pagamento, em função da sua idade e rendimento. Ao utilizar serviços de saúde prestados pelo sector privado, os beneficiários do SNS, na ausência de seguros privados, suportam a totalidade do custo, não havendo lugar para quaisquer reembolsos (embora seja possível a recuperação de parte dos encargos através da dedução à colecta de despesas de saúde não comparticipadas em sede de IRS).

Uma parte considerável da população (entre 16 e 25 por cento, consoante as estimativas disponíveis) beneficia de um seguro de saúde através de vários subsistemas, públicos ou privados, quer directamente através do emprego, quer indirectamente por via do emprego de outro membro do agregado familiar. Entre os sistemas de dupla cobertura públicos o maior é a ADSE (Direcção-Geral de Protecção Social aos Funcionários e Agentes da Administração Pública), que abrange a maioria dos funcionários públicos e seus dependentes (cerca de 13 por cento da população). Existem ainda regimes específicos como é o caso, por exemplo, das forças armadas. Os subsistemas privados foram criados especificamente para trabalhadores (e seus dependentes) de algumas grandes empresas ou sectores de actividade, como os SAMS (Serviços de Assistência Médico-Social) do sector bancário. Cada subsistema tem uma organização distinta em termos de acordos de assistência médica e prestação directa de cuidados de saúde. Globalmente, estão concebidos de uma forma muito diferente do SNS, nomeadamente ao apresentar um peso de serviços directamente prestados muito inferior. Com efeito, os subsistemas, na sua maioria, disponibilizam cuidados de saúde através de contratos com enti-

dades públicas (da rede do SNS) e privadas e, ainda, reembolsam os beneficiários de parte dos custos dos serviços prestados por entidades privadas sem contrato. Estas características tornam a protecção oferecida por estes planos de saúde mais abrangente e generosa em relação ao SNS, tanto em termos complementares como suplementares (Lourenço (2007)). A protecção suplementar relaciona-se com o facto de haver provisão e financiamento de serviços que também estão disponíveis na rede do SNS. A característica de complementaridade é relevante devido ao facto dos subsistemas cobrirem serviços de saúde quase inexistentes no SNS, mesmo que indirectamente, através do reembolso de parte dos custos dos pacientes quando estes recorrem a fornecedores privados (com ou sem acordos).

3. DADOS

Os dados foram retirados do quarto Inquérito Nacional de Saúde (INS), um questionário com múltiplas informações relacionadas com a saúde dos entrevistados, concebido de forma a ser representativo da população portuguesa a viver em agregados familiares⁴. O inquérito fornece uma vasta gama de dados ao nível individual, entre os quais: condições demográficas e socioeconómicas, tipo de seguro de saúde, nível de utilização dos cuidados de saúde, estado de saúde (nomeadamente a existência de doenças crónicas e situações de invalidez temporária ou permanente), estilos de vida (hábitos diários, como alimentação e actividade desportiva) e, ainda, despesas com serviços de saúde. O INS foi realizado por meio de entrevistas efectuadas entre Fevereiro de 2005 e Janeiro de 2006. A amostra utilizada neste trabalho contém 35308 observações e foi obtida após a definição da população “relevante” e da manipulação dos dados (em particular, a exclusão de observações incompletas). Em particular, a análise foi restringida à população portuguesa sem seguros privados voluntários de saúde e com menos de 80 anos⁵.

Para explicar o impacto da dupla cobertura sobre a utilização de consultas médicas e tendo em conta os dados disponibilizados pelo inquérito, a variável dependente (y) foi definida como o “número total de consultas médicas nos três meses anteriores à entrevista”. O Quadro 1 apresenta as variáveis explicativas utilizadas na análise, organizadas em grupos, abrangendo informações sobre a situação em termos de seguros de saúde, características socioeconómicas, estado de saúde e, ainda, variáveis adicionais para controlar efeitos geográficos e sazonais. A selecção foi feita de acordo com a sua influência no consumo de serviços de saúde, tendo em conta o modelo de procura de cuidados de saúde de Grossman (1972) e os resultados de estudos empíricos similares (Cameron *et al.* (1988), Pohlmeier e Ulrich (1995), Vera-Hernández (1999), Deb e Trivedi (2002) e Lourenço (2007)). A utilização de cuidados de saúde é de difícil modelação pois o seu nível resulta geralmente de decisões tanto dos

(4) O inquérito é realizado pelo Ministério da Saúde, em colaboração com o Instituto Nacional de Saúde Ricardo Jorge e o Instituto Nacional de Estatística. Até agora, foram elaborados quatro questionários (1987, 1995/1996, 1998/1999 e 2005/2006), utilizando amostras representativas da população continental (1º, 2º e 3º INS) e do total da população continental e das Regiões Autónomas dos Açores e da Madeira (4º INS). Neste artigo utiliza-se o último questionário disponível. Refira-se que não é possível utilizar dados em painel porque a amostra varia entre edições.

(5) É de notar que a análise ignora os pesos resultantes do procedimento de amostragem. Mais detalhes acerca desta decisão e do tratamento de dados podem ser encontrados em Moreira e Barros (2009).

Quadro 1

DESCRICHÃO DAS VARIÁVEIS

Variáveis	Definição
Variáveis de sistema de cuidados de saúde	
<i>pubsub</i>	=1 se o indivíduo é beneficiário de subsistema privado
<i>privsub</i>	=1 se o indivíduo é beneficiário de subsistema público
Variáveis de estado de saúde	
<i>doente</i>	=1 se o indivíduo tem estado doente
<i>diaslimitados</i>	número de dias com incapacidade temporária
<i>incapacidade</i>	=1 se o indivíduo é permanentemente incapacitado
<i>reumática</i>	=1 se o indivíduo tem/teve uma doença reumática
<i>osteoporose</i>	=1 se o indivíduo tem/teve osteoporose
<i> cancro</i>	=1 se o indivíduo tem/teve um tumor maligno ou cancro
<i>rins</i>	=1 se o indivíduo tem/teve pedra nos rins
<i>insrenal</i>	=1 se o indivíduo tem/teve insuficiência renal
<i>enfisema</i>	=1 se o indivíduo tem/teve enfisema
<i>avc</i>	=1 se o indivíduo teve um acidente vascular cerebral
<i>enfarte</i>	=1 se o indivíduo teve um enfarte de miocárdio
<i>depressão</i>	=1 se o indivíduo tem/teve uma depressão
<i>outrascronicas</i>	=1 se o indivíduo tem/teve outra doença crónica
<i>tensão</i>	=1 se o indivíduo tem/teve tensão arterial alta
<i>dor</i>	=1 se o indivíduo tem/teve alguma dor crónica
<i>diabetes</i>	=1 se o indivíduo tem/teve diabetes
<i>asma</i>	=1 se o indivíduo tem/teve asma
<i>stress</i>	=1 se o indivíduo tomou algum medicamento para ansiedade, nervosismo e depressão
<i>fuma</i>	=1 se o indivíduo fuma diariamente
<i>refeições</i>	=1 se o indivíduo faz pelo menos três refeições diárias
Variáveis socioeconómicas e demográficas	
<i>dimfamilia</i>	dimensão do agregado familiar
<i>idade</i>	idade (em anos)
<i>feminino</i>	= 1 se o indivíduo é do género feminino
<i>educmax</i>	número de anos de escolaridade completos com aproveitamento do indivíduo do agregado familiar com o valor mais alto
<i>logrendimento</i>	logaritmo do rendimento individual equivalente
<i>solteiro</i>	=1 se o indivíduo é solteiro
<i>estudante</i>	=1 se o indivíduo é estudante
<i>reformado</i>	=1 se o indivíduo é reformado/aposentado
Variáveis de região	
<i>Norte</i>	=1 se o indivíduo vive na região Norte
<i>Lisboa</i>	=1 se o indivíduo vive na região de Lisboa e Vale do Tejo
<i>Alentejo</i>	=1 se o indivíduo vive na região do Alentejo
<i>Algarve</i>	=1 se o indivíduo vive na região do Algarve
<i>Açores</i>	=1 se o indivíduo vive nos Açores
<i>Madeira</i>	=1 se o indivíduo vive na Madeira
Variáveis de sazonalidade	
<i>Inverno</i>	=1 se a entrevista ocorreu no Inverno
<i>Primavera</i>	=1 se a entrevista ocorreu na Primavera
<i>Verão</i>	=1 se a entrevista ocorreu no Verão

pacientes como dos médicos. Ainda assim, é possível encontrar diversos canais através dos quais as variáveis seleccionadas afectam o número de consultas médicas.

3.1. Variáveis de dupla cobertura

Para ter em conta as diferenças de cobertura em termos de seguro saúde, foram considerados três grupos de observações mutuamente exclusivos : o SNS, composto por indivíduos com apenas o sistema de saúde básico (81.5 por cento das observações da amostra); os “subsistemas públicos” para as pessoas com SNS e um subsistema público (15.8 por cento das observações da amostra); e os “subsistemas privados” para os indivíduos com SNS e um subsistema privado (2.7 por cento das observações da amostra). Os seguros de saúde podem ser entendidos como uma *proxy* do preço enfrentado pelos pacientes no acesso a serviços de saúde, sendo as diferenças entre os sistemas de saúde em matéria de custos para os beneficiários (como despesas não comparticipadas e reembolsos) um preço directo, e os sistemas de distribuição e mecanismos para controlar o seu uso um custo indirecto de acesso. Quando comparados com o SNS, os subsistemas proporcionam mais benefícios aos seus beneficiários, reduzindo o preço por serviço enfrentado pelos pacientes quando recorrem ao sector privado, o que sendo a procura elástica, aumenta a procura de cuidados de saúde (Barros *et al.* (2008)).

Como foi mencionado na introdução, a estimativa do efeito da dupla cobertura pode estar enviesada se não se tiver em conta o papel da selecção adversa na decisão de fazer o seguro adicional. Nesse caso, cria-se um problema de endogeneidade que resultará numa sobre-estimação do impacto da dupla cobertura. Estudos anteriores utilizando dados para Portugal (por exemplo, Barros *et al.* (2008) e Lourenço (2007)) argumentam que as especificidades dos subsistemas portugueses permitem classificá-los como exógenos, ou seja, a decisão de beneficiar ou não de um subsistema não está relacionada com o estado de saúde do indivíduo. Isso acontece porque é muito improvável que os indivíduos desejem trabalhar como empregados em empresas públicas ou em empresas com subsistemas privados apenas para beneficiar de um seguro de saúde suplementar, especialmente se tivermos em conta que qualquer pessoa está pelo menos coberta pelo SNS. Além disso, é também pouco plausível que os empregadores escolham os seus funcionários em função da saúde do candidato e do respectivo agregado familiar (e seguramente não por aspectos não captados pelas outras variáveis pré-determinadas). A única exigência é que o potencial empregado seja adequado ao posto de trabalho e não tenha nenhuma doença infecciosa (facto este controlado através do conjunto de variáveis pré-determinadas). Ainda assim, Jones *et al.* (2006a) analisaram o efeito do seguro complementar sobre a probabilidade de consultar um médico especialista, admitindo uma potencial endogeneidade da variável de seguros de saúde. No caso de Portugal, concluem que o aumento da probabilidade de utilização não é devido aos efeitos de selecção adversa.

As variáveis de seguro podem também captar dois efeitos que subestimam o impacto da dupla cobertura. Em primeiro lugar, o facto dos beneficiários dos subsistemas terem acesso a mais ou melhor tratamento do que os beneficiários do SNS pode diminuir o consumo futuro dos cuidados de saúde

(Vera-Hernández (1999) e Barros *et al.* (2008)). Isto poderá ocorrer porque ao longo da vida, melhores cuidados de saúde poderão traduzir-se num acumular significativo de vantagens em termos de saúde não totalmente captadas nas outras variáveis explicativas. Esta questão será abordada na Secção 6, em que se restringirá a análise aos beneficiários jovens que ainda não tiveram tempo de acumular essas vantagens de forma a comparar os resultados obtidos como os decorrentes da amostra mais alargada. Finalmente, outra observação importante quanto aos coeficientes de dupla cobertura é que eles não podem ser totalmente associados a comportamentos de risco moral, resultando sim do efeito conjunto de risco moral por parte dos beneficiários e indução da procura por parte dos prestadores. Esta última está relacionada com o facto dos médicos, perante pacientes com subsistemas de saúde, poderem prescrever mais exames a fim de justificar mais consultas. Segundo Barros *et al.* (2008), os pagamentos aos fornecedores de subsistemas são relativamente baixos, de modo que a magnitude desse efeito deverá ser reduzida. Independentemente disso, o objectivo deste artigo é avaliar em quanto é que a participação em subsistemas aumenta o consumo de consultas médicas, sendo difícil fazer uma associação directa com os impactos do lado da procura ou oferta ou, ainda, efeitos de risco moral.

3.2. Outras variáveis explicativas do consumo de cuidados de saúde

Quanto aos outros determinantes do consumo de cuidados de saúde, o estado de saúde dos entrevistados é um dos mais importantes a controlar. No INS, este tipo de características é captado apenas indirectamente através de algumas questões que reflectem detalhes sobre as actuais condições de saúde (por exemplo, episódios de doença e incapacidade temporária) e sobre a existência de doença ou dor crónica (por exemplo, reumatismo, cancro e diabetes). Para além disso, o consumo de barbitúricos é usado como *proxy* para o nível de exposição ao *stress*, assim como alguns outros indicadores relacionados com atitudes, com um impacto potencial na saúde, como é o caso do número de refeições e de uma variável binária para identificar se os indivíduos são fumadores. Apesar de serem medidas com muitas limitações, estas variáveis explicativas permitem captar alguns aspectos sobre o estado de saúde não identificados através de indicadores observados mais directamente.

Entre as variáveis que representam as características demográficas e socioeconómicas dos entrevistados, a idade é particularmente importante. Segundo Grossman (1972), a idade capta a depreciação do capital de saúde e, como tal, deverá aumentar à medida que o indivíduo envelhece, pelo menos a partir de algum ponto do ciclo de vida, levando à diminuição do tempo saudável e à expansão da procura de cuidados de saúde. Quanto ao efeito do género, acredita-se que a saúde também faria entre homens e mulheres quer por via de características inatas decorrentes de diferenças biológicas, quer por via de diferentes estilos de vida e atitudes face ao risco de doença⁶. Adicionalmente, é também relevante considerar o estado civil dos indivíduos. Além de argumentos baseados em diferentes estilos de vida e atitudes face aos riscos para a saúde, é provável que algumas decisões quando tomadas

(6) A idade é introduzida na regressão através de um modelo não-linear, sendo a análise desenvolvida com uma especificação que permite a avaliação do efeito de envelhecimento por género.

por mais de uma pessoa possam beneficiar de mais informação e aconselhamento, influenciando, desta forma, o estado de saúde e a eficiência na produção de saúde. Para controlar para o nível de ensino, foi definida uma variável que corresponde ao maior número de anos de escolaridade no agregado familiar⁷. Em geral, espera-se que as pessoas com maior escolaridade sejam potencialmente mais eficientes na produção de saúde, por isso mesmo que procurem ser relativamente mais saudáveis, tenderão a necessitar de menos cuidados médicos (Jones *et al.* (2006b)). Refira-se também que diferentes níveis de escolaridade estão associados a preferências distintas, que, por seu turno, tenderão a influenciar o acesso a cuidados de saúde. As variáveis *aluno* e *reformados* captam a situação em termos ocupacionais, pelo que podem explicar algumas diferenças na taxa de depreciação da saúde. Outro determinante importante do consumo de consultas médicas incluído no modelo é o rendimento mensal equivalente⁸. Há várias razões para crer que a utilização de serviços médicos aumenta com o rendimento, na medida em que este é um indicador da capacidade para pagar.

As variáveis que representam a região de residência foram incluídas para controlar possíveis diferenças de comportamento, tanto no lado da procura, como no lado da oferta de serviços de saúde. A principal razão para as incluir reside no facto de reflectirem diferentes níveis de acesso ao fornecimento de cuidados de saúde. De notar que, alguns serviços regionais estão organizados de forma diferente o que pode justificar algumas diferenças de comportamento. Uma outra razão tem a ver com o facto das regiões, apesar de abrangerem grandes áreas, apresentam diferenças significativas em termos de riqueza e de indicadores educacionais, o que poderá justificar diferentes comportamentos em relação à utilização dos serviços de saúde (não totalmente captados ao nível individual). Finalmente, porque é provável que o estado de saúde dos indivíduos possa variar em termos sazonais, a análise inclui também variáveis binárias para controlar para o período do ano em que a entrevista ocorreu.

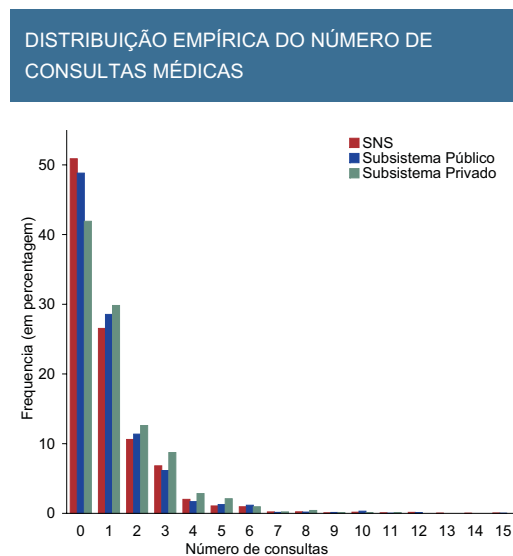
3.3. Análise exploratória dos dados

Uma análise preliminar da distribuição empírica da variável dependente (y), mostra que é uma variável de contagem (número inteiro cardinal não negativo $y = 0, 1, 2, \dots$) com uma grande proporção de zeros (metade da amostra), bem como uma longa aba direita de indivíduos que fazem um uso substancial de cuidados de saúde (Gráfico 1). Estas características tornam a modelação particularmente difícil, sendo necessário utilizar modelos flexíveis de forma a poder acomodá-las. No conjunto da amostra, o número médio de consultas é 1.01, enquanto o número para aqueles que recorrem pelo menos a uma consulta é 2.04. Além disso, a variância incondicional é mais de três vezes superior à média incondicional. Quando o número médio de consultas médicas é calculado para os diferentes seguros de saúde, é possível observar que os beneficiários dos subsistemas privados consomem em

(7) Este indicador foi especificamente seleccionado, em alternativa ao número de anos de escolaridade de cada indivíduo, porque se acredita que a decisão sobre o número de consultas médicas é pelo menos, parcialmente, uma decisão da família.

(8) No INS, a questão quanto ao rendimento é feita para o agregado familiar como um todo, através de uma variável categórica ordinal com dez classes que indica os possíveis intervalos do rendimento disponível da família no mês anterior à entrevista (incluindo salários, pensões e todo o tipo de benefícios da segurança social). Um procedimento comum para controlar para os efeitos do rendimento consiste na utilização do conjunto de variáveis binárias, uma para cada classe. Aqui, tal alternativa não é muito atraente porque seria impossível levar em conta a composição dos agregados familiares. Como tal, optou-se por uma modelação mais flexível e parcimoniosa (embora não isenta de problemas), com a construção de uma variável de rendimento mensal que, numa primeira fase, atribui um rendimento correspondente ao ponto médio da classe e, numa segunda fase, o ponto central é dividido pela raiz quadrada da dimensão do agregado familiar.

Gráfico 1



média mais do que os do SNS e do que os beneficiários de subsistemas públicos. Na verdade, o teste do *rácio-t* comparando as médias indica que a média incondicional não difere entre o SNS e os subsistemas públicos, mas apresenta valores distintos quando se compara o SNS com os subsistemas privados.

