



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

Relatório de Estabilidade Financeira | 2005

Disponível em
www.bportugal.pt
Publicações

BANCO DE PORTUGAL

Departamento de Estudos Económicos

Av. Almirante Reis, 71-6.º andar

1150-012 Lisboa

Distribuição

Departamento de Serviços de Apoio

Av. Almirante Reis, 71-2.º andar

1150-012 Lisboa

Impressão e Acabamento

Tipografia Peres, S.A.

Tiragem

3200 exemplares

Depósito Legal n.º 227535/05

ISSN 1646-2254



ÍNDICE

ÍNDICE

PARTE I – ESTABILIDADE DO SISTEMA FINANCEIRO

1. Avaliação Global	9
<i>Caixa 1.1. Dados Sobre o Sistema Bancário Utilizados no Relatório de Estabilidade Financeira 2005</i>	16
2. Enquadramento Macroeconómico	25
3. Actividade, Rendibilidade e Cobertura do Risco	31
4. Risco de Mercado	47
<i>Caixa 4.1. Alguns Factores Explicativos das Taxas de Juro de Longo Prazo nos Estados Unidos e na Área do Euro em 2005</i>	74
5. Risco de Liquidez	77
6. Risco de Crédito	87
<i>Caixa 6.1. Preços de Habitação em Portugal e Fundamentos Macroeconómicos: Evidência de Regressão de Quantis</i>	105

PARTE II – ARTIGOS

Probabilidade de Sobrevivência de Novas Empresas: Efeito das Características Idiossincráticas e Ambientais	109
<i>Luísa Farinha</i>	
Estimativas de Probabilidades de Incumprimento em Contexto Macroeconómico	125
<i>António Antunes, Nuno Ribeiro e Paula Antão</i>	
Risco de Taxa de Juro na Carteira Bancária	137
<i>Sara Noorali e Carlos Santos</i>	

ANEXO



PARTE I – ESTABILIDADE DO SISTEMA FINANCEIRO

1. Avaliação Global
2. Enquadramento Macroeconómico
3. Actividade, Rendibilidade e Cobertura do Risco
4. Risco de Mercado
5. Risco de Liquidez
6. Risco de Crédito

1. AVALIAÇÃO GLOBAL

A estabilidade financeira, entendida como resiliência e eficiência das principais instituições e mercados que compõem o sistema financeiro, é um elemento essencial na afectação eficiente dos recursos numa economia e na obtenção de um crescimento económico sustentado no longo prazo. A estabilidade financeira funda-se na existência de instituições financeiras credíveis que garantam o cumprimento das suas obrigações contratuais, de mercados em que os participantes transaccionem a preços que reflectam de maneira eficiente os respectivos factores explicativos e de um enquadramento regulamentar que forneça os incentivos adequados à gestão dos riscos financeiros incorridos pelos agentes económicos. Estes elementos diminuem a assimetria de informação entre aforradores e investidores, reduzindo a importância de situações em que projectos de investimento economicamente viáveis não encontram financiamento (selecção adversa) e em que dominam incentivos à tomada excessiva de riscos (*moral hazard*). Além disso, fomentam a existência de contratos intertemporais entre os agentes económicos, deste modo contribuindo para uma melhor afectação de recursos na economia.

Pela importância que tem na intermediação de fundos no conjunto da economia, o sistema bancário é um elemento fundamental na determinação das condições de estabilidade financeira em Portugal. Os desenvolvimentos no sistema bancário nos anos mais recentes confirmaram a sua capacidade de ajustamento à situação de baixo crescimento tendencial da economia portuguesa e reforçaram a sua capacidade de absorver choques adversos sobre o seu balanço e conta de resultados.

A participação na área do euro, e a conseqüente integração financeira numa união monetária alargada, condicionou de forma decisiva o comportamento da economia portuguesa em geral e, de forma interligada, a evolução recente do sistema bancário. O novo regime implicou uma descida permanente do nível e volatilidade das taxas de juro, num contexto de inflação ancorada em níveis compatíveis com a estabilidade de preços. Desta evolução decorreu um aumento do nível de equilíbrio do endividamento privado, estimulando temporariamente o consumo e investimento, financiados, em larga medida, com recurso ao endividamento externo do sector bancário. No período mais recente, a dinâmica de correcção da procura interna e a sua posterior recuperação moderada ocorreu de forma gradual, como seria de esperar no âmbito das regras de funcionamento de uma união monetária. De facto, num contexto em que continuam a ser relevantes as condições de solvabilidade que decorrem das restrições orçamentais intertemporais dos agentes económicos, a integração financeira permite uma maior partilha e diversificação de risco entre os países da área, potenciando o alisamento do consumo nacional face a choques idiossincráticos e temporários sobre o rendimento e a riqueza. Em Portugal, o sistema bancário tem desempenhado nos últimos anos um papel central nesta dinâmica, nomeadamente com o recurso à emissão, em condições favoráveis, de títulos de dívida de médio e longo prazo nos mercados internacionais e a operações de titularização de crédito que, em qualquer dos casos, permitiu um alongamento das maturidades do financiamento no exterior. Adicionalmente, o sistema bancário fomentou uma forte inovação nos produtos de crédito oferecidos ao sector privado, permitindo sustentar o forte crescimento da actividade bancária.

Importa aqui destacar que a maior capacidade de acomodação de choques pelo sistema bancário, a possibilidade acrescida de alisamento do consumo pelas famílias e a maior facilidade de acesso ao financiamento bancário pelas sociedades não financeiras promovem uma maior eficiência no funcionamento da economia, dado corresponderem a um aumento do conjunto de possibilidades de escolha dos agentes económicos. No entanto, estas dinâmicas tendem a prolongar no tempo a reafectação de recursos, nomeadamente ao sustentarem a manutenção de discrepâncias significativas entre a pro-

cura e oferta internas e ao não facilitarem a saída de empresas do mercado. Este elemento é particularmente relevante no caso da economia portuguesa, dado que a alteração do padrão de vantagens comparativas associada à integração económica global torna necessárias importantes reafectações de recursos, no sentido de um aumento do peso das empresas e sectores mais dinâmicos e competitivos. A participação numa união monetária implica assim que o ajustamento endógeno e de equilíbrio da economia seja alisado e, conseqüentemente, mais prolongado no tempo. Este mecanismo contrasta com a elevada volatilidade e o rápido ajustamento que caracterizou a correcção de desequilíbrios externos significativos da economia portuguesa no passado. Neste contexto, importa assinalar a capacidade de ajustamento dos bancos, com destaque para a evolução verificada nos respectivos sistemas de avaliação e gestão de risco, que permitiu a fixação de preços mais adequados ao perfil de risco de cada devedor, não introduzindo fricções ineficientes ao funcionamento normal dos mecanismos de mercado.

O baixo crescimento da economia portuguesa nos últimos anos resultou da combinação de um conjunto de choques de origem externa e interna com uma capacidade limitada da economia reagir a esses choques, decorrente de deficiências no funcionamento dos mercados de trabalho e de produto e na dotação de capital físico e humano. De entre aqueles choques podem salientar-se o processo de integração económica global, o aumento do preço do petróleo, a desaceleração da actividade da área do euro após 2000, o aumento da carga fiscal e, nos anos mais recentes, a incerteza sobre a forma como serão corrigidos os principais desequilíbrios da economia, em particular o elevado défice estrutural das contas públicas. Estes factores reflectiram-se numa deterioração significativa da posição competitiva da economia nos últimos anos.

Este regime de baixo crescimento, e a conseqüente fraca criação de emprego, sendo em larga medida de natureza estrutural, tenderá a persistir no futuro próximo. Adicionalmente, de acordo com as expectativas de mercado, deverão ocorrer subidas adicionais das taxas de intervenção do BCE, num contexto de manutenção de riscos ascendentes para a estabilidade de preços na área do euro, em conjunto com um crescimento da actividade a um nível próximo do potencial. A conjugação de um fraco crescimento tendencial da economia com uma maior restritividade da política monetária e com a necessária contracção orçamental no contexto da prossecução dos objectivos inscritos no Programa de Estabilidade e Crescimento deverá implicar algum aumento do incumprimento da carteira de crédito dos bancos. No entanto, o respectivo impacto sobre a situação financeira dos bancos não deverá ser significativo.

Adicionalmente, existem factores de risco de natureza global, que se podem materializar no futuro próximo. De entre eles, são de destacar o aumento da volatilidade e dos níveis do preço do petróleo, a eventual correcção abrupta do desequilíbrio externo norte-americano, bem como a possibilidade de um aumento pronunciado das taxas de juro de longo prazo a nível global. A possibilidade de um aumento adicional do preço do petróleo reflecte a manutenção de uma procura mundial robusta e o conseqüente aumento da procura de energia, a intensificação da utilização da capacidade produtiva instalada ao longo de toda a cadeia de produção e a incerteza resultante de perturbações do lado da oferta. O aumento contínuo do desequilíbrio das contas externas dos Estados Unidos - não obstante o forte crescimento da actividade nos anos mais recentes - tem sido financiado, por um lado, por vários bancos centrais da Ásia e dos países exportadores de petróleo no âmbito da gestão das respectivas políticas cambiais e, por outro, por aquisições líquidas de títulos dos Estados Unidos por parte do sector privado não residente. A inevitável correcção deste défice, caso venha a resultar de pressões externas dos participantes nos mercados financeiros internacionais, deverá ter associado ajustamentos significativos no mercado cambial e/ou nas taxas de juro de longo prazo, constituindo um factor de risco para a economia global. Finalmente, no que concerne à evolução das taxas de juro de longo prazo, importa realçar que a sua manutenção em níveis reduzidos tem estado associada a uma diminuição

do prémio de prazo, que foi determinada por um conjunto de factores. Entre eles podem destacar-se uma menor volatilidade macroeconómica, a procura de títulos de longo prazo por vários bancos centrais na Ásia e de países exportadores de petróleo, e também o acréscimo das aplicações em títulos de longo prazo por parte das seguradoras e fundos de pensões na Europa e nos Estados Unidos. Este último está associado a alterações regulamentares que exigem maior correspondência entre o valor actual dos respectivos activos e responsabilidades. Não sendo clara a manutenção do contributo destes factores no futuro, não é de excluir a possibilidade de uma subida inesperada e abrupta das taxas de juro de longo prazo a nível global no futuro.

A eventual materialização dos riscos acima identificados terá necessariamente um impacto significativo sobre a rentabilidade e solvabilidade do sistema bancário português. No entanto, mesmo em cenários extremos mas plausíveis, será de esperar que o sistema bancário absorva esses choques assegurando a manutenção da estabilidade financeira. Para esta conclusão contribui, por um lado, a sólida situação dos bancos em termos de rentabilidade, solvabilidade, provisionamento dos riscos e gestão da liquidez. Por outro lado, importa referir que a generalidade dos grupos bancários concentra a sua carteira de empréstimos nos segmentos em que o risco é mais baixo, tais como os empréstimos a particulares para habitação e os empréstimos a grandes empresas em sectores não transaccionáveis.

O comportamento do sistema bancário em 2005 reforçou globalmente esta conclusão de resiliência face à materialização de choques económicos adversos. De facto, em 2005, os indicadores de rentabilidade, de solvabilidade e de qualidade de crédito apresentaram aumentos, tendo os indicadores de liquidez verificado alguma deterioração, traduzindo o comportamento das instituições com indicadores de liquidez menos favoráveis, muito embora os bancos continuassem a alongar a maturidade média dos passivos de mercado, num contexto de condições de financiamento externo favoráveis. Adicionalmente, o sistema bancário caracterizou-se por uma expansão da actividade, reflectindo em particular o forte crescimento do crédito, em particular o crédito à habitação, mas beneficiando também da expansão da actividade das filiais no exterior. Em termos de comparação internacional, e em linha com os anos anteriores, o sistema bancário nacional manteve assim uma posição favorável na generalidade dos indicadores de desempenho analisados neste Relatório.

É importante destacar, no entanto, que a análise do sistema bancário em 2005 está fortemente condicionada pelas alterações decorrentes da implementação das Normas Internacionais de Contabilidade. Estas alterações implicam, por um lado, que a análise no presente Relatório se centre num subconjunto do sistema bancário, correspondente a cerca de 87 por cento do activo total do sistema e, por outro, que a evolução dos indicadores reflecta a transição de regime contabilístico, com os consequentes problemas potenciais na comparação intertemporal e a necessária cautela na sua interpretação (ver Caixa “*Dados sobre o sistema bancário utilizados no Relatório de Estabilidade Financeira 2005*”).

Rendibilidade e Solvabilidade

Os indicadores de rentabilidade das principais instituições bancárias a operar em Portugal apresentaram uma melhoria global em 2005. Excluindo o efeito da concentração dos custos com o pessoal relativos a pensões de reforma e outros benefícios pós-emprego observada em 2004 - que ocorreu no contexto da alteração do enquadramento contabilístico no início de 2005 - o aumento da rentabilidade foi próximo do registado no decurso dos últimos anos, ditado fundamentalmente pela evolução da actividade bancária. Em particular, é de assinalar que a melhoria dos indicadores de rentabilidade reflectiu o ano positivo na generalidade dos mercados financeiros, nacionais e internacionais, bem como um maior contributo das filiais e sucursais no exterior. Em linha com o observado nos anos re-

centes, a margem financeira manteve a tendência de perda de importância, enquanto o contributo das comissões na geração de resultados continuou a aumentar de forma progressiva. Finalmente, o sistema bancário continuou a apresentar uma gestão cuidadosa dos custos, com realce para os custos com pessoal, o que se traduziu numa melhoria adicional do rácio de custos operacionais relativamente ao produto bancário.

Os indicadores de qualidade do crédito registaram em 2005 uma evolução genericamente favorável, para o que terá contribuído a introdução, nas operações de crédito, de modalidades contratuais mais adaptadas à capacidade corrente dos clientes para satisfazer o serviço da dívida, nomeadamente o alisamento e diferimento dos encargos associados aos empréstimos e a renegociação das condições contratuais dos empréstimos. Por outro lado, verificou-se um aumento do provisionamento, por provisões específicas, do crédito em incumprimento e do crédito total. Este aumento de cobertura não resultou meramente da aplicação do regime de provisionamento estabelecido pelo Banco de Portugal, mas do reforço das provisões constituídas para além dos mínimos regulamentares estabelecidos, podendo assim concluir-se que, em 2005, se verificou uma evolução positiva na cobertura do risco de crédito na carteira dos bancos.

Ao nível da solvabilidade, e tendo em consideração os efeitos das principais alterações regulamentares introduzidas no início de 2005, haverá a assinalar uma melhoria dos rácios de adequação dos fundos próprios face aos níveis de final de 2004. Esta evolução foi transversal às principais instituições do agregado considerado no presente Relatório e esteve associada a um aumento significativo dos fundos próprios, decorrente da inclusão das provisões para risco gerais de crédito, da emissão, por uma das principais instituições sob análise, de um significativo montante de títulos de participação, do crescimento do capital realizado e da evolução globalmente positiva dos mercados de capitais.

A solvabilidade do sistema bancário foi deste modo reforçada em 2005, situando-se a um nível que permite absorver choques plausíveis, ainda que de magnitude significativa, sobre o balanço e conta de exploração do sistema. Entre estes choques podem destacar-se - pela sua importância potencial - eventuais flutuações no preço dos activos, dado que as Normas Internacionais de Contabilidade prevêem a valorização de uma parte mais significativa dos mesmos a preços de mercado, comparativamente ao regime contabilístico anterior.

Risco de Mercado

Em 2005, os mercados financeiros em Portugal acompanharam a evolução globalmente positiva dos mercados financeiros internacionais, em linha com a tendência observada em 2003 e 2004. De um modo geral, os custos de financiamento nos mercados de dívida permaneceram em níveis historicamente reduzidos, os mercados accionistas continuaram a registar crescimentos positivos e os níveis de volatilidade permaneceram baixos, reflectindo uma reduzida incerteza nos mercados financeiros. A nível internacional, a principal excepção a este ambiente relativamente benigno nos mercados financeiros esteve relacionada com o *downgrade* dos *ratings* de duas grandes empresas multinacionais do sector automóvel em Maio de 2005. Este evento gerou alguma incerteza nos mercados financeiros, reflectindo-se num aumento relativamente significativo dos *spreads* de dívida privada, bem como num aumento generalizado da volatilidade nos mercados financeiros. A partir de Junho, a volatilidade registada nos mercados financeiros internacionais foi-se dissipando progressivamente, apesar de os *spreads* de dívida privada terem persistido em níveis ligeiramente superiores aos observados no início do ano, em particular para os emissores com pior qualidade de crédito. Este evento revelou a actual sensibilidade dos mercados financeiros internacionais a eventos relevantes mas de importância sistémica reduzida.

O ano de 2005 foi igualmente marcado pela diminuição assinalável da inclinação da curva de rendimentos na área do euro e nos Estados Unidos, como resultado da manutenção das taxas de juro de longo prazo em níveis historicamente reduzidos. A persistência de taxas de rendibilidade baixas nos mercados de dívida e os baixos níveis de volatilidade observados durante a maior parte de 2005 continuaram a pressionar os investidores na procura de activos financeiros com rendibilidades relativamente elevadas.

Em Portugal, no primeiro semestre de 2005, o *spread* da dívida pública aumentou de forma persistente, o que poderá ter reflectido os resultados dos referendos sobre o Tratado de Constituição Europeia, bem como as expectativas de revisão em baixa da notação de *rating* da República Portuguesa pela *Standard & Poor's*, que se concretizou em Junho, como consequência da situação orçamental portuguesa.

Os bancos portugueses também beneficiaram do desempenho globalmente positivo dos mercados financeiros, o que lhes permitiu continuar a usufruir de custos de financiamento relativamente reduzidos nos mercados internacionais, bem como diversificar as suas fontes de rendibilidade nas relações com clientes, num contexto de compressão da margem financeira. Os *spreads* de títulos emitidos por bancos portugueses acompanharam, de um modo geral, a evolução registada por títulos de outros bancos europeus, tendo interrompido a tendência de diminuição observada desde o início de 2003. Para além disso, os bancos portugueses beneficiaram de uma valorização significativa da sua carteira de activos, que se reflectiu em mais valias substanciais, bem como de um comportamento favorável das carteiras detidas pelos seus fundos de pensões.

Um dos principais riscos nos mercados financeiros internacionais prende-se com a correcção dos desequilíbrios da economia norte-americana que, se ocorrerem de forma abrupta, podem gerar perturbações nestes mercados. O aumento das taxas de juro de longo prazo, nomeadamente por via de um aumento do prémio de risco, deverá implicar, por um lado, um aumento do custo de financiamento nestas maturidades e, por outro lado, uma menor procura de activos financeiros com rendibilidades relativamente elevadas. Neste contexto, os mercados emergentes deixarão de beneficiar de condições tão favoráveis à emissão de dívida. Um risco adicional prende-se com o início da inversão do ciclo de crédito nos Estados Unidos, uma vez que os dados disponíveis sugerem que os níveis mínimos de incumprimento já foram atingidos.

Em Portugal, um risco específico poderá emergir da aparente disparidade entre os fluxos de financiamento das empresas não financeiras e a queda do investimento empresarial, sugerindo que este aumento do endividamento poderá estar a ser utilizado essencialmente para a reestruturação de dívida das empresas e para o financiamento de necessidades de fundo de maneio. No que diz respeito às ligações entre os mercados financeiros e o sistema bancário, é importante notar que as Normas Internacionais de Contabilidade prevêm a valorização de um conjunto mais alargado de activos e passivos a preços de mercado, comparativamente ao regime contabilístico anterior, aumentando a sensibilidade do balanço e da conta de exploração a flutuações de mercado. Neste sentido, enquanto que em 2005 os desenvolvimentos globalmente positivos nos mercados financeiros beneficiaram o sistema bancário, condições particularmente adversas nos mercados poderão ter um efeito oposto, tornando a avaliação e gestão do risco de mercado bastante mais importante para o desempenho dos bancos. Contudo, uma parte dos riscos de mercado implícitos no activo dos bancos estará a ser compensado por derivados de cobertura, que mitigam (ou anulam) determinados riscos, ou por alterações na composição das carteiras.

Risco de Liquidez

O risco de liquidez advém da possibilidade de um banco encontrar dificuldades em satisfazer o reembolso dos passivos exigíveis a curto prazo, bem como em assegurar o refinanciamento dos activos detidos no seu balanço. Em 2005, o crédito concedido pelos bancos portugueses continuou a crescer a um ritmo bastante superior ao dos depósitos de clientes, apesar de estes continuarem a representar a principal fonte de financiamento do sistema bancário. Esta dinâmica tem implicado um aumento do rácio entre crédito e depósitos, em linha com o sucedido noutros países da área do euro.

No entanto, nos últimos anos, a relevância do rácio entre crédito e depósitos para a caracterização da posição de liquidez dos bancos tem vindo a ser mitigada por diversos desenvolvimentos, com destaque para a participação de Portugal na área do euro. Por um lado, a eliminação do risco cambial alargou de forma significativa o acesso dos bancos portugueses ao financiamento nos mercados financeiros internacionais. Por outro, os bancos portugueses têm recorrido a formas alternativas de captação de recursos de clientes, tal como a emissão de títulos, posteriormente colocados junto de clientes. Adicionalmente, os bancos portugueses têm realizado operações de titularização de créditos de montantes avultados, o que tem permitido transformar o crédito registado no seu balanço em activos líquidos e transaccionáveis. Deste modo, a crescente integração financeira da economia portuguesa, em conjugação com a dinâmica de inovação financeira e a diversificação de formas contratuais disponíveis para a aplicação de poupanças e para a gestão de liquidez dos bancos, tem permitido assegurar a sustentabilidade de um crescimento do crédito superior ao dos recursos de clientes.

Em 2005, observou-se uma ligeira redução do rácio de cobertura de passivos interbancários por activos de elevada liquidez para o conjunto dos bancos não domésticos e um ligeiro aumento no subconjunto das instituições domésticas, em linha com a tendência observada em anos anteriores. Tendo em consideração a estrutura de activos e passivos de curto prazo por maturidades residuais, que permite avaliar de forma relativamente integrada a situação de liquidez do sistema bancário, observou-se uma ligeira deterioração dos *gaps* de liquidez, contrariando a tendência que tinha vindo a ser observada nos dois anos anteriores. No entanto, este indicador apresentou níveis e trajectórias bastante diferentes entre os principais grupos bancários portugueses, reflectindo-se num aumento da sua dispersão.

A crescente importância do financiamento dos bancos portugueses junto dos mercados financeiros internacionais aumenta potencialmente a sua vulnerabilidade a alterações de sentimento nestes mercados. Assim, uma gestão adequada de liquidez por parte dos bancos assume particular importância de modo a limitar o seu risco de refinanciamento. Neste contexto, importa salientar que, em 2005, continuou a observar-se um aumento do financiamento obtido através da emissão de títulos, o que contribuiu para um alongamento adicional da maturidade média dos passivos de mercado do sistema bancário.

Risco de Crédito

Em 2005, os empréstimos concedidos a particulares mantiveram um crescimento robusto, sobretudo no segmento dos empréstimos para habitação. O crescimento quer da dívida total quer dos empréstimos a sociedades não financeiras aumentou em 2005. Apesar da conjuntura económica desfavorável, os rácios de incumprimento na carteira bancária mantiveram-se contidos em 2005, tanto no sector dos particulares como no das sociedades não financeiras.

A adopção de políticas de gestão de risco mais adequadas por parte dos bancos e a introdução de no-

vos produtos no mercado de crédito deverão ter contribuído para sustentar a evolução do crédito e a contenção dos indicadores de incumprimento. No caso dos particulares, estes novos produtos contemplam a possibilidade da reconversão de passivos de curto prazo sem garantia real em passivos de médio/longo prazo com garantia real - tipicamente hipotecária -, a existência de períodos de carência de capital nos primeiros anos dos empréstimos, a adopção de prazos de amortização variáveis ou mesmo a possibilidade de pagamento diferido de uma importante parcela do empréstimo. A inovação financeira neste segmento de actividade tem permitido assim mitigar a emergência de situações de incumprimento, ao promover a contenção do grau de esforço associado a níveis crescentes de endividamento. No segmento das sociedades não financeiras, existe evidência de que o dinamismo do crédito esteve associado de forma crescente ao suprimento de necessidades de financiamento de existências e de fundo de maneio bem como a processos de reestruturação de dívida.

Deste modo, o sector privado não financeiro aumentou a sua exposição corrente e/ou prospectiva a alterações da taxa de juro. No actual contexto de subida das taxas de juro de curto prazo, é assim expectável o início de um período em que um menor crescimento do crédito será acompanhado de um aumento dos rácios de incumprimento do sector privado não financeiro. A materialização deste risco dependerá do grau de persistência do baixo crescimento da economia portuguesa, e da associada persistência do desemprego, da magnitude de subida das taxa de intervenção do BCE, e da possibilidade do sistema bancário acentuar a generalização do fenómeno de inovação financeira acima descrito.

Um conjunto de factores sugere, no entanto, que o valor esperado das perdas do sistema bancário por incumprimento não deverá, em qualquer caso, ser significativo. Em primeiro lugar, o crédito concedido a sociedades não financeiras revela uma elevada concentração, quer em termos do número de devedores, quer em termos sectoriais. Em termos do número de devedores, continua a verificar-se que as grandes exposições (não inferiores a 1 milhão de euros) representam cerca de 80 por cento do valor das exposições totais. Em termos sectoriais, continua a verificar-se uma concentração dos créditos nos sectores não transaccionáveis. Esta concentração é benigna em termos de risco de crédito, pois está associada a segmentos com menor probabilidade de insolvência. Em segundo lugar, os empréstimos a particulares concentram-se no segmento da habitação. Dada a existência de garantias hipotecárias associadas a estes empréstimos e dada a evidência de ausência de uma bolha especulativa dos preços de habitação em Portugal, esta concentração é igualmente favorável em termos da resiliência do sector bancário à materialização de situações de incumprimento das contrapartes no que toca ao serviço da dívida.

Finalmente, importa referir que, apesar da exposição internacional do sistema bancário doméstico ao sector não residente continuar a ser baixa em 2005, alguns dos principais grupos bancários portugueses registaram variações substanciais na componente internacional da sua actividade de captação de recursos, de concessão de crédito e mesmo de geração de rendimento. Não obstante estes desenvolvimentos recentes, o sistema bancário doméstico continua a ser caracterizado por uma baixa internacionalização, quando comparada com os restantes países da área do euro. A componente de activos locais em moeda local continuou a representar uma baixa percentagem do activo do conjunto dos grupos bancários domésticos considerado neste Relatório. Adicionalmente, os activos internacionais concentraram-se num conjunto relativamente reduzido de países, maioritariamente classificados como desenvolvidos, e de *rating* soberano elevado, pelo que o risco associado a estes activos deverá ser relativamente limitado.

Caixa 1.1. Dados Sobre o Sistema Bancário Utilizados no Relatório de Estabilidade Financeira 2005

A introdução das Normas Internacionais de Contabilidade e das Normas Internacionais de Relato Financeiro (NIC/IFRS) em 2005 veio alterar de forma significativa a contabilização de alguns dos principais elementos patrimoniais e extra-patrimoniais das instituições financeiras, originando assim a necessidade da adopção de novas apresentações para as demonstrações financeiras do sistema bancário português (sobre as principais alterações, veja-se o “Capítulo 7. Enquadramento Regulamentar” do Relatório de Estabilidade Financeira 2004, do Banco de Portugal). No entanto, a coexistência, durante 2005, de diferentes regimes contabilísticos em base consolidada — o anterior Plano de Contas para o Sistema Bancário (Instruções 4/96 e 71/96), as designadas Normas de Contabilidade Ajustadas (NCA) e as Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) — e as dificuldades associadas ao estabelecimento de análises comparadas consistentes e suficientemente robustas entre estes sistemas contabilísticos heterogéneos (designadamente no plano da tipologia das operações e dos respectivos critérios valorimétricos) suscitaram a necessidade de se redefinir o universo de instituições a ser coberto e o detalhe de informação a ser disponibilizado. Assim, no Relatório de Estabilidade Financeira 2005, e no tocante às demonstrações financeiras consolidadas e aos reportes de natureza prudencial, são consideradas apenas as instituições/grupos bancários que adoptaram as NIC (ou as NCA) na elaboração das suas demonstrações financeiras. Em concreto, será considerada a informação relativa a 13 grupos bancários, que representavam cerca de 87 por cento do total do activo do sistema bancário português em Dezembro de 2004. Continuam a não ser incluídas as instituições com sede ou actividade exclusiva no off-shore da Madeira e/ou actividade predominante com não residentes.