O Quadro 2 apresenta as principais estatísticas descritivas das variáveis explicativas por tipo de seguro de saúde. A comparação através do teste do *rácio-t* para as médias indica que as diferenças entre os três tipos são geralmente significativas, especialmente no que respeita aos determinantes socioeconómicos. O grupo coberto apenas pelo SNS tem relativamente menos anos de escolaridade e um menor rendimento mensal. Por sua vez, os beneficiários de subsistemas públicos são mais jovens (em média cerca de 4 anos menos do que os outros grupos), têm uma maior proporção de estudantes e indivíduos solteiros e uma menor proporção de reformados. O grupo dos subsistemas privados tem menos mulheres e as famílias a que pertencem os beneficiários são, em média, de menor dimensão. Quanto à distribuição do estado de saúde entre os três grupos, é possível concluir que as principais diferenças são observadas entre o subsistema público e o SNS. Os funcionários públicos parecem ser mais saudáveis, em especial quando são consideradas algumas variáveis relacionadas com as limitações físicas (*diaslimitados* e *incapacidade*) e a presença de doença e/ou dor crónica. Além disso, os problemas de saúde mais comuns (por exemplo, pressão arterial elevada, diabetes e *stress*) são relativamente mais frequentes entre indivíduos do SNS e dos subsistemas privados. Esta particularidade pode estar parcialmente relacionada com a idade, uma vez que esta é em média menor entre os beneficiários de subsistemas públicos. Adicionalmente, vale a pena destacar que os funcionários públicos apresentam menores indícios de *stress*, uma menor proporção de fumadores e um maior número médio de refeições. A distribuição regional dos grupos é também desigual no total da amostra. Estas diferenças amostrais sugerem que é necessário ter particular atenção na modelação

Quadro 2

	SNS		Subsistema Público			Subsistema Privado		
	média	desv. padrão	média	desv. padrão	valor-p	média	desv. padrão	valor-p
Variáveis de estado de saúde								
doente	0.007	0.001	0.005	0.001	0.008	0.005	0.002	0.363
diaslimitados	0.613	0.015	0.488	0.030	0.000	0.536	0.077	0.327
incapacidade	0.016	0.001	0.004	0.001	0.000	0.006	0.003	0.000
reumática	0.168	0.002	0.120	0.004	0.000	0.134	0.011	0.003
osteoporose	0.069	0.001	0.060	0.003	0.014	0.068	0.008	0.943
cancro	0.019	0.001	0.020	0.002	0.688	0.022	0.005	0.491
rins	0.048	0.001	0.051	0.003	0.473	0.058	0.008	0.224
insrenal	0.014	0.001	0.011	0.001	0.196	0.014	0.004	0.971
enfisema	0.034	0.001	0.022	0.002	0.000	0.022	0.005	0.015
avc	0.018	0.001	0.013	0.002	0.000	0.020	0.005	0.654
enfarte	0.014	0.001	0.011	0.001	0.103	0.014	0.004	0.956
depressão	0.074	0.002	0.074	0.004	0.934	0.082	0.009	0.395
outrascronicas	0.319	0.003	0.297	0.006	0.001	0.317	0.015	0.928
tensão	0.221	0.002	0.178	0.005	0.000	0.222	0.013	0.977
dor	0.148	0.002	0.110	0.004	0.000	0.119	0.010	0.006
diabetes	0.077	0.002	0.054	0.003	0.000	0.074	0.008	0.651
asma	0.051	0.001	0.057	0.003	0.075	0.049	0.007	0.837
stress	0.119	0.002	0.104	0.004	0.001	0.124	0.011	0.631
fuma	0.162	0.002	0.138	0.005	0.000	0.179	0.012	0.200
refeições	0.926	0.002	0.949	0.003	0.000	0.933	0.008	0.402
Variáveis socioeconómicas e demográficas								
dimfamilia	3.387	0.009	3.342	0.017	0.020	3.100	0.037	0.000
idade	42.044	0.131	38.984	0.285	0.000	42.946	0.685	0.196
feminino	0.515	0.003	0.537	0.007	0.003	0.419	0.016	0.000
educmax	8.112	0.026	11.949	0.061	0.000	11.625	0.147	0.000
logrendimento	6.048	0.003	6.624	0.007	0.000	6.669	0.019	0.000
solteiro	0.350	0.003	0.391	0.007	0.000	0.322	0.015	0.076
estudante	0.164	0.002	0.247	0.006	0.000	0.188	0.013	0.065
reformado	0.185	0.002	0.171	0.005	0.012	0.256	0.014	0.000
Variáveis de região								
Norte	0.161	0.002	0.093	0.004	0.000	0.104	0.010	0.000
Lisboa	0.126	0.002	0.146	0.005	0.000	0.232	0.014	0.000
Alentejo	0.136	0.002	0.166	0.005	0.000	0.120	0.011	0.133
Algarve	0.146	0.002	0.122	0.004	0.000	0.181	0.012	0.006
Açores	0.147	0.002	0.205	0.005	0.000	0.169	0.012	0.079
Madeira	0.139	0.002	0.147	0.005	0.127	0.060	0.008	0.000
Variáveis de sazonalidade								
Inverno	0.255	0.003	0.254	0.006	0.873	0.314	0.015	0.000
Primavera	0.258	0.003	0.255	0.006	0.702	0.235	0.014	0.110
Verão	0.249	0.003	0.237	0.006	0.052	0.246	0.014	0.825

Fontes: INS 2004/2005 e cálculos dos autores.

Nota: O valor-p do teste do *rácio-t* de comparação de médias indica a probabilidade da média de cada variável não diferir entre sistemas de saúde. Na comparação do SNS com os subsistemas públicos considerou-se $H_0: \mu_{SNS} = \mu_{Subsistema\ Público}$; e na comparação entre o SNS com os subsistemas privados utilizou-se $H_0: \mu_{SNS} = \mu_{Subsistema\ Privado}$.

do consumo de cuidados de saúde, de modo a que a comparação da utilização de cuidados de saúde em todos os grupos possa ser feita de forma apropriada.

4. METODOLOGIA E QUESTÃO DE IMPLEMENTAÇÃO DA ESTIMAÇÃO

Tal como na maioria da investigação empírica na área da economia da saúde, a variável dependente aqui considerada (número de consultas médicas) é uma variável de contagem caracterizada por uma grande proporção de zeros, uma assimetria positiva e, como consequência, uma longa aba direita. No que respeita a instrumentos econométricos, muito recentemente, os modelos de uma equação (e.g. Poisson e negative binomial), *Hurdle* e os modelos de mistura finitos têm dominado a literatura empírica (Deb e Trivedi (2002)). Os estimadores deles resultantes dependem crucialmente de hipóteses sobre a forma funcional da equação de regressão e da distribuição do termo de erro. Isto porque se tratam de técnicas paramétricas que, uma vez conhecido o valor esperado, determinam totalmente o comportamento ao longo da distribuição. Neste sentido, uma alternativa atraente a estes instrumentos é o uso de estimadores não-paramétricos e semi-paramétricos. A regressão de quantis, introduzida para dados contínuos em Koenker e Bassett (1978), oferece uma visão completa do efeito das variáveis sobre a localização, dimensão e forma da distribuição da variável dependente. Como método semi-paramétrico, depende apenas de uma especificação paramétrica para a equação dos quantis da distribuição condicional, uma vez que não é assumida qualquer distribuição para o termo de erro. Esta técnica foi aplicada pela primeira vez à literatura da economia da saúde em Manning *et al.* (1995) utilizando um conjunto de dados contínuos. Recentemente, Machado e Santos Silva (2005) desenvolveram uma metodologia de regressão de quantis para dados de contagem através de um processo de “*jittering*”, que introduz artificialmente algum grau de continuidade na variável dependente.

A ideia básica da regressão de quantis para dados de contagem consiste na construção de uma variável auxiliar contínua (y^*), cujos quantis (α) tenham uma relação conhecida com os quantis da variável discreta que se pretende estudar (y). Tal variável pode ser obtida adicionando à variável de contagem uma variável uniforme aleatória (independente da variável dependente y e das variáveis independentes x)⁹. Seguindo o procedimento sugerido em Machado e Santos Silva (2005) e aplicando-o ao caso particular em análise, a representação paramétrica do α -quantil de y^* foi definida como:

$$Q_{y^*}(\alpha | x_i) = \alpha + \exp[\beta_0(\alpha) + \beta_1(\alpha) \text{pubsub}_i + \beta_2(\alpha) \text{privsub}_i + \gamma(\alpha) z_i], 0 \leq \alpha < 1$$

onde pubsub_i e privsub_i representam indivíduos do “subsistema público” e do “subsistema privado”, respectivamente. O vector z_i inclui todas as outras características que explicam o número de consultas médicas¹⁰. A técnica consiste então em aplicar a regressão de quantis *standard*, e para tal é necessário proceder a uma transformação monotónica de y^* de forma a garantir que os quantis

(9) Machado e Santos Silva (2005) mostraram que os efeitos marginais de y^* são facilmente obtidos e interpretados porque existe uma correspondência entre os quantis de y e de y^* , em particular $Q_y(\alpha | x_i) = \lceil Q_{y^*}(\alpha | x_i) - 1 \rceil$ onde $\lceil a \rceil$ é uma função *ceiling*.

(10) Além de todas as variáveis independentes referidas na Secção 3, é utilizado um polinómio de terceiro grau para a variável idade e um polinómio de terceiro grau para a variável idade cruzada com a variável binária do género.

estimados sejam não-negativos e lineares nos parâmetros de um vector de regressores¹¹. Com efeito, o vector de variáveis explicativas $\beta(\alpha) = [\beta_0(\alpha), \beta_1(\alpha), \beta_2(\alpha), \gamma(\alpha)]$ é obtido como a solução de uma regressão de quantis *standard* de uma variável resultante de uma transformação linear, minimizando a soma dos erros absolutos ponderados assimetricamente. Machado e Santos Silva (2005) mostraram que, embora a regressão de quantis não seja diferenciável em todo o seu domínio, o estimador é consistente e assintoticamente normal. Uma vez que o “ruído” foi introduzido artificialmente por razões técnicas, os autores sugerem um procedimento de Monte Carlo que consiste na obtenção de um estimador que é a média de m coeficientes de amostras diferentes (com a mesmo número de observações), cuja única diferença entre elas é a variável dependente auxiliar contínua uma vez que é definida como a soma de y (constante entre as amostras) e de m diferentes conjuntos de tiragens da distribuição uniforme. A principal vantagem desse procedimento é que o estimador daí resultante é mais eficiente do que o obtido a partir de uma só amostra, para além de permitir a utilização de um estimador robusto da matriz de variâncias e covariâncias.

A forma como o procedimento é desenvolvido levanta algumas cautelas quanto à interpretação directa na medida em que pode sugerir algumas conclusões enganosas. Em particular, é de notar que $\beta(\alpha)$ é um vector linear de efeitos parciais sobre a transformação linear de y^* (i.e. não é y^* nem y) e para entender completamente o impacto das diferentes variáveis, a análise deve ser feita através de $Q_{y^*}(\alpha|x)$. Assim, a interpretação não é simples, devido à sua não-linearidade, bem como ao facto de ser função do valor do quantil. Sendo não linear, os coeficientes fornecem uma imagem incompleta dos efeitos dos regressores ao longo da distribuição e, sendo uma função de α , implica, por exemplo, que uma variável com o mesmo coeficiente estimado em todos os quantis terá um efeito proporcional que varia de acordo com α . Para ter em conta a não-linearidade, podem ser calculados efeitos parciais para cada indivíduo ou para um indivíduo de referência que, no caso deste estudo, foi definido assumindo variáveis contínuas na média da amostra e as variáveis binárias iguais a zero (\tilde{x})¹². Paralelamente, para facilitar a comparação dos efeitos entre os diferentes modelos, podem ser calculadas as semi-elasticidades de $Q_{y^*}(\alpha|x)$ em relação às diferentes variáveis. Quanto à significância estatística da variável relevante (y), é possível testar a hipótese nula de que uma variável não tem efeito explicativo sobre $Q_{y^*}(\alpha|x)$ porque é equivalente a testar se a variável não tem impacto sobre $Q_{y^*}(\alpha|x)$. Por outro lado, quando a variável é significativa em quantis da variável auxiliar, pode não ser significativa no quantil condicional de y . Isso ocorre porque diferentes quantis de y^* correspondem aos mesmos quantis de y . No entanto, quando se verificar que depende do regressor em vários quantis de $Q_{y^*}(\alpha|x)$, então deve ser possível detectar uma subpopulação para os quais a semi-elasticidade de $Q_{y^*}(\alpha|x)$ é também diferente de zero. Machado e Santos Silva (2005) consideram esta característica como uma espécie de efeito “lupa” do $Q_{y^*}(\alpha|x)$.

(11) Este procedimento é viável porque os quantis são equivariantes a transformações monótonas e a censuras no limite inferior até o quantil de interesse.

(12) Mais especificamente, o indivíduo de referência é um homem saudável, não fumador e que não consome barbitúricos, mas faz menos de três refeições por dia. Quanto à sua situação socioeconómica e demográfica, não é solteiro, nem aposentado, tem um agregado familiar de dimensão média e um nível de escolaridade e rendimento médio. Além disso, vive na região Centro e foi entrevistado no Outono. Observe-se também que, o vector \tilde{x} é definido com as variáveis binárias *pubsub* e *privsub* iguais a zero e, portanto, o indivíduo de referência usufrui apenas do SNS.

5. RESULTADOS

Os resultados foram obtidos a partir do algoritmo *qcount* do STATA (Miranda (2006)) com alguns pequenos ajustamentos. Quanto ao número de amostras, experiências preliminares mostraram que os coeficientes não são muito sensíveis a uma determinada amostra de variáveis aleatórias uniformes utilizadas para tornar os dados contínuos e com aproximadamente 1500 amostras não foram detectadas alterações em ambos os coeficientes e desvios-padrão. A decisão sobre quais os quantis a considerar na análise foi tomada tendo em conta a natureza do objecto em estudo e a distribuição empírica dos resultados relevantes. Como os quantis marginais são zero para todos os $\alpha \leq 0.50$, tornou-se mais interessante calcular quantis condicionais na aba superior da distribuição onde o efeito dos regressores é potencialmente mais variável. De notar que, na aba inferior uma variação nos quantis condicionais da variável artificial pode derivar, em larga medida, do ruído aleatório que foi adicionado sendo, portanto, de esperar encontrar quantis mais “planos”. Além disso, em termos económicos é mais interessante olhar para o comportamento dos indivíduos quando fazem uma utilização mais elevada de cuidados de saúde. Neste cenário, e apesar do primeiro quartil ser também apresentado, a ênfase do trabalho está nos quantis acima da média, nomeadamente nos decis acima da mediana (inclusive).

O Quadro 3 apresenta as estimativas para as semi-elasticidades de acordo com o procedimento definido na secção anterior. No que respeita à significância estatística, as variáveis são globalmente significativas (os desvios-padrão são apresentados em Moreira e Barros (2009)). De assinalar também que os sinais dos regressores não mudam entre quantis.

Relativamente à magnitude dos efeitos das variáveis de dupla cobertura, é visível que tanto os subsistemas públicos como os privados têm um efeito positivo sobre o número de consultas, crescente até ao sexto/sétimo decil de y^* e decrescente a partir daí, sendo o efeito da protecção por via de um plano de seguro privado entre 2.6 e 2.9 vezes superior ao efeito dos sistemas de saúde dos funcionários públicos. Um facto interessante é a semelhança entre o padrão de impacto de ambos os subsistemas ao longo da distribuição. Com efeito, o rácio dos coeficientes das variáveis binárias de dupla cobertura permanece praticamente inalterado entre quantis. Este resultado indica que ter seguro de saúde complementar leva a um aumento da utilização de cuidados de saúde (consultas) e a origem da dupla cobertura é, também, muito importante, na medida em que os subsistemas privados parecem induzir a mais consumo do que os subsistemas públicos¹³. Para entender melhor o efeito dos subsistemas de saúde na utilização de cuidados de saúde foi realizado um exercício de simulação, no qual foram feitas estimativas pontuais com a previsão dos valores dos diferentes quantis para cada indivíduo da amostra. Tais estimativas assumem que todas as variáveis são iguais aos seus valores observados, excepto o tipo de cobertura de saúde. Relativamente a este aspecto, consideraram-se as três possibi-

(13) Como já foi mencionado a interpretação directa dos coeficientes tem limitações. No entanto, as semi-elasticidades dependem dos valores assumidos para as variáveis independentes. Para testar se existem diferenças significativas, além de \bar{x} , consideraram-se outros vectores. Os resultados apontaram para que as principais mensagens se mantenham inalteradas.

Quadro 3

RESULTADOS DA REGRESSÃO DE QUANTIS: SEMI-ELASTICIDADES							
	\tilde{x}	P25	P50	P60	P70	P80	P90
Variáveis de sistema de cuidados de saúde							
pubsub	0	0.026	0.029	0.032	0.036	0.034	0.031
privsub	0	0.070	0.080	0.091	0.093	0.092	0.087
Variáveis de estado de saúde							
doente	0	0.310	0.258	0.260	0.295	0.329	0.630
diaslimitados	0	0.023	0.023	0.024	0.026	0.032	0.039
incapacidade	0	0.046	0.071	0.091	0.026	0.180	0.241
reumática	0	0.046	0.047	0.048	0.054	0.072	0.087
osteoporose	0	0.104	0.072	0.065	0.059	0.055	0.052
cancro	0	0.190	0.185	0.174	0.169	0.224	0.374
rins	0	0.051	0.052	0.062	0.074	0.111	0.127
insrenal	0	0.058	0.077	0.077	0.091	0.134	0.143
enfisema	0	0.030	0.073	0.081	0.091	0.118	0.146
avc	0	0.045	0.045	0.047	0.064	0.095	0.113
enfarte	0	0.110	0.121	0.132	0.145	0.152	0.131
depressão	0	0.066	0.081	0.091	0.103	0.125	0.152
outrascronicas	0	0.173	0.178	0.195	0.208	0.211	0.228
tensão	0	0.160	0.145	0.144	0.136	0.134	0.125
dor	0	0.060	0.068	0.080	0.093	0.111	0.136
diabetes	0	0.180	0.139	0.131	0.133	0.153	0.183
asma	0	0.107	0.120	0.131	0.145	0.143	0.140
stress	0	0.176	0.135	0.132	0.128	0.153	0.153
fuma	0	-0.059	-0.051	-0.050	-0.051	-0.041	-0.018
refeições	0	0.066	0.053	0.044	0.043	0.038	0.039
Variáveis socioeconómicas e demográficas							
dimfamília	3.37	-0.020	-0.019	-0.019	-0.021	-0.018	-0.009
idade quando masculino*	41.58	0.004	0.004	0.004	0.005	0.004	0.003
idade quando feminino *		0.001	0.000	0.000	-0.001	-0.001	-0.001
feminino **	0	0.155	0.151	0.169	0.209	0.179	0.179
educmax	8.81	0.000	0.004	0.005	0.005	0.004	0.003
logrendimento	564.97	0.000	0.003	0.003	0.003	0.004	0.003
solteiro	0	0.000	-0.056	-0.059	-0.070	-0.068	-0.059
estudante	0	0.000	-0.068	-0.077	-0.080	-0.074	-0.085
reformado	0	0.003	0.050	0.046	0.044	0.058	0.083
Variáveis de região							
Norte	0	-0.016	-0.011	-0.014	-0.015	-0.024	-0.049
Lisboa	0	-0.026	-0.020	-0.025	-0.029	-0.039	-0.054
Alentejo	0	-0.076	-0.062	-0.064	-0.063	-0.065	-0.072
Algarve	0	-0.070	-0.058	-0.058	-0.055	-0.061	-0.083
Açores	0	-0.099	-0.091	-0.099	-0.114	-0.129	-0.160
Madeira	0	-0.132	-0.126	-0.139	-0.164	-0.182	-0.207
Variáveis de sazonalidade							
Inverno	0	0.059	0.059	0.063	0.067	0.066	0.085
Primavera	0	0.031	0.030	0.034	0.035	0.033	0.038
Verão	0	0.016	0.012	0.008	0.000	-0.009	-0.001

Fontes: Cálculos dos autores.

Nota: As semi-elasticidades são calculadas para o vector \tilde{x} apresentado na segunda coluna. As semi-elasticidades marcadas com * e ** encontram-se multiplicadas por 10 e 100, respectivamente. Os coeficientes e desvios-padrão encontram-se em Moreira e Barros (2009).

Quadro 4

FREQUÊNCIAS RELATIVAS DOS QUANTIS ESTIMADOS POR TIPO DE SEGURO DE SAÚDE											
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	≥10
SNS											
Qy(25 x)	89.4	8.3	1.4	0.4	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Qy(50 x)	58.2	32.8	5.5	1.7	0.7	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
Qy(75 x)	1.3	69.3	17.9	5.6	2.5	1.1	0.7	0.5	0.2	0.2	0.7
Qy(90 x)	0.0	23.4	46.3	15.1	6.2	3.1	1.8	1.1	0.7	0.5	1.8
Subsistema Público											
Qy(25 x)	87.9	9.4	1.6	0.5	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Qy(50 x)	54.0	35.7	6.3	2.0	0.9	0.5	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2
Qy(75 x)	0.7	65.7	20.1	6.5	2.9	1.4	0.8	0.5	0.3	0.2	0.8
Qy(90 x)	0.0	19.5	47.2	16.6	6.7	3.5	1.9	1.2	0.8	0.6	2.0
Subsistema Privado											
Qy(25 x)	83.6	12.3	2.4	0.8	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Qy(50 x)	46.8	40.3	7.5	2.6	1.2	0.6	0.3	0.2	0.1	0.1	0.3
Qy(75 x)	0.2	60.0	23.4	7.6	3.6	1.8	0.9	0.7	0.5	0.3	1.0
Qy(90 x)	0.0	13.2	47.7	19.5	7.7	4.0	2.3	1.5	1.0	0.7	2.4

Fontes: Cálculos dos autores.

Nota: As estimativas são baseadas num exercício de simulação que consiste em estimar os quantis de y^* para os 35308 indivíduos, estabelecendo todos os regressores iguais aos valores observados, excepto o sistema de saúde em que se consideraram as três hipóteses possíveis. Para se obter os quantis de y aplicou-se $Q_y(\alpha | x_i) = [Q_{y^*}(\alpha | x_i) - 1]$ sendo os resultados apresentados em termos de frequências relativas.

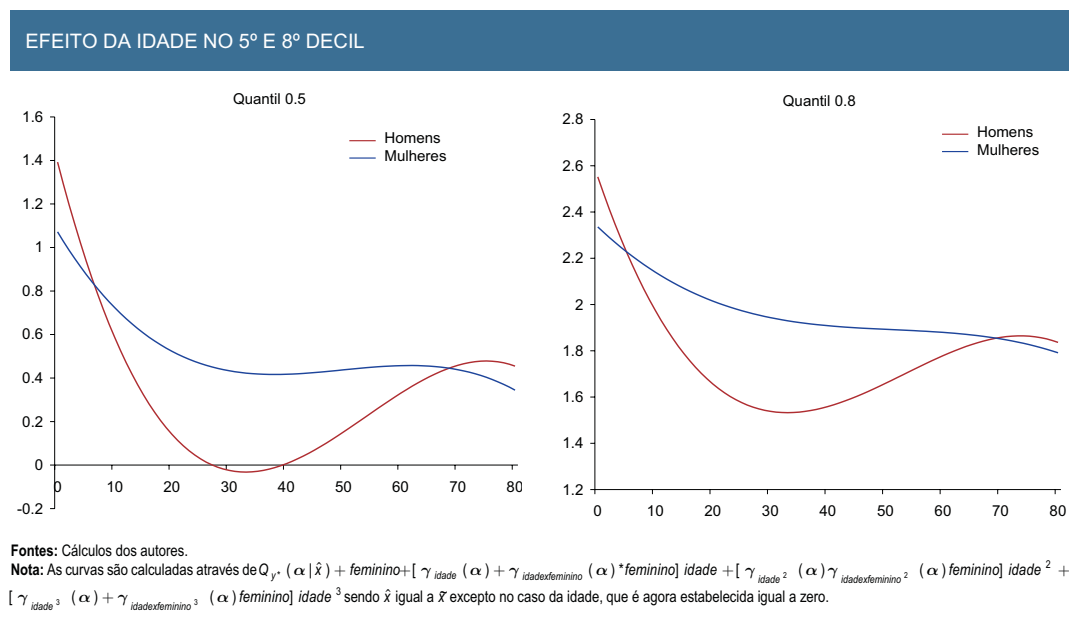
lidades estudadas: SNS, dupla cobertura através de um subsistema público e dupla cobertura através de um subsistema privado. As frequências relativas dos resultados do exercício estão apresentadas no Quadro 4. Tendo em conta que metade da amostra tem zero consultas médicas nos três meses que antecederam a entrevista, não é de estranhar que o primeiro quantil condicional seja zero para quase todas as observações. Quando as estimativas dos diferentes quantis são comparadas, torna-se claro que as alterações ao longo da distribuição são diferentes conforme os planos de saúde. Por exemplo, a proporção de indivíduos com uma previsão de zero ou uma consulta é sempre menor com o seguro adicional (público ou privado) do que com o SNS, mas estes efeitos relativos mudam ao longo dos quantis. Mais particularmente, a proporção entre indivíduos sem dupla cobertura é 91.0, 70.7 e 23.4 por cento para o 50º, 75º e 90º quantil, respectivamente, enquanto nas observações com o subsistema público a proporção é de 89.6, 66.4 e 19.5 por cento para o 50º, 75º e 90º quantil, respectivamente. Isto significa que a existência de protecção adicional provoca um padrão crescente nas diferenças de proporção de indivíduos com um certo número de consultas que é mais acentuado a partir do 50º ao 75º quantil do que do 75º ao 90º quantil.

Quanto aos efeitos das variáveis de estado de saúde em termos globais, é visível que os regressores têm um impacto positivo sobre o consumo de consultas médicas, que aumenta ao longo da distribuição. Em particular, tal como esperado, estar doente é importante para determinar se ocorrem consultas médicas e, levando em consideração os resultados do último decil, é muito mais relevante para explicar consultas subsequentes. O mesmo tipo de comportamento é observado no caso de um indi-

víduo sofrer de uma incapacidade permanente, uma vez que para os primeiros quantis não é significativo, enquanto para níveis mais elevados de consumo se torna uma variável com grande capacidade explicativa. Entre as doenças crónicas há também indícios de um efeito positivo que aumenta ao longo da distribuição, excepto para variáveis *osteoporose*, que tem um impacto decrescente, e *enfarte*, *outrascronicas*, *tensão*, *diabetes* e *asma*, que têm um efeito constante. A *proxy* para o nível de exposição ao *stress* tem um efeito que não varia muito entre quantis. Quanto às outras variáveis relacionadas com as atitudes em relação aos cuidados de saúde, encontramos efeitos decrescentes. O impacto negativo de ser um fumador contrasta com os resultados de Lourenço (2007), que, embora usando uma variável ligeiramente diferente, encontra efeitos positivos sobre o consumo de consultas. Estes resultados parecem indicar que indivíduos que cuidam melhor da sua saúde não fumando e fazendo um maior número de refeições, têm também uma atitude mais pró-activa no recurso a consultas médicas. Este fenómeno parece compensar o efeito de à partida já usufruírem de melhor estado de saúde (e conseqüentemente necessitarem de utilizar menos consultas), decorrente de não fumarem e terem um maior número de refeições.

Como um todo, o impacto das variáveis relacionadas com as características socioeconómicas parece semelhante ao longo da distribuição. Quanto ao efeito da dimensão do agregado familiar, os resultados indicam que um indivíduo consome em média menos consultas quando o seu agregado é maior. Esta conclusão é similar à de Winkelmann (2006). Uma possível explicação económica para este efeito é a presença de “economias de experiência” no seio da família devido ao facto das decisões tomadas por mais de uma pessoa beneficiarem de um maior grau de informação que, por sua vez, influencia o estado de saúde e a eficiência na “produção” de saúde. Também é plausível que as economias de escala desempenhem um papel, se for verdade que ao consultar um médico os pacientes além de obterem o seu diagnóstico, também procuram obter informação relevante para os seus familiares (referindo os respectivos sintomas) a fim de evitar consultas adicionais. Relativamente ao efeito da idade, a partir do Gráfico 2 é visível que o consumo de cuidados de saúde é muito elevado nos primeiros anos de vida e diminui até aos 30/40 anos, mais no caso dos homens do que no das mulheres e, seguidamente, o consumo aumenta para o sexo masculino enquanto permanece praticamente constante para o sexo feminino. Estes resultados parecem intuitivos: na fase inicial as crianças geralmente requerem mais cuidados de saúde (tendo até consultas médicas periódicas) que se tornam mais reduzidos com o crescimento; a partir de uma dada fase da vida volta a aumentar o recurso aos serviços de saúde porque há deterioração do estado de saúde (relembre-se que de acordo com Grossman (1972) a idade pode ser entendida como um indicador da taxa de depreciação do “capital” de saúde). A maioria dos estudos sobre a procura de cuidados de saúde considera que a idade tem uma relação quadrática com a utilização de cuidados de saúde (Pohlmeier e Ulrich (1995), Winkelmann (2006) e Lourenço (2007)). Esta opção foi considerada numa fase inicial do trabalho, mas verificou-se que ambos os coeficientes não eram significativos. Em contrapartida, um polinómio de terceiro grau mostrava uma maior capacidade explicativa. Além disso, o envelhecimento e os efeitos de género são modelados em conjunto e, como tal, não faz muito sentido interpretar o coeficiente da variável binária *feminino* isoladamente. As vantagens de se avaliar o efeito do envelhecimento por género re-

Gráfico 2



velam-se claras a partir do Gráfico 2: os homens tendem a consumir menos, enquanto as mulheres apresentam um nível de utilização de cuidados saúde mais estável ao longo da vida. Ao comparar os efeitos na mediana e no 8º decil de y^* , observa-se que o padrão dos impactos é semelhante, mas a idade apresenta um efeito de magnitude menos acentuada na explicação de níveis elevados de consultas médicas. Este resultado está em linha com Winkelmann (2006) que mostra que a idade tem um efeito menor na aba superior da distribuição do número de consultas.

O nível de rendimento tem um efeito positivo mas pouco significativo sobre a utilização de cuidados de saúde. Conceptualmente é possível encontrar pelo menos dois canais para a explicar a sua influência. O primeiro deriva do modelo de Grossman (1972), em que o rendimento funciona como uma restrição orçamental e, portanto, mede a capacidade para pagar cuidados de saúde. O segundo canal está relacionado com o facto de diferentes níveis de rendimento poderem explicar diferenças no custo de oportunidade de estar doente e no custo de consultar um médico, especialmente se se considerar que tem uma correlação elevada com o salário. Em Portugal, o primeiro canal não será tão essencial por causa da concepção de sistemas de saúde. Esta consideração é aplicável tanto aos subsistemas públicos como privados, assim como ao SNS, embora em menor escala no caso deste último. Os custos directos suportados pelos beneficiários são relativamente pequenos porque uma parte considerável do preço de uma consulta médica fica a cargo do sistema de saúde, que é financiado principalmente por impostos gerais e/ou por contribuições obrigatórias dos empregados e das entidades patronais. Neste contexto o efeito reduzido do rendimento pode resultar do facto do segundo canal, acima referido, se revelar mais relevante. Também o nível educacional tem um impacto positivo mas diminuto sobre a utilização de cuidados de saúde e este não muda significativamente ao longo dos quantis estimados. Pohlmeier e Ulrich (1995), Winkelmann (2006) e Lourenço (2007) também encontraram pequenos efeitos positivos tanto para o rendimento como para o nível educacional. Quanto

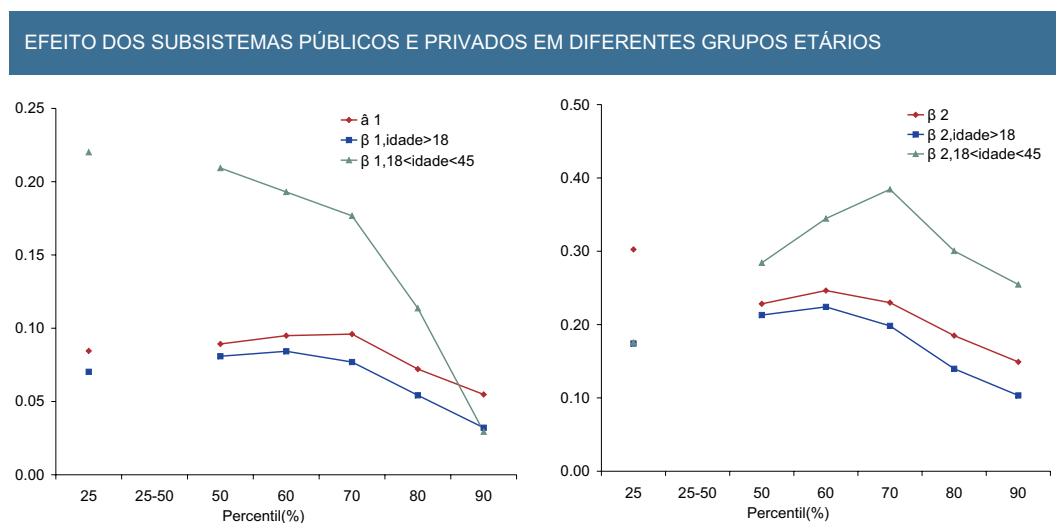
ao efeito do estado civil, os resultados apontam para que as pessoas que vivem sozinhas recorram com menor frequência a aconselhamento médico. Esses resultados podem indicar que são menos avessos ao risco quanto à sua saúde. Quanto ao situação em termos de ocupação, as semi-elasticidades estimadas são positivas para os aposentados e negativas para os estudantes, o que é consistente com um aumento da utilização de cuidados de saúde ao longo do ciclo de vida. Com efeito, esta é baixa no caso dos estudantes, aumentando depois durante a vida activa e atingindo o máximo depois da reforma. Assim, na interpretação dos resultados, é importante estar ciente de que estas variáveis podem captar em parte alguns efeitos da idade e do rendimento previstos pelo modelo de Grossman (1972).

Finalmente, os resultados quanto aos coeficientes relacionados com a localização geográfica dos entrevistados indicam que os indivíduos provenientes da região Centro utilizam mais consultas médicas, seguindo-se os do Norte e Lisboa. Indivíduos provenientes das Regiões Autónomas tendem a consumir muito menos cuidados do que os do Continente. Em relação aos efeitos ao longo da distribuição, pode-se concluir que são mais ou menos constantes, sendo apenas ligeiramente crescentes no caso do Norte e Lisboa. As variáveis sazonais indicam que as pessoas parecem consumir menos consultas médicas no Verão, verificando-se depois um pico no Outono.

6. RESULTADOS ADICIONAIS: EFEITOS CUMULATIVOS DA DUPLA COBERTURA SOBRE A SAÚDE

Conforme mencionado na Secção 3.1, os indivíduos que beneficiaram de duplas coberturas por um longo período de tempo e, deste modo, potencialmente tiveram acesso a mais e melhores tratamentos, podem ter acumulado benefícios em termos de estado de saúde (Barros *et al.* (2008)). Existindo este efeito, a diferença no número de consultas entre os grupos com e sem coberturas adicionais tenderá a diminuir com a idade. A ideia por trás desta hipótese é que, ao contrário dos beneficiários mais recentes de subsistemas de saúde (provavelmente as gerações mais jovens), os beneficiários mais antigos (em princípio as gerações mais velhas) já terão tido tempo para acumular benefícios de saúde, o que os terá tornado relativamente mais saudáveis quando comparados com indivíduos que só têm acesso ao SNS. Se este efeito não for totalmente controlado através das variáveis que reflectem o estado de saúde, os coeficientes $\beta_1(\alpha)$ e $\beta_2(\alpha)$ previamente obtidos podem estar enviesados positivamente. Neste contexto, é interessante estimar os quantis (utilizando a especificação empírica apresentada na Secção 4) para diferentes faixas etárias. Em particular, considerou-se uma sub-amostra de indivíduos com mais de dezoito anos de idade (28736 observações) e uma segunda sub-amostra composta por indivíduos entre dezoito e quarenta e cinco anos (12637 observações). O Gráfico 3 apresenta uma comparação das estimativas dos coeficientes das variáveis binárias de dupla cobertura, com especial destaque para a aba superior. O resultado mais importante desta análise é que os efeitos dos subsistemas públicos e privados são relativamente maiores para as gerações mais jovens e isso ocorre ao longo de toda a distribuição. De facto, quando se avalia o impacto para a totalidade dos indivíduos com mais de dezoito anos, os coeficientes $\beta_1(\alpha)$ e $\beta_2(\alpha)$ tornam-se um

Gráfico 3



Fontes: Cálculos dos autores.

pouco menores quando comparados com as estimativas anteriores, enquanto o grupo mais jovem (com indivíduos entre os dezoito e quarenta e cinco anos) regista um maior nível de efeitos estimados. Refira-se que as diferenças são muito expressivas, especialmente para os funcionários públicos. Este resultado é consistente com as conclusões obtidas por Barros *et al.* (2008). Para diferentes níveis de recurso a consultas médicas, os beneficiários dos subsistemas públicos e privados têm um padrão de comportamento completamente diferente. Mais especificamente, os resultados da regressão de quantis para os subsistemas públicos mostram que o efeito da protecção complementar para o grupo mais jovem diminui consideravelmente ao longo da distribuição, indiciando assim que a dupla cobertura tem um impacto relativamente mais baixo para níveis elevados de utilização. De notar ainda que, no 9º decil, os coeficientes são semelhantes para os diferentes grupos etários. Para os subsistemas privados, o efeito estimado do grupo mais jovem aumenta até ao 7º decil e depois diminuiu, apresentando, desta forma, um padrão semelhante ao obtido com a amostra completa. Concluindo, este exercício parece confirmar a hipótese de que os impactos estimados para os beneficiários se vão tornando relativamente mais baixos à medida que aumenta a idade, possivelmente reflectindo benefícios acumulados no estado de saúde¹⁴.

7. CONCLUSÕES

Este artigo examina o impacto de coberturas suplementares sobre a utilização de consultas médicas em diferentes pontos da distribuição, contribuindo desta forma para a literatura empírica sobre seguros de saúde. Mais concretamente, centra-se a atenção no caso português analisando as diferenças de comportamento entre os indivíduos apenas abrangidos pelo SNS e os indivíduos também cobertos

(14) As alterações na população em análise e a redução da amostra (em especial, no número de indivíduos com subsistemas) devem, no entanto, ser tidas em conta.

por subsistemas de saúde. A abordagem consistiu em estudar as diferenças no número de consultas médicas entre os beneficiários do SNS e os indivíduos com subsistemas públicos e privados através de uma metodologia de regressão de quantis, recentemente alargada a dados de contagem. Com efeito, a análise supera as limitações dos modelos tradicionais de contagem, investigando o efeito dos determinantes da utilização de serviços de saúde ao longo da distribuição do número de consultas médicas e sem depender de hipóteses quanto à distribuição do termo de erro. O problema de selecção adversa é minimizado porque se utilizam apenas indivíduos que beneficiam de coberturas de saúde adicionais através dos seus empregadores e numa base obrigatória.

Os resultados mostram que o benefício de um subsistema de saúde é importante para explicar o consumo de consultas médicas. O seguro complementar conduz, em termos relativos, a um maior recurso a consultas, mais significativo para os níveis intermédios de consumo (menos evidente para níveis elevados). Quando os efeitos dos planos de seguro adicionais, públicos e privados, são comparados, fica claro que o impacto da dupla cobertura resultante de regimes privados é maior do que o decorrente dos planos de seguro de saúde dos funcionários públicos. Uma outra conclusão importante é que o efeito relativo da dupla cobertura em ambos os tipos de subsistemas é praticamente constante entre quantis, o que significa que exibem um padrão semelhante ao longo da distribuição. Controlando para um potencial enviesamento do impacto dos subsistemas estimado para o total da amostra, a análise para o grupo mais jovem revela que os efeitos, tanto dos seguros de saúde públicos como privados, são relativamente mais elevados, possivelmente reflectindo benefícios acumulados no estado de saúde.