Importa, contudo, salientar que, a partir de Março de 2006, a totalidade das instituições/grupos bancários considerados até ao final de 2004 no agregado do sistema bancário deverão reportar informação preparada de acordo com as NIC ou NCA (a única excepção será o caso do grupo SICAM, que só em 2007 deverá utilizar as NIC na elaboração das suas demonstrações financeiras).

A informação contabilística disponível, elaborada de acordo com as NIC e NCA, baseia-se nos requisitos estabelecidos nas Instruções 23/2004 e 30/2005. No contexto do estabelecido na Instrução 23/2004 recolhe-se informação trimestral relativa às contas da situação analítica de cada instituição/grupo bancário, em base individual e consolidada. A situação analítica consolidada (que disponibiliza informação com apreciável detalhe) é a correspondente ao perímetro de consolidação para efeitos de supervisão em base consolidada, isto é, apenas incluindo informação referente à actividade bancária. O primeiro reporte de informação foi relativo a Março de 2005, não sendo assim possível analisar a evolução das diferentes contas de 2004 para 2005. Por forma a ultrapassar esta limitação, o Banco de Portugal solicitou, através da Instrução 30/2005 (e cartas circulares anexas a esta Instrução) informação relativa a 31 de Dezembro de 2005 e os dados proforma relativos a 31 de Dezembro de 2004, para a actividade bancária, no contexto de um modelo específico de demonstrações financeiras (balanço e demonstração de resultados), conforme definido na Instrução 18/2005. Esse modelo tem subjacente uma significativa agregação das contas da situação analítica. Consequentemente, recorre-se pontualmente aos dados mais desagregados da situação analítica (apenas disponíveis a partir de Março de 2005). De qualquer modo, a evolução dos diferentes indicadores deverá ser interpretada com cautela, tendo em conta a transição para um novo regime contabilístico.

Por outro lado, as Instruções 18/2005 e 30/2005 privilegiam uma apresentação das rubricas patrimoniais por finalidade, em contraponto à agregação por tipo de instrumento, usual nas publicações até Dezembro de 2004. Por exemplo, os títulos são classificados consoante a sua finalidade (para negociação, para investimento ou outra) quando anteriormente eram classificados por tipo de instrumento (dívida ou capital) e/ou por emitente. Note-se que o detalhe da situação analítica (Instrução 23/2004) permite agregar as contas em carteiras, consoante a sua finalidade, desagregando cada carteira por tipo de instrumento, o que pode ser considerado mais adequado para análises macro-prudenciais do sistema bancário.

Para além de utilizar dados contabilísticos e prudenciais, em base consolidada, relativos às diferentes instituições, as análises nos diferentes capítulos deste relatório são complementadas, como habitualmente, com o recurso a agregados em base individual ou a agregados das Estatísticas Monetárias e Financeiras (EMF). Ainda que o universo de instituições coberto nesta fonte estatística difira do considerado na análise do sistema bancário, pelas

razões acima mencionadas, permite obter desagregações sectoriais (de contraparte) ou por instrumento sempre que as mesmas sejam consideradas relevantes. Neste último caso, com o objectivo de adoptar uma abordagem tão próxima quanto possível à do sistema em base consolidada, os agregados analisados a partir das EMF, consideram (sempre que justificável e possível), não apenas as Outras Instituições Financeiras Monetárias, mas também os Outros Intermediários Financeiros e Auxiliares Financeiros (excepto Fundos de Investimento, Fundos de Titularização e Sociedades de Titularização), a maioria dos quais integra o perímetro de consolidação do sistema bancário português.

Em algumas secções do relatório, com destaque para o risco de liquidez, a análise dá especial ênfase, como habitualmente, ao conjunto das instituições domésticas. Este último agregado corresponde ao total do sistema excluindo as instituições cujo controlo de gestão seja assegurado por instituições não residentes, quer se trate de instituições de direito português, filiais de grupos bancários não residentes (sujeitas à supervisão do Banco de Portugal), ou de sucursais de instituições de crédito com sede no estrangeiro. A distinção entre instituições domésticas e não domésticas fundamenta-se no facto de o financiamento obtido no exterior por estas instituições (não domésticas) ser tipicamente assegurado por entidades com as quais têm relações de grupo (o que torna menos relevantes o tipo e a maturidade do financiamento), ao contrário do que sucede com as instituições domésticas.

PRINCIPAIS INDICADORES (continua)

Em percentagem; valores em final de período

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Enquadramento macroeconómico							
Taxa de variação do PIB real							
EUA	4.4	3.7	0.8	1.6	2.7	4.2	3.5
Área do euro	2.9	4.0	1.9	1.0	0.7	1.8	1.4
Portugal	3.9	3.9	2.0	0.8	-1.2	1.1	0.3
Índice de preços no consumidor (taxa de variação homóloga)							
EUA	2.2	3.4	2.8	1.6	2.3	2.7	3.4
Área do euro (índice harmonizado)	1.1	2.1	2.3	2.2	2.1	2.1	2.2
Portugal (índice harmonizado)	2.2	2.8	4.4	3.7	3.3	2.5	2.1
Saldo orçamental (em percentagem do PIB)							
EUA	0.6	1.3	-0.7	-4.0	-5.0	-4.7	-4.1
Área do euro	-1.3	0.1	-1.8	-2.5	-3.0	-2.8	-2.4
Portugal	-2.7	-2.9	-4.3	-2.9	-2.9	-3.2	-6.0
excluindo o efeito de medidas temporárias	-2.7	-3.2	-4.3	-4.2	-5.3	-5.3	-6.0
Saldo da balança corrente (em percentagem do PIB)							
EUA	-3.2	-4.2	-3.8	-4.5	-4.7	-5.7	-6.4
Área do euro	-	-	-0.3	0.8	0.5	0.6	-0.4
Portugal	-6.5	-9.0	-8.9	-6.4	-4.0	-5.7	-8.1
Taxa de câmbio EUR/USD (taxa de variação homóloga)	-14.8	-7.4	-5.3	19.0	20.4	7.8	-13.4
Euribor 3 meses	3.3	4.9	3.3	2.9	2.1	2.2	2.5
Yield obrigações do Tesouro - área do euro	5.5	5.0	5.1	4.3	4.3	3.7	3.4
PSI Geral (taxa de variação homóloga)	12.6	-8.2	-19.0	-20.7	17.4	18.0	17.2
PSI Serviços Financeiros (taxa de variação homóloga)	n.d.	7.9	-14.6	-24.8	4.0	12.0	24.4

PRINCIPAIS INDICADORES (continuação)

Em percentagem

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2004*	2005*
Rendibilidade, provisionamento e solvabilidade								
ROE - Rendibilidade dos capitais próprios ^(a)	18.0	18.3	17.8	14.1	16.2	14.5	12.5	16.9
ROE (ajustado dos custos com o pessoal relativos a pensões de reforma e outros benefícios pós-emprego) ^(a)							19.3	19.9
ROA - Rendibilidade do activo ^(a)	1.12	1.11	1.01	0.78	0.91	0.87	0.64	0.98
ROA (ajustado dos custos com o pessoal relativos a pensões de reforma e outros benefícios pós-emprego) ^(a)							0.99	1.15
Margem financeira	2.45	2.21	2.24	2.12	2.00	1.94	1.88	1.76
Rácio entre custos operacionais e o produto bancário	63.1	58.2	57.6	59.1	57.4	57.2	71.7	59.6
Rácio entre custos operacionais e o produto bancário (ajustado dos custos com o pessoal relativos a pensões de reforma e outros benefícios pós-emprego)							60.5	54.1
Rácio entre crédito e juros vencidos líquidos de provisões específicas e o crédito líquido de provisões específicas ^(b)	n.d.	0.72	0.71	0.85	0.66	0.34		
Crédito com incumprimento, líquido de provisões específicas / Crédito total, líquido de provisões específicas ^(c)							0.44	0.30
Provisionamento específico do crédito	1.75	1.41	1.33	1.30	1.60	1.59	1.14	1.18
Rácio de adequação global dos fundos próprios	10.8	9.2	9.5	9.8	10.0	10.4	10.2	11.3
<i>Para o conjunto dos bancos domésticos</i>								
ROE - Rendibilidade dos capitais próprios ^(a)	17.7	19.3	18.0	13.6	15.8	13.7	13.0	16.4
ROE (ajustado dos custos com o pessoal relativos a pensões de reforma e outros benefícios pós-emprego) ^(a)							20.2	19.9
ROA - Rendibilidade do activo ^(a)	1.15	1.20	1.06	0.79	0.92	0.85	0.65	0.93
ROA (ajustado dos custos com o pessoal relativos a pensões de reforma e outros benefícios pós-emprego) ^(a)							1.00	1.13
Rácio entre crédito e juros vencidos líquidos de provisões específicas e o crédito líquido de provisões específicas ^(b)	n.d.	0.66	0.67	0.86	0.75	0.43		
Crédito com incumprimento, líquido de provisões específicas / Crédito total, líquido de provisões específicas ^(c)							0.54	0.39
Rácio de adequação global dos fundos próprios	10.7	8.9	9.2	9.5	9.9	10.3	10.2	11.4

PRINCIPAIS INDICADORES (continuação)

Em percentagem

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2004*	2005*
Risco de liquidez								
Rácio crédito-depósitos	102.8	114.3	121.0	127.7	126.9	126.2	136.5	143.5
Rácio de cobertura de passivos interbancários por activos de elevada liquidez ^(d)	101.4	88.7	91.5	87.4	100.7	104.3	110.0	102.2
Gap de liquidez (em percentagem dos activos totais deduzidos dos activos líquidos) ^(e)								
até 3 meses	n.d.	n.d.	-2.2	-2.4	1.6	2.4	1.4	-0.2
até 1 ano	n.d.	n.d.	-6.4	-7.2	-6.3	-3.6	-5.4	-7.6
<i>Para o conjunto dos bancos domésticos</i>								
Rácio crédito-depósitos	99.6	112.9	119.3	123.7	122.6	125.1	130.1	134.9
Rácio de cobertura de passivos interbancários por activos de elevada liquidez ^(d)	106.6	86.8	93.4	98.9	123.9	136.3	127.3	132.1
Gap de liquidez (em percentagem dos activos totais deduzidos dos activos líquidos) ^(e)								
até 3 meses	n.d.	n.d.	-3.5	-3.4	0.5	0.7	0.6	0.0
até 1 ano	n.d.	n.d.	-7.8	-7.6	-6.5	-4.8	-5.4	-6.6
Risco de crédito								
Empréstimos concedidos pelos bancos residentes ao sector privado não financeiro								
em percentagem do activo, em base consolidada ^(f)	48.5	51.9	52.9	57.0	54.8	54.9	55.0	52.8
Endividamento dos particulares								
em percentagem do Rendimento Disponível	76	85	90	97	104	110		117
em percentagem do PIB	54	60	64	68	74	78		84
Endividamento das sociedades não financeiras em percentagem do PIB ^(g)	76	83	91	93	96	97		100
Crédito e juros vencidos (em base consolidada)								
em percentagem do crédito sobre clientes	n.d.	2.2	2.2	2.3	2.4	2.0	1.8	1.8
em percentagem do activo	n.d.	1.4	1.4	1.6	1.6	1.3	1.3	1.2
Incumprimento no crédito a particulares								
em percentagem do crédito a particulares	2.1	1.8	2.0	2.1	2.4	2.2		2.0
Incumprimento no crédito a sociedades não financeiras								
em percentagem do crédito a sociedades não financeiras	3.2	2.5	2.4	2.4	2.2	1.7		1.7
Fluxo anual de novos créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa (em percentagem dos empréstimos bancários corrigidos de titularização)								
Particulares	0.22	0.27	0.43	0.38	0.58	0.21		0.22
Sociedades não financeiras	-0.01	0.34	0.74	0.76	0.56	0.52		0.60
Exposição internacional (para o conjunto dos bancos domésticos):								
Peso dos activos externos no activo total ^(f)	n.d.	21.7	19.8	18.1	21.6	20.5	30.3	27.4
dos quais:								
Activos locais em moeda local	n.d.	2.8	1.8	1.2	1.7	1.6	7.1	6.4
Activos internacionais, por sector de contrapartida:								
Sector bancário	n.d.	12.3	10.6	8.3	14.1	14.8	13.6	12.6
Sector não bancário	n.d.	6.6	7.4	8.5	5.8	4.0	9.6	8.4

Fontes: BCE, Bloomberg, Comissão Europeia (AMECO), Euronext Lisboa, Eurostat, FMI e Banco de Portugal.

Notas: * A adopção das NIC em 2005 originou uma quebra de série em muitos dos indicadores apresentados nesta tabela. Essa quebra derivou não apenas das diferentes regras contabilísticas como do diferente universo de instituições considerado. Desta forma, apresentam-se valores numa base comparável para 2004 e para 2005 para o conjunto de instituições que adoptou as NIC em 2005. Para mais detalhes, veja-se a "Caixa 1.1 Dados sobre o sistema bancário utilizados no Relatório de Estabilidade Financeira 2005". Em anexo apresentam-se quadros com séries mais longas baseadas no anterior regime contabilístico. As variáveis e conceitos apresentados nesta tabela são descritos com maior detalhe nos capítulos respectivos. (a) Para efeitos do cálculo das rendibilidades do activo e dos capitais próprios foram considerados os resultados antes de impostos e de interesses minoritários e, para os valores comparáveis de 2004 e 2005, os valores de activo e de capitais próprios de fim de período (de 1998 a 2004 foram utilizados valores médios de período para estas variáveis de stock). (b) Crédito e juros vencidos há mais de 30 dias. (c) O crédito em incumprimento compreende o crédito vencido há mais de 90 dias e o crédito de cobrança duvidosa reclassificado como crédito vencido para efeitos de provisionamento, nos termos definidos pelo Aviso nº 3/95. (d) Uma vez que a informação sobre títulos de emittentes públicos não existe numa base comparável em NIC (ou seja, não está incluída na Instrução nº 30/2005), foram usados alternativamente os títulos de dívida elegíveis para operações de política monetária para os valores comparáveis apresentados para 2004 e 2005. (e) Apenas os valores de 2005 foram reportados tendo em consideração os critérios valorimétricos subjacentes à aplicação das NIC. (f) Os valores comparáveis para 2004 e 2005 baseiam-se num novo reporte de informação. Utiliza-se uma estimativa do activo para o total do sistema bancário, assumindo inalterado em 2005 o peso relativo das instituições consideradas neste Relatório verificado no final de 2004. (g) O conceito de dívida considerado inclui empréstimos concedidos por instituições financeiras 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, obrigações e créditos comerciais recebidos.

BALANÇO DO SISTEMA BANCÁRIO

Base consolidada

	Milhões de euros		Estrutura (em percentagem do activo)		Taxa de variação homóloga (em percentagem)
	2004	2005	2004	2005	2005
Caixa e disponibilidades em bancos centrais	7 555	6 205	2.8	2.0	-17.9
Disponibilidades em outras instituições de crédito	3 338	3 239	1.2	1.1	-3.0
Aplicações em instituições de crédito	21 703	27 666	8.0	9.1	27.5
Crédito líquido a clientes	194 873	213 945	71.5	70.1	9.8
Activos financeiros ao justo valor através de resultados	12 900	18 160	4.7	5.9	40.8
Activos financeiros disponíveis para venda	14 806	14 185	5.4	4.6	-4.2
Investimentos detidos até à maturidade	520	718	0.2	0.2	38.0
Derivados de cobertura	692	814	0.3	0.3	17.5
Investimento em filiais	2 613	3 470	1.0	1.1	32.8
Activos tangíveis e intangíveis	3 611	3 895	1.3	1.3	7.9
Outros activos	9 799	13 068	3.6	4.3	33.4
Total do activo	272 411	305 363	100.0	100.0	12.1
Recursos de bancos centrais	3 542	6 215	1.3	2.0	75.5
Recursos de outras instituições de crédito	33 315	38 740	12.2	12.7	16.3
Recursos de clientes e outros empréstimos	142 784	149 142	52.4	48.8	4.5
Passivos financeiros ao justo valor através de resultados	2 589	4 460	1.0	1.5	72.3
Responsabilidades representadas por títulos	55 694	63 006	20.4	20.6	13.1
Passivos subordinados	9 887	9 873	3.6	3.2	-0.1
Derivados de cobertura	562	1 000	0.2	0.3	77.8
Passivos por activos não desreconhecidos	0	2 363	0.0	0.8	n.a.
Outros passivos	10 013	12 876	3.7	4.2	28.6
Total do passivo	258 386	287 674	94.9	94.2	11.3
Capital	14 025	17 689	5.1	5.8	26.1
do qual Resultado líquido do exercício	1 284	2 202	0.5	0.7	71.4
Total do passivo e situação líquida	272 411	305 363	100.0	100.0	12.1

Fonte: Banco de Portugal.

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS

Base consolidada

	Milhões de euros		Em percentagem do activo total		Taxa de variação homóloga (em percentagem)
	2004	2005	2004	2005	2005
1. Juros e rendimentos similares	12 622	13 975	4.63	4.58	10.7
2. Juros e encargos similares	7 504	8 591	2.75	2.81	14.5
3. Margem financeira (1-2)	5 119	5 384	1.88	1.76	5.2
4. Rendimentos de instrumentos de capital	161	217	0.06	0.07	34.4
5. Rendimentos de serviços e comissões líquido	1 923	2 213	0.71	0.72	15.1
6. Resultados de activos e passivos financeiros avaliados ao justo valor	346	440	0.13	0.14	27.3
7. Resultados de activos financeiros disponíveis para venda	104	645	0.04	0.21	521.4
8. Resultados de reavaliação cambial	208	53	0.08	0.02	-74.5
9. Resultados de alienação de outros activos financeiros	72	259	0.03	0.08	257.5
10. Outros resultados líquidos de exploração	602	429	0.22	0.14	-28.7
11. Produto de actividade (3+4+5+6+7+8+9+10)	8 535	9 640	3.13	3.16	12.9
12. Custos com o pessoal	3 667	3 301	1.35	1.08	-10.0
12.a Custos com pessoal ajustados dos custos relativos a pensões de reforma e outros benefícios pós-emprego	2 712	2 771	1.00	0.91	2.2
13. Gastos gerais administrativos	1 891	1 978	0.69	0.65	4.6
14. Amortizações do exercício	562	466	0.21	0.15	-17.2
15. Provisões líquidas de reposições e anulações	279	206	0.10	0.07	-26.3
16. Perdas de imparidade e outras correcções de valor líquidas	1 012	1 066	0.37	0.35	5.3
17. Diferenças de consolidação negativas	0	0	0.00	0.00	-100.0
18. Apropriação de result. de associadas e empreedimentos conjuntos (equi. patrimonial)	624	363	0.23	0.12	-41.8
19. Resultado antes de impostos e de interesses minoritários (11-12-13-14-15-16-17+18)	1 748	2 987	0.64	0.98	70.9
19.a Resultado antes de impostos e de interesses minoritários ajustados dos custos com o pessoal relativos a pensões de reforma e outros benefícios pós-empregos	2 703	3 517	0.99	1.15	30.1
20. Imposto sobre os lucros do exercício	228	402	0.08	0.13	76.3
21. Resultado antes de interesses minoritários (19-20)	1 520	2 585	0.56	0.85	70.1
22. Interesses minoritários (líquidos)	236	383	0.09	0.13	62.2
23. Resultado líquido (21-22)	1 284	2 202	0.47	0.72	71.5

Fonte: Banco de Portugal.

ADEQUAÇÃO DE FUNDOS PRÓPRIOS

Base consolidada

			Variação homóloga
	2004	2005	2005
	Dezembro	Dezembro	Dezembro
	Milhões de euros		Em percentagem
1. Fundos próprios			
1.1. Fundos próprios de base	13 729	14 961	9.0
1.2. Fundos próprios complementares	8 337	10 798	29.5
1.3. Deduções	2 092	1 928	-7.9
1.4. Fundos próprios suplementares	1	0	-100.0
Total dos fundos próprios	19 975	23 831	19.3
2. Requisitos de fundos próprios			
2.1. Rácio de solvabilidade	15 096	16 197	7.3
2.2. Riscos de posição	488	499	2.2
2.3. Riscos de liquidação e contraparte	53	66	24.7
2.4. Riscos cambiais	41	57	38.6
2.5. Outros requisitos	1	1	-34.8
Total dos requisitos de fundos próprios	15 679	16 819	7.3
3. Rácios			
	Em percentagem		Em pontos percentuais
3.1. Fundos próprios/Requisitos totais	127.4	141.7	14.3
3.2. Fundos próprios/(Requisitos totais x 12.5)	10.2	11.3	1.1
3.3. Fundos próprios de base/(Requisitos totais x 12.5)	7.0	7.1	0.1

Fonte: Banco de Portugal.

2. ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

2.1. Economia Internacional

Em 2005, a economia mundial continuou a crescer a um ritmo superior ao valor médio das duas últimas décadas tendo, no entanto, registado um abrandamento face ao elevado crescimento observado no ano anterior. De acordo com as estimativas do FMI, o crescimento do produto mundial ter-se-á situado em 4.8 por cento. A expansão mundial continuou a ser liderada pelos Estados Unidos e pelos países asiáticos, com destaque para a China. O crescimento do produto da área do euro também abrandou em 2005, reflectindo menores contributos da variação de existências e da procura externa líquida para o crescimento do PIB.

A evolução da actividade económica mundial continuou a estar associada a um crescimento robusto dos fluxos de comércio internacional e a um novo aumento do investimento directo estrangeiro. Contudo, o aumento do preço do petróleo ao longo de 2005, reforçando a evolução já observada no ano anterior, contribuiu para o abrandamento da actividade económica mundial. Nos meses de Agosto e Setembro, o preço desta matéria-prima atingiu novos máximos históricos, reflectindo em larga medida as perturbações causadas pelo furacão *Katrina*, num contexto de restrições do lado da oferta e de manutenção de uma procura mundial de petróleo robusta.

De facto, o ano de 2005 foi marcado por uma nova subida da generalidade dos preços internacionais das matérias-primas, particularmente acentuada no caso do petróleo. Esta subida reflectiu-se num aumento da inflação na maioria dos países, embora a inflação subjacente¹ e as expectativas de inflação a longo prazo se tenham mantido relativamente contidas. A credibilidade das autoridades monetárias na prossecução do objectivo de estabilidade de preços e as pressões descendentes sobre os preços resultantes da maior concorrência internacional têm contribuído para esta evolução. A condução da política monetária nas principais economias reflectiu a diferente evolução das pressões sobre a estabilidade dos preços, tendo em geral assumido um carácter menos acomodaticio (ver “Capítulo 4 *Risco de Mercado*”).

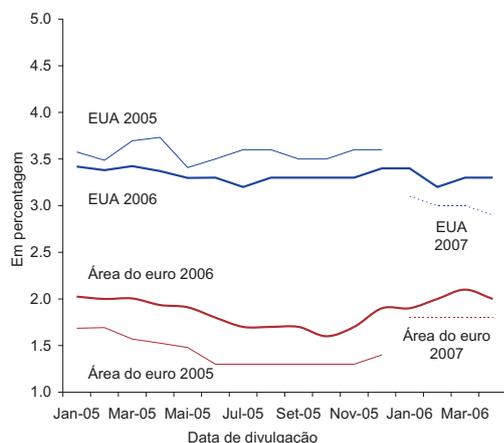
Em 2006, a economia mundial deverá continuar a registar um crescimento elevado. As previsões para 2006 apontam para que, numa perspectiva regional, a expansão se torne mais generalizada. Entre as economias avançadas, espera-se a manutenção de um crescimento forte nos Estados Unidos, a consolidação da recuperação no Japão e a aceleração da actividade na área do euro (Gráfico 2.1.1). Por sua vez, o crescimento das economias emergentes e em desenvolvimento também se deverá manter forte, com destaque para a China, Índia e Rússia. Contudo, a possibilidade de se registarem novos aumentos do preço do petróleo constitui um factor de risco importante para o crescimento da actividade económica mundial. Com efeito, as expectativas actuais apontam para que o preço do petróleo permaneça nos próximos dois anos num nível semelhante, ou ligeiramente acima, do observado no final de 2005 (Gráfico 2.1.2). A possibilidade de um aumento adicional do preço do petróleo reflecte a manutenção de uma procura mundial robusta e o conseqüente aumento da procura de energia, a intensificação da utilização da capacidade produtiva instalada ao longo de toda a cadeia de produção e a incerteza resultante de perturbações do lado da oferta.

A informação disponível relativa às empresas nas economias avançadas aponta para melhorias na situação financeira em 2005 e perspectivas favoráveis para os lucros em 2006. Não obstante o agrava-

(1) A inflação subjacente exclui os bens energéticos e os bens alimentares não transformados.

Gráfico 2.1.1

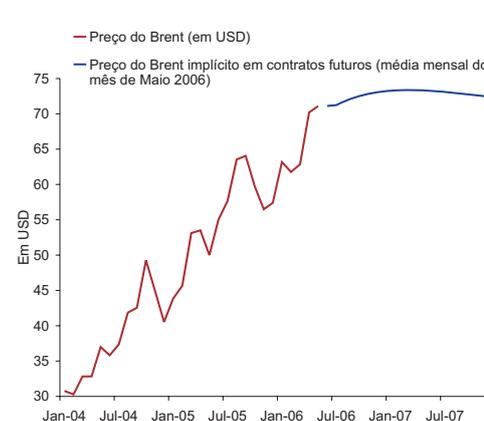
EVOLUÇÃO DAS PREVISÕES DE CRESCIMENTO ECONÓMICO
Taxa de variação do PIB
Estados Unidos e Área do euro



Fonte: Consensus Economics.

Gráfico 2.1.2

PREÇO DO PETRÓLEO (BRENT)
Média mensal



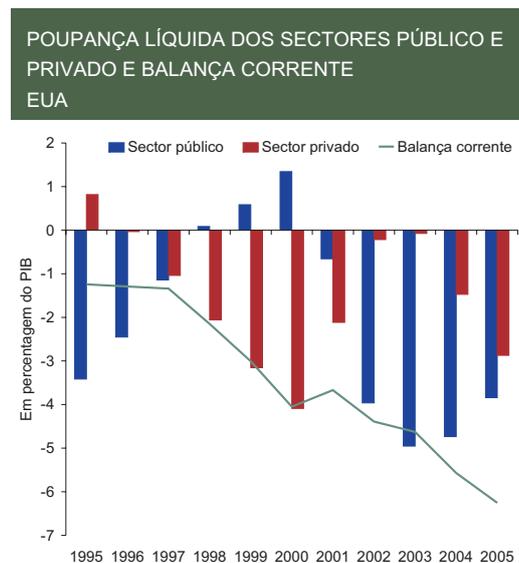
Fonte: Bloomberg.

mento dos custos energéticos associados à manutenção, ou mesmo aumento adicional do preço do petróleo, a concorrência acrescida decorrente da entrada de novos participantes na economia mundial tem contribuído para a contenção dos custos salariais nessas economias.

O desequilíbrio das contas externas dos Estados Unidos acentuou-se em 2005, persistindo como outro factor de risco para a evolução da economia mundial. Este desequilíbrio resulta do agravamento das necessidades de financiamento do sector privado, à semelhança do observado no ano anterior, já que o sector público reduziu o seu défice, pese embora este se mantenha num nível elevado (Gráfico 2.1.3). Em 2005, o agravamento terá resultado sobretudo da situação das famílias, sendo que as empresas não financeiras apresentaram uma capacidade de financiamento virtualmente estável no mesmo período (Gráfico 2.1.4). O défice externo da economia norte-americana atingiu valores muito elevados estimando-se que, em 2005, represente mais de 6 por cento do PIB. Relativamente ao financiamento deste défice, é de assinalar que a entrada de fluxos financeiros de entidades oficiais externas se reduziu face ao ano anterior, mas manteve-se significativa. Estes fluxos continuaram a reflectir a aplicação de reservas internacionais acumuladas por parte de vários bancos centrais da Ásia e dos países exportadores de petróleo – no âmbito da gestão das respectivas políticas cambiais – na compra de títulos de dívida pública dos Estados Unidos. A redução dos fluxos de entidades oficiais foi mais do que compensada por um aumento das aquisições líquidas de títulos dos Estados Unidos por parte do sector privado não residente. A inevitável correcção do défice externo, caso venha a resultar de pressões externas dos participantes nos mercados financeiros internacionais, isto é, se ocorrer uma diminuição abrupta da procura de dólares e/ou activos denominados em dólares, deverá ter associado ajustamentos significativos no mercado cambial e/ou nas taxas de juro de longo prazo, acompanhados de uma acrescida volatilidade nesses mercados.