Para explicar os níveis de utilização de consultas médicas entre os diferentes tipos de seguro, são considerados outros determinantes, nomeadamente variáveis demográficas, socioeconómicas, *proxies* do estado de saúde e, ainda, efeitos geográficos e sazonais. Tal como esperado, os resultados indicam que a existência de doença e/ou dor crónica é muito importante para explicar a utilização de serviços de saúde, especialmente para elevados níveis de consumo. Entre as características demográficas e socioeconómicas, a idade assume um papel importante, especialmente quando combinada com o efeito do género. De facto, nos primeiros anos de vida o consumo de cuidados de saúde é alto, diminuindo mais para os homens do que para as mulheres até aos 30-40 anos e, seguidamente, a utilização volta a aumentar entre os homens, permanecendo aproximadamente constante no caso das mulheres. A escolaridade e o rendimento apresentam efeitos positivos significativos (aproximadamente constante ao longo da distribuição), embora menos importantes do que os efeitos da maioria dos outros regressores. Em termos globais, os resultados de regressão de quantis são semelhantes aos encontrados na literatura, em termos da importância das variáveis explicativas mais importantes, sendo, a combinação da idade e do género uma novidade.

Em suma, as múltiplas coberturas de seguro saúde criam uma utilização adicional de cuidados de saúde, sendo o efeito provavelmente maior entre os utilizadores medianos do que entre os grandes consumidores. Um resultado interessante é a grande diferença encontrada nos impactos conforme a

natureza da dupla cobertura. Assim, a protecção adicional quando prestada por entidades privadas induz uma maior utilização do que quando resulta de esquemas públicos.

BIBLIOGRAFIA

- Bago-d'Uva, T. e A. Jones (2008), "Health care utilisation in Europe: New evidence from the ECHP", *Journal of Health Economics*, 28 (2), 265-279.
- Barros, P., M. Machado, e A. Galdeano (2008), "Moral hazard and the demand for health services: A matching estimator approach", *Journal of Health Economics*, 27 (4), 1006-1025.
- Barros, P. P. e J. Simões (2007), "Portugal: Health systems review", Volume 9. Health systems in Transition.
- Cameron, A., P. Triverdi, F. Milne, e J. Piggott (1988), "A microeconomic model of the demand for health care and health insurance in Australia", *The Review of Economic Studies*, 55 (1), 85-106.
- Coulson, N., J. Terza, C. Neslusan, e B. Stuart (1995), "Estimating the moral-hazard effect of supplemental medical insurance in the demand for prescription drugs by the elderly", *The American Economic Review*, 85 (2), 122-126.
- Deb, P. e P. Trivedi (2002), "The structure of demand for health care: latent class versus two-partmodels", *Journal of Health Economics*, 21, 601-625.
- Grossman, M. (1972), "On the concept of health capital and the demand for health", *The Journal of Political Economy*, 80 (2), 223-255.
- Jones, A., X. Koolman, e E. van Doorslaer (2006a), "The impact of having supplementary private health insurance on the use of specialists", *Annales D'Économie et de Statistique* 83/84, 251-275.
- Jones, A., N. Rice and P. Contoyannis (2006b), "The dynamics of health", *mimeo*.
- Koenker, R. e G. Bassett (1978), "Regression quantiles", *Econometrica*, 46, 33-50.
- Lourenço, O. D. (2007), "Unveiling health care consumption groups", PhD dissertation, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.
- Machado, J. e J. Santos Silva (2005), "Quantiles for counts", *Journal of the American Statistical Association*, 100, 1226-1237.
- Manning, W., L. Blumberg, e L. Moulton (1995), "The demand for alcohol: The differential response to price", *Journal of Health Economics*, 14 (2), 123-148.
- Miranda, A. (2006), "Qcount: Stata program to fit quantile regression models for count data", *Statistical Software Components*, S456714, Boston College Department of Economics.
- Moreira, S. (2009), "Double coverage and health care demand: Evidence from quantile regression", *Msc dissertation*, ISEG-TULisbon.
- Moreira, S. e P. Barros (2009), "Double coverage and health care utilisation: Evidence from quantile regression", *mimeo*.
- Pereira, J. (1995), *Equity, health and health care: an economic study with reference to Portugal*, Department of Economics and Related Studies of the University of York, 341.

- Pohlmeier, W. e V. Ulrich (1995), "An econometric model of the two-part decisionmaking process in the demand for health care", *The Journal of Human Resources*, 30 (2), 339-361.
- Vera-Hernández, A. (1999), "Duplicate coverage and demand for health care: the case of Catalonia", *Health Economics*, 8, 123-148.
- Winkelmann, R. (2006). "Reforming health care: evidence from quantile regressions for counts", *Journal of Health Economics* 25, 131-145.
- Zweifel, P. e W. G. Manning (2000), "Moral hazard and consumer incentives in health care", Volume 1A of *Handbook of Health Economics*, Section 16, pp. 409-459, Elsevier Science.

O COMÉRCIO INTERNACIONAL DE SERVIÇOS NA ECONOMIA PORTUGUESA*

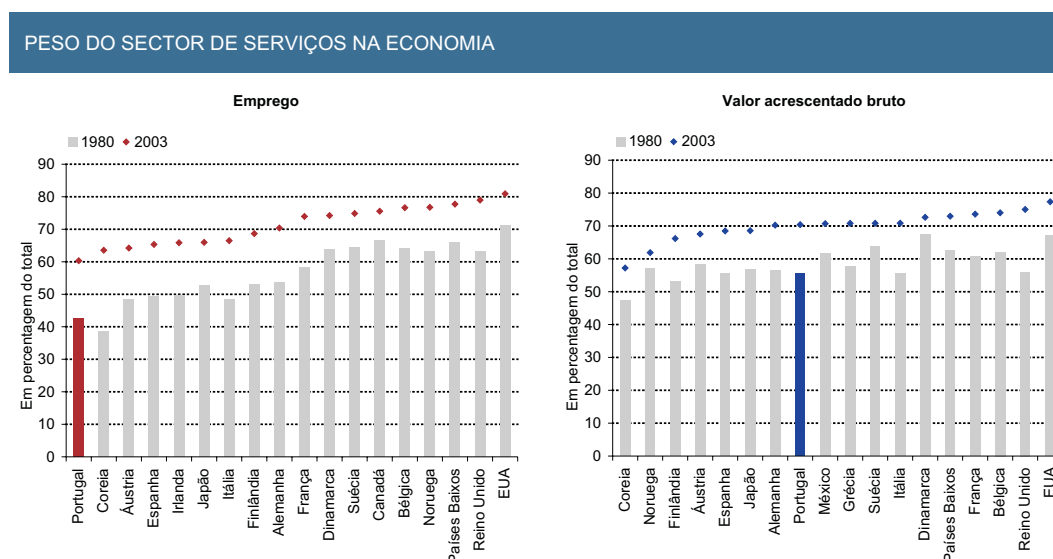
João Amador**

Sónia Cabral**

1. INTRODUÇÃO

A relevância económica do sector dos serviços tem aumentado nas últimas décadas. A reorientação para os serviços traduziu-se em maiores pesos deste sector no valor acrescentado bruto (VAB) total e no emprego na maioria dos países industrializados (Gráfico 1). Adicionalmente, o comércio de serviços expandiu-se rapidamente desde os anos oitenta, num contexto em que as alterações tecnológicas sustentaram um forte crescimento das trocas de serviços transmitidos electronicamente às empresas. No entanto, o paradigma clássico na teoria económica assentava na noção de que os serviços eram essencialmente não transaccionáveis, por oposição aos bens da indústria transformadora que eram considerados transaccionáveis e, por isso, sujeitos à concorrência internacional. Presentemente, esta distinção é ainda globalmente válida, embora a fronteira entre as duas categorias se tenha claramente deslocado, na medida em que mais serviços se tornaram transaccionáveis. Com efeito, tal como discutido em Blinder (2006), a tecnologia disponível – especialmente de transportes,

Gráfico 1



Fontes: Base de dados STAN-OECD e cálculos dos autores.

Nota: Neste gráfico, a informação mais recente sobre o emprego em França refere-se a 2002.

Fontes: Base de dados STAN-OECD e cálculos dos autores.

* Os autores agradecem os comentários de Jorge Correia da Cunha. As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade dos autores, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros e omissões são da exclusiva responsabilidade dos autores.

** Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

informação e comunicações – determina largamente o que pode ou não ser transaccionado internacionalmente. Sectores como os serviços colectivos, sociais e pessoais, muito relacionados com a actividade das administrações públicas, e o comércio a retalho e por grosso permanecem quase exclusivamente como não transaccionáveis no sentido clássico. De forma semelhante, sectores como os transportes, comunicações e turismo têm uma longa tradição de presença nas transacções internacionais. Pelo contrário, sectores como os serviços financeiros, serviços de informática e comunicação e outros serviços prestados às empresas têm ganho importância no comércio internacional em resultado do rápido progresso nas tecnologias de informação e comunicação. É importante sumariar brevemente os principais determinantes destas alterações estruturais.

Têm sido apresentadas na literatura diversas explicações para o peso crescente dos serviços no VAB e no emprego, as quais são simultaneamente alternativas e complementares¹. A primeira explicação foi inicialmente proposta por Clark (1951), argumentando que os serviços satisfazem necessidades superiores às dos bens, *i.e.*, a designada hipótese da “hierarquia das necessidades”. Segundo esta hipótese, quanto maior o rendimento, maior o peso das despesas com a compra de serviços. Isto explicaria a maior relevância dos serviços no VAB e no emprego dos países de maior rendimento. Baumol (1967, 2001) desafiou esta interpretação argumentando que o aumento do peso dos serviços é o resultado de um diferencial no crescimento da produtividade e afirmando que, quando medida a preços constantes, a procura relativa de serviços não depende do rendimento. No entanto, uma vez que a produtividade nos serviços cresce menos do que na indústria transformadora, o peso do emprego nos serviços seria maior nos países de maior rendimento. Adicionalmente, se os salários evoluem de forma semelhante nos diferentes sectores, *i.e.*, não reflectindo as diferenças de produtividade, o peso dos serviços na produção nominal também aumentaria com o rendimento. Os dois argumentos são complementares uma vez que apresentam explicações para o maior peso dos serviços no emprego e no produto. O elemento contraditório reside na elasticidade global procura-rendimento nos serviços, embora dentro de cada sector seja possível identificar casos onde esta elasticidade é superior ou inferior a um.

Uma explicação complementar da reorientação para os serviços reside nas preferências sociais e no papel do sector público na economia. A tendência de longo prazo para o crescimento do peso do sector público no rendimento nacional é um facto estilizado na área da economia pública – a denominada “Lei de Wagner”. A Lei de Wagner tem sido testada empiricamente para vários países e períodos temporais, recebendo, em geral, amplo suporte (ver, por exemplo, Henrekson (1993) e Peacock e Scott (2000)). Este fenómeno pode explicar parcialmente o peso crescente dos serviços no emprego e na produção ao longo do tempo.

Outra explicação para o aumento do peso dos serviços no produto e no emprego é baseada na organização da produção entre os diferentes sectores da economia. Em contas nacionais, as empresas são tipicamente classificadas de acordo com a sua actividade principal, independentemente de outras

(1) Ver Schettkat e Yocarini (2006) para uma revisão da literatura sobre a reorientação para o sector dos serviços e ECB (2006) para uma análise detalhada da evolução do sector dos serviços na área do euro.

actividades secundárias desenvolvidas dentro da empresa. Adicionalmente, nos inquéritos ao mercado de trabalho, os trabalhadores não são classificados de acordo com as características específicas da sua actividade mas de acordo com a classificação sectorial do posto de trabalho. Em paralelo, a organização da produção dentro das empresas tem-se alterado ao longo do tempo, sendo algumas actividades presentemente desempenhadas de forma mais eficiente e com menores custos através de subcontratação (ver Abraham e Taylor (1996)). Deste modo, à medida que este fenómeno se desenvolve, os pesos da produção e do emprego associados aos serviços aumentam. No entanto, este é apenas o resultado de uma reafectação de actividades entre sectores e não uma alteração do tipo de actividades executadas na economia. Na mesma linha, a acrescida participação das mulheres no mercado de trabalho implicou alguma subcontratação de actividades domésticas, conduzindo igualmente a um aumento do peso dos serviços no emprego e na produção.

As explicações para a crescente importância dos serviços no comércio internacional estão parcialmente relacionadas com os aspectos referidos anteriormente e também com as razões subjacentes ao aumento do comércio internacional de bens manufacturados (ver Hoekman (2006) para um resumo do processo de liberalização do comércio de serviços). Em primeiro lugar, os avanços nas tecnologias de informação e comunicação estão cada vez mais a permitir o comércio internacional de serviços. Em segundo lugar, a redução das barreiras políticas e económicas ao comércio e a participação de novos países no comércio mundial estimula as exportações e importações de serviços. Em terceiro lugar, a liberalização do mercado em sectores específicos dos serviços como os transportes aéreo, rodoviário e ferroviário aumentou as respectivas trocas internacionais. Em quarto lugar, a globalização e a associada mobilidade de capitais e pessoas levou a uma forte expansão do comércio nos serviços de turismo, financeiros e de comunicações, contribuindo também para aumentar o seu peso no emprego e na produção doméstica. Finalmente, a fragmentação internacional da produção, com as empresas a produzirem diferentes etapas de produção em países distintos de acordo com as vantagens comparativas locais, tem um impacto no comércio internacional, uma vez que diversos serviços prestados às empresas são subcontratados em países estrangeiros (ver Mankiw e Swagel (2006) para uma discussão).

Este artigo analisa o comércio internacional de serviços da economia portuguesa a um nível relativamente desagregado ao longo das últimas duas décadas, tomando como referência um grupo alargado de países. O artigo está organizado da seguinte forma. A Secção 2 descreve a informação estatística utilizada para analisar a evolução do comércio português de serviços e discute algumas questões conceptuais relacionadas com a definição do comércio internacional de serviços. A Secção 3 examina as principais tendências do comércio português de serviços nos últimos vinte anos. A análise do padrão geográfico e sectorial das exportações portuguesas de serviços é incluída na Secção 4. O tradicional índice de vantagens comparativas reveladas de Balassa (1965) é utilizado para examinar a especialização sectorial relativa das exportações portuguesas de serviços. Finalmente, a Secção 5 apresenta algumas conclusões.

2. DADOS E ESPECIFICIDADES DOS SERVIÇOS

O sector dos serviços apresenta diversas especificidades que se traduzem em diferenças essenciais entre o comércio internacional de serviços e o de bens (ver Hoekman e Mattoo (2008)). Em primeiro lugar, os serviços são intangíveis e, conseqüentemente, o seu comércio internacional não envolve expedição, em contraste com as transacções de bens. Como consequência, os serviços são inerentemente mais difíceis de monitorar, medir e taxar. Em segundo lugar, os serviços não são armazenáveis, pelo que a sua produção e o seu consumo tendem a ocorrer em simultâneo. Em terceiro lugar, os serviços são muito diferenciados, pois são, por vezes, adaptados às necessidades específicas dos clientes. Adicionalmente, todos os serviços exigem alguma forma de interacção entre produtor e consumidor, a chamada produção conjunta. Pode ser um contacto directo pessoa a pessoa (por exemplo, corte de cabelo), uma telecomunicação (por exemplo, serviços bancários via *internet*), ou uma troca de documentos escritos. Alguns serviços podem exigir que o consumidor se desloque ao local onde os serviços são oferecidos (por exemplo, turismo), enquanto outros podem exigir que o produtor altere a sua localização (por exemplo, serviços de engenharia de manutenção). Assim, mesmo com as fortes melhorias nas tecnologias de informação e comunicação, os serviços permanecem menos transaccionáveis do que os bens.

Uma vez que os serviços são intangíveis, em geral, as tarifas não podem ser cobradas sobre as transacções de serviços, com excepção de algumas actividades como os transportes e o turismo. Portanto, as barreiras ao comércio de serviços são principalmente barreiras não-tarifárias, como quotas, proibições e regulamentos governamentais. Estas restrições podem tomar a forma de limites às quotas de mercado dos prestadores de serviços estrangeiros ou ao âmbito das suas actividades. Os regulamentos governamentais no sector dos serviços muitas vezes actuam como importantes barreiras ao comércio. Estes regulamentos incluem, por exemplo, as disposições sobre licenciamento e certificação, normas técnicas e ambientais ou políticas públicas de aquisição e subcontratação. Com efeito, como discutido em Conway e Nicoletti (2006), os serviços são os sectores onde está concentrada a maioria da regulação económica e onde as regulamentações nacionais são mais relevantes para a actividade económica. Diversos estudos analisam o impacto das barreiras ao comércio de serviços e o seu processo de liberalização, em especial após o Acordo Geral sobre Comércio de Serviços (GATS)². O GATS, que entrou em vigor em 1995, resultou do *Uruguay Round* e a sua execução está sob a égide da Organização Mundial do Comércio. Este acordo estende o sistema multilateral de comércio ao sector dos serviços, tal como o Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio (GATT) fornece um sistema para o comércio internacional de bens. No entanto, como discutido em Hoekman (2008), foram ainda realizados poucos progressos na liberalização do comércio e investimento no sector dos serviços.

(2) Ver Hoekman e Braga (1997) para uma discussão sobre as diversas políticas utilizadas para restringir o comércio de serviços.

A natureza intangível do comércio de serviços também torna estes fluxos muito difíceis de medir. Como tal, encontrar formas eficazes de recolha de dados sobre transacções internacionais de serviços é um desafio estatístico. Existem vários estudos dedicados à medição do comércio de serviços (ver, por exemplo, Lipsey (2006) e Sturgeon *et al.* (2006)) e a maioria dos estudos individuais sobre o comércio de serviços também discute esta questão em pormenor. Em consonância com a abordagem clássica do comércio de serviços, os dados da balança de pagamentos continuam a ser a principal fonte utilizada para medir o comércio internacional de serviços. No entanto, existe um amplo consenso de que o crescimento do comércio de serviços está a ser significativamente subestimado, como iremos discutir em detalhe posteriormente.

A literatura sobre o comércio internacional de serviços ainda é limitada quando comparada com o grande número de estudos sobre o comércio internacional de bens. Parte da explicação para a relativa escassez de literatura está relacionada com a novidade do fenómeno e com as dificuldades na recolha e interpretação dos dados sobre o comércio internacional de serviços. Lejour e Smith (2008) editaram uma selecção de trabalhos sobre a globalização do comércio de serviços, que fornece um resumo útil dos principais temas de investigação. Diversos estudos individuais e *cross-country* sobre o padrão de especialização das exportações de serviços foram também produzidos nos últimos anos. Por exemplo, ECB (2008) apresenta uma visão geral do comércio de serviços na área do euro e em outros importantes exportadores de serviços, Bensidoun e Unal Kesenci (2008) analisam o padrão do comércio de serviços em vários países da OCDE e Lee e Lloyd (2002) examinam a relevância do comércio intra-industrial de serviços em 20 países individuais da OCDE. Alguns estudos recentes estimam equações gravitacionais para o comércio bilateral de serviços, utilizando grandes amostras de países e comparando os resultados com os obtidos para o comércio de bens. Head *et al.* (2009) e Kimura e Lee (2006) consideram que o efeito distância é mais importante para os serviços do que para os bens, Ceglowski (2006) encontram efeitos distância semelhantes, enquanto Lejour e Verheijden (2007) consideram que a distância parece ser um pouco menos importante para o comércio de serviços do que para o comércio de bens na Europa³. A subcontratação internacional de serviços é outra área onde a evidência empírica é ainda escassa, mas onde a investigação está a avançar rapidamente (ver Crinò (2009) para uma revisão da literatura sobre deslocalização de serviços). Amiti e Wei (2005, 2006), Liu e Trefler (2008), Geishecker e Görg (2008) e Hijzen *et al.* (2007) são exemplos de estudos empíricos sobre os efeitos da deslocalização de serviços, o último utilizando dados ao nível da empresa. Os estudos sobre comércio internacional de serviços com dados ao nível da empresa são ainda mais escassos, dada a falta de dados comparáveis. Algumas excepções são Hijzen *et al.* (2006) que analisam as importações e exportações de serviços ao nível da empresa no Reino Unido, Breinlich e Criscuolo (2008) que apresentam um conjunto de factos estilizados sobre as empresas envolvidas no comércio internacional de serviços no Reino Unido, e Eickelpasch e Vogel (2009) que estudam os determinantes do comportamento exportador de empresas alemãs do sector dos serviços.

(3) Grunfeld e Moxnes (2003) e Mirza e Nicoletti (2004) também analisam as exportações bilaterais de serviços para grandes amostras de países utilizando modelos gravitacionais, mas com um foco diferente. Ambos os estudos confirmam a importância da dimensão e da distância para as exportações de serviços.

Neste artigo, a fonte de dados para o comércio internacional de serviços é a balança de serviços da Balança de Pagamentos, que mede as transacções de serviços entre entidades residentes e não residentes de acordo com o Manual da Balança de Pagamentos do *IMF* (1993) (5.^a edição). Esta definição do comércio internacional de serviços é mais restrita do que a do *GATS*, que alargou o conceito estatístico do comércio de serviços, afastando-se da abordagem assente num subconjunto da balança de pagamentos e reflectindo os modos pelos quais os serviços são fornecidos na prática.

A fim de compreender as consequências na análise decorrentes das definições alternativas do comércio internacional de serviços, é necessário fornecer mais detalhes e exemplos. O Manual de Estatísticas do Comércio Internacional de Serviços da *UN et al.* (2002) descreve em pormenor os quatro modos através dos quais os serviços podem ser comercializados internacionalmente, tendo em conta a localização de fornecedores e consumidores dos serviços transaccionados. Modo 1 (fornecimento transfronteiriço ou *cross-border supply*) aplica-se quando fornecedores num dado país prestam serviços a consumidores noutro país, sem que qualquer deles se desloque para o território do outro. Este modo é semelhante ao conceito tradicional de comércio de mercadorias, em que tanto o consumidor como o fornecedor permanecem nos seus territórios respectivos. Serviços de fretes e transportes de mercadorias, cursos por correspondência e tele-diagnóstico são exemplos de fornecimento transfronteiriço de serviços. Modo 2 (consumo no exterior ou *consumption abroad*) abrange os casos em que um consumidor residente num país se desloca para outro país para obter um serviço. Os serviços de turismo e actividades relacionadas são exemplos típicos de consumo no exterior. O tratamento médico de pessoas não-residentes e cursos de línguas no estrangeiro são outros exemplos do modo 2. Modo 3 (presença comercial ou *commercial presence*) inclui as situações em que as empresas prestam serviços a nível internacional através das actividades das suas filiais estrangeiras. Os serviços médicos prestados por um hospital de propriedade estrangeira e os serviços fornecidos por uma sucursal nacional de um banco estrangeiro são exemplos de fornecimentos através de presença comercial. A maioria dos serviços do modo 3 refere-se a vendas de filiais estrangeiras que não estão incluídas nos dados de serviços da Balança de Pagamentos, uma vez que são consideradas transacções entre residentes. As estatísticas do comércio de serviços de filiais estrangeiras (*foreign affiliates trade in services* ou *FATS*) são as principais fontes de dados sobre o comércio internacional de serviços através do modo 3. A principal excepção refere-se a projectos de construção de curto prazo efectuados por escritórios locais sem personalidade jurídica, que são registados na Balança de Pagamentos como serviços de construção. Modo 4 (presença pessoal ou *presence of natural persons*) descreve o processo pelo qual um indivíduo se desloca temporariamente ao país do consumidor a fim de prestar um serviço. Este modo de prestação de serviços inclui o comércio de serviços tal como definido na Balança de Pagamentos, considerando-se, por exemplo, serviços de auditoria por um auditor estrangeiro ou serviços de entretenimento de um artista estrangeiro em digressão no país. Além disso, o modo 4 inclui também emprego não-permanente no país do consumidor, que é registado na Balança de Pagamentos como rendimentos do trabalho.

Da discussão acima resulta que o comércio de serviços na Balança de Pagamentos abrange em termos gerais os modos 1 e 2, uma parcela significativa do modo 4 e uma pequena parte do modo 3. Glo-

balmente, o comércio português de serviços estará subestimando quando medido através das transacções de serviços incluídas na Balança de Pagamentos. Esta subestimação pode ser significativa, pois a evidência recente aponta para o facto de o investimento directo estrangeiro (IDE) ser um importante canal para a prestação internacional de serviços, uma vez que muitos serviços continuam efectivamente não transaccionáveis no sentido tradicional do termo (ver Bensidoun e Unal Kesenci (2008)). No entanto, os dados sobre serviços baseados na abordagem do GATS não se encontravam totalmente disponíveis, pelo que não foram uma opção para este artigo.

Os dados utilizados neste artigo vêm da *CHELEM Balance of Payments Database* do *CEPII* (*CHELEM-BAL*), que reporta fluxos de balança de pagamentos para cerca de 200 países e zonas geográficas, cobrindo todo o mundo⁴. Os dados são fornecidos em dólares norte-americanos em termos correntes (milhões) e de acordo com o Manual da Balança de Pagamentos do *IMF* (1993) (5.ª edição). A classificação de serviços segue a *Extended Balance of Payments Services Classification* (*EBOPS*), que contém 11 componentes principais. O período amostral começa em 1967 e termina em 2006, mas a informação detalhada sobre os diferentes tipos de serviços só está disponível a partir de 1995. Adicionalmente, foram também utilizados dados bilaterais da base de dados de Balança de Pagamentos do Banco de Portugal para examinar a especialização geográfica das exportações portuguesas de serviços

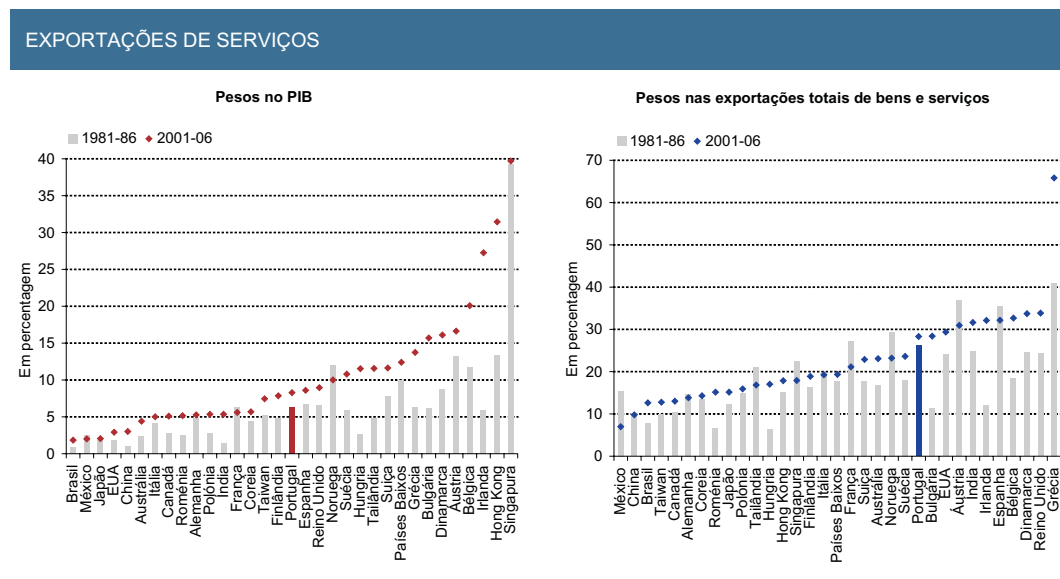
3. O COMÉRCIO INTERNACIONAL DE SERVIÇOS DA ECONOMIA PORTUGUESA (1985-2006)

O sector dos serviços aumentou o seu peso na economia portuguesa não apenas no VAB e no emprego mas também no comércio internacional, em linha com a evolução observada na maioria dos países industrializados (Gráfico 2). Na verdade, a redução dos custos de informação e comunicação, o forte progresso tecnológico e a eliminação de barreiras políticas e económicas ao comércio conduziram a um aumento significativo das transacções internacionais de serviços. As exportações portuguesas de serviços representam 28.3 por cento das exportações totais de bens e serviços no período 2001-2006, face a 26.1 por cento no período 1981-1986. A Grécia que é uma economia tipicamente associada a significativas exportações de serviços, destaca-se com um peso deste sector nas exportações totais de bens e serviços de 65.8 por cento no período 2001-2006. O peso das exportações portuguesas de serviços no PIB também aumentou, de 6.4 por cento na média dos anos 1981-1986 para 8.3 por cento no período 2001-2006. Apesar deste aumento, as exportações portuguesas de serviços em rácio do PIB ainda se situam abaixo do observado na maioria dos outros países europeus, com destaque para a Irlanda que registou um peso superior a 25 por cento no período 2001-2006. A forte internacionalização do sector de serviços na Irlanda está, em parte, relacionada com a presença significativa de filiais de empresas multinacionais nos sectores financeiro e de alta tecnologia⁵. Outras

(4) Ver Boumellassa e Unal Kesenci (2006) para uma descrição detalhada desta base de dados.

(5) Ver Grimes (2006) para uma análise detalhada da internacionalização dos serviços na Irlanda.

Gráfico 2



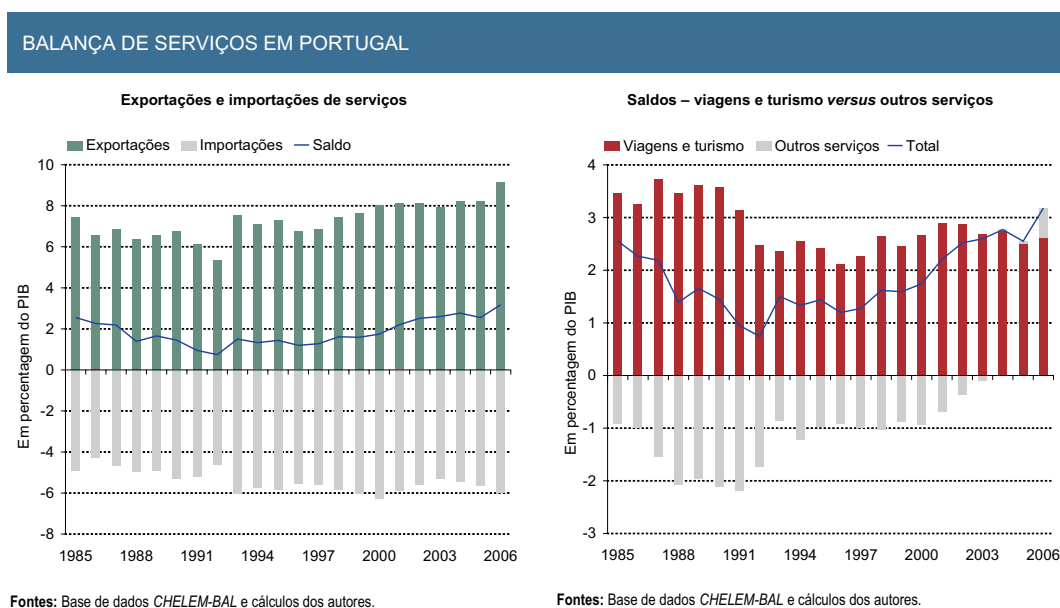
Fontes: Base de dados CHELEM-BAL e cálculos dos autores.

Fontes: Base de dados CHELEM-BAL e cálculos dos autores.

economias orientadas para a exportação de serviços neste período são Hong Kong e Singapura, com rácios perto de 30 e 40 por cento, respectivamente.

Portugal tem vindo a registar excedentes na balança de serviços nas últimas décadas, o que contrasta com os défices sistemáticos na balança de bens. Na média do período 1985-2006, a balança portuguesa de serviços registou um excedente de 1.9 por cento do PIB (Gráfico 3). Em termos de exportações e importações totais de serviços em percentagem do PIB, ambos os fluxos aumentaram a sua importância na economia portuguesa e, na maioria dos anos, tendem a movimentar-se na mesma direcção. O principal contributo para o saldo positivo da balança de transacções internacionais de serviços da economia portuguesa vem do sector de viagens e turismo, com um excedente médio de

Gráfico 3



Fontes: Base de dados CHELEM-BAL e cálculos dos autores.

Fontes: Base de dados CHELEM-BAL e cálculos dos autores.

2.8 por cento do PIB nas últimas duas décadas, embora com alguma redução na primeira metade dos anos noventa. Pelo contrário, registou-se uma diminuição do contributo negativo das exportações líquidas de outros serviços desde os anos noventa. Na verdade, a evolução da balança de outros serviços foi significativa, de um défice de 2.1 por cento do PIB em 1990 para um excedente de 0.6 por cento do PIB em 2006.

As quotas de mercado das exportações portuguesas de serviços nas exportações mundiais aumentaram ao longo dos últimos vinte anos, o que contrasta com a evolução relativamente decepcionante observada nas exportações de mercadorias no mesmo período⁶. Entre 1985 e 2006, as exportações portuguesas de serviços registaram um crescimento acumulado da sua quota de mercado nas exportações mundiais de 32.8 por cento em termos nominais (Gráfico 4). Este aumento acumulado de quota resultou essencialmente de ganhos registados até meados dos anos noventa, tendo-se verificado uma estabilização da quota ao longo da última década. O crescimento da quota de mercado em Portugal foi superior ao verificado em Espanha, onde a quota das exportações de serviços aumentou 20.7 por cento em termos acumulados entre 1985 e 2006. Outros países da União Europeia (UE) como a Áustria e os Países Baixos registaram importantes perdas acumuladas de quota no mesmo período. Relativamente à Grécia e Irlanda, a informação sobre as exportações de serviços apresenta grande volatilidade até ao final dos anos noventa. No entanto, estes países são importantes referenciais de comparação para a economia portuguesa, pelo que foram calculadas as variações acumuladas de quota de mercado no período 2000-2006. A Irlanda registou um ganho de quota de mercado extremamente elevado (105.0 por cento), enquanto a economia grega apresentou um modesto aumento acumulado (2.1 por cento), menor do que o registado em Portugal no mesmo período (8.5 por cento).

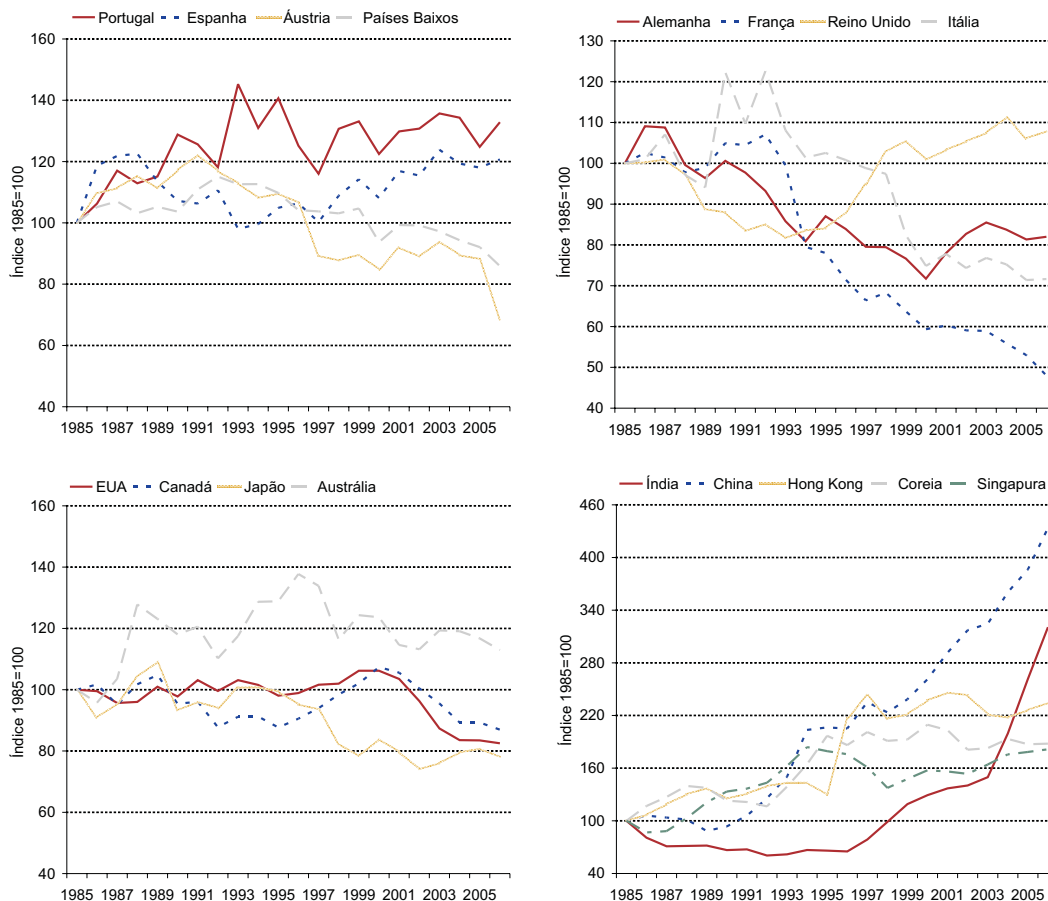
As quotas de mercado das exportações de serviços de grandes economias industrializadas da UE como a Alemanha e Itália diminuíram em termos acumulados 18.0 e 28.4 por cento entre 1985 e 2006, respectivamente. Adicionalmente, em França, observou-se uma redução acentuada e sustentada da quota nas exportações mundiais de serviços desde os anos noventa, atingindo uma perda acumulada de mais de 50 por cento no período 1985-2006. Pelo contrário, o Reino Unido registou um aumento acumulado da sua quota de mercado nas exportações mundiais de serviços de 7.8 por cento neste período. No que concerne ao grupo das grandes economias industrializadas fora da UE, as quotas de exportação dos EUA e do Canadá mostraram evoluções relativamente semelhantes no período 1985-2006, com perdas acumuladas de 17.5 e 13.1 por cento, respectivamente. As exportações de serviços do Japão perderam quota de mercado neste período (22.0 por cento), enquanto a Austrália obteve um ganho acumulado de 12.9 por cento de 1985 a 2006.

As economias emergentes na Ásia Oriental ganharam substanciais quotas de mercado nas exportações mundiais de serviços nas últimas duas décadas, tal como é também observável nos mercados de bens. A quota de mercado nominal de Hong Kong nas exportações mundiais de serviços aumentou 134.4 por cento em termos cumulativos de 1985 a 2006, enquanto a Coreia e Singapura acumularam

(6) Ver Amador e Cabral (2008) para uma análise da evolução da quota de mercado portuguesa nas exportações mundiais de bens.

Gráfico 4

QUOTA DE MERCADO NAS EXPORTAÇÕES MUNDIAIS DE SERVIÇOS
Resultados acumulados em termos nominais



Fontes: Base de dados CHELEM-BAL e cálculos dos autores.

ganhos de quota superiores a 80 por cento no mesmo período. Países importantes como a China e a Índia registaram ganhos acumulados muito significativos, de 333.7 e 220.7 por cento, respectivamente. No entanto, a grande dimensão destas economias e as reduzidas quotas de mercado iniciais contribuíram para este percurso. Globalmente, a economia portuguesa teve um desempenho positivo em termos da evolução da quota de mercado das exportações de serviços. Na secção seguinte detalha-se a análise das exportações portuguesas de serviços, considerando a sua especialização geográfica e sectorial, comparativamente à observada no mundo.