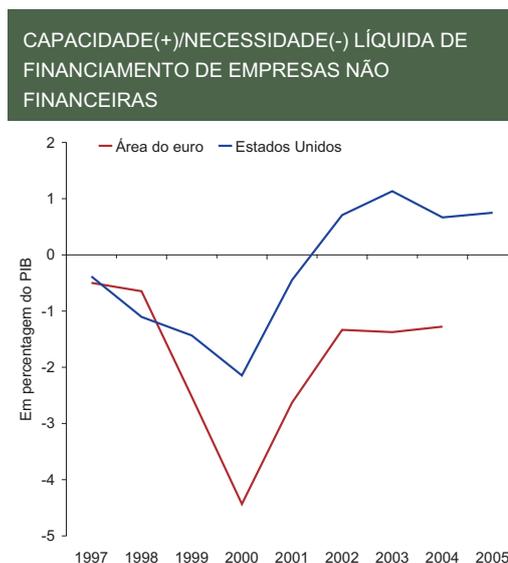
Note-se que, em contraste com o observado nos Estados Unidos nos últimos anos, as empresas não financeiras na área do euro continuam a apresentar necessidades de financiamento (Gráfico 2.1.4). Com efeito, após terem atingido um máximo em 2000, as necessidades de financiamento das empresas não financeiras tanto nos Estados Unidos como na área do euro diminuiriam entre 2001 e 2002,

Gráfico 2.1.3



Fonte: Federal Reserve Board.

Gráfico 2.1.4



Fontes: BCE e Federal Reserve Board.

Nota: A capacidade/necessidade de financiamento é igual à diferença entre poupança e investimento (ajustado de variação de existências) a que se somam as transferências de capital em termos líquidos. O agregado para os Estados Unidos inclui empresários em nome individual que na área do euro são incluídos no sector dos particulares.

em linha com os níveis de crescimento económico e com a redução significativa do investimento. Nos Estados Unidos verificou-se simultaneamente um aumento da poupança interna das empresas não financeiras, reflectindo, em parte, a evolução favorável dos lucros retidos, o que levou a uma situação de capacidade de financiamento das empresas a partir de 2002. Deste modo, as empresas não financeiras dos Estados Unidos têm mantido a sua liquidez em níveis elevados, apesar do investimento ter recuperado em 2004 e 2005. Na área do euro, a recuperação da poupança das empresas não financeiras ocorreu mais tarde e em menor escala, pelo que continuam a registar necessidades de financiamento.

No primeiro trimestre de 2006, as taxas de juro de longo prazo nos Estados Unidos e na área do euro registaram uma subida, permanecendo, no entanto, em níveis historicamente baixos (ver “Caixa 4.1 Alguns factores explicativos das taxas de juro de longo prazo nos Estados Unidos e na área do euro em 2005”, no Capítulo 4 deste Relatório). A persistência dos níveis reduzidos das taxas de longo prazo tem sido associada a uma diminuição do prémio de prazo determinada por um conjunto de factores. Por um lado, os títulos de longo prazo ter-se-ão tornado relativamente mais atractivos devido a uma menor volatilidade macroeconómica, traduzida numa maior estabilidade da inflação e no facto das expectativas de inflação permanecerem em níveis compatíveis com a estabilidade dos preços. Por outro lado, e em particular nos Estados Unidos, a maior procura de títulos de dívida pública estará relacionada com as compras efectuadas por vários bancos centrais na Ásia e, mais recentemente, por países exportadores de petróleo no âmbito da gestão das respectivas políticas cambiais. Adicionalmente, o acréscimo das aplicações em títulos de longo prazo por parte das seguradoras e fundos de pensões na Europa e nos Estados Unidos, associado a alterações regulamentares que exigem maior correspondência entre o valor actual dos respectivos activos e responsabilidades, tem também contribuído para o aumento da procura no mercado obrigacionista de longo prazo. Embora estes factores tenham contribuído para manter as taxas de juro de longo prazo baixas, não é claro que esse contributo se mantenha no futuro, pelo que o risco de uma subida inesperada e abrupta das taxas de juro de longo prazo se mantém presente.

Não obstante o significativo défice externo dos Estados Unidos, o dólar registou uma apreciação face ao euro, concentrada na primeira metade de 2005 (Gráfico 2.1.5). Na segunda metade do ano, observou-se uma certa estabilização. Esta dinâmica poderá estar relacionada com a evolução das expectativas de crescimento económico nos Estados Unidos relativamente à área do euro (Gráfico 2.1.1) e, neste contexto, com a evolução do diferencial de taxas de juro entre estas economias.

Nos últimos anos, os preços de habitação em muitas economias avançadas apresentaram crescimentos muito significativos, não obstante a desaceleração observada em 2005. Muita embora seja difícil avaliar a sustentabilidade dos níveis atingidos, este facto tem suscitado receios de que os níveis destes preços nalgumas dessas economias, com destaque para os Estados Unidos e a Espanha, possam encontrar-se acima dos valores justificados pelos fundamentos económicos e, como tal, serem susceptíveis de reduções abruptas². Por sua vez, no Reino Unido é possível que, apesar do abrandamento progressivo dos preços desde meados de 2004, exista ainda alguma sobre-avaliação destes activos. Os receios de um ajustamento brusco dos preços de habitação reflectem, essencialmente, dois canais de transmissão entre os desenvolvimentos no mercado imobiliário (em particular a dinâmica de preços) e a evolução nos restantes sectores da economia. Em primeiro lugar, um aumento forte e continuado dos preços dos activos reais permite sustentar um crescimento económico baseado em aumentos do consumo privado. De facto, aumentos de preços de habitação muito pronunciados, ao conduzirem a acréscimos do valor dos activos que as famílias dispõem como garantia ao sistema financeiro, facilitam a obtenção de empréstimos por parte deste sector e indirectamente permitem sustentar crescimentos da despesa acima do rendimento corrente por períodos relativamente longos. Em segundo lugar, uma redução de preços pronunciada no mercado imobiliário pode implicar, para algumas famílias, que o valor das garantias em hipotecas contratadas anteriormente possa não ser suficiente para cobrir o valor em dívida. Eventos desta natureza não são frequentes mas, quando ocorrem, implicam riscos acrescidos para a actividade económica por via da retracção do crédito por parte dos bancos, no sentido de limitarem perdas por incumprimento dos seus clientes.

Gráfico 2.1.5



Fonte: BCE.
Nota: Última observação 28/04/2006.

(2) Em Espanha, vários estudos apontam para a sobre-valorização dos preços de habitação, nomeadamente, Martínez-Pagés, Jorge and Luís Angel Maza (2003) "Analysis of house prices in Spain." Working Paper 0307, Banco de Espanã e Ayuso, Juan and Fernando Restoy (2006) "House Prices and Rents in Spain: Does the Discount Factor Matter?" Working Paper 0609, Banco de Espanã.

A alteração do regime cambial na China constituiu também um aspecto a destacar em 2005. Em Julho, as autoridades chinesas anunciaram formalmente o abandono da ligação face ao dólar e a introdução de um regime de *managed floating*, tendo procedido a uma revalorização de 2.1 por cento do renminbi face ao dólar e declarado que a gestão da taxa de câmbio passaria a ser efectuada tomando como referência um cabaz de moedas. A introdução de uma maior flexibilidade na determinação da taxa de câmbio do renminbi foi interpretada como podendo contribuir para a moderação das tensões acumuladas no comércio internacional. No entanto, nos meses que se seguiram, a flexibilidade anunciada não conduziu a uma apreciação adicional significativa do renminbi. Os receios de sobre-aquecimento em alguns sectores da economia chinesa persistem, num quadro de liquidez abundante na economia, que é potenciada por entradas de capitais do exterior motivadas, em parte, pela percepção de que o renminbi se encontra sub-valorizado.

Em síntese, a volatilidade e os níveis elevados do preço do petróleo, a eventual correcção abrupta do desequilíbrio externo norte-americano, bem como a possibilidade de um aumento pronunciado das taxas de juro de longo prazo, constituem os principais factores de risco para a economia global.

2.2. Economia Portuguesa

Em 2005, a actividade económica portuguesa apresentou uma desaceleração face ao ano anterior, o que reflectiu em particular a queda do investimento e a redução significativa do contributo das exportações para o crescimento do PIB. O consumo, quer privado quer público, apesar de ter registado uma desaceleração ao longo do ano, manteve um crescimento claramente superior ao do PIB. Adicionalmente, assistiu-se a uma estagnação do emprego e a um aumento da taxa de desemprego na economia. O fraco crescimento da actividade económica na sequência da recessão de 2003 contrasta com a evolução observada nos ciclos económicos anteriores, em que as quedas da actividade foram seguidas de um movimento claro de aceleração do PIB, associado a fortes acelerações das exportações e do investimento.

Neste contexto, o PIB português (Quadro 2.2.1) voltou a apresentar um dos mais baixos crescimentos da União Europeia, acentuando-se o afastamento do rendimento *per capita* em Portugal face ao nível médio da Europa. Este facto associa-se ao baixo crescimento tendencial da produtividade da economia portuguesa, num contexto de quedas de investimento e de taxas de crescimento modestas das exportações. Estas poderão estar relacionadas com uma evolução desfavorável dos custos de trabalho relativos e com a concorrência acrescida por parte de novos intervenientes na economia mundial. Adicionalmente, as distorções que limitam um funcionamento eficiente dos mercados de trabalho e do produto, as debilidades estruturais nos níveis e qualidade do capital físico e humano, assim como a situação orçamental, que mantém uma trajectória insustentável, estão a dificultar o ajustamento da economia ao novo ambiente que decorre do reforço da integração económica global.

A correcção do défice estrutural nas contas públicas continua a representar um dos principais desafios da economia portuguesa. A manutenção desse desequilíbrio, no médio prazo, pode comprometer o crescimento futuro da economia. Em 2005, o défice global das administrações públicas, na óptica da Contabilidade Nacional, deverá ascender a 6.0 por cento do PIB. De acordo com a actualização do Programa de Estabilidade e Crescimento em Dezembro de 2005, o défice deverá diminuir para 2.6 por cento em 2008. Não obstante a existência de compromissos formais de correcção do défice no contexto do Pacto de Estabilidade e Crescimento, os desequilíbrios orçamentais têm sido penalizados pelas agências de *rating*. De facto, em Outubro de 2004, a agência *Standard & Poor's* alterou as perspectivas quanto à notação atribuída à República Portuguesa de estáveis para negativas. Posteriormente, no final de Junho de 2005, a mesma agência reviu em baixa a notação de *rating* da Repúbli-

ca Portuguesa enquanto a agência *Fitch* alterou o *outlook* de estável para negativo. No entanto, não se observaram aumentos significativos no custo de financiamento do Tesouro e do sector privado.

Conforme referido anteriormente, a informação disponível aponta para a recuperação da actividade económica na área do euro. Contudo, a progressiva perda de competitividade das empresas portuguesas nos mercados externos, num quadro em que subsistem debilidades estruturais e em que persiste a necessidade de prosseguir a consolidação orçamental, aponta para que continue a observar-se uma divergência entre o crescimento da economia portuguesa e o conjunto da área do euro.

No final de Setembro de 2005, as taxas de juro nominais (e reais) de curto prazo, que se mantiveram nos últimos anos em níveis historicamente baixos, começaram a apresentar ligeiros aumentos, reflectindo a consolidação de expectativas de subidas nas taxas de juro de referência do BCE. Não obstante os aumentos já ocorridos serem limitados, é provável que a recuperação económica na área do euro, conjugada com a necessidade de manter as expectativas de inflação a médio e longo prazo ancoradas em níveis compatíveis com a estabilidade de preços, venha a implicar subidas adicionais das taxas de juro de referência do BCE e consequentemente das taxas de juro do bancárias. Estes aumentos poderão constituir uma restrição adicional à evolução da despesa do sector privado não financeiro, tendo em conta, nomeadamente, os elevados níveis de endividamento atingidos por este sector. Note-se, contudo, que um eventual ciclo de subida de taxas de juro deverá ser gradual e moderado, dado o regime de taxas de juro baixas e estáveis proporcionado pela participação na área do euro.

A conjugação dos factores acima descritos é susceptível de contribuir para a manutenção de um crescimento económico baixo, com consequências desfavoráveis sobre o emprego e sobre a capacidade de algumas empresas e famílias continuarem a servir as respectivas dívidas. Este cenário deverá ter associado um aumento do incumprimento da carteira de crédito dos bancos (ver “Capítulo 6. *Risco de Crédito*”). Contudo, não se antecipa que esse aumento atinja uma magnitude que ponha em causa a estabilidade financeira do sistema bancário.

Quadro 2.2.1

PIB E PRINCIPAIS COMPONENTES DA DESPESA ^(a)						
Taxa de variação real						
Em percentagem						
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
PIB	3.9	2.0	0.8	-1.2	1.1	0.3
Consumo privado	3.7	1.3	1.3	0.0	2.3	1.8
Consumo público	3.5	3.3	2.6	0.7	1.6	1.9
Investimento	2.1	1.2	-4.7	-9.8	1.1	-3.7
FBCF	3.5	1.0	-3.5	-10.0	0.0	-2.7
Variação de existências ^(b)	-0.4	0.1	-0.4	0.0	0.2	-0.2
Procura interna	3.3	1.7	0.1	-2.2	1.9	0.6
Contributo procura interna para PIB ^(b)	3.6	1.8	0.1	-2.4	2.0	0.7
Exportações	8.4	1.8	1.4	3.7	5.3	0.9
Mercadorias	8.2	1.5	1.8	6.3	4.3	1.0
Turismo e outros serviços	9.0	2.6	0.5	-3.4	7.9	0.8
Importações	5.3	0.9	-0.7	-0.5	7.0	1.7
Contributo procura externa líquida para PIB ^(b)	0.3	0.2	0.7	1.2	-1.0	-0.4

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) Estimativas do Banco de Portugal a partir das Contas Nacionais do INE para os anos de 1995 a 2003 (SEC95). (b) Contribuição para a taxa de variação do PIB em pontos percentuais.

3. ACTIVIDADE, RENDIBILIDADE E COBERTURA DO RISCO

3.1. Apreciação Global

O conjunto das principais instituições bancárias portuguesas¹ registou em 2005 um assinalável crescimento da actividade, em grande medida sustentado pela manutenção de elevadas taxas de crescimento do crédito ao sector privado não financeiro residente, mas beneficiando também da expansão das actividades das filiais no exterior. Concorrendo também para o aumento do activo, e não obstante a alienação de algumas participações consideradas como não estratégicas, há a referir o crescimento da carteira de títulos e participações financeiras, o que esteve associado à evolução favorável dos mercados de capitais.

O crescimento da actividade foi em grande medida financiado pela emissão, nos mercados financeiros internacionais, de títulos de dívida (maioritariamente em euros), por filiais e sucursais no exterior. Neste contexto, deverá também referir-se a cedência de créditos através de operações de titularização e o acréscimo observado nos passivos interbancários (em particular de instituições não domésticas²). Num contexto de queda da taxa de poupança das famílias, os recursos de clientes mantiveram uma taxa de variação relativamente modesta, o que também se insere na estratégia, adoptada por alguns dos principais grupos bancários, de canalização de recursos de clientes para aplicações alternativas em instituições ligadas aos grupos bancários mas não englobadas no perímetro de consolidação considerado.

De igual forma, a evolução dos indicadores de rendibilidade das principais instituições bancárias a operar em Portugal em 2005 deve ser interpretada com cautela. De facto, apesar da melhoria global destes indicadores, esta evolução deve ser qualificada. No contexto da alteração do enquadramento contabilístico que ocorreu no início de 2005, nomeadamente a adopção das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC), observou-se uma concentração em 2004 de alguns custos, em particular de custos com o pessoal relativos a pensões de reforma e outros benefícios pós-emprego, o que beneficiou, de forma significativa, a evolução dos resultados de 2005 face aos do ano precedente, numa base comparável^{3,4}. Excluindo este efeito, o aumento da rendibilidade seria significativamente menor, próximo do registado no decurso dos últimos anos, ditado fundamentalmente pela evolução da actividade bancária.

Neste contexto, assinala-se que a melhoria dos indicadores de rendibilidade reflectiu o ano positivo na generalidade dos mercados financeiros, nacionais e internacionais, bem como um maior contributo das filiais e sucursais no exterior. A margem financeira manteve a tendência de perda de importância observada nos anos recentes. Em contraponto, o contributo das comissões na geração de resultados manteve a tendência de aumento progressivo observado desde 2002.

(1) A delimitação do conjunto de instituições considerado neste capítulo pode ser encontrada na "Caixa 1.1 Dados sobre o sistema bancário utilizados no Relatório de Estabilidade 2005", no Capítulo 1 deste Relatório.

(2) São assim consideradas as instituições cujo controlo de gestão seja assegurado por instituições não residentes, quer se trate de instituições de direito português, filiais de grupos bancários não residentes (sujeitas à supervisão do Banco de Portugal), ou sucursais de instituições de crédito com sede no estrangeiro.

(3) Note-se que à luz do regime contabilístico em vigor até 31 de Dezembro de 2004, os custos com reformas antecipadas eram diluídos por um período prolongado, pelo que variações no ritmo de antecipação de reformas produziam um efeito mitigado (e alisado) sobre os resultados líquidos do exercício (não afectando assim, de forma significativa, os resultados do exercício de 2004 analisados, no início de 2005, à luz do regime contabilístico anterior).

(4) Esta evolução nos custos com o pessoal ocorre apesar de significativas contribuições para os fundos de pensões em 2005. Esta aparente contradição explica-se pelo facto de essas contribuições não constituírem custo do exercício, mas antes terem reflectido aumentos de responsabilidades na transição de regime contabilístico, sendo assim registadas tendo como contrapartida uma rubrica de capital.

Os indicadores de qualidade do crédito registaram em 2005 uma evolução favorável, para o que terá contribuído a introdução, nas operações de crédito, de modalidades contratuais mais adaptadas à capacidade corrente dos clientes para satisfazer o serviço da dívida. Por outro lado, verificou-se um aumento do provisionamento, por provisões específicas, quer do crédito em incumprimento (compreendendo o crédito vencido há mais de 90 dias e o crédito de cobrança duvidosa reclassificado como vencido para efeitos de provisionamento), quer mesmo do crédito total. Note-se ainda que o aumento de cobertura verificado não resultou meramente da aplicação do regime de provisionamento estabelecido pelo Banco de Portugal, mas sim do reforço das provisões constituídas para além dos mínimos regulamentares estabelecidos, podendo assim concluir-se que, no ano em análise, se verificou uma evolução positiva na cobertura do risco de crédito da carteira dos bancos.

Ao nível da solvabilidade, e tendo em consideração os efeitos das principais alterações regulamentares introduzidas no início de 2005, haverá a assinalar uma melhoria dos rácios de adequação dos fundos próprios face aos níveis de final de 2004.

A informação disponível à data aponta para que as grandes tendências descritas nesta secção para os principais grupos bancários portugueses estejam em linha com o observado para a generalidade dos países da área do euro, nomeadamente em termos da evolução da rendibilidade e da solvabilidade⁵.

3.2. Actividade

Em 2005, a actividade das principais instituições e grupos bancários portugueses continuou a aumentar a um ritmo apreciável, o que foi sustentado, em grande medida, pela expansão do crédito (Quadro 3.2.1). Esta rubrica (líquida de provisões e imparidade) representava, no final de 2005, cerca de 70 por cento do activo total das instituições em análise, tendo aumentado 9.8 por cento face ao nível observado no final de 2004. Embora mantendo ainda uma importância limitada no conjunto da actividade das instituições em análise, a actividade internacional desenvolvida por alguns dos principais grupos bancários portugueses contribuiu para o aumento verificado⁶. Note-se que a taxa de variação do crédito reflecte também o facto de, no contexto da adopção de critérios mais severos para o desreconhecimento (derivados da adopção das Normas Internacionais de Contabilidade - NIC), parte significativa das operações de titularização de créditos ocorridas em 2005 não ter implicado uma redução do saldo de crédito no balanço das instituições. A informação disponível indica que o segmento de crédito mais dinâmico continua a ser o dos empréstimos a particulares para aquisição de habitação.

A qualidade média da carteira de crédito (avaliada quer pelos indicadores de crédito em incumprimento, quer pelos indicadores de cobertura prudencial do crédito em incumprimento) registou uma evolução favorável em 2005, o que terá também reflectido a adopção, pelas instituições bancárias, de modalidades contratuais mais adequadas à capacidade corrente dos clientes para satisfazer o respectivo serviço da dívida⁷.

O crescimento do crédito continuou a exceder claramente o dos recursos de clientes. No contexto da queda da taxa de poupança dos particulares, estes mantiveram uma taxa de variação relativamente modesta, o que também reflectirá, em medida significativa, o papel que as instituições bancárias têm de-

(5) Informação adicional sobre a evolução dos sistemas bancários ao nível da área do euro pode ser consultada no *Financial Stability Review – June 2006*, do Banco Central Europeu (disponível em www.ecb.int).

(6) Alguns dos principais grupos bancários portugueses reportaram, nos seus relatórios e contas relativos ao exercício de 2005, variações substanciais na componente internacional da sua actividade de captação de recursos, de concessão de crédito e mesmo de geração de rendimento. Polónia, Grécia, Angola e Espanha estão entre os países onde essa actividade internacional é desenvolvida.

(7) Uma análise mais aprofundada da qualidade da carteira de crédito concedido ao sector privado não financeiro é apresentada no "Capítulo 6 Risco de Crédito".

Quadro 3.2.1

BALANÇO DO SISTEMA BANCÁRIO					
Base consolidada					
	Milhões de euros		Estrutura (em percentagem do activo)		Taxa de variação homóloga (em percentagem)
	2004	2005	2004	2005	2005
Caixa e disponibilidades em bancos centrais	7 555	6 205	2.8	2.0	-17.9
Disponibilidades em outras instituições de crédito	3 338	3 239	1.2	1.1	-3.0
Aplicações em instituições de crédito	21 703	27 666	8.0	9.1	27.5
Crédito líquido a clientes	194 873	213 945	71.5	70.1	9.8
Activos financeiros ao justo valor através de resultados	12 900	18 160	4.7	5.9	40.8
Activos financeiros disponíveis para venda	14 806	14 185	5.4	4.6	-4.2
Investimentos detidos até à maturidade	520	718	0.2	0.2	38.0
Derivados de cobertura	692	814	0.3	0.3	17.5
Investimento em filiais	2 613	3 470	1.0	1.1	32.8
Activos tangíveis e intangíveis	3 611	3 895	1.3	1.3	7.9
Outros activos	9 799	13 068	3.6	4.3	33.4
Total do activo	272 411	305 363	100.0	100.0	12.1
Recursos de bancos centrais	3 542	6 215	1.3	2.0	75.5
Recursos de outras instituições de crédito	33 315	38 740	12.2	12.7	16.3
Recursos de clientes e outros empréstimos	142 784	149 142	52.4	48.8	4.5
Passivos financeiros ao justo valor através de resultados	2 589	4 460	1.0	1.5	72.3
Responsabilidades representadas por títulos	55 694	63 006	20.4	20.6	13.1
Passivos subordinados	9 887	9 873	3.6	3.2	-0.1
Derivados de cobertura	562	1 000	0.2	0.3	77.8
Passivos por activos não desreconhecidos	0	2 363	0.0	0.8	n.a.
Outros passivos	10 013	12 876	3.7	4.2	28.6
Total do passivo	258 386	287 674	94.9	94.2	11.3
Capital	14 025	17 689	5.1	5.8	26.1
do qual Resultado líquido do exercício	1 284	2 202	0.5	0.7	71.4
Total do passivo e situação líquida	272 411	305 363	100.0	100.0	12.1

Fonte: Banco de Portugal.

sempenhado, ao canalizar os recursos de clientes para aplicações alternativas (nomeadamente aplicações em fundos de investimento e em produtos de capitalização associados a seguros de vida) em instituições que, embora muitas vezes ligadas ao mesmo grupo financeiro, não são objecto de consolidação no grupo bancário. A motivação para este tipo de procedimento poderá estar, por um lado, na geração de rendimento através da cobrança de comissões e, por outro, na procura da fidelização de clientes através da proposta de produtos com maior rentabilidade a médio e longo prazos.

Face à divergência entre os crescimentos do crédito e dos recursos de clientes, as instituições têm recorrido, em medida significativa, à emissão de títulos de dívida (em euros) nos mercados financeiros internacionais, através de filiais e sucursais no exterior. Adicionalmente, têm financiado a sua actividade corrente através da titularização de créditos e através de recursos obtidos no mercado monetário, neste último caso com destaque para as instituições não domésticas.

A carteira de títulos e participações financeiras registou em 2005 uma variação significativa, em linha com a evolução globalmente favorável dos mercados financeiros internacionais, não obstante a alienação, por alguns grupos bancários, de algumas participações consideradas como não estratégicas⁸. Esta variação reflectiu-se positivamente ao nível da rentabilidade e dos capitais próprios das instituições.

(8) Uma análise mais detalhada da evolução da carteira de títulos das instituições bancárias pode ser encontrada no "Capítulo 4 Risco de Mercado".

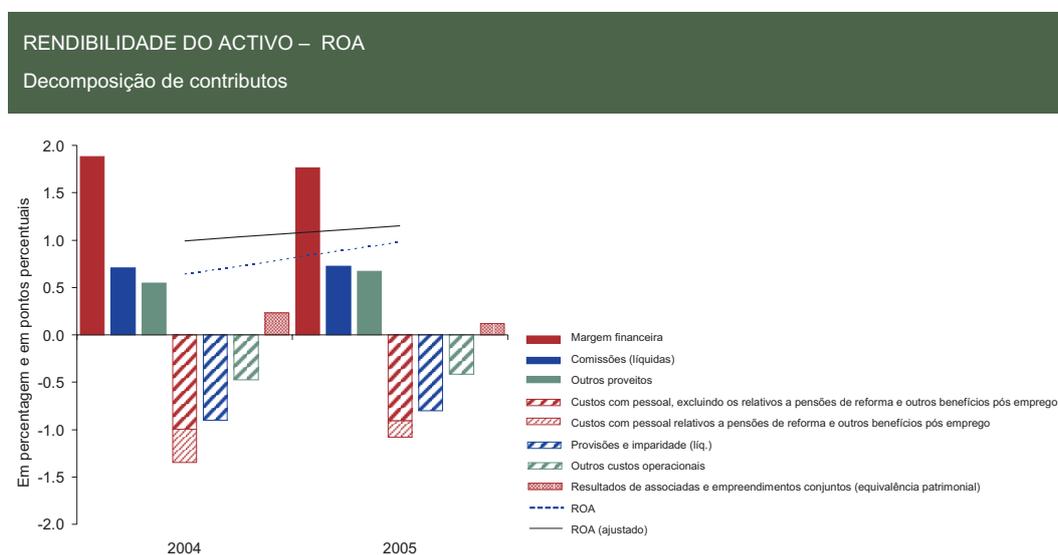
3.3. Rendibilidade

Globalmente, a rendibilidade do conjunto dos grupos bancários em análise aumentou em 2005 (Gráfico 3.3.1 e Quadro 3.3.1), registando-se uma subida quer ao nível da rendibilidade do activo (ROA⁹), quer da rendibilidade líquida dos capitais próprios (ROE¹⁰) (indicadores que se situaram em 0.98 e 16.9 por cento, respectivamente). Tal como referido para a actividade, também a rendibilidade terá beneficiado do contributo da actividade internacional.

No entanto, esta melhoria da rendibilidade, que para algumas das instituições foi bastante expressiva (Gráficos 3.3.2 e 3.3.3¹¹), deve ser qualificada. De facto, ela decorre não apenas de um ano favorável ao nível dos mercados financeiros nacionais e internacionais (o que, à luz do novo enquadramento contabilístico, tende a repercutir-se de forma mais significativa nos resultados do ano) mas também, em medida não negligenciável, da concentração em 2004 de alguns custos, no contexto da alteração de regime contabilístico. Esta situação foi particularmente visível ao nível dos custos com o pessoal, e em particular na rubrica de custos com pensões de reformas e outros benefícios pós-emprego. Recalculando os resultados líquidos dos exercícios de 2004 e de 2005 excluindo esta rubrica, verifica-se que a rendibilidade do activo regista, ainda assim, uma melhoria, mas de somente 16 p.b. (que compara com 34 p.b. quando este ajustamento não é considerado), ao passo que a rendibilidade dos capitais próprios, também reflectindo o aumento de 26 por cento dos mesmos, verifica uma subida de 0.6 p.p. (em lugar de um aumento de 4.4 p.p.) (Gráfico 3.3.4).

O ajustamento do efeito dos custos com pensões de reformas e outros benefícios pós-emprego nos resultados do exercício revela também que, para além de assumir uma magnitude inferior, o aumento dos resultados em 2005 foi relativamente transversal às principais instituições consideradas. Note-se

Gráfico 3.3.1



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Os outros custos operacionais incluem os gastos gerais administrativos e as amortizações e depreciações; a linha "ROA - ajustado" refere-se ao indicador ROA ajustado dos custos com o pessoal relativos a pensões de reforma e outros benefícios pós-emprego; A rendibilidade do activo é calculada considerando o resultado antes de impostos e de interesses minoritários.

(9) *Return on assets*. Calculado considerando o resultado antes de impostos e interesses minoritários.

(10) *Return on equity*. Calculado considerando o resultado antes de impostos e interesses minoritários.

(11) Este tipo de gráfico apresenta uma distribuição empírica de cada indicador entre as várias instituições consideradas. Cada linha do gráfico corresponde à frequência relativa ponderada dos níveis que cada indicador assume entre aquelas instituições. Uma maior dispersão corresponde a uma maior heterogeneidade nos resultados entre as instituições. Uma maior frequência em determinado valor do indicador corresponde a um maior peso das instituições nesse ponto.

Quadro 3.3.1

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS					
Base consolidada					
	Milhões de euros		Em percentagem do activo total		Taxa de variação homóloga (em percentagem)
	2004	2005	2004	2005	2005
1. Juros e rendimentos similares	12 622	13 975	4.63	4.58	10.7
2. Juros e encargos similares	7 504	8 591	2.75	2.81	14.5
3. Margem financeira (1-2)	5 119	5 384	1.88	1.76	5.2
4. Rendimentos de instrumentos de capital	161	217	0.06	0.07	34.4
5. Rendimentos de serviços e comissões líquido	1 923	2 213	0.71	0.72	15.1
6. Resultados de activos e passivos financeiros avaliados ao justo valor	346	440	0.13	0.14	27.3
7. Resultados de activos financeiros disponíveis para venda	104	645	0.04	0.21	521.4
8. Resultados de reavaliação cambial	208	53	0.08	0.02	-74.5
9. Resultados de alienação de outros activos financeiros	72	259	0.03	0.08	257.5
10. Outros resultados líquidos de exploração	602	429	0.22	0.14	-28.7
11. Produto de actividade (3+4+5+6+7+8+9+10)	8 535	9 640	3.13	3.16	12.9
12. Custos com o pessoal	3 667	3 301	1.35	1.08	-10.0
12.a Custos com pessoal ajustados dos custos relativos a pensões de reforma e outros benefícios pós-emprego	2 712	2 771	1.00	0.91	2.2
13. Gastos gerais administrativos	1 891	1 978	0.69	0.65	4.6
14. Amortizações do exercício	562	466	0.21	0.15	-17.2
15. Provisões líquidas de reposições e anulações	279	206	0.10	0.07	-26.3
16. Perdas de imparidade e outras correcções de valor líquidas	1 012	1 066	0.37	0.35	5.3
17. Diferenças de consolidação negativas	0	0	0.00	0.00	-100.0
18. Apropriação de result. de associadas e empreendimentos conjuntos (equi. patrimonial)	624	363	0.23	0.12	-41.8
19. Resultado antes de impostos e de interesses minoritários (11-12-13-14-15-16-17+18)	1 748	2 987	0.64	0.98	70.9
19.a Resultado antes de impostos e de interesses minoritários ajustados dos custos com o pessoal relativos a pensões de reforma e outros benefícios pós-empregos	2 703	3 517	0.99	1.15	30.1
20. Imposto sobre os lucros do exercício	228	402	0.08	0.13	76.3
21. Resultado antes de interesses minoritários (19-20)	1 520	2 585	0.56	0.85	70.1
22. Interesses minoritários (líquidos)	236	383	0.09	0.13	62.2
23. Resultado líquido (21-22)	1 284	2 202	0.47	0.72	71.5

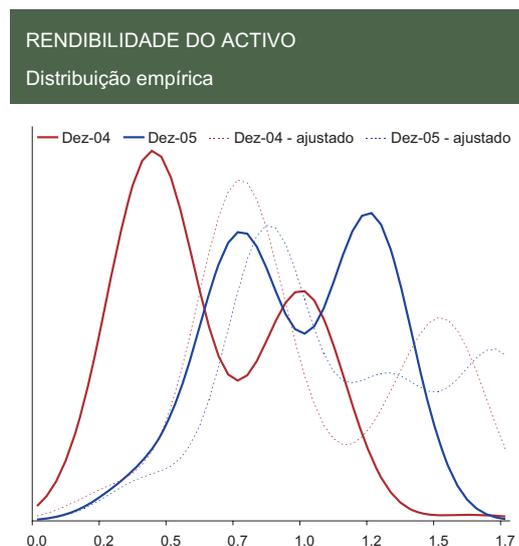
Fonte: Banco de Portugal.

ainda que, após correcção da rubrica referida, a dispersão das distribuições dos indicadores de rentabilidade é muito semelhante nos dois anos.

A margem financeira registou um aumento de 5 por cento em 2005. Ainda assim, na linha do verificado desde 2001, ano em que se iniciou o último ciclo de descida das taxas de juro, a respectiva contribuição para a rentabilidade do activo das instituições bancárias voltou a diminuir. Esta evolução, que afectou a generalidade das instituições sob análise, reflectiu fenómenos já observados em anos anteriores, nomeadamente o reduzido nível das taxas de juro de referência, a ligeira compressão adicional da margem global de taxa de juro com clientes (i.e., o diferencial entre a taxa global do crédito e a taxa global a que os bancos remuneram os depósitos – Gráfico 3.3.5), e o recurso ao financiamento de mercado como forma de sustentar a expansão do crédito, cujo custo é superior ao dos depósitos de clientes.

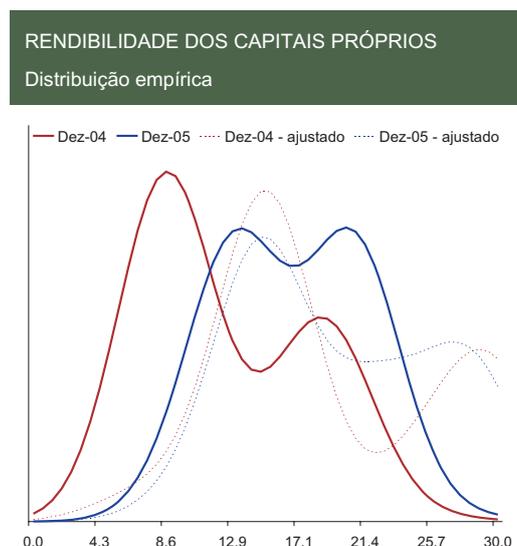
Apesar dos aumentos verificados no segundo semestre do ano, em particular no último trimestre, as taxas de juro do mercado monetário mantiveram-se em 2005 em níveis extremamente reduzidos, condicionando assim as taxas de juro das operações activas e passivas dos bancos. Este facto, por si só, condiciona negativamente a margem financeira, na medida em que não permite aos bancos beneficiar de forma tão intensa do efeito derivado da existência de uma componente dos seus passivos

Gráfico 3.3.2



Fonte: Banco de Portugal.
 Nota: Distribuição empírica obtida recorrendo a um Kernel gaussiano que pondera as instituições pelo seu activo; a tracejado surgem as distribuições ajustadas dos custos com o pessoal relativos a pensões de reforma e outros benefícios pós-emprego. Os indicadores de rentabilidade são calculados considerando o resultado antes de impostos e de interesses minoritários.

Gráfico 3.3.3

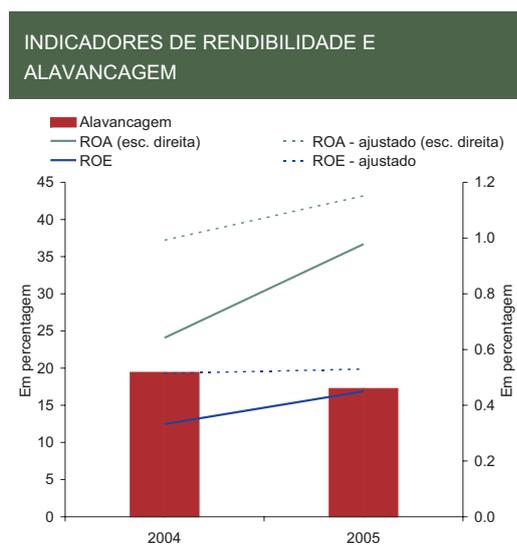


Fonte: Banco de Portugal.
 Nota: Distribuição empírica obtida recorrendo a um Kernel gaussiano que pondera as instituições pelos seus capitais próprios; a tracejado surgem as distribuições ajustadas dos custos com o pessoal relativos a pensões de reforma e outros benefícios pós-emprego; os indicadores de rentabilidade são calculados considerando o resultado antes de impostos e de interesses minoritários.

não remunerada ou remunerada a taxa muito reduzida (os depósitos à ordem, que no final de 2005 representavam cerca de 40 por cento do total dos depósitos recolhidos pelo sector bancário residente).

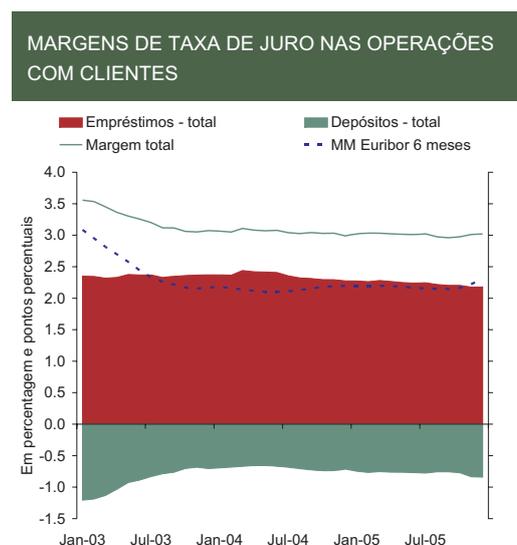
As taxas de juro têm também sido condicionadas pelo estreitamento de margens de taxa de juro nos segmentos onde a concorrência tem sido mais intensa. O exemplo mais evidente desta situação tem-se verificado no segmento do crédito concedido a particulares para aquisição de habitação, onde o valor médio anual da margem se reduziu de 1.64 p.p., em 2004, para 1.51 p.p. em 2005 (Gráfico

Gráfico 3.3.4



Fonte: Banco de Portugal.
 Nota: A tracejado surgem os indicadores corrigidos dos custos com o pessoal relativos a pensões de reforma e outros benefícios pós-emprego. A alavancagem é definida como o rácio entre activo e capitais próprios; os indicadores de rentabilidade são calculados considerando o resultado antes de impostos e de interesses minoritários.

Gráfico 3.3.5



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

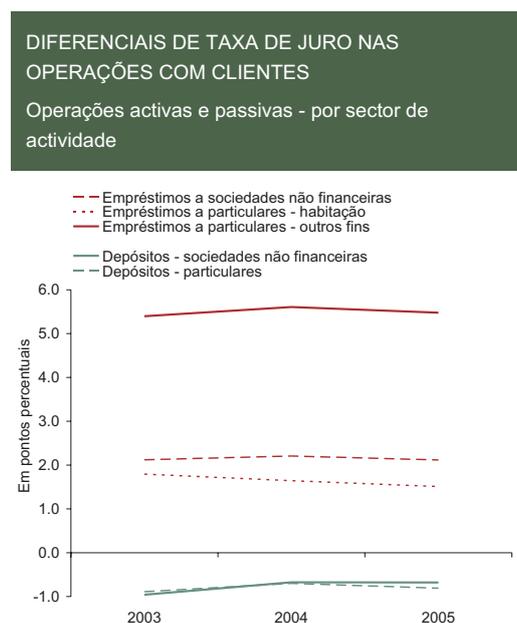
3.3.6)¹². Note-se que este segmento representa mais de 40 por cento dos empréstimos concedidos ao sector privado não financeiro, pelo que esta compressão de margem tem naturais consequências sobre a geração de proveitos. No entanto, a margem de taxa de juro nos depósitos de clientes subiu ligeiramente no final do ano, quase compensando o estreitamento na margem de empréstimos.

Por outro lado, a crescente e persistente divergência entre o crescimento do crédito e dos depósitos tem implicado o recurso a fontes alternativas de financiamento¹³. Por via da realização de operações de titularização de empréstimos, da emissão de títulos no mercado (obrigações emitidas no exterior através de filiais e sucursais e, em menor grau, empréstimos subordinados), e do recurso ao mercado interbancário (em particular pelas instituições não domésticas), os bancos têm financiado parte da sua actividade corrente a um custo de mercado globalmente superior ao associado à captação de depósitos de clientes.

O contributo do rendimento de serviços e comissões para a rendibilidade do activo voltou a subir, reflectindo um crescimento de 15 por cento nas comissões líquidas¹⁴. Mantém-se assim a tendência observada desde 2002 de progressivo aumento da importância deste tipo de proveitos na geração de resultados das instituições bancárias.

O comportamento das restantes rubricas de proveitos esteve em linha com a evolução favorável dos mercados financeiros em 2005 (Gráfico 3.3.7). Essa evolução permitiu não só a valorização da cartei-

Gráfico 3.3.6



Fonte: Banco de Portugal.

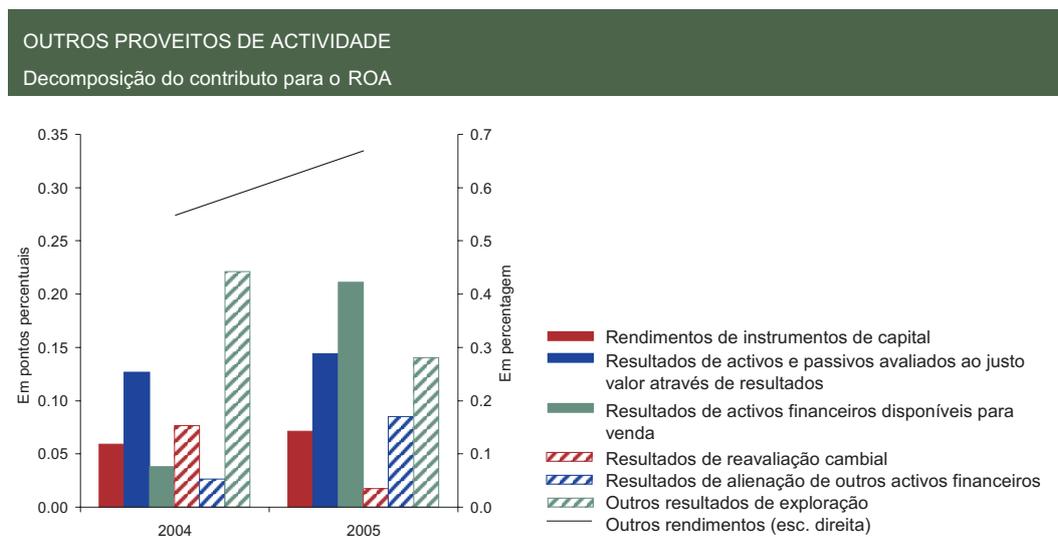
Nota: Margens calculadas como a diferença entre as médias anuais das taxas de juro de saldos e o valor médio anual da média móvel de seis meses da Euribor a 6 meses.

(12) Esta evolução das taxas de juro e dos diferenciais surge confirmada pelos resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito. No decurso de 2004 e, principalmente, de 2005, o clima concorrencial, nomeadamente entre instituições bancárias, foi sistematicamente referido como factor determinante no sentido de uma menor restritividade na concessão de empréstimos para aquisição de habitação, o que, em termos das condições praticadas nas operações, se reflectiu num alongamento dos prazos de amortização dos empréstimos e numa diminuição dos *spreads* aplicados nos empréstimos de risco médio. Fenómeno semelhante foi reportado no segmento dos empréstimos a sociedades não financeiras.

(13) Uma análise mais detalhada do financiamento da actividade pode ser encontrada no "Capítulo 5 Risco de Liquidez".

(14) Note-se, no entanto, que no novo regime contabilístico, as comissões recebidas associadas ao custo amortizado, onde se destacam as relativas à concessão de crédito a clientes, são registadas como juros e rendimentos similares, sendo periodificadas ao longo do período de vida da operação (antes, no contexto do PCSB – Plano de Contas do Sector Bancário, eram registadas como comissões, na totalidade, pelo fluxo monetário associado).

Gráfico 3.3.7



Fonte: Banco de Portugal.

ra de títulos como potenciou a geração de mais valias na alienação de títulos e participações¹⁵. Este facto foi particularmente relevante, dado que alguns grupos bancários procederam à venda de participações não estratégicas em empresas financeiras fora do *core* da actividade do grupo. Em sentido negativo, haverá a salientar a diminuição do contributo dos resultados de reavaliação cambial para a rentabilidade.

Como resultado das evoluções acima referidas, o produto da actividade bancária (que reflecte o comportamento das actividades principais dos bancos) registou um aumento de 13 por cento, contribuindo em 2 p.b. para o aumento do ROA.

Nestes termos, o aumento da rentabilidade ancorou-se numa pronunciada redução dos custos contabilizados, que assumiu particular relevância no caso dos custos com o pessoal (que diminuíram 10 por cento, a que corresponde um contributo positivo de 27 p.b. para o aumento do ROA), mas que passou também pelas depreciações e amortizações (redução de 17 por cento, contribuindo com mais 5 p.b. para a variação do ROA) e pelo registo de provisões e imparidade (-2 por cento, a que corresponde um contributo de 6 p.b. para a variação do ROA). Somente nos gastos gerais administrativos foram registados aumentos face aos níveis de 2004 (ainda assim de apenas 5 por cento, pelo que o contributo para a variação do ROA foi positivo em 5 p.b.).

A evolução dos custos com o pessoal foi determinada fundamentalmente pelos custos com pensões de reforma e outros benefícios pós-emprego que, em 2005, se reduziram 45 por cento. Nestes custos estão incluídos, por um lado, os custos com reformas antecipadas que, em 2005, diminuíram 50 por cento e, por outro, os custos associados a alterações de pressupostos actuariais¹⁶. Excluindo a componente de custos com pensões de reforma e outros benefícios pós-emprego, os custos com pessoal registariam um aumento de 2 por cento, a que corresponderia um contributo positivo para a variação

(15) Ver "Secção 4.4 Impacto dos desenvolvimentos nos mercados de capitais sobre os bancos portugueses". Note-se, no entanto, que parte dos ganhos registados poderão estar a reflectir a não adopção, por alguns grupos bancários, das NIC 32 e 39 (Instrumentos financeiros: divulgação, apresentação, reconhecimento e mensuração) relativamente ao exercício de 2004. Por outro lado, a valorização da carteira de títulos e participações só tem tradução nos resultados na medida em que a mesma esteja enquadrada na carteira de negociação. Para os activos da carteira de disponíveis para venda, a contrapartida dos ganhos de valor encontra-se na variação dos capitais próprios.

(16) Tendo esta componente assumido particular relevância no caso de um grupo bancário que transferiu em 2004 para a Caixa Geral de Aposentações as responsabilidades com as pensões dos seus empregados.

do ROA de 9 p.b. Esta evolução estaria assim mais em linha com o observado no passado recente, reflexo conjugado da moderação salarial e de uma gradual redução nos efectivos da maioria dos principais grupos bancários.

Relembre-se que a introdução das NIC veio trazer alterações na forma de contabilização dos custos com o pessoal, nomeadamente no que concerne aos custos com reformas antecipadas¹⁷. No regime anterior, as reformas antecipadas eram reconhecidas como custo através de um plano de amortização constante, i.e., de uma forma gradual ao longo do tempo. Com a introdução da NIC 19, estas responsabilidades passaram a ser integralmente reconhecidas na conta de exploração (em custos), na medida em que já se considerem adquiridos os benefícios. Caso contrário, aquelas responsabilidades deverão ser reconhecidas em custos, numa base linear, durante o período médio até que os benefícios se considerem adquiridos. Neste contexto, assistiu-se, em 2004, a uma concentração dos custos com reformas antecipadas, afectando assim a comparação com os resultados de 2005.

Será ainda de referir que a evolução dos custos com o pessoal em 2005 não reflecte as expressivas contribuições que as instituições bancárias efectuaram no ano para os seus fundos de pensões, na medida em que, no momento da transição de regime contabilístico, estes aumentos de responsabilidades não foram contabilizados como custo do exercício corrente, tendo antes sido registados tendo como contrapartida uma redução ao nível das rubricas de capital.

A redução das depreciações e amortizações foi transversal às principais instituições bancárias, ainda que tenha assumido especial significância em duas delas (que, devido ao seu peso relativo, deram contributos de 13 e 3 p.p. para a taxa de variação observada)¹⁸. Por outro lado, a redução observou-se tanto ao nível dos activos tangíveis como, e em especial, ao nível dos activos intangíveis. Alguns dos factores que terão condicionado a evolução observada terão estado relacionados com um recurso mais intenso a *outsourcing* (o que permite libertar activos atribuídos ao desempenho dessas tarefas), uma redução de investimento em determinadas categorias de activos (como o *hardware* e o *software*) e o facto das instituições poderem ter optado por efectuar uma reavaliação de alguns activos com efeitos à data de 31 de Dezembro de 2004 (assim aumentando o valor das amortizações relativas a esse exercício, por comparação com as relativas ao exercício de 2005).

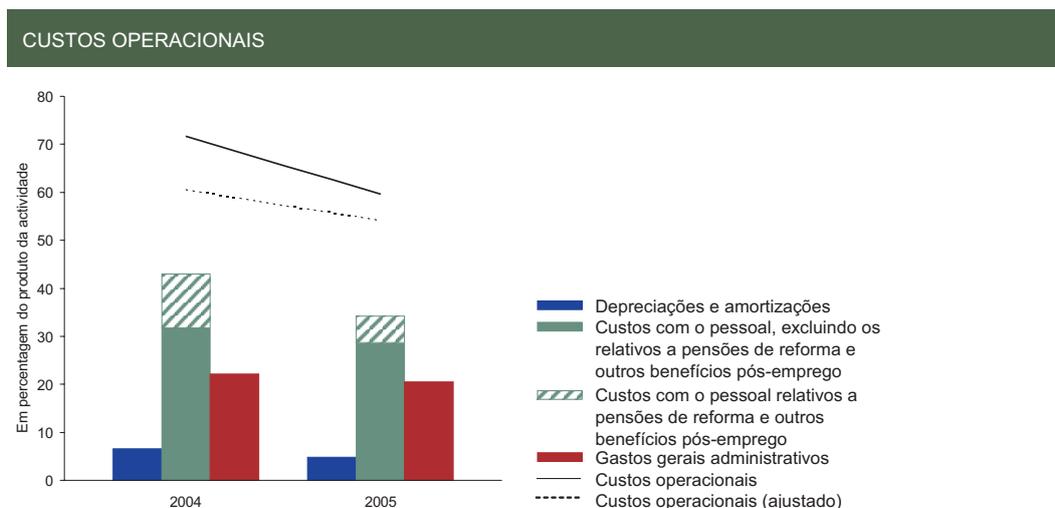
Da evolução conjunta das rubricas de custos operacionais e do produto da actividade resulta um acréscimo da eficiência na geração de proveitos. De facto, o rácio dos custos operacionais em percentagem do produto da actividade registou uma evolução descendente, mesmo descontando aos custos com o pessoal o impacto dos custos com pensões de reforma e outros benefícios pós-emprego (Gráfico 3.3.8).

A evolução da dotação total de provisões e de imparidade em 2005 reflectiu um conjunto alargado de fenómenos, alguns de natureza estrutural, como a melhoria dos sistemas de gestão de risco das instituições e do perfil de risco das respectivas carteiras (também através de um maior peso de activos de menor risco, como o crédito à habitação), outros de carácter mais pontual, como foi a evolução globalmente favorável dos mercados financeiros em 2005. A globalidade das rubricas desta componente dos custos registou uma evolução descendente, com excepção das perdas por imparidade por activos financeiros que não crédito. Ainda assim, o acréscimo nesta última rubrica esteve concentrado em somente duas das instituições consideradas, não registando evolução significativa para as demais.

(17) A este respeito, veja-se a secção 7.1.5.3 do *Relatório de Estabilidade Financeira - 2004*, do Banco de Portugal.

(18) A instituição a que corresponde o maior contributo atribui (no seu Relatório e Contas 2005) parte significativa da redução que verificou nesta rubrica a uma amortização extraordinária (não recorrente) efectuada por uma filial no exterior no exercício de 2004.

Gráfico 3.3.8



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: A linha Custos operacionais (ajustado) refere-se ao indicador ajustado dos custos com o pessoal relativos a pensões de reforma e outros benefícios pós-emprego.

Os resultados de associadas e empreendimentos conjuntos verificaram uma redução de 42 por cento (contributo negativo de 11 p.b. para a variação do ROA). Esta evolução ocorreu não obstante esta rubrica incluir os resultados originados no sector segurador, que deverá também ter beneficiado da evolução favorável dos mercados financeiros. Terá também reflectido a alienação, por um dos principais grupos bancários portugueses, de diversas participações em companhias seguradoras (que assim deixaram de contribuir para o resultado consolidado do exercício).

3.4. Provisionamento do Crédito – Regime Prudencial

A adopção das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) implicou profundas alterações ao nível da contabilização (em base consolidada) das provisões. A título ilustrativo, as normas anteriores implicavam o registo de provisões para o crédito vencido, com base num critério de antiguidade da situação de incumprimento, enquanto as novas normas estipulam o reconhecimento da imparidade nos créditos em função de estimativas de valores recuperáveis e incorporando factores de desconto. Acresce que, à luz do novo regime contabilístico, as instituições passaram a estar obrigadas também ao registo de imparidade em activos tangíveis e não tangíveis.

No entanto, dada a sua importância no total do activo das instituições bancárias, importa avaliar sobretudo a cobertura do crédito em incumprimento¹⁹. Nesta secção, essa avaliação será efectuada à luz do regime prudencial vigente, aplicável em base individual (estipulado pelo Aviso nº 3/95)²⁰.

Em 2005, o rácio entre o montante de crédito em incumprimento e o crédito total diminuiu para 1.48 por cento (de 1.57 por cento em 2004 e 1.99 por cento em 2003 – Gráfico 3.4.1)²¹. A evolução do incumprimento terá reflectido práticas comerciais que têm, de alguma forma, mitigado a emergência de situações de incumprimento. De facto, os bancos terão proporcionado aos seus clientes várias possi-

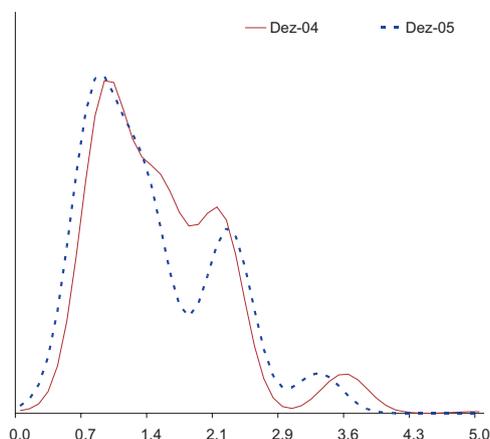
(19) O conceito prudencial de crédito em incumprimento compreende o crédito vencido há mais de 90 dias e o crédito de cobrança duvidosa reclassificado como vencido para efeitos de provisionamento, nos termos definidos pelo Aviso nº 3/95. Para mais detalhes, consultar www.bportugal.pt/servs/sibap/sibap_p.htm,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

(20) Admite-se aqui que a consolidação de contas não tem implicações significativas ao nível dos créditos sujeitos a provisionamento, o que se baseia no pressuposto de que não se deverão verificar situações de incumprimento/imparidade significativas no contexto das operações intra-grupo.

(21) Esta evolução está em linha com o verificado nos rácios de incumprimento do sector privado não financeiro, conforme se encontra descrito no "Capítulo 6 Risco de crédito".