4. O PADRÃO DE ESPECIALIZAÇÃO DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE SERVIÇOS (1995-2006)

4.1. Especialização geográfica

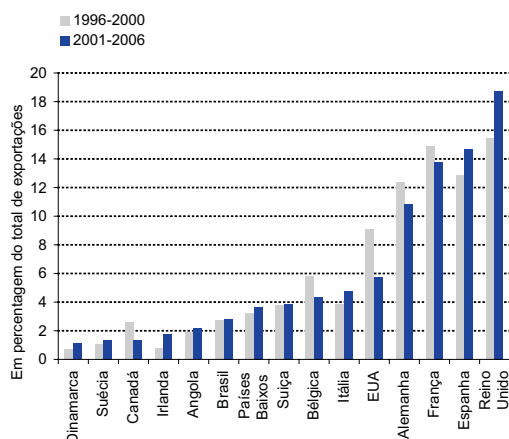
Esta subsecção examina os principais destinos das exportações portuguesas de serviços no período 1996-2006, utilizando informação da base de dados da Balança de Pagamentos do Banco de Portugal. O Gráfico 5 apresenta a decomposição geográfica das exportações portuguesas de serviços, incluindo os 15 parceiros comerciais com um peso superior a 1 por cento no período 2001-2006, que representam no seu conjunto mais de 90 por cento das exportações totais. As exportações portuguesas de serviços são sobretudo direccionadas para outros países europeus desenvolvidos, com os EUA, Brasil, Angola e Canadá a constituírem as principais excepções. O conjunto dos cinco principais destinos das exportações portuguesas de serviços coincide com o das exportações de bens, *i.e.*, Reino Unido, Espanha, França, Alemanha e EUA (por ordem descendente de importância). No entanto, a ordenação dos principais parceiros comerciais nas exportações portuguesas de serviços é diferente da dos bens, onde Espanha e Alemanha são os destinos principais. O principal destino das exportações portuguesas de serviços é o Reino Unido e o seu peso no total aumentou acentuadamente nesta década, de 15.5 por cento na média do período 1996-2000 para 18.7 por cento no período 2001-2006. A Espanha é o segundo principal destino e o seu peso também aumentou, de 12.9 por cento em 1996-2000 para 14.7 por cento no período mais recente. No entanto, o peso da Espanha no total das exportações portuguesas de serviços é muito inferior ao peso correspondente nas exportações de bens. A França e a Alemanha são também destinos importantes das exportações portuguesas de serviços, com pesos no total de 13.8 e 10.8 por cento em 2001-2006, respectivamente, embora com uma redução na última década. Os EUA são o quinto principal destino mas o seu peso no total das exportações portuguesas de serviços diminuiu de 9.1 por cento em 1996-2000 para 5.7 por cento no período mais recente. Os pesos da Bélgica e do Canadá no total das exportações portuguesas de serviços também diminuíram mais de um ponto percentual neste período. Pelo contrário, as exportações portuguesas de serviços para a Irlanda e Itália cresceram claramente acima da média.

Recentemente, alguns estudos empíricos aplicaram a tradicional formulação gravitacional ao comércio internacional de serviços, encontrando evidência de que a proximidade geográfica tende a desempenhar um papel relativamente mais forte nos serviços do que nos bens (ver Kimura e Lee (2006)). No caso português, a aplicação deste resultado não é directa. Por um lado, o país mais próximo (Espanha) apresenta uma maior importância no comércio de bens do que no comércio de serviços. Por outro lado, países europeus não muito distantes, como França, Bélgica, Suíça e Países Baixos, apresentam pesos relativamente superiores nas exportações portuguesas de serviços do que nas exportações de bens.

O Gráfico 6 detalha a análise dos principais parceiros comerciais nas exportações portuguesas de serviços apresentando a composição sectorial das exportações por país de destino na média do pe-

Gráfico 5

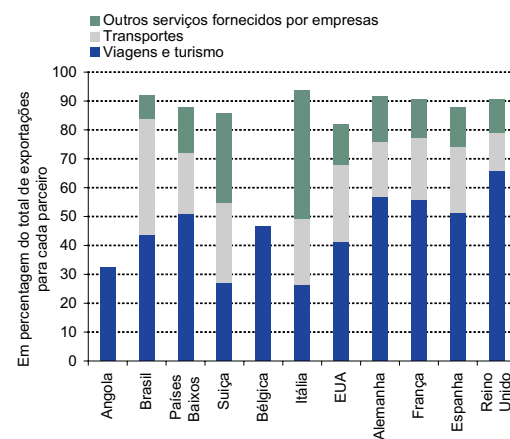
PRINCIPAIS PARCEIROS COMERCIAIS NAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE SERVIÇOS



Fontes: Base de dados de Balança de Pagamentos do Banco de Portugal e cálculos dos autores.

Gráfico 6

COMPOSIÇÃO DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE SERVIÇOS PARA OS PRINCIPAIS PARCEIROS COMERCIAIS, MÉDIA 2001-2006



Fontes: Base de dados de Balança de Pagamentos do Banco de Portugal e cálculos dos autores.

ríodo 2001-2006. O sector de viagens e turismo representa mais de 50 por cento do total de exportações portuguesas de serviços para Alemanha, França, Espanha, e Países Baixos e mais de 65 por cento no caso do Reino Unido. O sector de transportes é tipicamente o segundo maior tipo de serviços exportado para estes destinos geográficos. Este sector é especialmente importante nas exportações portuguesas de serviços para o Brasil, representando mais de 40 por cento do total. Nos casos da Suíça e, em particular, da Itália, os outros serviços prestados às empresas representam a maior parcela das exportações portuguesas de serviços para estes países.

4.2. Especialização sectorial e índices de Balassa

Esta subsecção é dedicada à especialização sectorial das exportações portuguesas de serviços ao longo do período 1995-2006, começando por analisar os pesos de cada sector no total de exportações portuguesas de serviços. Em Portugal, três sectores sobressaem pelo seu elevado peso nas exportações de serviços (Quadro 1). O sector de viagens e turismo é o dominante, representando em média mais de 50 por cento do total no período 1995-2006. No entanto, registou-se uma diminuição substancial da importância relativa deste sector nas exportações totais ao longo dos últimos anos, em particular a partir de 2001. Pelo contrário, o sector de transportes, que é o segundo mais relevante nas exportações portuguesas de serviços, aumentou o seu peso desde 1999, representando cerca de 20 por cento do total no período mais recente. As exportações portuguesas de serviços de transporte incluem principalmente o transporte aéreo de passageiros, mas as exportações de serviços de fretes de mercadorias aumentaram acentuadamente durante este período, em particular fretes de transportes rodoviários. As exportações portuguesas de outros serviços fornecidos por empresas também cres-

Quadro 1

ESTRUTURA DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE SERVIÇOS POR PRINCIPAIS CATEGORIAS

Pesos em percentagem do total de exportações de serviços

	Pesos nas exportações portuguesas		
	1995-2000	2001-2006	1995-2006
Transportes (205)	17.4	19.9	19.0
<i>dos quais:</i> Transportes aéreos, Passagens (211)	9.5	8.4	8.8
Outros transportes, Fretes (216)	2.3	4.6	3.7
Viagens e turismo (236)	59.3	52.2	54.9
Serviços de comunicação (245)	2.9	3.2	3.1
<i>dos quais:</i> Telecomunicações (247)	2.7	2.9	2.8
Serviços de construção (249)	2.5	2.6	2.6
Seguros (253)	0.8	0.7	0.8
Serviços financeiros (260)	2.7	1.4	1.9
Serviços de informação e informática (262)	0.6	0.9	0.8
<i>dos quais:</i> Serviços de informática (263)	0.6	0.9	0.8
Direitos de utilização (266)	0.3	0.3	0.3
Outros serviços fornecidos por empresas (268)	11.0	16.2	14.2
<i>dos quais:</i> Serviços de intermediação comercial (269)	4.8	7.4	6.4
Outros serviços empresariais diversos (273)	5.9	8.4	7.4
Serviços de natureza pessoal, cultural e recreativa (287)	1.4	1.3	1.3
Operações governamentais (291)	1.1	1.2	1.2
Outros serviços não especificados (n.e.)	0.0	0.0	0.0

Fontes: Base de dados CHELEM-BAL e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Códigos da *Extended Balance of Payments Services Classification (EBOPS)* entre parênteses.

ceram de forma significativa ao longo dos últimos dez anos, correspondendo a mais de 16 por cento do total no período 2001-2006. As exportações portuguesas de comércio triangular e outros serviços de intermediação comercial aumentaram substancialmente desde 1999, atingindo 7.4 por cento das exportações totais no período mais recente. Serviços jurídicos, contabilísticos, de consultadoria em gestão e de relações públicas e serviços de arquitectura, engenharia e consultadoria técnica também representam uma percentagem crescente das exportações portuguesas de serviços. Relativamente a outras categorias de serviços, verificou-se um ligeiro aumento do peso dos serviços de comunicação e dos serviços de construção nas exportações portuguesas ao longo deste período. O aumento da proporção de exportações de serviços de comunicações está principalmente associado a telecomunicações. Observou-se também um aumento da importância relativa do sector de serviços de informação e informática, devido a maiores exportações de serviços informáticos, se bem que este sector continue a apresentar um peso reduzido nas exportações portuguesas de serviços no período mais recente. Em contraste, verificou-se uma redução significativa da importância das exportações de serviços financeiros: o seu peso nas exportações portuguesas de serviços diminuiu de 2.7 por cento em 1995-2000 para 1.4 por cento em 2001-2006.

Importa colocar a evolução da estrutura portuguesa de exportações de serviços em perspectiva, comparando-a com o observado a nível mundial, para avaliar a especialização relativa de Portugal e identificar as vantagens comparativas reveladas *ex-post* pelo comércio internacional. Com esse objectivo,

a análise da especialização das exportações portuguesas de serviços é desenvolvida através do cálculo do indicador tradicional de vantagem comparativa revelada de Balassa (1965), como é efectuado habitualmente para o comércio internacional de bens⁷. O índice de Balassa é definido como o rácio entre o peso de um dado sector nas exportações do país em análise e o peso desse mesmo sector nas exportações mundiais. Se o indicador apresentar um valor superior a 1, então o país é classificado como sendo relativamente mais especializado, ou seja, como tendo uma vantagem comparativa revelada no sector.

Portugal revela uma clara e sustentada vantagem comparativa no sector de viagens e turismo ao longo da última década (Quadro 2). O sector de serviços de comunicação apresenta igualmente coeficientes de especialização elevados ao longo de todo o período, embora inferiores aos observados no sector de viagens e turismo. As exportações portuguesas encontram-se também relativamente especializadas em serviços de natureza pessoal, cultural e recreativa, observando-se contudo alguma redução nos índices de Balassa ao longo do período. Pelo contrário, registou-se um aumento da especialização das exportações portuguesas em serviços de construção, o que se traduziu em índices de Balassa superiores a 1 a partir de 2001. Todos os restantes sectores dos serviços apresentam índices de especialização inferiores a 1 na média dos períodos considerados.

Quadro 2

ESPECIALIZAÇÃO DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS E MUNDIAIS DE SERVIÇOS POR PRINCIPAIS CATEGORIAS

Pesos no total de exportações de serviços em percentagem e índices de Balassa

	Pesos nas exportações portuguesas			Pesos nas exportações mundiais			Índices de Balassa		
	1995-2000	2001-2006	1995-2006	1995-2000	2001-2006	1995-2006	1995-2000	2001-2006	1995-2006
Transportes (205)	17.4	19.9	19.0	22.9	21.4	22.0	0.8	0.9	0.9
Viagens e turismo (236)	59.3	52.2	54.9	31.4	27.5	29.0	1.9	1.9	1.9
Serviços de comunicação (245)	2.9	3.2	3.1	2.0	2.2	2.1	1.4	1.4	1.4
Serviços de construção (249)	2.5	2.6	2.6	2.6	2.0	2.2	1.0	1.3	1.2
Seguros (253)	0.8	0.7	0.8	1.8	2.3	2.1	0.5	0.3	0.4
Serviços financeiros (260)	2.7	1.4	1.9	4.5	6.2	5.5	0.6	0.2	0.3
Serviços de informação e informática (262)	0.6	0.9	0.8	1.8	4.1	3.2	0.3	0.2	0.3
Direitos de utilização (266)	0.3	0.3	0.3	4.7	5.0	4.9	0.1	0.1	0.1
Outros serviços fornecidos por empresas (268)	11.0	16.2	14.2	22.3	23.6	23.1	0.5	0.7	0.6
Serviços de natureza pessoal, cultural e recreativa (287)	1.4	1.3	1.3	1.1	1.2	1.2	1.3	1.1	1.1
Operações governamentais (291)	1.1	1.2	1.2	3.3	2.6	2.9	0.3	0.5	0.4
Outros serviços não especificados (n.e.)	0.0	0.0	0.0	1.5	1.8	1.7	0.0	0.0	0.0

Fontes: Base de dados CHELEM-BAL e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: Códigos da *Extended Balance of Payments Services Classification (EBOPS)* entre parênteses. Todos os índices de Balassa superiores a 1 estão sombreados na tabela.

(7) No entanto, neste caso os resultados do índice de Balassa reflectem apenas uma parte do comércio internacional de serviços de Portugal. Como mencionado anteriormente, a nossa definição de comércio internacional de serviços limita-se às transacções internacionais de serviços incluídas na balança de serviços da balança de pagamentos, não levando assim em consideração outros modos de fornecimento dos mercados externos.

Interessa também analisar a especialização relativa das exportações portuguesas de serviços tomando um conjunto de países como referencial de comparação, investigando assim os seus comportamentos relativos. O Quadro 3 apresenta os índices de Balassa para os principais sectores em Portugal, em outros países da UE e em vários países não europeus, incluindo algumas economias asiáticas em desenvolvimento, no período 2001-2006. Começando com a comparação entre Portugal e os outros países inicialmente beneficiários do Fundo de Coesão da UE (Espanha, Grécia e Irlanda), observam-se diferenças acentuadas. Comparando Portugal e Espanha, são notórias algumas semelhanças, nomeadamente a forte especialização de ambos os países no sector de viagens e turismo. No entanto, nos casos da Grécia e, principalmente, da Irlanda as diferenças em termos de especialização relativa são significativas. Na Irlanda, os pesos dos sectores de serviços de informação e informática e de serviços de seguros no total das exportações de serviços são muito superiores ao observado na média mundial, resultando em coeficientes de especialização extremamente elevados. As exportações irlandesas encontram-se também relativamente especializadas em serviços financeiros, embora em muito menor grau do que nas duas categorias anteriores. Relativamente à Grécia, as suas exportações de serviços encontram-se essencialmente concentradas em duas categorias: serviços de transportes e viagens e turismo. Em particular, a proporção do sector de serviços de transportes nas exportações gregas é mais do dobro do registado na média mundial no período 2001-2006.

No que diz respeito a outros países, os casos em que se detectam os maiores índices de vantagem comparativa revelada no período 2001-2006 incluem diversas situações que têm sido documentadas separadamente na literatura. Por exemplo, os EUA e o Japão têm revelado fortes vantagens comparativas em direitos de utilização. Adicionalmente, o Japão e a Alemanha apresentam elevados índices de Balassa no sector de serviços de construção. No Canadá, os pesos dos serviços de natureza pessoal, cultural e recreativa e dos serviços de seguros no total das exportações são muito mais elevados do que a média mundial, o que se traduz em coeficientes de especialização significativos. O Reino Unido, um importante mercado financeiro internacional, evidencia uma substancial vantagem comparativa revelada no sector de serviços financeiros.

A Coreia e, em menor grau, Singapura destacam-se pela sua especialização no sector de serviços de transportes. Singapura também se encontra relativamente especializada em outros serviços fornecidos por empresas e serviços de seguros, enquanto os maiores coeficientes de especialização de Hong Kong registam-se nos sectores de outros serviços fornecidos por empresas, serviços financeiros e serviços de transporte. Finalmente, a Índia é identificada pela sua muito debatida e extremamente forte vantagem comparativa revelada em serviços de informação e informática, evidenciando o maior índice de Balassa do Quadro 3. Em contrapartida, as exportações de serviços da China parecem ter uma base mais alargada, com índices de Balassa superiores a 1 em viagens e turismo, serviços de construção e outros serviços fornecidos por empresas⁸.

(8) Ver Bussière e Mehl (2008) para uma análise detalhada da integração da Índia e da China nos mercados mundiais.

Quadro 3

ESPECIALIZAÇÃO RELATIVA DAS EXPORTAÇÕES DE SERVIÇOS – ÍNDICES DE BALASSA

Média 2001-2006

	Portugal	Espanha	Irlanda	Grécia	Itália	Alemanha	França	Reino Unido	Países Baixos
<i>Por memória:</i>									
Quota no total de exportações mundiais de serviços	0.6	3.8	2.2	1.3	3.7	6.3	4.9	8.4	3.2
Transportes (205)	0.9	0.8	0.2	2.2	0.7	1.1	1.1	0.7	1.3
Viagens e turismo (236)	1.9	1.9	0.3	1.5	1.5	0.7	1.4	0.5	0.5
Serviços de comunicação (245)	1.4	0.7	0.7	0.5	1.1	1.0	1.2	1.3	1.9
Serviços de construção (249)	1.3	0.8	0.0	0.4	1.3	2.6	1.6	0.2	1.9
Seguros (253)	0.3	0.3	7.1	0.3	0.8	1.4	0.5	1.7	0.2
Serviços financeiros (260)	0.2	0.5	1.6	0.1	0.2	0.6	0.2	3.2	0.2
Serviços de informação e informática (262)	0.2	0.9	8.2	0.1	0.2	1.3	0.3	1.3	1.0
Direitos de utilização (266)	0.1	0.1	0.2	0.0	0.2	0.8	0.9	1.3	0.9
Outros serviços fornecidos por empresas (268)	0.7	0.8	1.0	0.2	1.3	1.2	1.0	1.2	1.5
Serviços de natureza pessoal, cultural e recreativa (287)	1.1	0.9	0.5	1.0	0.8	0.5	1.5	1.5	0.8
Operações governamentais (291)	0.5	0.3	0.3	0.1	0.5	1.9	0.3	0.7	1.0
Outros serviços não especificados (n.e.)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<hr/>									
	Portugal	EUA	Canadá	Japão	Índia	China	Hong Kong	Coreia	Singapura
<i>Por memória:</i>									
Quota no total de exportações mundiais de serviços	0.6	16.1	2.3	4.3	1.8	2.8	2.6	1.8	2.0
Transportes (205)	0.9	0.8	0.8	1.6	0.5	0.9	1.4	2.4	1.8
Viagens e turismo (236)	1.9	1.0	0.9	0.3	0.5	1.5	0.6	0.6	0.4
Serviços de comunicação (245)	1.4	0.7	1.7	0.3	1.6	0.4	0.6	0.5	0.5
Serviços de construção (249)	1.3	0.5	0.2	3.6	0.6	1.5	0.4	0.1	0.6
Seguros (253)	0.3	0.8	2.8	0.3	0.7	0.3	0.3	0.1	1.2
Serviços financeiros (260)	0.2	1.2	0.4	0.8	0.4	0.0	1.6	0.5	0.9
Serviços de informação e informática (262)	0.2	0.5	1.6	0.3	10.2	0.6	0.1	0.0	0.3
Direitos de utilização (266)	0.1	3.0	1.2	3.2	0.0	0.1	0.1	0.8	0.2
Outros serviços fornecidos por empresas (268)	0.7	0.8	1.1	1.0	1.0	1.3	1.7	0.9	1.6
Serviços de natureza pessoal, cultural e recreativa (287)	1.1	1.7	2.9	0.1	0.1	0.1	0.3	0.4	0.3
Operações governamentais (291)	0.5	2.1	0.9	0.7	0.3	0.3	0.0	1.2	0.1
Outros serviços não especificados (n.e.)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Fontes: Base de dados CHELEM-BAL e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: Códigos da Extended Balance of Payments Services Classification (EBOPS) entre parênteses. Todos os índices de Balassa superiores a 1 estão sombreados na tabela.

5. CONCLUSÕES

Ao longo das últimas décadas, registou-se uma tendência geral de reafectação sectorial no sentido de uma maior importância do sector dos serviços na maioria dos países desenvolvidos. O peso do sector dos serviços na economia portuguesa aumentou nas últimas duas décadas, atingindo 70.4 por cento do total do VAB e 60.3 por cento do emprego em 2003 (55.5 por cento e 42.6 por cento em 1980, respectivamente). Adicionalmente, Portugal tem acompanhado a tendência de crescimento das exportações de serviços, que representam actualmente mais de 28 por cento do total de exportações portuguesas.

Este artigo caracteriza o comércio internacional de serviços na economia portuguesa ao longo das últimas duas décadas, definido como o conjunto das transacções com o exterior incluídas na componente de serviços da balança de pagamentos. É apresentada uma perspectiva comparativa das principais características do comércio português de serviços, uma vez que a maior parte da análise é desenvolvida considerando outros países como referência.

O sector de viagens e turismo é o mais importante no comércio português de serviços, contribuindo significativamente para a manutenção de um excedente médio na balança de serviços de cerca de 2 por cento do PIB nas últimas duas décadas. No entanto, o contributo das exportações líquidas de outros serviços passou progressivamente de claramente negativo em 1990 para ligeiramente positivo em 2006.