Gráfico 3.4.1

RÁCIO DE CRÉDITO EM INCUMPRIMENTO
Distribuição empírica

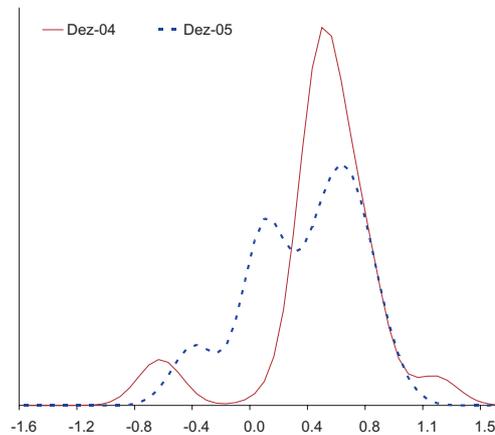


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Distribuição empírica obtida recorrendo a um *Kernel* gaussiano que pondera as instituições pelo crédito. O crédito em incumprimento compreende o crédito vencido há mais de 90 dias e o crédito de cobrança duvidosa reclassificado como vencido para efeitos de provisionamento, nos termos definidos pelo Aviso nº 3/95.

Gráfico 3.4.2

RÁCIO ENTRE CRÉDITO COM INCUMPRIMENTO (LÍQUIDO) E CRÉDITO TOTAL (LÍQUIDO)
Distribuição empírica



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Distribuição empírica obtida recorrendo a um *Kernel* gaussiano que pondera as instituições pelos seus capitais próprios. O conceito de crédito (em incumprimento) líquido define-se pela subtração ao agregado respectivo das provisões para crédito vencido e para crédito de cobrança duvidosa.

bilidades de diferimento dos encargos associados aos empréstimos (principalmente no segmento dos particulares) e/ou, em alguma medida, de renegociação das condições contratuais dos empréstimos quando as contrapartes evidenciam dificuldades na satisfação do serviço da dívida (tipicamente no caso das sociedades não financeiras)²².

De igual forma, o rácio entre o crédito em incumprimento, líquido de provisões para crédito de cobrança duvidosa e para crédito vencido, e crédito total, também líquido dessas provisões, diminuiu de 0.44 por cento, em 2004, para 0.30 por cento em 2005 (Gráfico 3.4.2). De facto, o provisionamento por provisões específicas das situações de delinquência (já verificada ou de elevada probabilidade) na carteira de crédito aumentou em 2005, atingindo 75 por cento em 2005, o que compara com 68 por cento em 2004 e 61 por cento em 2003.

Tendo também presente que a cobertura do crédito total por provisionamento específico aumentou em 2005 (ainda que de forma ligeira, de 1.14 para 1.18 por cento) e que o aumento de cobertura não resultou meramente da aplicação do regime de provisionamento estabelecido pelo Banco de Portugal, mas sim do reforço das provisões constituídas para além dos mínimos regulamentares estabelecidos, podemos concluir que, no ano em análise, se verificou uma evolução positiva na cobertura do risco de crédito na carteira dos bancos²³.

(22) Esta análise é aprofundada no "Capítulo 6 Risco de Crédito".

(23) Estritamente à luz do prescrito no regime prudencial, o provisionamento do crédito deveria ter registado um aumento de cerca de 2 por cento. No entanto, observou-se um aumento de cerca de 12 por cento, tendo-se assim alargado o diferencial entre o valor mínimo regulamentar e o valor das provisões constituídas. Esta divergência pode ser associada a um comportamento prudente das instituições, nomeadamente quando inserido numa expectativa de futura diminuição da qualidade média da carteira de crédito, num cenário de manutenção de baixas taxas de crescimento da economia portuguesa e de progressivo aumento das taxas de juro.

3.5. Solvabilidade

A adopção das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) teria automaticamente implicações para o cálculo da adequação dos fundos próprios²⁴. No entanto, considerando que estas alterações poderiam ter um impacto significativo sobre o rácio de solvabilidade, sem que tal correspondesse a uma efectiva modificação da solvabilidade das instituições, o Banco de Portugal emitiu um conjunto de novas regras relativas ao cálculo dos fundos próprios e dos requisitos de fundos próprios, os chamados “filtros prudenciais”. Conjugados com a definição de alguns períodos transitórios para o reflexo, no plano prudencial, de impactos decorrentes da adopção das NIC, estes filtros permitem mitigar os impactos mais significativos das novas normas nos fundos próprios das instituições.

Algumas das principais alterações na medição da solvabilidade estiveram relacionadas com o tratamento prudencial dado a:

- Ganhos e perdas não realizados em activos e passivos que passaram a ser avaliados ao justo valor (regra geral, os ganhos passaram a ser reconhecidos parcialmente – a 45 por cento nos casos mais significativos – enquanto as perdas potenciais são integralmente deduzidas aos fundos próprios);
- Impostos diferidos activos (passaram a ser reconhecidos como elemento positivo dos fundos próprios de base até 10 por cento do valor destes últimos).

Houve, no entanto, algumas áreas em que, apesar de significativas alterações em termos de registo contabilístico, não ocorreu qualquer impacto em termos de avaliação prudencial dos fundos próprios. Estão nesta situação as alterações relacionadas com:

- Activos não desreconhecidos, ou parcialmente desreconhecidos, que tenham sido cedidos no âmbito de operações de titularização;
- Consolidação de “*special purpose entities*”;
- Acções remíveis que passem a ser classificadas como passivo;
- Instrumentos de dívida híbridos que incorporam uma componente de passivo e outra de capital (v.g. obrigações convertíveis).

Dada a sua maior magnitude, algumas das alterações ocorridas no momento da transição são objecto de reconhecimento prudencial diferido no tempo, ao longo de períodos transitórios (ou seja, são gradualmente considerados no cálculo dos fundos próprios, de forma linear). Estão definidos três períodos de diferimento, definidos a partir do momento em que uma instituição transite de regime contabilístico:

- De 3 anos, para os impactos decorrentes das alterações dos critérios de valorimetria de instrumentos financeiros (que não o crédito e outros valores a receber) e não financeiros, da alteração do tratamento de diferenças cambiais em participações financeiras, da relevação de impostos diferidos activos e da contabilização de instrumentos financeiros que tenham subjacentes acções emitidas pela própria instituição;

(24) Uma descrição resumida dessas alterações pode ser encontrada na “Secção 7.1.5 Revisão da regulamentação prudencial no contexto das novas normas de contabilidade”, do Relatório de Estabilidade Financeira – 2004 do Banco de Portugal. Para mais pormenores, consultar os Avisos nº 2/2005 e nº 4/2005.

- De 5 anos, para o impacto decorrente da adopção da NIC 19 (Benefícios dos empregados - Fundos de Pensões), com excepção dos que se prendam com cuidados médicos pós emprego;
- De 7 anos, para os impactos decorrentes do apuramento de responsabilidades com cuidados médicos pós emprego²⁵.

Por outro lado, o Banco de Portugal passou a aceitar as provisões para riscos gerais de crédito (PRGC) como elemento positivo dos fundos próprios complementares (até ao limite máximo de 1.25 por cento dos activos ponderados, em linha com os standards internacionais, nomeadamente com o preconizado no Acordo de Capital). Antes desta alteração, estas provisões eram deduzidas aos requisitos de fundos próprios. Ao nível dos requisitos de fundos próprios, as alterações foram de menor importância.

O Quadro 3.5.1 ilustra os impactos, imediatos e diferidos (com referência a 31 de Dezembro de 2005), destas alterações sobre os fundos próprios das instituições que adoptaram as NIC no início de 2005²⁶.

Quadro 3.5.1

FUNDOS PRÓPRIOS					
Impacto das alterações contabilísticas e regulamentares sobre as instituições que adoptaram as NIC em 01.Jan.2005					
	Situação inicial	Impacto			
		(10 ⁶ EUR e sobre o rácio de adequação global dos fundos próprios)			
	31-Dez-04	01-Jan-05		31-Dez-05	
	10 ⁶ EUR	10 ⁶ EUR	p.p.	10 ⁶ EUR	p.p.
Total dos fundos próprios	19 975	853	0.4	822	0.4
Fundos próprios de base	13 729	-392	-0.2	-544	-0.3
Impactos não sujeitos a diferimento		-392	-0.2	-392	-0.2
Impactos a diferir				-152	-0.1
Com um período transitório de 3 anos				174	0.1
Impostos diferidos activos				481	0.2
Outros impactos a diferir				-307	-0.2
Com um período transitório de 5 anos				-214	-0.1
Com um período transitório de 7anos				-112	-0.1
Fundos próprios complementares	8 337	1 245	0.6	1 270	0.1
Impactos não sujeitos a diferimento		1 245	0.6	1 245	0.6
Dos quais: Inclusão das provisões para riscos gerais de crédito		1 397	0.7	1 397	0.7
Impactos a diferir por 3 anos			0.0	24	0.0
Deduções	2 092	0	0.0	-96	-0.1
Impactos a diferir por 3 anos				-96	-0.1
Fundos próprios suplementares	1		0.0		0.0
<i>Por memória:</i>					
Requisitos de fundos próprios	15 679	15 839		16 819	

Fonte: Banco de Portugal.

(25) Mais recentemente, o Banco de Portugal indicou igual período de diferimento (7 anos) para o impacto decorrente da alteração de pressupostos relativos à taxa de mortalidade. O impacto desta alteração não surge contemplado no Quadro 3.5.1.

(26) Elaborado com base nos dados recolhidos ao abrigo da Instrução n.º 15/2005.

No ano da transição, as referidas alterações contabilísticas e regulamentares induziram um aumento na ordem de 0.4 p.p. no rácio de adequação dos fundos próprios. Este aumento reflectiu o facto de o impacto positivo (em 0.7 p.p.) da consideração das provisões para riscos gerais de crédito como elemento positivo dos fundos próprios complementares (e, no final do ano, a redução nas deduções) mais que ter compensado o impacto negativo (sobre os fundos próprios de base) derivado das alterações contabilísticas não passíveis de diferimento e das alterações diferidas com referência a 31 de Dezembro de 2005.

A informação disponível aponta para que o impacto total (até ao final dos períodos de diferimento, 2011) destas alterações sobre o rácio de adequação global dos fundos próprios, embora negativo, não será muito significativo (não excedendo 0.1 p.p. quando avaliado face aos requisitos de fundos próprios calculados para Dezembro de 2004). No entanto, contribuirá para uma alteração da composição dos fundos próprios, na medida em que o impacto será positivo ao nível dos fundos próprios complementares e negativo nos fundos próprios de base. Este facto, se bem que previsivelmente sem implicações generalizadas sobre as diversas instituições, poderá pontualmente ter efeitos sobre algumas instituições (no sentido do reforço dos seus fundos próprios de base), na medida em que, ao abrigo do n.º 6º do Aviso n.º 12/92 (Fundos Próprios), os fundos próprios complementares não podem ultrapassar o valor dos fundos próprios de base.

No final de 2005, o rácio de adequação global dos fundos próprios do conjunto de instituições sob análise situava-se em 11.3 por cento, valor que compara com 10.2 por cento no final de 2004 (Quadro 3.5.2). Subjacentes a esta evolução estiveram os aumentos de 19 por cento nos fundos próprios totais e de 7 por cento nos requisitos totais de fundos próprios. Esta melhoria do rácio de adequação global dos fundos próprios foi transversal às principais instituições do agregado considerado, deven-

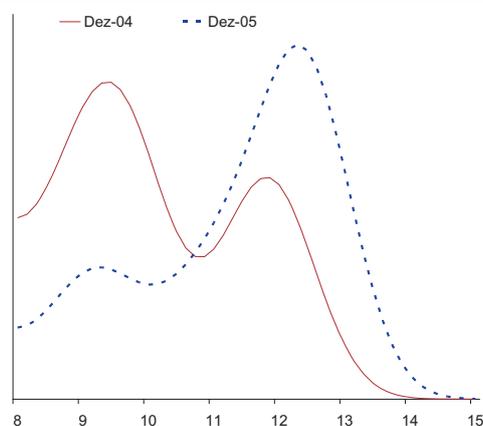
Quadro 3.5.2

ADEQUAÇÃO DE FUNDOS PRÓPRIOS			
Base consolidada			
Milhões de euros			
	2003	2004	2005
	Dezembro	Dezembro	Dezembro
1. Fundos próprios			
1.1. Fundos próprios de base	13 059	13 729	14 961
1.2. Fundos próprios complementares	8 194	8 337	10 798
1.3. Deduções	2 376	2 092	1 928
1.4. Fundos próprios suplementares	0	1	0
Total dos fundos próprios	18 877	19 975	23 831
2. Requisitos de fundos próprios			
2.1. Rácio de solvabilidade	14 769	15 096	16 197
2.2. Riscos de posição	335	488	499
2.3. Riscos de liquidação e contraparte	45	53	66
2.4. Riscos cambiais	81	41	57
2.5. Outros requisitos	0	1	1
Total dos requisitos de fundos próprios	15 231	15 679	16 819
3. Rácios			
3.1. Fundos próprios/Requisitos totais	123.9%	127.4%	141.7%
3.2. Fundos próprios/(Requisitos totais x 12.5)	9.9%	10.2%	11.3%
3.3. Fundos próprios de base/(Requisitos totais x 12.5)	6.9%	7.0%	7.1%

Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 3.5.1

RÁCIO DE ADEQUAÇÃO DOS FUNDOS PRÓPRIOS
Fundos próprios / (Requisitos totais *12.5)
Distribuição empírica

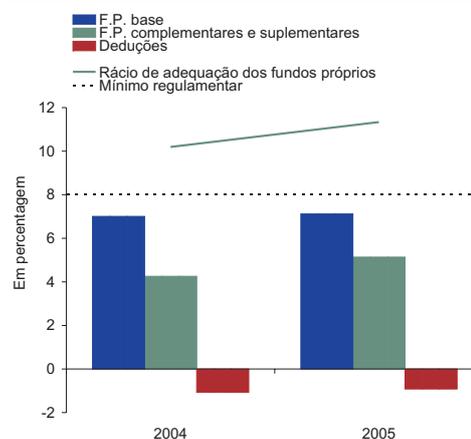


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Distribuição empírica obtida recorrendo a um *Kernel* gaussiano que pondera as instituições pelos seus fundos próprios.

Gráfico 3.5.2

RÁCIO DE ADQUAÇÃO DOS FUNDOS PRÓPRIOS E
SUAS COMPONENTES



Fonte: Banco de Portugal.

do salientar-se que no sub-conjunto dos cinco principais grupos bancários considerados somente um observou um rácio inferior a 10 por cento (Gráficos 3.5.1 e 3.5.2).

Para o aumento dos fundos próprios contribuiu principalmente a expansão dos fundos próprios complementares. Esta evolução esteve alicerçada na já referida inclusão das provisões para risco gerais de crédito, pela emissão, por uma das principais instituições em análise, de um significativo montante de títulos de participação, e pela evolução globalmente positiva dos mercados de capitais. A evolução dos fundos próprios de base reflectiu não apenas os já mencionados impactos derivados das alterações contabilísticas e regulamentares como também o crescimento de 9 por cento no capital realizado (contribuindo em 4.8 p.p. para o aumento dos fundos próprios). Por fim, a redução nas deduções contribuiu em cerca de 0.8 p.p. para o aumento dos fundos próprios. Para esta redução contribuiu o fim da dedução a fundos próprios das menos valias não provisionadas em participações financeiras²⁷ e a alienação de participações em instituições de crédito e outras instituições financeiras. Contribuindo para o aumento das deduções esteve a variação no excesso face aos limites dos grandes riscos por um dos principais grupos bancários considerados.

A evolução dos requisitos de fundos próprios continuou a ser determinada fundamentalmente pelos requisitos associados ao rácio de solvabilidade (contributo de 4.5 p.p. para o crescimento dos requisitos totais). A evolução deste requisito está em linha com a variação observada no crédito concedido, tendo em conta adicionalmente que a maior parte do fluxo de crédito concedido aos clientes se enquadra no segmento dos particulares para aquisição de habitação²⁸ (que, regra geral, tem associados menores requisitos de capital do que a generalidade das exposições face ao sector privado²⁹).

(27) Na medida em que estas participações passaram a estar contabilizadas ao justo valor (na carteira de activos disponíveis para venda), as respectivas variações de valor têm reflexo em termos de imparidade, afectando assim a solvabilidade das instituições através do seu impacto nos resultados.

(28) De acordo com os dados das Estatísticas Monetárias e Financeiras, este segmento representou cerca de 70 por cento da variação do saldo de empréstimos concedidos ao sector privado não financeiro observada em 2005.

(29) A ponderação destes créditos para efeitos de cálculo do rácio de solvabilidade é de 50 por cento, na medida em que os imóveis se destinem à habitação do mutuário, até ao montante de 75 por cento do valor dos mesmos. A restante parcela (caso exista), é ponderada a 100 por cento.

4. RISCO DE MERCADO

4.1. Apreciação Global

Em 2005, os mercados financeiros em Portugal acompanharam a evolução globalmente positiva dos mercados financeiros internacionais, em linha com a tendência observada em 2003 e 2004. De um modo geral, os custos de financiamento nos mercados de dívida permaneceram em níveis historicamente reduzidos, os mercados accionistas continuaram a registar crescimentos positivos e os níveis de volatilidade permaneceram baixos, reflectindo uma reduzida incerteza nos mercados financeiros. A nível internacional, a principal excepção a este ambiente relativamente benigno nos mercados financeiros esteve relacionada com o *downgrade* dos *ratings* de duas grandes empresas multinacionais do sector automóvel, a *General Motors* e a *Ford*, em Maio de 2005. Este evento gerou alguma incerteza nos mercados financeiros, reflectindo-se num aumento relativamente significativo dos *spreads* de dívida privada, bem como num aumento generalizado da volatilidade nos mercados financeiros. A partir de Junho, a volatilidade registada nos mercados financeiros internacionais foi-se dissipando progressivamente, apesar de os *spreads* de dívida privada terem persistido em níveis ligeiramente superiores aos observados nos primeiros meses do ano, em particular para os emissores com pior qualidade de crédito. O ano de 2005 foi igualmente marcado pela diminuição assinalável da inclinação da curva de rendimentos na área do euro e nos Estados Unidos, como resultado da manutenção das taxas de juro de longo prazo em níveis historicamente reduzidos. A persistência de taxas de rendibilidade baixas nos mercados de dívida e os baixos níveis de volatilidade observados durante a maior parte de 2005 continuaram a pressionar os investidores na procura de activos financeiros com rendibilidades relativamente elevadas.

Em Portugal, no primeiro semestre de 2005, o *spread* da dívida pública aumentou de forma persistente, o que poderá ter reflectido os resultados dos referendos sobre a Constituição Europeia (uma vez que esta evolução foi semelhante à observada noutros países europeus), bem como as expectativas de revisão em baixa da notação de *rating* da República Portuguesa pela *Standard & Poor's*, como consequência da situação orçamental portuguesa. A concretização deste *downgrade*, em Junho, teve um efeito bastante moderado sobre os custos da dívida pública portuguesa, que continuou a apresentar valores muito reduzidos. No mercado accionista observou-se um aumento significativo das cotações, que foi transversal a quase todos os sectores de actividade. Não obstante a queda do investimento empresarial, os fluxos de financiamento das empresas não financeiras portuguesas aumentaram de forma substancial, quer através do recurso a empréstimos bancários, quer através da emissão de obrigações e papel comercial. Por sua vez, os bancos portugueses também beneficiaram do desempenho globalmente positivo dos mercados financeiros, o que lhes permitiu continuar a usufruir de custos de financiamento relativamente reduzidos nos mercados internacionais, bem como diversificar as suas fontes de rendibilidade nas relações com clientes, num contexto de compressão da margem financeira. Os *spreads* de títulos emitidos por bancos portugueses acompanharam, de um modo geral, a evolução registada por títulos de outros bancos europeus, tendo interrompido a tendência de diminuição observada desde o início de 2003. Para além disso, os bancos portugueses beneficiaram de uma valorização significativa da sua carteira de activos, que se reflectiu em mais valias substanciais, bem como de um comportamento favorável das carteiras detidas pelos seus fundos de pensões.

Um dos principais riscos nos mercados financeiros internacionais prende-se com a correcção dos desequilíbrios da economia norte-americana que, se ocorrerem de forma abrupta, podem gerar pertur-

bações nestes mercados. Por seu turno, o aumento das taxas de juro de longo prazo, nomeadamente por via de um aumento do prémio de risco, deverá implicar, por um lado, um aumento do custo de financiamento nestas maturidades e, por outro lado, uma menor procura de activos financeiros com rendibilidades relativamente elevadas. Neste contexto, os mercados emergentes deixarão de beneficiar de condições tão favoráveis à emissão de dívida. Um risco adicional prende-se com o início da inversão do ciclo de crédito nos Estados Unidos, uma vez que os dados disponíveis sugerem que os níveis mínimos de incumprimento já foram atingidos. Neste contexto, as posições assumidas em *hedge funds* e em derivados de crédito, com o objectivo de obter rendibilidades mais elevadas, são bastante mais sensíveis a um aumento do risco de crédito do que investimentos com um menor grau de risco subjacente. O crescimento da exposição a este tipo de instrumentos a nível internacional pode implicar um risco elevado, uma vez que o funcionamento do mercado destes instrumentos, nomeadamente a sua liquidez e a capacidade dos principais intervenientes nestas operações para absorverem potenciais perdas, nunca foi testado sob condições adversas de qualidade de crédito. Em Portugal, um risco específico poderá emergir da aparente disparidade entre os fluxos de financiamento das empresas não financeiras e a queda do investimento empresarial, sugerindo que este aumento do endividamento poderá estar a ser utilizado essencialmente para a reestruturação de dívida das empresas e para o financiamento de necessidades de fundo de maneio. No que diz respeito às ligações entre os mercados financeiros e o sistema bancário, é importante notar que as Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) prevêm a valorização de activos e passivos a preços de mercado, aumentando de forma significativa a sensibilidade do balanço e da conta de exploração a flutuações de mercado. Nes-

Quadro 4.1.1

ALGUNS INDICADORES FINANCEIROS						
Variação entre						
	30-06-2004 e 31-12-2005	31-12-2004 e 31-12-2005	30-06-2005 e 31-12-2005	máximo ^(a) e 31-12-2005	mínimo ^(a) e 31-12-2005	31-12-2005 e 30-04-2006
Mercado Accionista						
<i>(variação percentual)</i>						
Índices gerais						
Dow Jones Euro Stoxx	30.4	23.0	13.0	-29.5	98.8	10.2
S&P 500	9.4	3.0	4.8	-18.3	60.7	5.0
Nikkei 225	35.9	40.2	39.1	-22.7	111.8	4.9
PSI Geral	21.9	17.2	14.9	-22.4	83.7	17.7
Mercado Obrigacionista^(b)						
<i>(variação em nível, pontos base)</i>						
Taxas de rendibilidade de obrigações do Tesouro						
Área do euro	-53.9	-4.8	43.5	-231.7	45.8	66.0
Estados Unidos	64.6	71.0	59.5	-234.2	201.7	54.8
Taxa de câmbio						
<i>(variação percentual)</i>						
EUR/USD ^(c)	-2.9	-13.4	-2.4	-13.5	43.0	6.3
USD/JPY ^(d)	8.3	14.7	6.2	-12.6	16.1	-3.3
Preço do Petróleo						
<i>(variação percentual em USD)</i>						
Preço spot Brent	72.3	44.4	2.0	-14.6	471.7	23.9

Fontes: BCE, Bloomberg e Merrill Lynch. Última observação: 30-04-2006.

Notas: (a) Máximos e mínimos observados no período compreendido entre 01-01-99 e 31-12-05. (b) Índices Merrill Lynch. (c) Variação negativa significa uma apreciação do dólar. (d) Variação negativa significa uma depreciação do dólar.

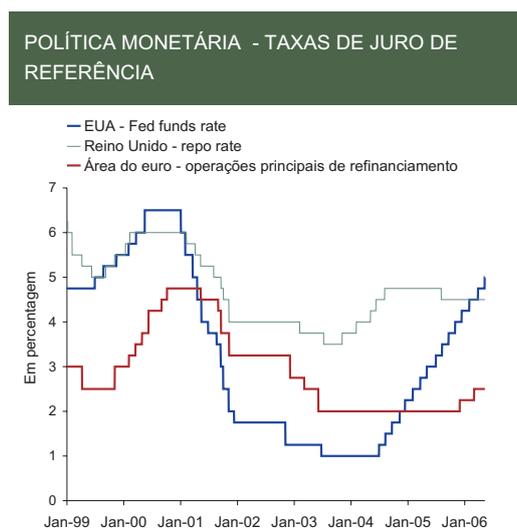
te sentido, enquanto que em 2005 os desenvolvimentos globalmente positivos nos mercados financeiros beneficiaram o sistema bancário, condições particularmente adversas nos mercados poderão ter um efeito oposto, tornando a avaliação e gestão do risco de mercado bastante mais importante para o desempenho dos bancos. Contudo, uma parte dos riscos de mercado implícitos no activo dos bancos pode estar a ser compensado por derivados de cobertura, que mitigam (ou anulam) determinados riscos, ou por alterações na composição das carteiras.

4.2. Mercados Financeiros

Mercados Financeiros Internacionais

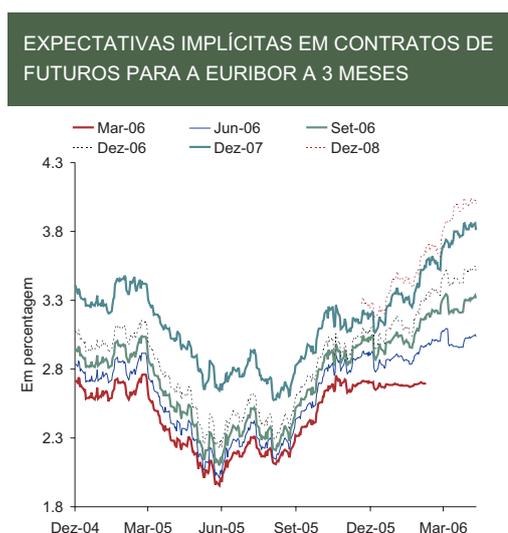
A 1 de Dezembro de 2005, o BCE interrompeu o período relativamente prolongado de estabilidade das taxas de juro de referência, que se mantinham inalteradas em níveis historicamente baixos desde Junho de 2003, aumentando a taxa de juro das operações principais de refinanciamento em 25 p.b., para 2.25 por cento (Gráfico 4.2.1). No dia 2 de Março de 2006, o Conselho do BCE decidiu aumentar novamente as taxas de juro em 25 p.b.¹. As subidas das taxas de juro de referência foram justificadas pela necessidade de tornar a política monetária na área do euro ligeiramente menos acomodatória, como forma de manter as expectativas de longo prazo sobre a inflação ancoradas em níveis consistentes com a estabilidade de preços. Estas decisões tiveram em consideração os riscos sobre a estabilidade de preços decorrentes de perspectivas positivas sobre a evolução da actividade económica, de alguma pressão sobre a inflação decorrente do forte aumento dos preços de bens energéticos, bem como de um amplo nível de liquidez na área do euro. Tendo em consideração as expectativas implícitas em contratos de futuros sobre taxas de juro do mercado monetário, verifica-se que os operadores nesse mercado atribuem uma elevada probabilidade a novos aumentos das taxas de juro de referência do BCE em 2006 (Gráfico 4.2.2).

Gráfico 4.2.1



Fontes: Bank of England, BCE e Federal Reserve.

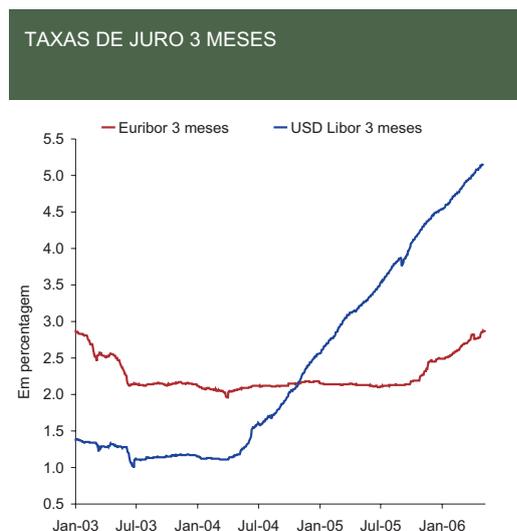
Gráfico 4.2.2



Fonte: Bloomberg.