As quotas de mercado das exportações portuguesas de serviços apresentaram um comportamento favorável nas últimas duas décadas, em contraste com a evolução decepcionante observada nas quotas de exportação de bens no mesmo período. Ao longo das últimas duas décadas, a taxa de variação nominal das exportações portuguesas de serviços foi superior à das exportações mundiais de serviços, levando a um aumento acumulado de quota de mercado de 32.8 por cento de 1985 a 2006. Este aumento é superior aos observados em diversos países europeus, mas inferior aos registados em algumas economias asiáticas em desenvolvimento.

As exportações portuguesas de serviços são principalmente dirigidas para outros países europeus avançados, com os cinco principais destinos a coincidirem com os das exportações de bens, embora com uma ordenação diferente. O principal destino das exportações portuguesas de serviços é o Reino Unido e o seu peso nas exportações totais aumentou significativamente para 18.7 por cento no período 2001-2006. O sector de viagens e turismo constitui a maior parcela das exportações portuguesas de serviços para o Reino Unido, representando mais de 65 por cento do total neste período. A Espanha é o segundo maior destino das exportações portuguesas de serviços, com um peso de 14.7 por cento no período mais recente, o que é muito inferior ao correspondente peso nas exportações de bens. A França e a Alemanha são também importantes destinos para as exportações portuguesas de serviços, equivalendo individualmente a mais de 10 por cento do total.

O sector de viagens e turismo é o mais importante nas exportações portuguesas de serviços, representando mais de 50 por cento do total. No entanto, o peso deste sector tem diminuído nos últimos anos, em particular desde 2001. O segundo sector mais relevante nas exportações portuguesas de serviços é o sector de transportes, com um peso de cerca de 20 por cento no período 2001-2006, enquanto as exportações de outros serviços prestados às empresas representam mais de 16 por cento do total neste período. Em contraste com a evolução observada no sector de viagens e turismo, ocorreu um significativo aumento do peso destes dois sectores no total das exportações portuguesas de serviços ao longo dos anos mais recentes.

Portugal revela uma clara e sustentada vantagem comparativa no sector de viagens e turismo ao longo da última década, medida pelo índice de Balassa. O sector de serviços de comunicação apresenta igualmente índices de Balassa elevados ao longo deste período, embora inferiores aos observados no sector de viagens e turismo. No período 2001-2006, as exportações portuguesas encontram-se também relativamente especializadas em serviços de construção e em serviços pessoais, culturais e recreativos. Comparando Portugal e Espanha, são notórias algumas semelhanças em termos de estruturas relativas de exportação, nomeadamente a forte especialização de ambos os países no sector de viagens e turismo. Nos casos da Grécia e, principalmente, da Irlanda as diferenças em termos de especialização relativa são substanciais. A Irlanda apresenta coeficientes de especialização extremamente elevados nos sectores de serviços de informação e informática e de serviços de seguros, enquanto a proporção do sector de serviços de transportes nas exportações gregas é mais do dobro do registado na média mundial. Adicionalmente, identificamos diversas situações que têm sido documentadas separadamente na literatura. O Reino Unido destaca-se pela sua especialização em serviços financeiros e a Alemanha apresenta um elevado índice de Balassa no sector de serviços de construção. Os Estados Unidos e o Japão apresentam forte vantagem comparativa revelada em direitos utilização, enquanto a Coreia tem uma elevada especialização no sector de serviços de transporte. Na Índia, o peso dos serviços de informação e informática no total das exportações é muito superior ao observado na média mundial, resultando no índice de Balassa mais elevado de entre todos os países e sectores considerados.

REFERÊNCIAS

- Abraham, K. G. e Taylor, S. K. (1996), "Firms' use of outside contractors: Theory and evidence", *Journal of Labor Economics* 14(3), 394–424.
- Amador, J. e Cabral, S. (2008), "O desempenho das exportações portuguesas em perspectiva: Uma análise de quota de mercado constante", Banco de Portugal, *Boletim Económico-Outono*, 219–241.
- Amiti, M. e Wei, S.-J. (2005), "Fear of service outsourcing: is it justified?", *Economic Policy* 20(42), 308–347.
- Amiti, M. e Wei, S.-J. (2006), Service offshoring and productivity: Evidence from the United States, *NBER Working Paper* 11926, National Bureau of Economic Research.
- Balassa, B. (1965), "Trade liberalization and "revealed" comparative advantage", *The Manchester School of Economic and Social Studies* 33(2), 99–123.
- Baumol, W. J. (1967), "Macroeconomics of unbalanced growth: the anatomy of urban crisis", *The American Economic Review* 57(3), 415–426.
- Baumol, W. J. (2001), "Paradox of the services: Exploding costs, persistent demand", in T. ten Raa and R. Schettkat, eds, *The Growth of Service Industries: The Paradox of Exploding Costs and Persistent Demand*, Edward Elgar Publishing, chapter 1, pp. 3–28.
- Bensidoun, I. e Unal Kesenci, D. (2008), "Globalisation in services: From measurement to analysis", *OECD Statistics Working Papers* 2008/3, OECD.
- Blinder, A. S. (2006), "Offshoring: The next industrial revolution?", *Foreign Affairs* 85(2), 113–128.
- Boumellassa, H. e Unal Kesenci, D. (2006), "Base de données CHELEM-BAL du CEPII", *Working Papers* 2006-08, CEPII Research Center.
- Breinlich, H. e Criscuolo, C. (2008), "Service traders in the UK", *CEP Discussion Papers* 901, Centre for Economic Performance, London School of Economics.
- Bussière, M. e Mehl, A. (2008), "China's and India's roles in global trade and finance - twin titans for the new millennium?", *Occasional Paper Series* 80, European Central Bank.
- Ceglowski, J. (2006), "Does gravity matter in a service economy?", *Review of World Economics* 142(2), 307–329.
- Clark, C. (1951), *The Conditions of Economic Progress*, MacMillan & Co. Ltd.
- Conway, P. e Nicoletti, G. (2006), "Product market regulation in the nonmanufacturing sectors of OECD countries: Measurement and highlights", *OECD Economics Department Working Papers* 530, OECD.
- Crinò, R. (2009), "Offshoring, multinationals and labour market: A review of the empirical literature", *Journal of Economic Surveys* 23(2), 197–249.
- ECB (2006), "Competition, productivity and prices in the euro area services sector", *Occasional Paper Series* 44, Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, European Central Bank.
- ECB (2008), "Euro area trade in services: Some key stylised facts", *European Central Bank Monthly Bulletin* July, 79–92.

- Eickelpasch, A. e Vogel, A. (2009), "Determinants of export behaviour of German business services companies", *Discussion Papers* of DIW Berlin 876, DIW Berlin, German Institute for Economic Research.
- Geishecker, I. e Görg, H. (2008), "Services offshoring and wages: Evidence from micro data", *Kiel Working Papers* 1434, Kiel Institute for the World Economy.
- Grimes, S. (2006), "Ireland's emergence as a centre for internationally traded services", *Regional Studies* 40(9), 1041–1054.
- Grunfeld, L. A. e Moxnes, A. (2003), "The intangible globalization: Explaining the patterns of international trade and FDI in services", *NUPI Working Paper* 657, Norwegian Institute of International Affairs, Oslo.
- Head, K., Mayer, T. e Ries, J. (2009), "How remote is the offshoring threat?", *European Economic Review* 53(4), 429–444.
- Henrekson, M. (1993), "Wagner's law - a spurious relationship?", *Public Finance* 48(3).
- Hijzen, A., Pisu, M. e Upward, R. (2006), *A portrait of trade in services*, Report prepared for Department for Trade and Industry, Leverhulme Centre for Research on Globalisation and Economic Policy, The University of Nottingham.
- Hijzen, A., Pisu, M., Upward, R. e Wright, P. (2007), "Employment, job turnover and the trade in producer services: Firm-level evidence", *Research Paper Series* 2007/37, Leverhulme Centre for Research on Globalisation and Economic Policy, The University of Nottingham.
- Hoekman, B. (2006), "Liberalizing trade in services: a survey", *Policy Research Working Paper Series* 4030, The World Bank.
- Hoekman, B. (2008), "The general agreement on trade in services: Doomed to fail? Does it matter?", *Journal of Industry, Competition and Trade* 8(3-4), 295–318.
- Hoekman, B. e Braga, C. P. (1997), "Protection and trade in services: A survey", *Open Economies Review* 8(3), 285–308.
- Hoekman, B. e Mattoo, A. (2008), "Services trade and growth", *Policy Research Working Paper Series* 4461, The World Bank.
- IMF (1993), *Balance of Payments Manual*, Fifth edition, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Kimura, F. e Lee, H.-H. (2006), "The gravity equation in international trade in services", *Review of World Economics* 142(1), 92–121.
- Lee, H.-H. e Lloyd, P. (2002), "Intra-industry trade in services", in P. Lloyd and H.-H. Lee, eds, *Frontiers of Research in Intra-Industry Trade*, Palgrave-Macmillan, chapter 9, pp. 159–179.
- Lejour, A. e Smith, P. (2008), "International trade in services - editorial introduction", *Journal of Industry, Competition and Trade* 8(3-4), 169–180.
- Lejour, A. e Verheijden, J.-W. d. P. (2007), "The tradability of services within Canada and the European Union", *The Service Industries Journal* 27(4), 389–409.
- Lipsey, R. E. (2006), "Measuring international trade in services", *NBER Working Paper* 12271, National Bureau of Economic Research.

- Liu, R. e Trefler, D. (2008), "Much ado about nothing: American jobs and the rise of service outsourcing to China and India", *NBER Working Paper* 14061, National Bureau of Economic Research.
- Mankiw, N. G. e Swagel, P. (2006), "The politics and economics of offshore outsourcing", *Journal of Monetary Economics* 53(5), 1027–1056.
- Mirza, D. e Nicoletti, G. (2004), "What is so special about trade in services?", *Research Paper Series* 2004/02, Leverhulme Centre for Research on Globalisation and Economic Policy, The University of Nottingham.
- Peacock, A. e Scott, A. (2000), "The curious attraction of Wagner's law", *Public Choice* 102(1-2), 1–17.
- Schettkat, R. e Yocarini, L. (2006), "The shift to services employment: A review of the literature", *Structural Change and Economic Dynamics* 17(2), 127–147.
- Sturgeon, T. J., Levy, F., Brown, C., Jensen, J. B. e Weil, D. (2006), "Working group on services offshoring: Final report", MIT IPC *Working Papers* 06-006, MIT Industrial Performance Center (IPC).
- UN, EC, IMF, OECD, UNCTAD e WTO (2002), *Manual on Statistics of international trade in services*, United Nations, New York.



CRONOLOGIA DAS PRINCIPAIS MEDIDAS FINANCEIRAS

Janeiro a Outubro 2009

2009

Janeiro

- 9 de Janeiro (Carta-Circular nº 4/2009/DET Banco de Portugal, Departamento de Emissão e Tesouraria)
Divulga informação sobre o processo de implementação pelas Empresas de Transporte de Valores das regras relativas à recirculação de notas de euro, informando quais as empresas que, em 2009, mantêm as condições habilitantes para o exercício daquela actividade, nos termos do DL nº 195/2007, de 15-5.
- 14 de Janeiro (Carta-Circular nº 9/09/DSBDR Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)
Solicita às instituições de crédito o envio ao Banco de Portugal, no prazo de 10 dias úteis, de um relatório sintético de avaliação da implementação do DL nº 171/2008, de 26-8, que aprovou medidas de protecção do mutuário no crédito à habitação no que se refere à renegociação das condições dos empréstimos.
- 14 de Janeiro (Carta-Circular nº 10/09/DSBDR Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)
Transmite o entendimento do Banco de Portugal relativamente à aplicação do DL nº 51/2007, de 7-3, aos contratos de mútuo para pagamento de sinal em caso de futura aquisição de imóvel para habitação própria permanente, secundária ou para arrendamento, ou ainda para a construção de habitação própria.
- 15 de Janeiro (Instrução do Banco de Portugal nº 21/2008, BNPB 1/2009)
Regulamenta a comunicação ao Banco de Portugal das responsabilidades efectivas ou potenciais decorrentes de operações de crédito, sob qualquer forma ou modalidade, a fim de que este centralize e divulgue essa informação. Revoga a Instrução nº 7/2006, publicada no BO nº 6, de 16.6.2006.
- 26 de Janeiro (Carta-Circular nº 14/09/DSBDR Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)
Aconselha, na sequência das conclusões da reunião do Comité de Peritos na avaliação de medidas contra o branqueamento de capitais e o financiamento do terrorismo (MONEYVAL), as instituições de crédito e as sociedades financeiras a manter procedimentos de vigilância reforçada, examinando com especial cuidado todas as operações contratadas ou intermediadas por entidades ou instituições estabelecidas no Azerbaijão.
- 28 de Janeiro (Carta-Circular nº 15/09/DSBDR Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)
Transmite o entendimento do Banco de Portugal relativamente aos procedimentos que devem ser adoptados pelas instituições sujeitas à sua supervisão no que se refere ao registo de créditos abatidos ao activo em rubricas extrapatrimoniais.
- 28 de Janeiro (Instrução do Banco de Portugal nº 1/2009, BNPB 2/2009)
Altera a Instrução nº 1/99, publicada no BO nº 1, de 15.01.99, que regulamentou o Mercado de Operações de Intervenção (M.O.I.).
- 29 de Janeiro (Carta-Circular nº 16/09/DSBDR Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)
Informa de que a lista constante do Anexo 1 da Instrução nº 26/2005 do Banco de Portugal deverá ser substituída pelo elenco de países ou jurisdições que integram o conceito de “país terceiro equivalente”, para efeitos da aplicação da Lei nº 25/2008, de 5-6, definido através da Portaria nº 41/2009, de 17-12-2008, publicada no DR, 2 Série, Parte C, nº 8, de 13-1-2009.

Fevereiro

- 3 de Fevereiro (Carta-Circular nº 19/09/DSBDR Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)
Transmite o entendimento do Banco de Portugal quanto à cobrança de juros após o reembolso antecipado total de crédito à habitação e, conseqüentemente, quanto à interpretação do nº 2 do artº 5 do

- 09 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 4/2009, BNPB 3/2009)
 - 16 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 2/2009, BNPB 2/2009)
 - 16 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 3/2009, BNPB 2/2009)
 - 17 de Fevereiro (Carta-Circular nº 2/2009/DMR, Banco de Portugal, Departamento de Mercados e Gestão de Reservas)
 - 20 de Fevereiro (Carta-Circular nº 20/2009 DSB, Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)
 - 26 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 5/2009, BNPB 03/2009)
 - 26 de Fevereiro (Carta-Circular nº 06/2009 DMR, Banco de Portugal, Departamento de Mercados e Gestão de Reservas)
 - 27 de Fevereiro (Carta-Circular nº 24/2009 DSB, Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)

DL nº 51/2007, de 7-3, na redacção introduzida pelo DL nº 88/2008, de 29-5.

Define os locais, horários, regras e condições através dos quais podem ser efectuados depósitos e levantamentos de notas de euro nas tesourarias do Banco de Portugal.

Regula o modo de abertura e movimentação de contas de depósito à ordem junto do Banco de Portugal e cria o AGIL - Aplicativo de Gestão Integrada de Liquidações, para gestão local do acesso a contas de depósito no Banco de Portugal, de instituições que não participem directamente no TARGET2-PT.

Regulamenta o Sistema de Compensação Interbancária (SICOI) que compreende os subsistemas cheques, efeitos comerciais, débitos directos, transferências electrónicas interbancárias e operações processadas através do multibanco.

Comunica, com efeitos a partir de 1-3-2009, o novo preçário de serviços prestados pelo SITEME, o qual substitui o que foi anteriormente distribuído em anexo à carta-circular nº 9/DMR, de 15-12-2006. As presentes alterações ao preçário decorrem sobretudo do facto de o Mercado Monetário Interbancário (MMI) ter cessado em 31-12-2008.

Informa de que deixou de ser aplicável o entendimento constante da Carta-Circular nº 49/2001/DSB, de 29-11, dado o enquadramento contabilístico estabelecido no Aviso nº 1/2005, de 28-2.

Altera a Instrução nº 1/99, de 15-1-99, que regulamentou o Mercado de Operações de Intervenção (M.O.I.).

Dá a conhecer um conjunto de alterações à Instrução nº 1/99, de 15-1-99, relacionadas com o fim do período de transição para o TARGET2, em 2-3-2009.

Transmite algumas recomendações relativamente aos órgãos de administração e fiscalização no que diz respeito à qualificação profissional e independência.
- 2 de Março (Carta-Circular nº 10/2009 DET, Banco de Portugal, Departamento de Emissão e Tesouraria)
 - 5 Março (Aviso do Banco de Portugal nº 1/2009, D.R. nº 45 2ª Série)
 - 19 Março (Carta-Circular nº 32/09/DSBDR, Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)

Informa de que a empresa de transportes de valores ESEGUR, S.A., instalou na Região Autónoma da Madeira - Funchal, um Centro de Tratamento de Numerário habilitado para o exercício da actividade de recirculação de notas de euro.

Altera alguns pontos do Aviso nº 5/2007, de 27-04, (enquadramento regulamentar dos fundos próprios e rácio de solvabilidade).

Transmite, na sequência das alterações regulamentares verificadas, o entendimento do Banco de Portugal relativamente ao reconhecimento de transferência significativa do risco de crédito.

Março

- 20 de Março (Decreto-Lei n.º 64/2009, D.R. 56, 1ª Série, Ministério das Finanças e da Administração Pública) Estabelece mecanismos extraordinários de diminuição do valor nominal das acções das sociedades anónimas.
- 23 Março (Carta-Circular n.º 33/09/DSBDR, Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária) Transmite o entendimento do Banco de Portugal e da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários relativamente à delimitação de competências na supervisão de produtos financeiros complexos.

Abril

- 1 Abril (Portaria n.º 333-B/2009 Ministério das Finanças e da Administração Pública) Aprova, ao abrigo do disposto no art.º 3 do DL n.º 8/2007, de 17-1, os novos modelos de impressos (Anexos C e F) relativos a anexos que fazem parte integrante do modelo declarativo da informação empresarial simplificada (IES), os quais devem ser utilizados a partir de 1-1-2009, independentemente do ano/exercício a que a declaração se reporte.
- 14 Abril (Carta-Circular n.º33/2009/DSB Banco de Portugal, Departamento de Supervisão 4/2009) Resumo Transmite o entendimento do Banco de Portugal e da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários relativamente à delimitação de competências na supervisão de produtos financeiros complexos.

Maiο

- 7 de Maio (Orientação do Banco Central Europeu (2009/391/CE) Jornal Oficial da União Europeia n.º 123 Série L) Altera a Orientação BCE/2000/7 relativa aos instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema (BCE/2009/10). Assim, em conformidade, é substituído o terceiro período do segundo travessão, no primeiro parágrafo da secção 2.1. A presente Orientação entra em vigor em 11-5-2009. Os BCN dos Estados-Membros participantes são os destinatários da presente Orientação. Os BCN referidos no n.º 1 devem comunicar ao BCE, até ao dia 11-5-2009, as medidas mediante as quais tencionam dar cumprimento ao disposto nesta Orientação
- 8 Maio (Portaria n.º 493-A/2009 DR n.º89, Supl., Ministério das Finanças e da Administração Pública) Procede, nos termos do disposto no art.º 23 da Lei n.º 63-A/2008, de 24-11, à definição dos procedimentos necessários à sua execução, em matéria de operações de capitalização de instituições de crédito com recurso a investimento público. Atribui ao Banco de Portugal a competência para o acompanhamento e fiscalização do cumprimento das obrigações das instituições de crédito beneficiárias estabelecidas ao abrigo do presente regime. A presente portaria entra em vigor no dia seguinte ao da sua publicação.
- 12 Maio (Decreto-Lei n.º 103/2009 DR n.º 91,1 Série, Ministério das Finanças e da Administração Pública) Cria uma linha de crédito extraordinária destinada à protecção da habitação própria permanente em caso de desemprego de, pelo menos, um dos mutuários do crédito à habitação própria permanente, independentemente do tipo de crédito contraído ou do respectivo regime, assumindo, para todos os efeitos, a natureza de crédito à habitação própria permanente. A presente linha de crédito suporta a redução em 50 % da prestação mensal de capital e juros a cargo do mutuário, durante um período máximo de 24 meses. O presente diploma entra em vigor no dia seguinte ao da sua publicação.