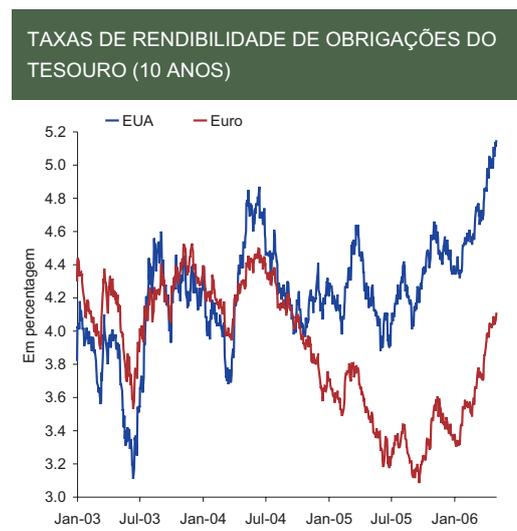
(1) A 8 de Junho verificou-se um aumento adicional de 25 p.b. nas taxas de juro de referência na área do euro.

Gráfico 4.2.3



Fonte: Bloomberg.

Gráfico 4.2.4

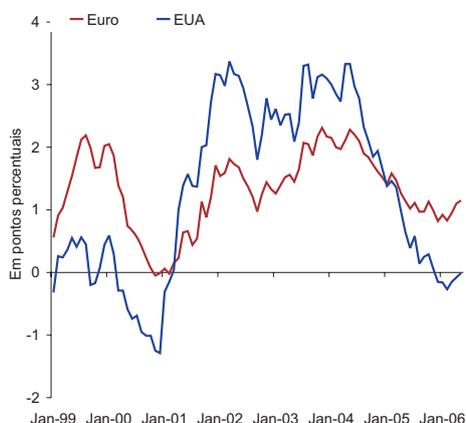


Fontes: BCE e Bloomberg.

Por sua vez, a Reserva Federal norte-americana continuou o ciclo de subida gradual da taxa de juro iniciado em 2004. A taxa de juro de referência foi aumentada sucessivas vezes em 25 p.b., tendo passado de 1 por cento em Junho de 2004 para 5 por cento em Maio de 2006. Estes aumentos foram justificados pelo comportamento favorável da actividade económica, alicerçado num aumento da produtividade, não obstante os efeitos negativos decorrentes do forte aumento dos preços de bens energéticos e da destruição gerada pelo furacão *Katrina* no final de Agosto. De acordo com a Reserva Federal, as perspectivas de crescimento económico têm-se vindo a tornar mais moderadas, reflectindo o arrefecimento gradual do mercado imobiliário e o efeito desfasado da transmissão da política monetária e do aumento dos preços dos produtos energéticos. Ainda assim continuam a ser identificadas algumas pressões inflacionistas associadas aos elevados preços do petróleo e a possíveis aumentos no grau de utilização dos recursos, o que poderá eventualmente justificar algum aperto adicional, ainda que moderado, da política monetária dos Estados Unidos.

As decisões de política monetária na área do euro e nos Estados Unidos reflectiram-se, como seria de esperar, nas taxas de juro de curto prazo do mercado monetário. Nos Estados Unidos, a taxa de juro de curto prazo manteve a tendência de aumento persistente observada desde que a Reserva Federal iniciou o ciclo de subida das taxas de juro, tendo-se verificado apenas uma ligeira diminuição na sequência do furacão *Katrina*, que foi sendo gradualmente revertida durante o mês de Setembro (Gráfico 4.2.3). Na área do euro, a Euribor a 3 meses manteve-se estável em valores historicamente baixos durante a maior parte de 2005. No entanto, no final de Setembro, começou a observar-se um ligeiro aumento das taxas de juro de curto prazo na área do euro, reflectindo a consolidação das expectativas de um aumento das taxas de juro até ao final do ano. Em Novembro, a tendência de aumento da Euribor intensificou-se, o que poderá ter resultado dos comentários efectuados em meados desse mês pelo Presidente do BCE, que sugeriam um aumento das taxas de juro de referência a curto prazo. Deste modo, os mercados financeiros incorporaram antecipadamente o aumento das taxas de juro de referência na área do euro e em Dezembro, após a decisão do BCE, a Euribor a 3 meses manteve-se praticamente inalterada. Nos primeiros meses de 2006 as taxas de juro do mercado monetário continuaram a aumentar, reflectindo expectativas de apertos adicionais da política monetária, que se viriam a concretizar no início de Março e no início de Junho. Para a segunda metade de 2006, as taxas de juro do mercado monetário continuam a incorporar expectativas de novos aumentos das taxas de juro do BCE.

Gráfico 4.2.5

**INCLINAÇÃO DA CURVA DE RENDIMENTOS
(10 ANOS - 3 MESES)**


Fonte: Bloomberg.

Nota: A inclinação da curva de rendimentos é definida como a diferença entre a *yield* de obrigações do Tesouro a 10 anos e a taxa de juro do mercado monetário a 3 meses.

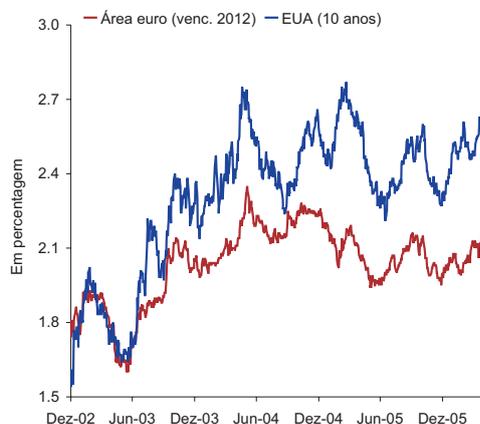
Apesar da política monetária mais restritiva nos Estados Unidos e da subida das taxas de juro de referência na área do euro, as taxas de juro de longo prazo mantiveram-se em níveis historicamente baixos (Gráfico 4.2.4). Nos Estados Unidos, a taxa de juro de curto prazo (Libor a 3 meses) aumentou cerca de 3 p.p. entre Junho de 2004, quando a Reserva Federal iniciou o ciclo de subida das taxas de juro, e o final de 2005, enquanto que a taxa de rendibilidade das obrigações do Tesouro a 10 anos registou uma diminuição muito ligeira no mesmo período (-0.2 p.p.). Como consequência da discrepância entre a evolução das taxas de juro de curto e longo prazo, a inclinação na curva de rendimentos tem vindo a diminuir de forma significativa nos Estados Unidos. De facto, no último trimestre de 2005, as taxas de juro para diferentes prazos nos Estados Unidos situavam-se em níveis muito próximos, reflectindo-se numa inclinação quase nula da curva de rendimentos (Gráfico 4.2.5). Na área do euro, apesar de a inclinação da curva de rendimentos ter diminuído bastante em 2005, continua a registar valores globalmente positivos. Alguns dos factores subjacentes a esta evolução são discutidos com algum detalhe na “Caixa 4.1 *Alguns factores explicativos das taxas de juro de longo prazo nos Estados Unidos e na área do euro em 2005*”.

No último trimestre de 2004, as taxas de juro de longo prazo da área do euro e dos Estados Unidos, que tinham exibido um comportamento bastante semelhante em 2003 e a maior parte de 2004, começaram a divergir de forma significativa. Em 2005, este diferencial continuou a aumentar substancialmente, sobretudo como resultado da persistente diminuição das taxas de juro de longo prazo observada na área do euro na primeira metade do ano. Tendo em consideração informação implícita em obrigações indexadas à inflação, esta divergência parece ter resultado sobretudo da diminuição das taxas de rendibilidade reais na área do euro, uma vez que o diferencial entre expectativas de inflação nos Estados Unidos e na área do euro se manteve relativamente constante (Gráficos 4.2.6 e 4.2.7). O aumento do diferencial entre taxas de rendibilidade reais deverá reflectir essencialmente a evolução relativa do crescimento económico esperado no longo prazo para os Estados Unidos e para a área do euro.

No decurso de 2005, os diferenciais de obrigações de empresas não financeiras mantiveram-se em níveis baixos, em linha com a tendência observada no ano anterior, reflectindo as perspectivas favo-

Gráfico 4.2.6

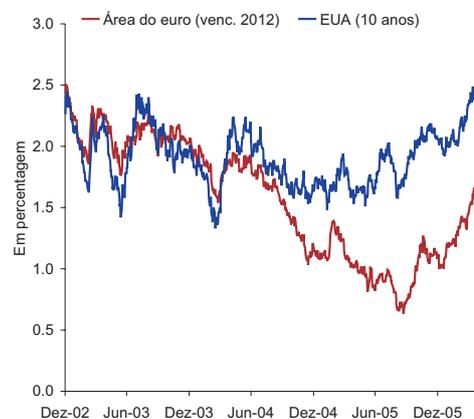
EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO IMPLÍCITAS EM OBRIGAÇÕES INDEXADAS À INFLAÇÃO



Fontes: Bloomberg e Banco de Portugal.

Gráfico 4.2.7

TAXAS REAIS DE RENDIBILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA IMPLÍCITAS EM OBRIGAÇÕES INDEXADAS À INFLAÇÃO

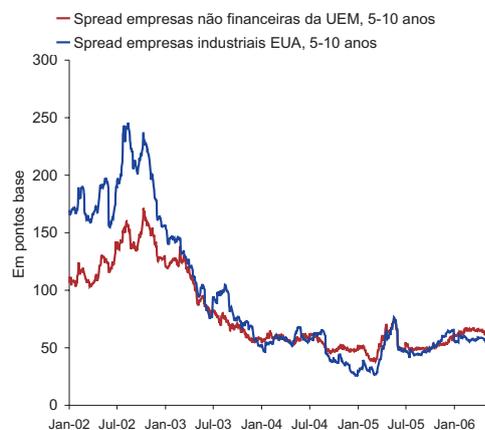


Fontes: Bloomberg e Banco de Portugal.

ráveis de crescimento económico, bem como os resultados positivos das empresas (Gráfico 4.2.8). No entanto, o segundo trimestre de 2005 foi marcado por um aumento significativo dos *spreads* de dívida de empresas não financeiras nos Estados Unidos e na área do euro. Este aumento, que foi particularmente significativo entre meados de Março e o final de Maio, esteve em grande medida associado a desenvolvimentos em empresas do sector automóvel. Em Maio, os *ratings* de dívida da *General Motors* e da *Ford* foram alvo de *downgrades* significativos, como consequência dos baixos níveis de rentabilidade destas empresas, associados a uma estrutura de custos pesada. Estes *downgrades* fizeram com que o volume de dívida transaccionada com piores *ratings* aumentasse de forma

Gráfico 4.2.8

SPREADS DE OBRIGAÇÕES DE EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS DA ÁREA DO EURO E DOS ESTADOS UNIDOS

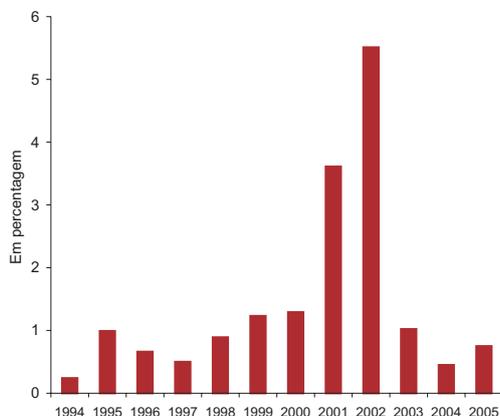


Fontes: Bloomberg e Merrill Lynch.

Nota: Spreads calculados face ao índice EMU Direct Government Index.

Gráfico 4.2.9

PERCENTAGEM DE OBRIGAÇÕES EM *DEFAULT*
(PONDERADAS POR VOLUME)



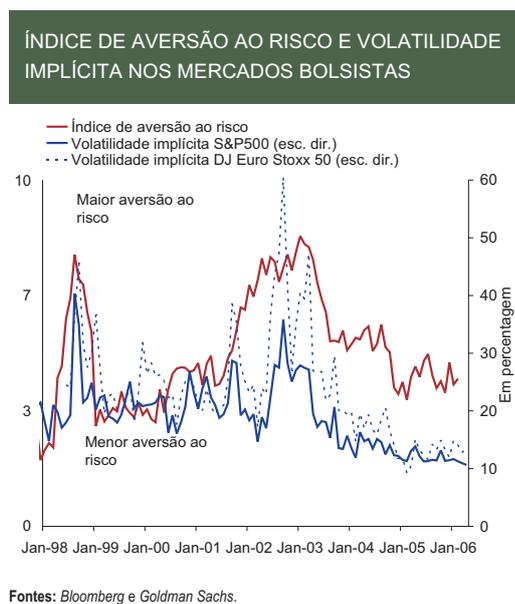
Fonte: Moody's Investor Service.

assinalável, o que gerou alguma perturbação nos mercados. Os custos de financiamento de empresas não financeiras europeias e norte-americanas aumentaram de forma significativa, em particular para emitentes com *ratings* mais baixos (os *spreads* de emitentes com melhores notações de *rating* permaneceram em níveis bastante reduzidos). Os mercados de derivados de crédito foram particularmente afectados por estes eventos, registando-se perdas em alguns destes instrumentos, bem como em alguns *hedge funds*. A partir de Junho, as perturbações observadas nos mercados de dívida dissiparam-se, observando-se uma redução dos *spreads* nos mercados obrigacionistas, ainda que estabilizando em níveis superiores aos observados antes destes acontecimentos. Os ataques terroristas em Londres e os furacões nos Estados Unidos tiveram um impacto muito moderado nos mercados financeiros internacionais, não se tendo reflectido num aumento do prémio de risco das empresas não financeiras. Nos últimos meses de 2005, e nos primeiros meses de 2006, observou-se um ligeiro aumento dos *spreads* de obrigações de empresas não financeiras. Este aumento poderá estar a reflectir o início da inversão do ciclo de crédito, sobretudo nos Estados Unidos. De facto, em 2005, as taxas de incumprimento nos mercados de dívida aumentaram ligeiramente face aos valores mínimos observados no ano anterior (Gráfico 4.2.9). Para além disso, no final de 2005, a diferença entre o número de *upgrades* e *downgrades* começou a diminuir, apesar de continuar a ser claramente positiva em termos globais.

A persistência de taxas de rentabilidade relativamente baixas nos mercados de dívida privada e a redução dos níveis de volatilidade nos mercados financeiros, num contexto de aversão ao risco moderada (Gráfico 4.2.10), resultaram, tal como em anos anteriores, numa maior pressão sobre a procura de activos financeiros com rendibilidades relativamente elevadas. Como consequência, os emitentes de mercados emergentes continuaram a beneficiar de condições bastante favoráveis na emissão de dívida. Para além disso, os investidores têm procurado aumentar a rentabilidade dos seus investimentos através do recurso a derivados de crédito com crescentes graus de complexidade, o que pode implicar um risco elevado, dado que o funcionamento do mercado destes instrumentos não foi ainda testado sob condições desfavoráveis nos mercados financeiros, nomeadamente no que diz respeito à sua liquidez e à capacidade dos principais intervenientes para absorver potenciais perdas². As perturbações observa-

(2) Para além disso, estes instrumentos são geralmente transaccionados em mercados de balcão (*over-the-counter*), o que limita o conjunto de informação disponível, dificultando a monitorização dos desenvolvimentos nestes mercados.

Gráfico 4.2.10



das nos mercados de derivados de crédito após o *downgrade* de algumas empresas do sector automóvel contribuíram para ilustrar a sensibilidade destes instrumentos a eventos negativos nos mercados financeiros.

Em 2005, observou-se um crescimento dos fluxos de dívida das empresas não financeiras, em linha com a tendência observada no ano anterior. Nos Estados Unidos observou-se um crescimento muito forte dos empréstimos concedidos a empresas não financeiras (Gráfico 4.2.11). As emissões de títulos também registaram um fluxo positivo, ainda que menor do que observado no ano anterior. Em contrapartida, o fluxo líquido de financiamento através de ações, que tem vindo a assumir valores negativos ao longo dos últimos anos, tornou-se ainda mais negativo em 2005, o que deverá estar rela-

Gráfico 4.2.11

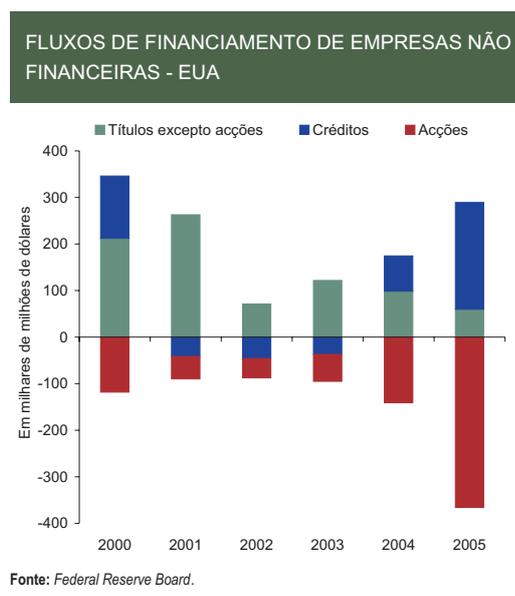
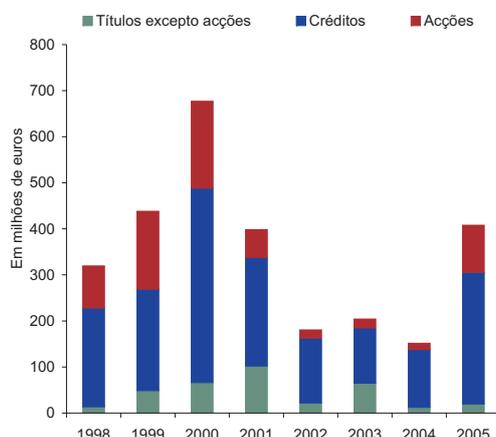


Gráfico 4.2.12

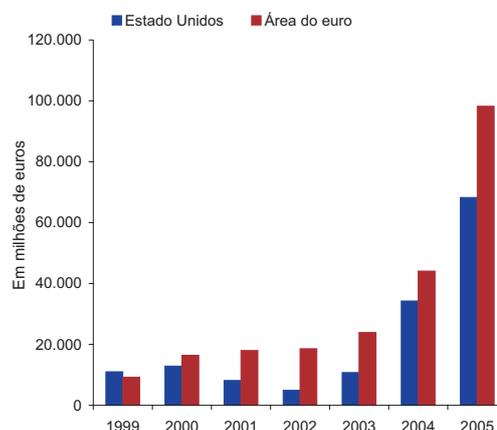
FLUXOS DE FINANCIAMENTO DE EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS - ÁREA EURO



Fonte: BCE.

Gráfico 4.2.13

EMPRÉSTIMOS SINDICADOS OBTIDOS PARA O FINANCIAMENTO DE LEVERAGED BUYOUTS E MANAGEMENT BUYOUTS (por nacionalidade)



Fonte: Loanware.

Nota: Inclui leveraged buyouts (LBOs) e management buyouts (MBOs).

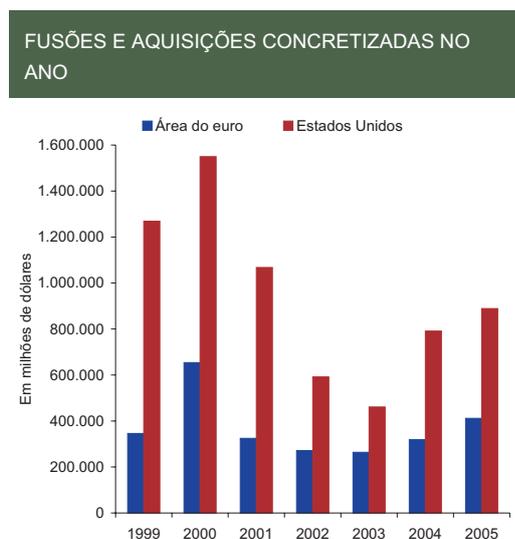
cionado com o significativo aumento de operações de recompra de acções (*share buybacks*³). Os fluxos de financiamento de empresas não financeiras da área do euro também registaram um crescimento significativo em 2005, reflectindo o crescimento assinalável dos empréstimos, que deverá ter estado associado ao financiamento de investimento e de operações de fusão e aquisição (Gráfico 4.2.12). Para além disso, ao contrário do observado nos Estados Unidos, a emissão de acções na área do euro registou um aumento muito significativo face ao ano anterior.

Uma parte dos fluxos de empréstimos contraídos na área do euro e nos Estados Unidos esteve relacionada com a realização de *leveraged buyouts* (LBOs⁴). De facto, tendo em consideração os montantes brutos de empréstimos sindicados contratados em 2005, o financiamento obtido para a realização de LBOs duplicou, tanto na área do euro como nos Estados Unidos (Gráfico 4.2.13). Por sua vez, o valor das operações de fusões e aquisições anunciadas por empresas não financeiras da área do euro e dos Estados Unidos cresceu cerca de 26 por cento em 2005, embora o valor de operações concretizadas tenha crescido menos de 20 por cento (Gráfico 4.2.14). Se por um lado o valor das operações anunciadas pode ser interpretado como um indicador de actividade do mercado (associado a um grau de aversão ao risco moderado), apenas o valor das operações efectivamente concretizadas poderá implicar um aumento efectivo das necessidades de captação de recursos das empresas, seja por via interna ou externa. Na área do euro, mais de 60 por cento do valor das operações de aquisição foi financiado com liquidez, enquanto que nos Estados Unidos o valor de operações financiadas com liquidez foi de cerca de 50 por cento. Em termos gerais, os *leveraged buyouts*, as operações de recompra de acções e as fusões e aquisições introduzem alterações substanciais na estrutura de capital das empresas, privilegiando a posição dos accionistas, o que coloca os seus credores numa posição relativamente menos favorável.

(3) *Share buybacks* constituem operações de recompra de acções pela própria empresa. Estas operações constituem, por um lado, uma forma flexível de adequação da estrutura de capital da empresa, num contexto em que as oportunidades alternativas de investimento possam ser relativamente limitadas. Por outro lado, estas operações podem representar uma forma mais favorável de distribuição de lucros do que os dividendos, por motivos fiscais.

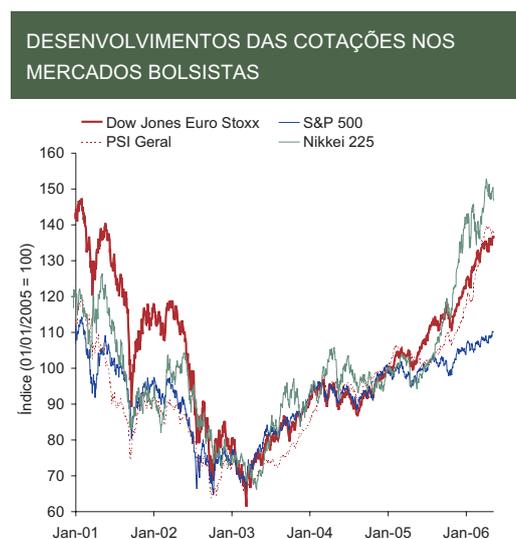
(4) Um *leveraged buyout* é uma operação de aquisição dos capitais de uma empresa com recurso a dívida, utilizando geralmente como garantia os activos da empresa adquirida, envolvendo um grau de risco superior ao de uma operação de aquisição financiada por fundos próprios ou por emissão de acções. Um *management buyout* (MBO) representa um caso particular de LBOs, em que a empresa é adquirida pelos seus gestores.

Gráfico 4.2.14



Fonte: Bloomberg.

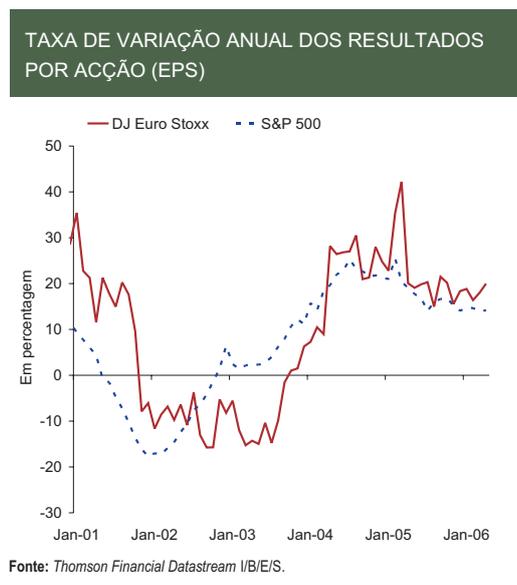
Gráfico 4.2.15



Fonte: Bloomberg.

Em 2005, os principais índices de acções prosseguiram a tendência de valorização observada desde meados de 2003 (Gráfico 4.2.15). O índice norte-americano S&P 500 registou uma variação positiva de 3 por cento, enquanto que o índice *Dow Jones Euro Stoxx* aumentou 23 por cento. Em termos acumulados, entre o final de 2002 e o final de 2005, o índice S&P 500 cresceu cerca de 42 por cento, enquanto o índice *Dow Jones Euro Stoxx* registou uma valorização de cerca de 60 por cento no mesmo período. No Japão, o crescimento do índice bolsista *Nikkei 225* em 2005 foi ainda mais significativo (40 por cento), em linha com a recuperação da actividade económica neste país. A evolução positiva nos mercados bolsistas tem sido sustentada pelos lucros registados pelas empresas (muitas vezes superiores às expectativas do mercado), não obstante o forte crescimento dos preços do petróleo. No entanto, é importante notar que o crescimento moderado das cotações de acções nos Estados Unidos, sobretudo por comparação com o forte crescimento registado na área do euro, é de algum modo inconsistente com os diferenciais de crescimento económico e de produtividade observados (e esperados), bem como com a capacidade de financiamento acumulada pelas empresas norte-americanas. Deste modo, esta discrepância poderá estar relacionada, em parte, com o crescimento mais forte dos lucros das empresas na área do euro (Gráfico 4.2.16). Para além disso, o aumento das taxas de rendibilidade reais das obrigações nos Estados Unidos, que afecta a taxa de desconto utilizada pelos investidores para valorização dos activos, também poderá ter contribuído para a desaceleração dos preços das acções nos Estados Unidos. Adicionalmente, os investidores podem estar a considerar que as acções de empresas norte-americanas estão relativamente sobrevalorizadas, tendo em consideração a persistência do rácio *price-to-earnings* em valores acima da sua média histórica. Por fim, a evolução global dos índices foi particularmente condicionada pelo comportamento distinto dos sectores que os constituem. Neste sentido, o *Dow Jones Euro Stoxx* beneficiou da valorização bastante forte das acções do sector bancário (26.5 por cento em 2005), em contraste com o sucedido nos Estados Unidos, onde as cotações de acções de bancos diminuíram 2.2 por cento. Na área do euro, a evolução positiva dos preços das acções foi transversal a quase todos os sectores que constituem o índice *Dow Jones Euro Stoxx* (a única excepção foi o sector das telecomunicações). Nos Estados Unidos, os crescimentos mais significativos foram registados por empresas do sector energético e de *utilities*, que representam apenas cerca de 13 por cento do índice S&P 500, enquanto que as cotações de empresas dos sectores com maior peso no índice (sector financeiro, tecnologia, saúde e indústria) registaram um crescimento bastante moderado no decurso de 2005.

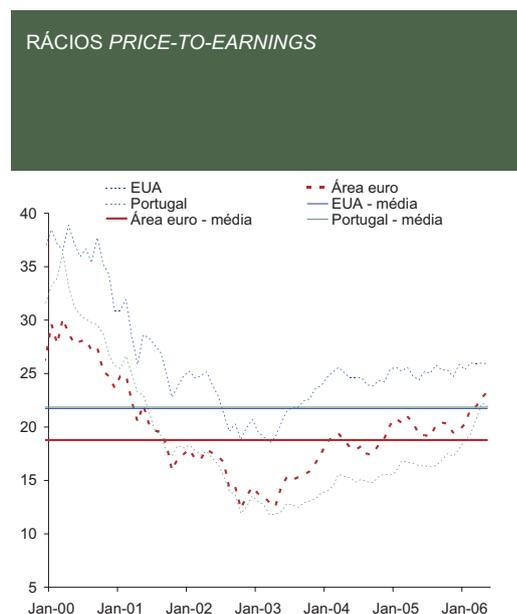
Gráfico 4.2.16



A volatilidade nos mercados bolsistas manteve-se em níveis bastante reduzidos, em particular por comparação com o período de forte volatilidade observado em 2001 e 2002 (Gráfico 4.2.10). A diminuição da volatilidade implícita poderá ser resultado da menor incerteza macroeconómica e de uma maior integração financeira, o que permite uma melhor diversificação dos riscos, diminuindo o prémio exigido pelos investidores em activos financeiros. No entanto, apesar da persistência da volatilidade em níveis historicamente baixos, os investidores mostraram-se sensíveis a determinados eventos no decurso do ano, ainda que qualquer um dos picos de volatilidade registados tenha tido uma duração e magnitude reduzidas. Em Abril e Maio observou-se um aumento da volatilidade implícita nos Estados Unidos e na área do euro como consequência dos *downgrades* de empresas do sector automóvel, bem como da incerteza gerada em torno desse evento sobre possíveis perdas em *hedge funds* e derivados de crédito. Os ataques terroristas de Londres e os furacões nos Estados Unidos também originaram alguma volatilidade nos mercados accionistas, ainda que bastante inferior à observada em Maio. Em Outubro a volatilidade registou um novo pico, em particular na área do euro, que se dissipou até ao fim do ano. A volatilidade neste período deverá ter resultado, por um lado, da incerteza em torno do momento em que o BCE iria aumentar as taxas de juro de referência e, por outro lado, de alguma incerteza sobre as perspectivas de crescimento económico nos Estados Unidos, após a divulgação de alguns dados macroeconómicos contraditórios.

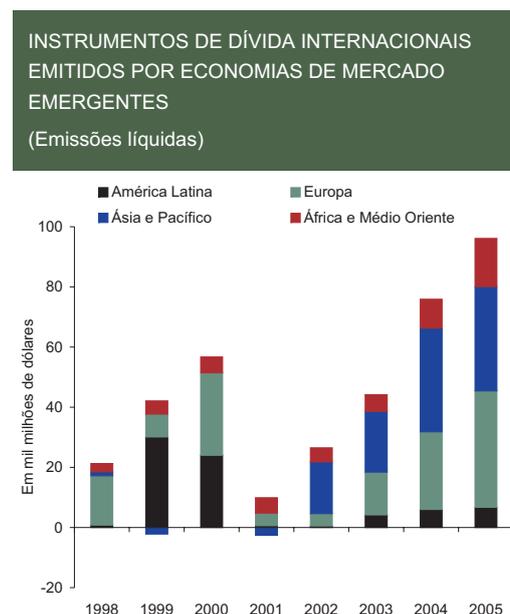
A valorização nos mercados accionistas associada a resultados positivos das empresas europeias e norte-americanas reflectiu-se numa estabilização dos rácios *price-to-earnings* (Gráfico 4.2.17). Enquanto que na área do euro estes rácios permaneceram muito próximos da sua média histórica, nos Estados Unidos o rácio entre o preço das acções e a média móvel dos resultados nos 5 anos anteriores persistiu ligeiramente acima da sua média histórica, não obstante a moderação do crescimento das cotações bolsistas. Neste sentido, conforme referido anteriormente, a discrepância entre o crescimento dos preços de acções na área do euro e nos Estados Unidos também poderá ter reflectido a persistência do rácio *price-to-earnings* nos Estados Unidos em valores superiores à sua média histórica. Tendo em consideração estimativas de analistas de mercado, os resultados das empresas deverão permanecer robustos em 2006, sugerindo uma possível diminuição dos rácios *price-to-earnings*. Nos Estados Unidos, onde os lucros das empresas podem estar perto do ponto máximo do ciclo, a diminuição destes rácios também poderá resultar de uma eventual desaceleração dos preços de acções, tendo em consideração informação implícita no mercado de futuros sobre índices bolsistas.

Gráfico 4.2.17



Fontes: Thomson Financial Datastream e Banco de Portugal.
 Nota: Médias relativas ao período entre Janeiro 1983 e Dezembro 2005 (excepto para Portugal, onde a média é relativa ao período entre Janeiro 1995 e Dezembro 2005). PER calculado como o rácio entre o índice de preços e a média móvel dos resultados dos 5 anos anteriores.

Gráfico 4.2.18

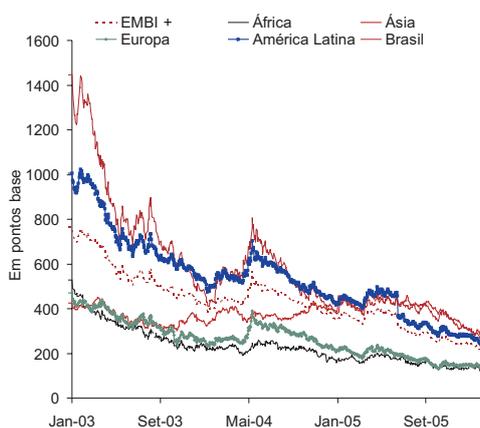


Fonte: BIS.

As economias de mercado emergentes continuaram a beneficiar da forte procura de activos financeiros com rendibilidades potencialmente elevadas, em termos relativos, num contexto de taxas de juro baixas, bem como da melhoria da situação económica de muitos destes países. Perante condições de financiamento bastante favoráveis, as emissões de dívida de mercados emergentes continuaram a registar volumes historicamente elevados, atingindo montantes bastante superiores aos observados no ano anterior (Gráfico 4.2.18). No final do primeiro semestre, alguns países já tinham atingido os seus objectivos de financiamento para 2005. Uma parte significativa das emissões foi efectuada com maturidades longas, dada a procura por este tipo de activos. Tirando partido da forte acumulação de reservas em moeda estrangeira, o Brasil e a Argentina amortizaram na totalidade os seus empréstimos junto do FMI em Dezembro de 2005. Num contexto de forte procura de activos com rendibilidades relativamente elevadas, a dívida emitida em moedas locais beneficiou de uma procura acrescida, apesar do risco cambial subjacente a estes instrumentos. Os *spreads* de dívida das economias de mercado emergentes continuaram a diminuir em 2005, prosseguindo a tendência observada ao longo dos últimos anos (Gráfico 4.2.19). As perturbações registadas nos mercados de crédito em Abril e Maio também afectaram os *spreads* de emitentes soberanos de mercados emergentes, ainda que de forma muito moderada e transitória, por comparação com o sucedido no mercado de dívida privada nas economias avançadas. Um risco importante para as economias de mercado emergentes decorre do aumento das taxas de juro de longo prazo. Este aumento poderá implicar alguma deterioração das condições de financiamento dos mercados emergentes, uma vez que a procura de rentabilidade através do investimento em instrumentos de maior risco deixará de ser tão atractiva para os investidores internacionais. Para além disso, em 2006 existe um calendário eleitoral preenchido em muitos destes países, o que poderá aumentar a incerteza e a volatilidade nestes mercados. Esta situação poderá ter incentivado a antecipação de algumas das emissões planeadas para 2006, contribuindo para explicar o forte crescimento da emissão de dívida de economias de mercado emergentes nos últimos meses de 2005.

Gráfico 4.2.19

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



Fonte: J.P. Morgan Chase.
Nota: (a) EMBI+.

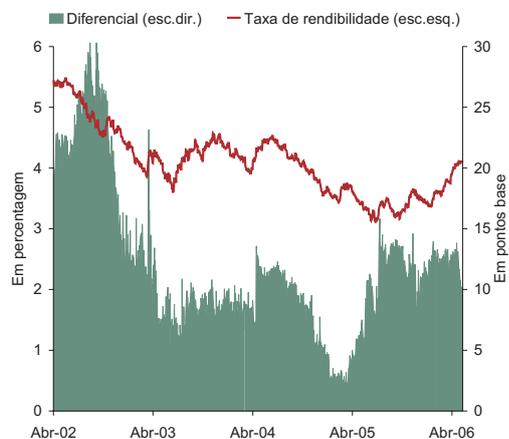
Mercados Financeiros em Portugal

No primeiro semestre de 2005, o diferencial entre a taxa de rendibilidade das obrigações portuguesas e alemãs a 10 anos aumentou de forma persistente, por contraposição com a diminuição que tinha sido observada em 2004 (Gráfico 4.2.20). Este aumento gradual dos diferenciais de taxas de juro poderá ter reflectido os resultados dos referendos sobre o Tratado de Constituição Europeia em França e nos Países Baixos. De facto, a Grécia e a Itália, que também se encontram em situação de défice excessivo, registaram evoluções semelhantes dos seus custos de financiamento no mercado de dívida, embora mantendo diferenciais mais elevados do que os da dívida pública portuguesa (Gráfico 4.2.21). Para além disso, o aumento do *spread* da dívida pública portuguesa também poderá ter reflectido expectativas de revisão em baixa da notação de *rating* da República Portuguesa pela *Standard & Poor's*, na sequência da atribuição de um *outlook* negativo em Outubro de 2004. No entanto, a concretização do *downgrade* no final de Junho de 2005 (justificado pela evolução da situação orçamental portuguesa), que foi acompanhado por uma revisão do *outlook* da notação atribuída pela *Fitch* para negativo, teve um efeito bastante moderado sobre os custos de financiamento da dívida pública portuguesa. De facto, no segundo semestre de 2005, os diferenciais da dívida portuguesa interromperam a tendência de aumento observada na primeira metade do ano, aproximando-se de valores semelhantes aos observados em meados de 2004. Deste modo, os acontecimentos registados no primeiro semestre tiveram um efeito relativamente moderado, embora persistente, nos custos de financiamento da dívida pública portuguesa.

Em 2005, os fluxos de financiamento das empresas não financeiras portuguesas aumentaram de forma substancial, reforçando a tendência observada no ano anterior (Gráfico 4.2.22). Por um lado, observou-se um crescimento assinalável dos fluxos de empréstimos bancários. Por outro, o recurso à emissão de dívida nos mercados financeiros também se expandiu em 2005, quer através da emissão de obrigações (em particular no primeiro semestre), quer através da emissão de papel comercial (de

Gráfico 4.2.20

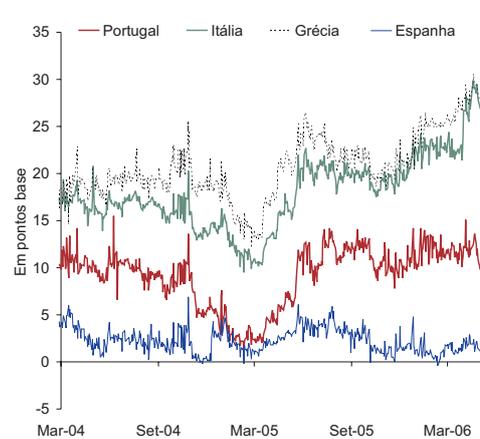
TAXAS DE RENDIBILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA E DIFERENCIAL FACE À DÍVIDA PÚBLICA ALEMÃ (10 ANOS)



Fontes: Reuters e Banco de Portugal.
 Nota: Taxas de rendibilidade obtidas em fecho de dia. O diferencial foi calculado interpolando a curva de rendimentos alemã, de forma a garantir que a taxa de rendibilidade do benchmark a 10 anos português esteja a ser comparada com uma yield alemã com maturidade semelhante.

Gráfico 4.2.21

ASSET SWAP SPREADS DE DÍVIDA PÚBLICA FACE À ALEMANHA

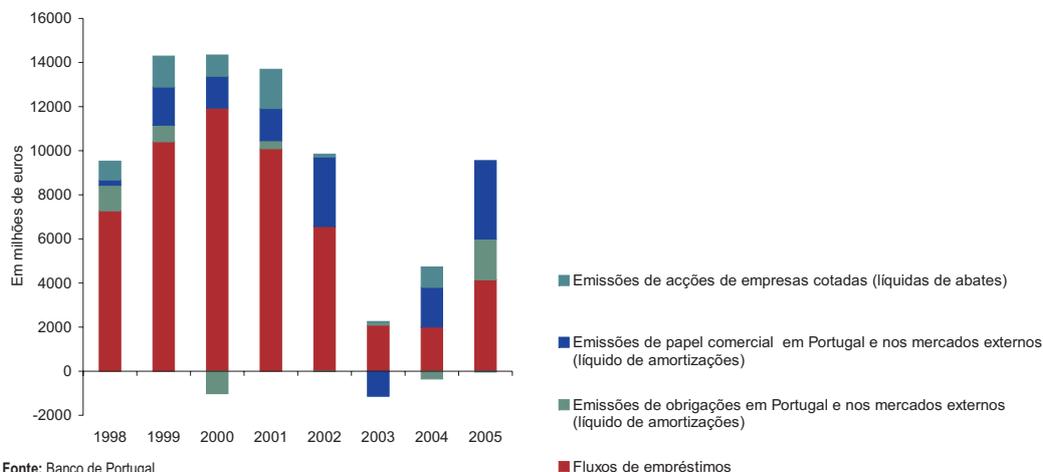


Fonte: Reuters.

forma mais significativa na segunda metade do ano)⁵. De facto, a emissão de papel comercial envolveu volumes bastante significativos, por comparação com anos anteriores. Em contrapartida, as emissões de ações líquidas de abates por empresas não financeiras cotadas registaram alguma diminuição face a anos anteriores, assumindo valores ligeiramente negativos no conjunto do ano. Tendo em consideração o volume total de financiamento obtido através de empréstimos, títulos excepto

Gráfico 4.2.22

FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS PORTUGUESAS

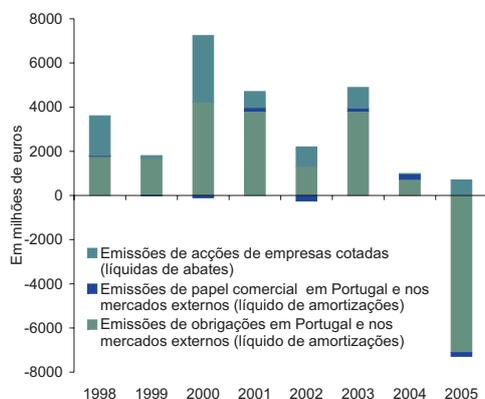


Fonte: Banco de Portugal.

(5) Os títulos emitidos por filiais e sucursais no exterior de empresas não financeiras, que geralmente apresentam valores pouco significativos, também registaram um crescimento assinalável em 2005.

Gráfico 4.2.23

FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS FINANCEIRAS PORTUGUESAS



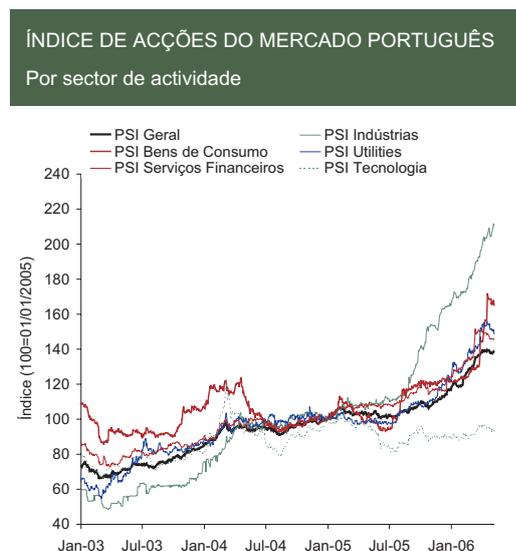
Fonte: Banco de Portugal.

ações e créditos comerciais, o endividamento das empresas não financeiras, avaliado em percentagem do PIB, aumentou ligeiramente em 2005 (ver “Capítulo 6 *Risco de Crédito*”).

Os fluxos de financiamento das empresas financeiras apresentaram uma evolução bastante diferente da registada pelas empresas do sector não financeiro, observando-se uma diminuição da emissão líquida de dívida face ao ano anterior (Gráfico 4.2.23). Em primeiro lugar, as emissões brutas de títulos de dívida por sucursais e filiais no exterior de grupos bancários portugueses, que constituem uma parte muito importante do seu financiamento, registaram um crescimento relativamente moderado em 2005. À semelhança do observado no ano anterior, persistiu a tendência de emissão em prazos longos (para uma análise mais detalhada do financiamento do sistema bancário, ver “Capítulo 5 *Risco de Liquidez*”). Excluindo as emissões efectuadas por filiais e sucursais no exterior, as emissões líquidas de obrigações de empresas financeiras, em Portugal e no exterior, assumiram um valor fortemente negativo em 2005. Contudo, tal evolução resultou em grande medida da amortização antecipada de um montante muito elevado de dívida de uma instituição bancária integrada num grupo bancário não doméstico, no âmbito de um processo de reestruturação da dívida do grupo (tendo como contrapartida um aumento significativo do financiamento no mercado monetário interbancário), bem como da amortização antecipada da quase totalidade da dívida de uma instituição não doméstica. Excluindo o efeito destas amortizações antecipadas, a emissão líquida de obrigações por empresas financeiras foi quase nula. Por sua vez, o recurso à emissão de papel comercial por instituições financeiras continuou a assumir valores pouco expressivos. As empresas financeiras cotadas registaram um volume positivo de emissão líquida de ações, ao contrário do que tinha sido observado em 2004, quando o recurso a esta forma de obtenção de fundos tinha assumido valores quase nulos. No entanto, esta emissão resultou exclusivamente do vencimento no final do ano de obrigações convertíveis emitidas por um grupo bancário português.

Em 2005, o índice bolsista PSI Geral manteve a tendência de recuperação iniciada em meados de 2003, registando uma taxa de variação positiva de 17.2 por cento, ligeiramente inferior à registada pelo *Dow Jones Euro Stoxx*. A valorização do índice português foi superior a 10 por cento em todos os sectores, com excepção das empresas do sector tecnológico, que registaram uma variação negativa dos preços no decurso de 2005 (Gráfico 4.2.24 e Quadro 4.2.1). As empresas industriais registaram a

Gráfico 4.2.24



Fontes: Bloomberg e Euronext.

valorização mais significativa⁶. As empresas de serviços financeiros e de *utilities* também registaram um crescimento assinalável do preço das suas acções⁷. O rácio *price-to-earnings* aumentou apenas ligeiramente em 2005, como consequência da valorização dos preços das acções, uma vez que os resultados das empresas portuguesas cotadas tiveram uma evolução globalmente positiva em 2005 (Gráfico 4.2.17). Contudo, apesar de o rácio *price-to-earnings* ter vindo a aumentar de forma gradual desde o início de 2003, no final de 2005 continuava a posicionar-se em níveis muito inferiores à sua média histórica. O volume de transacções cresceu cerca de 11 por cento em 2005, enquanto que a capitalização bolsista aumentou cerca de 9 por cento (Gráfico 4.2.25). Por sua vez, o rácio de rotação

Quadro 4.2.1

EVOLUÇÃO DO ÍNDICE GERAL PORTUGUÊS							
Taxa de variação anual							
Em percentagem							
	2001	2002	2003	2004	2005	Varição entre 31-12-2005 e 30-04-2006	Peso no índice PSI Geral
PSI Geral	-19.0	-20.7	17.4	18.0	17.2	17.7	
PSI 20	-24.7	-25.6	15.8	12.6	13.4	16.6	
PSI Matérias Primas	-9.7	-14.2	15.1	15.6	16.7	27.9	1.3
PSI Indústrias	-29.1	13.4	26.4	31.1	68.3	22.9	19.0
PSI Bens de Consumo	-10.8	-13.1	-0.5	-6.7	21.2	39.0	0.5
PSI Serviços de Consumo	-27.8	17.0	23.7	29.3	11.6	6.7	16.9
PSI Telecomunicações	-17.7	-24.6	27.1	20.6	12.0	17.8	18.3
PSI <i>Utilities</i>	-27.2	-31.4	38.0	15.5	21.7	23.8	14.6
PSI Serviços Financeiros	-14.6	-24.8	4.0	12.0	24.4	17.7	29.0

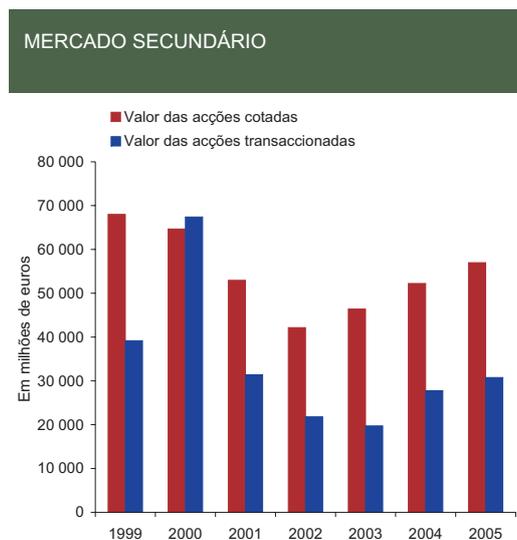
Fontes: Bloomberg e Euronext.

Nota: Peso no índice calculado a 31/03/2006.

(6) O sector PSI Industrial representa cerca de 19 por cento do índice PSI Geral, integrando empresas industriais, de gestão de auto-estradas, de construção e de materiais de construção, entre outras.

(7) Estes sectores representam, respectivamente, 29 e 15 por cento do índice PSI Geral.

Gráfico 4.2.25



Fonte: Euronext.

Gráfico 4.2.26



Fonte: Bloomberg e Banco de Portugal.

Nota: Volatilidade histórica calculada como o desvio padrão anualizado de variações diárias sobre períodos de 30 dias úteis.

média, definido como o rácio entre o valor das acções transaccionadas e o valor das acções cotadas, não registou alterações significativas, persistindo ligeiramente acima de 50 por cento.

A volatilidade histórica registada pelo índice português permaneceu em níveis bastante inferiores aos observados na área do euro e nos Estados Unidos (Gráfico 4.2.26). Em Fevereiro de 2005 registou-se um ligeiro aumento da volatilidade, possivelmente associado ao período de eleições legislativas. Nos meses seguintes a volatilidade histórica voltou a níveis próximos dos observados no final do ano anterior. Em meados de Abril registou-se um novo aumento da volatilidade no mercado accionista português, em linha com o sucedido a nível internacional, como consequência da situação das empresas do sector automóvel. Contudo, enquanto que a nível internacional a volatilidade diminuiu consideravelmente a partir de Maio, em Portugal a volatilidade continuou a aumentar até Julho, o que poderá ter reflectido, em alguma medida, a incerteza em relação a um eventual *downgrade* da notação de *rating* atribuída à República Portuguesa. Após a concretização do *downgrade*, a volatilidade no mercado financeiro português diminuiu substancialmente. De facto, a partir de Julho a volatilidade do índice bolsista português diminuiu de forma acentuada, tendo-se registado igualmente um reforço da tendência de valorização do índice. Em Novembro, registou-se um novo aumento ligeiro e transitório da volatilidade, em linha com o observado a nível internacional, possivelmente relacionado com a incerteza em torno do momento em que o BCE iria aumentar as taxas de juro de referência.

4.3. O Sistema Financeiro e os Mercados de Capitais

Os desenvolvimentos globalmente positivos nos mercados financeiros desde 2003 têm condicionado de forma favorável o desempenho dos grupos bancários e das empresas de seguros a nível internacional. No entanto, a persistência de níveis historicamente reduzidos de taxas de juro, sobretudo na área do euro, e a inclinação quase nula da curva de rendimentos, em particular nos Estados Unidos, têm vindo a exercer uma forte pressão sobre a margem financeira do sector bancário. Como consequência, os bancos têm fortes incentivos para procurar fontes alternativas de rendimento (tais como comissões obtidas em actividades de investimento ou em fusões e aquisições), o que tem sido facilitado pelo dinamismo dos mercados financeiros. Para além disso, a compressão da margem financeiri-

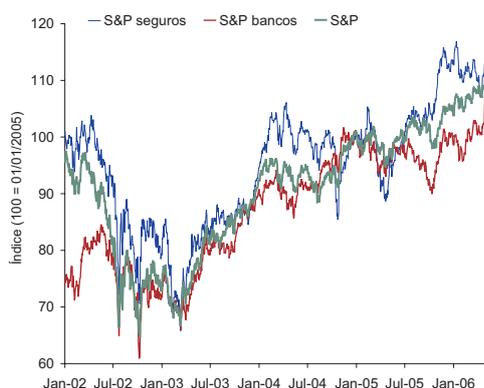
ra intensifica as pressões concorrenciais no sector bancário, o que pode explicar em parte a aplicação de critérios de aprovação de empréstimos bancários menos restritivos⁸. Este tipo de comportamento pode resultar na assunção de riscos que se poderão materializar quando a actividade económica começar a desacelerar. Nos Estados Unidos, conforme discutido anteriormente, existem expectativas de que a taxa de incumprimento tenha atingido o ponto mínimo do ciclo, o que reforça a relevância desta questão, em particular num contexto de forte crescimento de endividamento dos particulares, que têm vindo a recorrer de forma crescente a financiamento a taxas variáveis. Na área do euro, a posição cíclica da economia é bastante diferente da registada pela economia norte-americana, pelo que a reversão do ciclo de crédito deverá registar algum desfaseamento em relação à dos Estados Unidos.

Nos Estados Unidos, onde a valorização dos índices bolsistas, apesar de positiva, foi bastante inferior à do ano anterior, o índice relativo ao sector bancário registou uma diminuição de 2.2 por cento (Gráfico 4.3.1). O fraco desempenho das acções do sector bancário poderá estar relacionado com a pressão exercida sobre a margem financeira decorrente da inclinação quase nula da curva de rendimentos. Em contrapartida, o índice das empresas de seguros registou uma evolução bastante positiva, não obstante as perdas decorrentes dos danos gerados pelo furacão *Katrina*. Na área do euro, as acções dos bancos e seguradoras registaram um desempenho bastante favorável, com um crescimento superior a 25 por cento, ultrapassando o índice global (Gráfico 4.3.2). Esta valorização deverá reflectir, por um lado, os resultados positivos registados pelos principais bancos europeus e, por outro lado, expectativas de ganhos futuros decorrentes da consolidação do processo de fusões e aquisições transfronteiriças de bancos europeus⁹. De igual forma, as acções dos bancos portugueses apresentaram um comportamento bastante positivo. O índice PSI Serviços Financeiros valorizou-se cerca de 24 por cento em 2005, registando um crescimento particularmente robusto na segunda me-

Gráfico 4.3.1

PREÇOS DE ACÇÕES DO SECTOR BANCÁRIO E DO SECTOR SEGURADOR FACE AO TOTAL DO MERCADO BOLSISTA

EUA - Standard & Poors 500

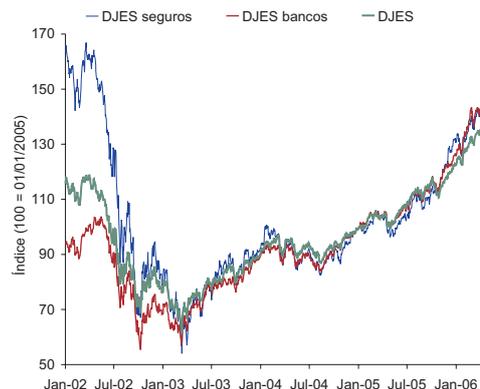


Fonte: Bloomberg.

Gráfico 4.3.2

PREÇOS DE ACÇÕES DO SECTOR BANCÁRIO E DO SECTOR SEGURADOR FACE AO TOTAL DO MERCADO BOLSISTA

Área do euro - Dow Jones Euro Stoxx



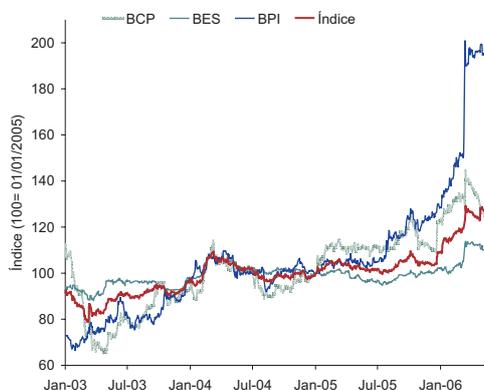
Fonte: Bloomberg.

(8) Tendo em consideração os resultados de inquéritos qualitativos efectuados aos bancos dos Estados Unidos e da área do euro (*Senior Loan Officer Opinion Survey* e *Bank Lending Survey*, respectivamente)

(9) Ver, por exemplo, Altunbas, Y. e Ibáñez, D. M. (2004), "Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: the role of strategic similarities", ECB Working Paper No. 398. De acordo com este trabalho, as fusões de bancos na União Europeia nos últimos anos resultaram em aumentos da sua rentabilidade.

Gráfico 4.3.3

EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DAS ACÇÕES DE TRÊS BANCOS PORTUGUESES E DO ÍNDICE CONSTITUÍDO PELOS MESMOS BANCOS



Fonte: Bloomberg e Banco de Portugal.

Nota: O índice é calculado mantendo constante no denominador a capitalização de 31/12/2003.

tade do ano. Tendo em consideração apenas os três maiores bancos portugueses cotados observam-se evoluções distintas: enquanto que as acções do BES registaram um crescimento muito moderado, as acções do BPI e do BCP registaram taxas de crescimento muito significativas no decurso de 2005¹⁰ (Gráfico 4.3.3).