- 19 de Maio (Instrução do Banco de Portugal n.º 6/2009, BNBP)

Determina que elementos devem as instituições requerentes integrar no plano de reforço de fundos próprios a enviar ao Banco de Portugal, no âmbito de candidatura às operações de capitalização previstas na Lei n.º 63-A/2008, de 24-11.
- 19 de Maio (Carta-Circular n.º 44/09/DSBDR, Banco de Portugal. Departamento de Supervisão Bancária)

Recomenda, relativamente à reavaliação de imóveis adquiridos em reembolso de crédito próprio, que as instituições identifiquem eventuais indícios de alterações significativas de valor e, consequentemente, ajustem os valores das últimas avaliações disponíveis ou obtenham novas avaliações, no âmbito de um processo de acompanhamento sistemático através de uma unidade de estrutura própria, cumprindo um conjunto de requisitos mínimos, semelhantes aos definidos nas alíneas b) e c) do ponto 8 da Parte 2 do Anexo VI ao Aviso n.º 5/2007.
- 19 de Maio (Carta-Circular n.º 45/09/DSBDR, Banco de Portugal. Departamento de Supervisão Bancária)

Divulga critérios de apreciação relativos à elegibilidade de determinados elementos para os fundos próprios de base.
- 20 de Maio (Carta-Circular n.º 47/09/DSBDR, Banco de Portugal. Departamento de Supervisão Bancária)

Reforça o entendimento do Banco de Portugal transmitido pela Carta-Circular n.º 61/2008/DSB, de 30-9, de que o DL n.º 171/2008, de 26-8, visa proibir a cobrança de qualquer comissão associada ao processo de revisão das condições do contrato de crédito, especificando que nesta proibição está incluída a alteração de companhia seguradora
- 2 de Junho (Decreto-Lei n.º 133/2009 Ministério da Economia e da Inovação, D.R. n.º 106 1.ª Série)

Junho

Procede à transposição para a ordem jurídica interna da Directiva n.º 2008/48/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23-4, relativa a contratos de crédito aos consumidores. O presente decreto-lei entra em vigor no dia 1-7-2009. No final do primeiro ano a contar da data da sua entrada em vigor, e bianualmente nos anos subsequentes, o Banco de Portugal elabora um relatório de avaliação do impacto da aplicação do mesmo, devendo utilizar todos os meios para que o documento se torne do conhecimento público
- 3 de Junho (Carta-Circular n.º 50/09/DSBDR Banco de Portugal. Departamento de Supervisão Bancária)

Transmite o entendimento do Banco de Portugal sobre os relatórios de controlo interno do grupo financeiro a remeter por estabelecimentos "off-shore", nos termos do Aviso n.º 5/2008.
- 5 de Junho (Despacho n.º 13364-A/2009 Ministério das Finanças e da Administração Pública. Gabinete do Secretário de Estado do Tesouro e Finanças D.R. n.º 109 SUPL 2.ª Série, Parte C).

Autoriza a manutenção da garantia pessoal do Estado no âmbito da concessão do empréstimo bancário contraído pelo Banco Privado Português, S.A., junto de um conjunto de instituições de crédito, cujo prazo de vigência é prorrogado por seis meses, mantendo-se inalterados os restantes termos e condições da garantia concedida nos termos do Despacho n.º 31268-A/2008, de 1-12.
- 16 de Junho (Decreto-Lei n.º 142/2009 D.R. n.º 114, 1.ª Série, Ministério das Finanças e da Administração Pública)

Procede à sexta alteração ao Regime Jurídico do Crédito Agrícola Mútuo, aprovado pelo DL n.º 24/91, de 11-1, visando adaptar o modelo de governação das caixas de crédito agrícola às estruturas previstas no Código das Sociedades Comerciais, tendo em conta a evolução do sistema financeiro. O presente diploma entra em vigor no dia seguinte ao da sua publicação. A Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo e as caixas de crédito agrícola mútuo devem ade-

- quar os seus estatutos às disposições do presente decreto-lei e proceder à eleição de novos órgãos sociais, até à data da realização da primeira assembleia geral obrigatória que se realize no exercício de 2010.
- 17 de Junho (Decreto-Lei n.º 144/2009 D.R. n.º 115, 1ª Série, Ministério das Finanças e da Administração Pública)

Cria, junto do Banco de Portugal, o mediador do crédito, o qual tem por missão a defesa e a promoção dos direitos, garantias e interesses legítimos de quaisquer pessoas ou entidades que sejam parte em relações de crédito, bem como contribuir para melhorar o acesso ao crédito junto do sistema financeiro. O presente diploma entra em vigor no dia seguinte ao da sua publicação.
 - 17 de Junho (Instrução do Banco de Portugal n.º 7/2009, BNP 7/2009)

Altera a Instrução n.º 21/2008, publicada no BO n.º 1/2009, de 15 de Janeiro, no sentido de abranger a linha de crédito destinada à protecção da habitação própria e permanente em caso de desemprego.
 - 19 de Junho (Lei n.º 28/2009 D.R.n.º117, 1ª Série, Assembleia da República)

Revê o regime sancionatório no sector financeiro em matéria criminal e contra-ordenacional e estabelece o regime de aprovação e de divulgação da política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização das entidades de interesse público. A presente lei entra em vigor no dia seguinte ao da sua publicação. Aos processos pendentes à data da sua entrada em vigor continua a ser aplicada a legislação substantiva e processual anterior.
 - 25 de Junho (Decreto-Lei n.º 148/2009 D.R. n.º 121, 1ª Série, Ministério das Finanças e da Administração Pública)

Procede à quarta alteração ao Decreto-Lei n.º 252/2003, de 17 de Outubro, que aprova o regime jurídico dos organismos de investimento colectivo e as suas sociedades gestoras, transpondo para a ordem jurídica interna a Directiva n.º 2007/16/CE, da Comissão, de 19 de Março, que regula os investimentos admissíveis a organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM).
- ## Julho
- 7 de Julho (Aviso do Banco de Portugal n.º 2/2009, D.R. n.º 137, 2ª.Série, Parte E)

Procede à alteração do Aviso do Banco de Portugal n.º 12/92, relativamente à determinação do valor dos elementos do activo a deduzir, para efeitos de cálculo dos fundos próprios, precisando o tratamento contabilístico dos ganhos e perdas desses elementos do activo. O presente Aviso entra em vigor no dia seguinte ao da sua publicação.
 - 13 de Julho (Decreto-Lei n.º 158/2009 D.R. n.º 133, 1ª Série, Ministério das Finanças e da Administração Pública)

Aprova o Sistema de Normalização Contabilística e revoga o Plano Oficial de Contas, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 44/77, de 7 de Fevereiro.
 - 13 de Julho (Decreto-Lei n.º 160/2009 D.R. n.º 133, 1ª Série, Ministério das Finanças e da Administração Pública)

Aprova o regime jurídico de organização e o funcionamento da Comissão de Normalização Contabilística e revoga o Decreto-Lei n.º 367/99 de 18 de Setembro.
 - 13 de Julho (Carta-Circular n.º 22/2009/DET Banco de Portugal. Departamento de Emissão e Tesouraria)

Divulga as normas específicas de execução do Protocolo entre o Banco de Portugal e a Caixa Geral de Depósitos para a realização de depósitos e levantamentos de notas de euro, em Angra do Heroísmo e Horta.

- 14 de Julho (Aviso do Banco de Portugal n.º 3/2009, D.R. n.º 143, 2.ª Série, Parte E)
Designa os sistemas abrangidos pelo DL n.º 221/2000, de 9 de Setembro, relativo ao carácter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamentos.
- 15 de Julho (Instrução do Banco de Portugal n.º 8/2009, BNPB 7/2009)
Determina que as informações a prestar pelas Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras aos consumidores, deverão ser feitas através da Ficha sobre Informação Normalizada Europeia em Matéria de Crédito aos Consumidores, cujos modelos anexa.
- 20 de Julho (Decreto-Lei n.º 162/2009, D.R. n.º 138, 1.ª Série, Ministério das Finanças e da Administração Pública)
que altera o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de Dezembro, o Decreto-Lei n.º 345/98, de 9 de Novembro, que Regula o funcionamento do Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo, e o regime jurídico relativo ao Sistema de Indemnização aos Investidores, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 222/99, de 22 de Junho, transpondo para a ordem jurídica interna a Directiva n.º 2009/14/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de Março, que altera a Directiva n.º 94/19/CE relativa aos sistemas de garantia de depósitos, no que respeita ao nível de cobertura e ao prazo de reembolso.
- 30 de Julho (Carta-Circular n.º 57/2009/DSBDR Banco de Portugal. Departamento de Supervisão Bancária)
Recomenda às instituições de crédito que concedam aos Provedores do Cliente um estatuto de autonomia funcional por forma a que os mesmos sejam uma segunda instância na apreciação das reclamações dos clientes.
- 5 de Agosto (Carta-Circular n.º 58/2009/DSBDR Banco de Portugal. Departamento de Supervisão Bancária)
Agosto
Reitera a necessidade de as instituições continuarem a dar adequado cumprimento às recomendações do FSF e do CEBS, publicadas nos relatórios de 18-6-2008, no que se refere à transparência da informação e à valorização de activos, tendo em conta o princípio da proporcionalidade.
- 12 de Agosto (Decreto-Lei n.º 185/2009, D.R. n.º 155, 1.ª Série, Ministério das Finanças e da Administração Pública)
Transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva n.º 2006/46/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, que altera a Directiva n.º 78/660/CEE, do Conselho, relativa às contas anuais de certas formas de sociedades, a Directiva n.º 83/349/CEE, do Conselho, relativa às contas consolidadas, a Directiva n.º 86/635/CEE, do Conselho, relativa às contas anuais e às contas consolidadas dos bancos e outras instituições financeiras, e a Directiva n.º 91/674/CEE, do Conselho, relativa às contas anuais e às contas consolidadas das empresas de seguros. O presente decreto-lei adopta ainda medidas de simplificação para as sociedades comerciais e civis sob a forma comercial, através da alteração dos regimes constantes do Código de Registo Predial, aprovado pelo DL n.º 224/84, de 6-7, do Código das Sociedades Comerciais, aprovado pelo DL n.º 262/86, de 2-9, do Código do Registo Comercial, aprovado pelo DL n.º 403/86, de-12, do Estatuto dos Benefícios Fiscais, aprovado pelo DL n.º 215/89, de 1-7, do Regulamento Emolumentar dos Registos e do Notariado, aprovado pelo DL n.º 322-A/2001, de 14-12, do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas, aprovado pelo DL n.º 53/2004, de 18-3, e do Regulamento do Registo de Automóveis, aprovado pelo Decreto n.º 55/75, de 12-2.

- 13 de Agosto (Instrução do Banco de Portugal n.º 11/2009, BNPB n.º 9/2009)

Sistematiza as regras de cálculo da Taxa Anual de Encargos Efetiva Global (TAEG), em conformidade com os princípios gerais, pressupostos e fórmula de cálculo que se encontram definidos no Decreto-Lei n.º 133/2009, de 2-6.
- 13 de Agosto (Instrução do Banco de Portugal n.º 12/2009, BNPB n.º 9/2009)

Determina os elementos de informação a prestar ao Banco de Portugal que permitam proceder à determinação das TAEG máximas a aplicar a cada tipo de contrato, no âmbito do Decreto-Lei n.º 133/2009, de 2-6
- 14 de Agosto (Instrução do Banco de Portugal n.º 13/2009, BNPB n.º 2/2009)

Determina o conjunto de informações a prestar regularmente ao Banco de Portugal, para efeitos de acompanhamento periódico da situação de liquidez das instituições sujeitas à sua supervisão. Esta Instrução também revoga a Carta-Circular n.º 86/2007/DSB, de 2-10-2007.
- 15 de Agosto (Extracto da decisão (2009/C 192/04), Jornal Oficial da União Europeia)

Extracto da decisão relativa a medidas de saneamento aplicadas ao Banco Privado Português, S.A., tomada nos termos do art 3 da Directiva 2001/24/CE do Parlamento Europeu e do Conselho relativa ao saneamento e à liquidação das instituições de crédito (Directiva 2001/24/CE). Publicação prevista no art 6 da referida Directiva e no art 18 do Decreto-Lei n.º 199/2006, de 25-10-2006.
- 17 de Agosto (Instrução do Banco de Portugal n.º 9/2009, BNPB 8/2009)

Estabelece os procedimentos a adoptar relativamente a notas e moedas metálicas cuja falsidade seja manifesta ou haja motivo bastante para ser presumida. Revoga a Instrução n.º 5/2006, publicada no BO n.º 4/2006, de 17-04-2006.
- 17 de Agosto (Instrução do Banco de Portugal n.º 10/2009, BNPB 8/2009)

Altera a Instrução n.º 19/2005, publicada no BO n.º 6, de 15.06.2005, que contém disposições sobre o acompanhamento do risco de taxa de juro da carteira bancária.
- 17 de Agosto (Decreto-Lei n.º 192/2009, D.R. n.º 158, 1ª Série, Ministério da Economia e da Inovação)

Procede à segunda alteração ao DL n.º 51/2007, de 7-3, que regula as práticas bancárias na concessão do crédito à habitação, estendendo o seu regime a outros contratos de crédito garantidos pelo mesmo imóvel e reforçando o direito do consumidor à informação, e procede à extensão do regime estabelecido pelo DL n.º 171/2008, de 26-8, a este tipo de créditos. Cria a taxa anual efectiva revista (TAER) que deve ser apresentada ao consumidor sempre que lhe seja proposta a aquisição de outros produtos ou serviços financeiros, e estabelece a prescrição, ao fim de um ano, da exigibilidade por incumprimento das condições acordadas com o objectivo de reduzir o spread. O presente diploma entra em vigor 60 dias após a sua publicação.
- 20 de Agosto (Aviso do Banco de Portugal n.º 4/2009, D.R. n.º 161, 2ª.Série, Parte E)

Estabelece um conjunto de deveres de informação a prestar pelas instituições de crédito no âmbito da actividade de recepção, do público, de depósitos bancários simples. O presente aviso aplica-se a todas as modalidades de depósitos previstas no DL n.º 430/91, de 2-11, e às respectivas contas. Publica, em anexo, uma ficha de informação normalizada para depósitos, a qual deve ser disponibilizada ao cliente em momento anterior ao da abertura de conta de depósito. O presente aviso entra em vigor 90 dias após a sua publicação. Rectificado e republicado pela Declaração de Rectificação n.º 2086/2009, de 21-8, in DR, 2ª Série, Parte E, n.º 165, de 26-8-2009.

- 20 de Agosto (Aviso do Banco de Portugal n.º 5/2009, D.R. n.º 161, 2.ª Série, Parte E)

Estabelece os deveres de informação a observar pelas instituições de crédito na comercialização de produtos financeiros complexos, entendendo-se como tais os depósitos indexados e os depósitos duais. Publica, em anexo, os modelos de prospecto informativo, os quais devem ser disponibilizados ao cliente em momento anterior ao da celebração de contratos relativos aos referidos produtos financeiros. O presente aviso entra em vigor 90 dias após a sua publicação. Rectificado e republicado pela Declaração de Rectificação n.º 2087/2009, de 21-8, in DR, 2 Série, Parte E, n.º 165, de 26-8-2009.
- 20 de Agosto (Aviso do Banco de Portugal n.º 6/2009, D.R. n.º 161, 2.ª Série, Parte E)

Estabelece regras relativas às características a que devem obedecer os depósitos bancários, desde os mais simples aos que revestem a forma de produtos complexos, actualizando igualmente as normas relativas à data-valor e data de disponibilização de operações decorrentes dos contratos de depósito. O presente aviso entra em vigor na data da sua publicação. Rectificado e republicado pela Declaração de Rectificação n.º 2088/2009, de 21-8, in DR, 2 Série, Parte E, n.º 165, de 26-8-2009.
- 26 de Agosto (Lei n.º 84/2009, D.R. n.º 165, 1.ª Série, Assembleia da República)

Autoriza o Governo a regular o acesso à actividade das instituições de pagamento e a prestação de serviços de pagamento, bem como a definir um quadro sancionatório no âmbito da actividade de prestação de serviços de pagamento, transpondo para a ordem jurídica interna a Directiva n.º 2007/64/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13-11, relativa aos serviços de pagamento no mercado interno. A presente autorização legislativa tem a duração de 180 dias e entra em vigor no dia seguinte ao da sua publicação.
- 1 de Setembro (Lei n.º 94/2009, D.R. 169, 1.ª Série, Assembleia da República)

Aprova medidas de derrogação do sigilo bancário, bem como a tributação a uma taxa especial dos acréscimos patrimoniais injustificados superiores a (euro) 100 000, procedendo a alteração ao Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 442-A/88, de 30 de Novembro, à décima nona alteração à Lei Geral Tributária, aprovada pelo Decreto-Lei n.º 398/98, de 17 de Dezembro, e à décima sexta alteração ao Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de Dezembro.
- 1 de Setembro (Aviso do Banco de Portugal n.º 7/2009 D.R. n.º 180, 2.ª Série, Parte E)

Determina, considerando o disposto nos art.ºs 118-A, 122, n.º 4, 197, n.º 1, e 199-B, n.º 1, todos do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo DL n.º 298/92, de 31-12, que é vedada a concessão de crédito a entidades sediadas em jurisdição offshore considerada não cooperante ou cujo beneficiário último seja desconhecido. Proceda à definição de jurisdição offshore e jurisdição offshore não cooperante, determinando o envio ao Banco de Portugal de uma declaração das autoridades de supervisão prudencial competentes no sentido de assegurar que não existem obstáculos à prestação de informação. O presente aviso entra em vigor no dia seguinte ao da sua publicação.
- 9 de Setembro (Instrução do Banco de Portugal n.º 14/2009, BNBP 10/2009)

Regula os aspectos essenciais do exercício da actividade inspectiva a desenvolver pelo Banco de Portugal sobre as entidades habilitadas para o exercício da actividade de recirculação de notas e

Setembro

moedas de euro, o objecto das acções de inspecção, bem como os deveres a que estas entidades estão obrigadas.

- 11 de Setembro (Decreto-Lei n.º 222/2009, D.R. n.º 177, 1.ª Série, Ministério da Economia e da Inovação) Estabelece medidas de protecção do consumidor na celebração de contratos de seguro de vida associados ao crédito à habitação e procede à nona alteração ao DL n.º 349/98, de 11-11. O presente decreto-lei entra em vigor 90 dias após a data da sua publicação.
- 18 de Setembro (Instrução do Banco de Portugal n.º 15/2009, BNBP 10/2009) Estabelece os limites de concessão de crédito pelas caixas agrícolas ao abrigo do n.º 2 do art.º 28 e do n.º 6 do art.º 36-A do RJCAM.
- 18 de Setembro (Instrução do Banco de Portugal n.º 17/2009, BNBP 10/2009) Determina o envio ao Banco de Portugal de elementos informativos sobre o cumprimento dos limites de pessoas associadas das caixas agrícolas.

Outubro

- 2 de Outubro (Carta-Circular n.º 64/09/DSBDR, Banco de Portugal. Departamento de Supervisão Bancária) Esclarece dúvidas sobre o preenchimento dos mapas anexos à Instrução n.º 13/2009, relativa a informações periódicas de liquidez.
- 8 de Outubro (Aviso do Banco de Portugal n.º 8/2009 D.R. n.º 197, 2.ª Série, Parte E) Estabelece os requisitos mínimos de informação que devem ser satisfeitos na divulgação das condições gerais com efeitos patrimoniais dos produtos e serviços financeiros disponibilizados ao público pelas instituições de crédito e sociedades financeiras com sede ou sucursal em território nacional. Revoga o Aviso n.º 1/95.
- 12 de Outubro (Instrução do Banco de Portugal n.º 21/2009, BNBP 11/2009) Divulga os quadros dos Folhetos que compõem o Preçário, bem como as respectivas instruções de preenchimento, os prazos de envio ao Banco de Portugal e outros aspectos de carácter operacional.