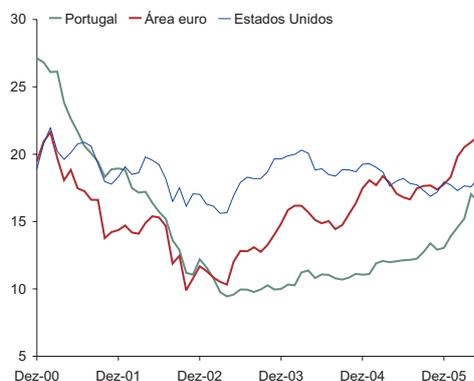
À semelhança do sucedido com os preços de acções, a evolução do rácio *price-to-earnings* do sector bancário na área do euro e nos Estados Unidos foi bastante diferente (Gráfico 4.3.4). Enquanto que na área do euro a forte valorização das acções de bancos resultou num ligeiro aumento deste rácio, nos Estados Unidos observou-se uma evolução em sentido oposto. Tendo em consideração estimativas de analistas de mercado, os rácios *price-to-earnings* do sector bancário poderão diminuir ligeiramente, tanto nos Estados Unidos como na área do euro. Em Portugal, o rácio *price-to-earnings* do sector bancário aumentou bastante, reflectindo a valorização das acções deste sector. De facto, na sequência da divulgação de resultados bastante positivos pelos bancos portugueses cotados (ver “Capítulo 3 *Actividade, Rendibilidade e Cobertura do Risco*”), os investidores continuam a incorporar perspectivas favoráveis sobre a evolução futura da rendibilidade do sistema bancário português.

Os *spreads* de títulos de dívida emitidos por bancos da área do euro também reagiram aos acontecimentos registados nos mercados de crédito em Abril e Maio de 2005, tendo registado um ligeiro aumento face aos níveis historicamente reduzidos observados no final de 2004 (Gráfico 4.3.5). No entanto, a partir de Junho, após a dissipação da volatilidade observada nos mercados financeiros, não se verificou uma completa reversão deste aumento, em particular para emissões com níveis de subordinação mais elevados. Como resultado, o grau de diferenciação entre os títulos de dívida emitidos por bancos europeus com diferentes níveis de subordinação aumentou ligeiramente em 2005. No

(10) As acções do BPI registaram um crescimento particularmente forte na segunda metade do ano, enquanto que as acções do BCP registaram taxas de crescimento bastante elevadas durante a maior parte do ano, com excepção do último trimestre, devido à incerteza sobre a estratégia de internacionalização deste grupo bancário. O facto de, em Dezembro, ter sido gorada a tentativa de aquisição de um banco no exterior foi valorizado de forma positiva pelos investidores, tendo de sequência sido observada uma forte recuperação do preço deste título. O anúncio da operação pública de aquisição do BPI por parte do BCP no início de Março de 2006 resultou numa forte valorização das acções destes bancos. Em Março, as acções do BPI aumentaram cerca de 30 por cento (em grande medida como consequência do valor oferecido pelo BCP por cada acção), enquanto que as acções do BCP se valorizaram cerca de 6 por cento. No entanto, em Abril, em parte na sequência de decisão do Conselho de Administração do BPI de rejeitar a oferta de aquisição do BCP, o preço das acções do BCP diminuiu cerca de 4 por cento.

Gráfico 4.3.4

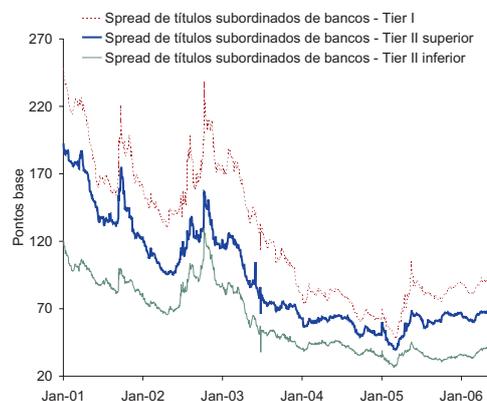
RÁCIOS PRICE-TO-EARNINGS DO SECTOR BANCÁRIO



Fonte: Thomson Financial Datastream e Banco de Portugal.
Nota: PER calculado como o rácio entre o índice de preços e a média móvel dos resultados dos 5 anos anteriores.

Gráfico 4.3.5

DIFERENCIAIS DE TÍTULOS SUBORDINADOS EMITIDOS POR BANCOS EUROPEUS (DENOMINADOS EM EUROS) FACE A OBRIGAÇÕES DO TESOURO



Fonte: Bloomberg e JP Morgan.
Nota: Os spreads apresentados referem-se a três níveis distintos de subordinação da dívida, sendo que o Tier I representa o maior grau de subordinação (ou seja, o que comporta mais risco), enquanto que o Tier II inferior representa o menor grau de subordinação da dívida.

final do ano, os *spreads* de títulos de bancos europeus voltaram a aumentar ligeiramente nalguns segmentos, em linha com a tendência global do mercado de dívida. Os *spreads* de títulos emitidos por bancos portugueses acompanharam, de um modo geral, a evolução de títulos de bancos europeus com características semelhantes, tendo interrompido a tendência de diminuição observada desde o início de 2003 ¹¹ (Quadro 4.3.1, Gráficos 4.3.6 e 4.3.7). Em termos globais, estas oscilações no custo de financiamento dos bancos portugueses nos mercados internacionais de dívida não foram muito significativas. Como consequência, no final de 2005, os *spreads* de títulos destes bancos situavam-se em níveis próximos dos valores mínimos observados no final do ano anterior. As condições globalmente favoráveis nos mercados de dívida reflectiram-se num montante substancial de emissões através de filiais e sucursais no exterior, ainda que em termos líquidos se estime que estas emissões tenham atingido um montante ligeiramente inferior ao observado no ano anterior.

Apesar de apenas existirem *credit default swaps*¹² (CDS) com transacções regulares para alguns dos maiores bancos portugueses, o seu acompanhamento permite compreender de que forma os participantes nos mercados financeiros avaliam o risco de crédito destes grupos bancários. Entre Abril e Julho de 2005, os preços de CDS de bancos portugueses registaram uma forte volatilidade, em linha com os acontecimentos nos mercados de dívida internacionais e com a evolução observada nos *spreads* de dívida pública portuguesa. A partir de Julho registou-se uma diminuição da volatilidade (e do preço) destes derivados de crédito. Durante a maior parte do ano, os preços dos CDS de bancos portugueses situaram-se em níveis inferiores aos do índice *DJ iTraxx Financial*¹³, apesar de se ter registado uma forte convergência nos últimos meses do ano.

(11) Neste aspecto, na segunda metade do ano, os *spreads* de obrigações emitidas pela CGD registaram uma evolução ligeiramente diferente da observada em obrigações de outros bancos europeus com características semelhantes, persistindo em valores ligeiramente superiores. Tal evolução poderá ter resultado da revisão pela *Fitch* do *outlook* do *rating* do grupo CGD de estável para negativo.

(12) Os *credit default swaps* constituem derivados de crédito que permitem obter protecção em caso de *default* de uma dada empresa.

(13) O índice *DJ iTraxx Financial* integra CDS de 25 bancos e companhias de seguros europeias (incluindo dois bancos privados portugueses).

Quadro 4.3.1

SPREADS DE TÍTULOS EMITIDOS POR BANCOS EUROPEUS COM TAXA DE JURO FIXA⁽¹⁾

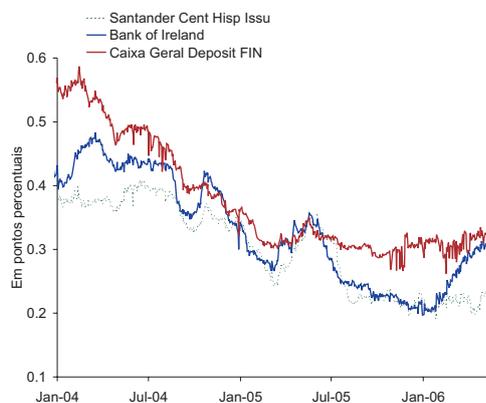
	Subord.	Maturidade	Rating Bloomberg Composite ⁽²⁾	Spread 31/12/2005 (p.p.)	Varição desde 31/12/2004 (p.p.)	Varição entre o máximo e 31/12/2005 ⁽³⁾
RABOBANK NEDERLAND	N	05/06/2006	AAA	0.12	-0.02	-0.11
BANK OF IRELAND MTGE BNK	N	22/09/2009	AAA	0.13	-0.01	-0.07
BANCO SANTANDER CENT-HIS	N	12/03/2006	AA+	0.06	-0.03	-0.16
BANCO SANTANDER CENT-HIS	N	19/12/2008	AA+	0.13	-0.03	-0.16
BANCO SANTANDER CENT-HIS	N	15/03/2009	AA+	0.22	-0.04	-0.18
BANESTO SA	N	12/05/2010	AA+	0.12	0.02	-0.12
BANCO SANTANDER CENT-HIS	N	10/09/2010	AA+	0.17	0.02	-0.13
BANCO ESPANOL DE CREDITO	N	23/02/2011	AA+	0.14	-0.05	-0.13
BANCO SANTANDER CENT-HIS	N	07/02/2012	AA+	0.14	0.14	-0.05
BANESTO SA	N	16/09/2014	AA+	0.19	0.02	-0.05
BANESTO SA	N	27/01/2015	AA+	0.19	0.19	-0.04
BANCO SANTANDER CENT-HIS	N	29/07/2016	AA+	0.22	0.01	-0.05
BANCO DE SABADELL SA	N	26/01/2011	AA	0.14	-0.02	-0.13
BANCO DE SABADELL SA	N	29/04/2013	AA	0.17	-0.03	-0.18
BANCO DE SABADELL SA	N	15/06/2015	AA	0.22	0.22	-0.03
CAIXA GERAL DE DEPOSITOS	N	18/06/2008	AA-	0.25	0.00	-0.37
CAIXA GERAL DE DEPOSITOS	N	18/06/2008	AA-	0.25	0.00	-0.37
BANESTO ISSUANCES LTD	N	29/07/2007	A+	0.28	-0.05	-0.88
BBV INT'L FIN (CAYMAN)	N	24/12/2009	A+	0.36	0.02	-0.85
BANK OF IRELAND	N	22/10/2010	A+	0.35	-0.04	-0.26
BANKINTER SA	N	18/12/2028	A+	0.43	0.42	-0.63
BCP FINANCE BANK LTD	N	09/10/2006	A	0.45	0.01	-0.33
BANCO POP VERONA NOVARA	N	16/02/2007	A	0.26	-0.13	-0.27
BCP FINANCE BANK LTD	N	31/08/2007	A	0.29	-0.05	-1.05
SNS BANK NEDERLAND	N	05/11/2007	A	0.28	-0.13	-0.77
SNS BANK NEDERLAND	N	14/02/2008	A	0.27	-0.07	-0.73
BCP FINANCE BANK LTD	N	22/12/2008	A	0.38	0.06	-0.27
BANCO POP VERONA NOVARA	N	21/01/2009	A	0.28	0.28	-0.06
SNS BANK NEDERLAND	N	01/12/2009	A	0.28	0.28	-0.07
BES FINANCE LTD	N	25/03/2010	A	0.36	-0.04	-0.44
SNS BANK NEDERLAND	N	28/05/2014	A	2.09	0.30	-0.68
SNS BANK NEDERLAND	N	12/11/2014	A	0.14	0.14	-0.20
SNS BANK NEDERLAND	N	10/12/2014	A	0.13	-0.24	-0.25
BCP FINANCE BANK LTD	N	31/03/2024	A	0.82	0.09	-0.08
BANCO BPI SA CAYMAN	N	31/08/2006	A-	0.40	-0.01	-0.89
BANCO BPI SA CAYMAN	N	31/08/2007	A-	0.29	-0.05	-1.05
BES FINANCE LTD	N	12/02/2009	A-	0.39	0.04	-0.25
EUROHYPO SA DUBLIN	N	12/03/2009	A-	0.35	0.10	-0.52
ING BANK NV	S	15/06/2010	AA-	0.18	-0.09	-0.73
BANCO INTERCONTINENTAL	S	16/06/2007	A+	0.28	-0.24	-0.73
BANCO INTERCONTINENTAL	S	29/05/2008	A+	0.88	0.00	-0.31
BBV INTL FINANCE LTD	S	25/02/2010	A+	0.18	-0.10	-1.58
ABN AMRO BANK NV	S	28/06/2010	A+	0.16	-0.12	-0.95
BANKINTER SA	S	18/12/2012	A+	0.49	-0.11	-0.42
CAIXA GERAL DEPOSIT FIN	S	12/10/2009	A	0.30	-0.06	-0.77
BANK OF IRELAND	S	10/02/2010	A	0.20	-0.15	-0.73
SANTANDER CENT HISP ISSU	S	05/07/2010	A	0.22	-0.13	-2.38
SANTANDER CENT HISP ISSU	S	14/03/2011	A	0.25	-0.12	-2.28
HYPOVEREINS FINANCE NV	S	12/03/2007	A-	0.42	-0.21	-2.60
HYPOVEREINS FINANCE NV	S	25/02/2008	A-	0.49	-0.12	-2.32
BCP FINANCE BANK LTD	S	29/03/2011	A-	0.41	0.00	-1.94
SNS BANK NEDERLAND	S	15/04/2011	A-	0.44	-0.10	-0.55
SNS BANK NEDERLAND	S	15/04/2011	A-	0.44	-0.10	-0.55
BES FINANCE LTD	S	17/05/2011	A-	0.47	-0.03	-1.75
Média				0.32	-0.01	-0.62

Fontes: Bloomberg e Banco de Portugal.

Notas: (1) Amostra de bancos construída tendo em consideração bancos de dimensão próxima da dos bancos portugueses considerados. Para além disso, as obrigações apresentadas neste quadro têm ratings e maturidades próximas dos títulos de bancos portugueses analisados, a fim de garantir a comparabilidade dos spreads. (2) Bloomberg Composite - média dos ratings Moody's e S&P's. (3) Máximo observado desde o início de 2002.

Gráfico 4.3.6

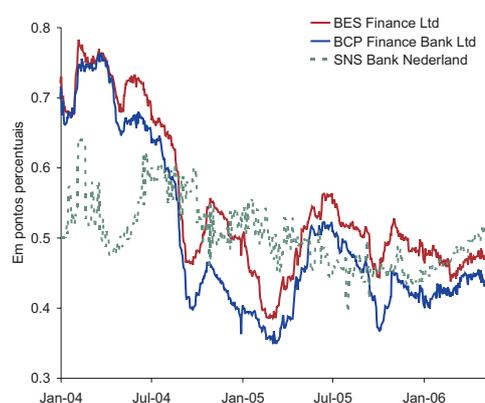
SPREADS DE TÍTULOS DE DÍVIDA SUBORDINADA COM TAXA FIXA EMITIDOS POR BANCOS EUROPEUS
Rating A



Fonte: Bloomberg e Banco de Portugal.
Nota: Spreads calculados em relação à taxa de rentabilidade de obrigações do Tesouro alemãs com maturidade residual comparável.

Gráfico 4.3.7

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



Fonte: Bloomberg e Banco de Portugal.
Nota: Spreads calculados em relação à taxa de rentabilidade de obrigações do Tesouro alemãs com maturidade residual comparável.

Em 2005, observou-se apenas uma alteração da notação de *rating* no conjunto dos maiores grupos bancários portugueses, nomeadamente o *upgrade* do *rating* de *Bank Financial Strength*¹⁴ do grupo Santander Totta pela *Moody's* de C+ para B-. No que diz respeito às perspectivas das agências de *rating* (que se reflectem no *outlook* atribuído a cada emitente), ocorreram diversas alterações em 2005. Deste modo, as agências de *rating* efectuaram duas revisões do *outlook* atribuído a dois dos maiores bancos portugueses, ainda que em sentidos opostos. Por um lado, em Março de 2005, a *Standard & Poor's* alterou o *outlook* da notação atribuída ao grupo Millennium BCP de estável para positivo. Por outro lado, em Julho, a *Fitch* alterou o *outlook* do *rating* do grupo CGD de estável para negativo, em linha com a alteração do *outlook* da República Portuguesa.

Nos primeiros meses de 2006, a *Standard & Poor's* atribuiu um *outlook* positivo à notação do BES. Para além disso, as notações de *rating* do Millennium BCP e do grupo Santander Totta foram alvo de *upgrades* pela *Standard & Poor's* (em Março e Maio de 2006, respectivamente). Por sua vez, as notações atribuídas ao BPI por esta agência foram colocadas em revisão (em sentido positivo) no seguimento do anúncio da OPA pelo Millennium BCP.

4.4. Impacto dos Desenvolvimentos nos Mercados de Capitais sobre os Bancos Portugueses

O comportamento globalmente favorável dos mercados financeiros em 2005 permitiu que os bancos portugueses continuassem a beneficiar de condições de financiamento favoráveis, conforme discutido anteriormente. Para além disso, esta evolução permitiu aos bancos portugueses obter ganhos substanciais com a sua carteira de títulos, bem como com as participações financeiras que detêm no seu activo. Adicionalmente, o dinamismo da actividade nos mercados financeiros permitiu aumentar os resultados com operações de gestão de activos, o que constituiu um contributo importante para a

(14) O *rating Bank Financial Strength* constitui uma medida da probabilidade de um banco ter de recorrer a apoio externo, avaliando a segurança e estabilidade intrínseca do banco e excluindo elementos de risco de crédito externo e de apoio externo.

persistência de níveis de rendibilidade elevados no sistema bancário, mesmo num contexto de compressão da margem financeira. Por fim, as carteiras geridas pelos fundos de pensões de empregados bancários também beneficiaram, de um modo geral, da situação dos mercados financeiros internacionais em 2005. Contudo, não obstante este efeito positivo, os bancos portugueses tiveram de efectuar contribuições avultadas para os seus fundos de pensões, como consequência do início da aplicação das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC), que implicou uma revisão dos pressupostos actuariais, bem como uma cobertura adicional de determinadas despesas que anteriormente não eram incluídas nas responsabilidades dos fundos de pensões.

A aplicação das NIC implicou alterações substanciais na valorização dos activos financeiros detidos pelos bancos. Enquanto que anteriormente apenas a carteira de títulos detidos para negociação era valorizada pelo seu justo valor (os restantes títulos eram registados a custo de aquisição), a aplicação das NIC implicou que quase toda a carteira de títulos detida pelos bancos passasse a ser registada pelo seu justo valor. Como consequência, esta alteração permite avaliar melhor, em cada momento, as aplicações financeiras dos bancos, uma vez que são tidos em consideração preços de mercado em vez de custos históricos de aquisição. No entanto, esta alteração dos critérios valorimétricos aumentou de forma considerável a sensibilidade do balanço dos bancos a flutuações de valor nos mercados financeiros. Deste modo, enquanto que em 2005 os desenvolvimentos observados nos mercados financeiros permitiram, de um modo geral, uma valorização positiva das carteiras de títulos dos bancos, num ano em que se verificarem comportamentos desfavoráveis nos mercados financeiros, os bancos poderão registar perdas de dimensão significativa. Contudo, é importante notar que uma parte dos riscos de mercado implícitos no activo podem estar a ser compensados por derivados de cobertura, que mitigam (ou anulam) determinados riscos.

Com a aplicação das NIC, a carteira de títulos e imobilizações financeiras dos bancos passou a ser decomposta em diversas rubricas, tendo em consideração essencialmente a finalidade com que esses investimentos são detidos, designadamente, (i) activos financeiros detidos para negociação, (ii) outros activos financeiros avaliados ao justo valor através de resultados, (iii) activos financeiros disponíveis para venda, (iv) investimentos detidos até à maturidade e, por último, (v) investimentos em filiais. Em 2005, estas rubricas registaram crescimentos avultados, excepto no que diz respeito à carteira de activos financeiros disponíveis para venda (Gráfico 4.4.1)¹⁵.

A carteira de activos financeiros detidos para negociação, que representa cerca de 1/3 da carteira de títulos e imobilizações financeiras dos bancos, registou um crescimento bastante significativo em 2005¹⁶. Esta carteira, que é avaliada ao justo valor, é constituída essencialmente por títulos de dívida, dos quais a maior parte são títulos de dívida pública. Para além disso, nesta carteira também são incluídos alguns derivados com justo valor positivo (que representam cerca de 30 por cento desta rubrica), tratando-se essencialmente de *swaps* de taxa de juro¹⁷.

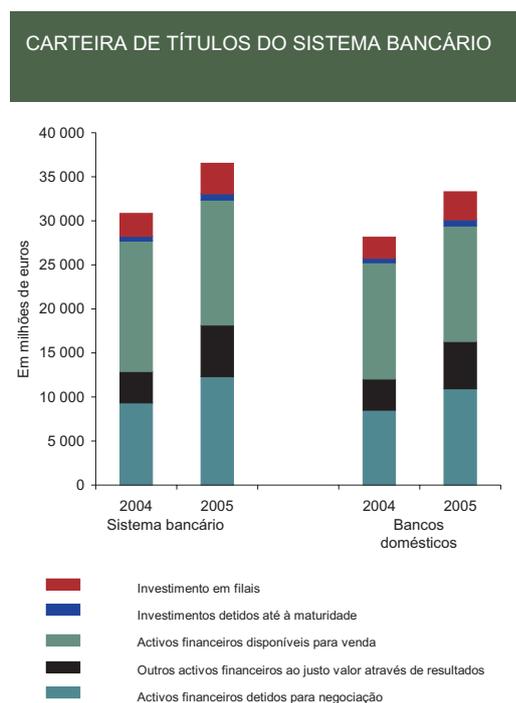
Por sua vez, a carteira de outros activos financeiros valorizados ao justo valor através de resultados evidenciou um comportamento bastante positivo em 2005. Esta carteira é constituída essencialmente por títulos de dívida, apesar de, ao contrário da carteira de activos detidos para negociação, a maior parte dos títulos detidos serem de emittentes privados (residentes e não residentes). Esta carteira in-

(15) A comparação entre 2004 e 2005 é efectuada tendo por base a Instrução nº 30/2005, onde é reportado um conjunto limitado de rubricas para os 13 grupos bancários que adoptaram as NIC em 2005. Uma vez que os dados para 2004 constituem apenas um *pro-forma*, a fim de garantir alguma comparabilidade entre os dois anos, é necessário ter alguma prudência na interpretação destes valores, dada a importância da alteração dos critérios valorimétricos de alguns activos.

(16) Deve-se notar que parte das variações registadas nas carteiras de títulos e participações financeiras dos bancos poderão reflectir a não adopção, por alguns grupos bancários, das NIC 32 e 39 (Instrumentos financeiros: divulgação, apresentação, reconhecimento e mensuração) relativamente ao exercício de 2004, originando crescimentos destas rubricas em 2005 que decorrem da reavaliação dos activos nelas integrados ao seu justo valor.

(17) De acordo com as NIC, todos os derivados financeiros são incluídos nesta carteira, excepto quando são detidos explicitamente por motivos de cobertura de risco.

Gráfico 4.4.1



Fonte: Banco de Portugal.

clui ainda alguns dos títulos adquiridos no âmbito de operações de titularização. Os ganhos e perdas obtidos nestas duas carteiras avaliadas a justo valor são registados na demonstração de resultados do período em questão. Note-se que estes ganhos e perdas podem resultar de resultados realizados com a venda desses activos, bem como de resultados não realizados decorrentes de alterações no justo valor dos activos.

A carteira de activos financeiros disponíveis para venda registou uma variação negativa em 2005, que deverá estar relacionada com vendas de activos registados nesta carteira, dado o comportamento globalmente positivo dos preços nos mercados financeiros, reflectindo a alienação de participações não estratégicas em empresas financeiras fora do *core* da actividade dos grupos bancários. Nesta carteira, que representa mais de 1/3 da carteira de títulos e imobilizações financeiras dos bancos, são registados todos os activos financeiros que não sejam de negociação nem detidos até à maturidade. A maior parte desta carteira está valorizada a justo valor, apesar de também existirem alguns activos valorizados a custo histórico. Os ganhos e perdas não realizados na carteira de activos financeiros disponíveis para venda são diferidos como reserva nos capitais próprios, reflectindo-se na demonstração de resultados apenas quando os activos são alienados (excepto quando se registem imparidades, que devem ser reflectidas de imediato nos resultados). A maior parte das acções detidas pelos bancos estão registadas nesta carteira.

A carteira de activos detidos até à maturidade tem um peso relativamente pequeno no total dos investimentos financeiros dos bancos (cerca de 2 por cento). Nesta carteira, que também registou um crescimento significativo em 2005, são registados activos com pagamentos e maturidade fixos que a instituição demonstra intenção de deter até à maturidade. Em 2005, esta carteira era composta essencialmente por títulos de dívida pública de emitentes não residentes.

Por último, o investimento em filiais também registou um crescimento bastante significativo em 2005. Esta rubrica inclui o investimento em filiais excluídas de consolidação, em empresas associadas e em

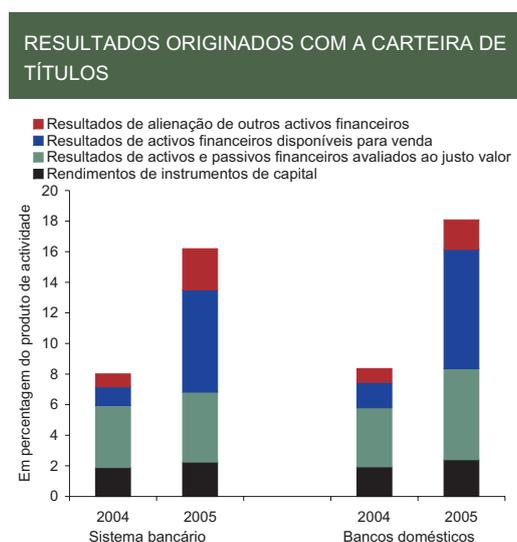
empreendimentos conjuntos, representando cerca de 10 por cento das aplicações e imobilizações financeiras dos bancos portugueses.

Conforme referido acima, uma parte do risco subjacente à carteira de títulos detidos pelos bancos está coberto por derivados. Com a aplicação das NIC, estes derivados passaram a estar registados de forma explícita no balanço dos bancos. Nesse sentido, é de referir que os derivados de cobertura registaram um crescimento significativo em 2005. A maior parte destes derivados destinam-se a cobertura do justo valor, com o objectivo de diminuir a sensibilidade das carteiras a flutuações decorrentes da variação dos preços dos activos financeiros. Para além disso, alguns dos derivados detidos destinam-se a cobrir fluxos de caixa, tratando-se essencialmente de *swaps* de taxas de juro.

Deste modo, em termos gerais, os desenvolvimentos globalmente positivos nos mercados financeiros contribuíram para uma evolução favorável das carteiras de aplicações e investimentos financeiros detidas pelos bancos portugueses. Os activos financeiros valorizados a justo valor (incluindo os activos financeiros detidos para negociação), os investimentos detidos até à maturidade e o investimento em filiais registaram um crescimento assinalável em 2005. Apenas a carteira de activos financeiros disponíveis para venda registou uma variação negativa em 2005, fundamentalmente por venda de activos incluídos nesta carteira.

Como consequência da aplicação das NIC, as alterações no justo valor de alguns activos financeiros passam a ter um impacto imediato na demonstração de resultados do período respectivo, que passa a ser adicionado aos ganhos e perdas obtidos com a alienação de activos financeiros, conforme referido acima. Deste modo, como consequência da evolução globalmente positiva nos mercados financeiros, os bancos portugueses registaram um volume significativo de ganhos associados a títulos e outros investimentos financeiros (ver “Capítulo 3 *Actividade, Rendibilidade e Cobertura do Risco*”). Os rendimentos com instrumentos de capital, que englobam essencialmente dividendos recebidos, registaram um crescimento bastante significativo em 2005 (Gráfico 4.4.2). Por sua vez, os resultados com activos e passivos financeiros avaliados ao justo valor também aumentaram em 2005, como consequência dos ganhos obtidos com títulos de dívida e instrumentos de capital registados nestas carteiras. Também foram registados ganhos significativos em instrumentos derivados detidos para negociação (sobretudo em *swaps* de divisas), apesar de terem ocorrido perdas nos derivados detidos

Gráfico 4.4.2



Fonte: Banco de Portugal.

para efeitos de cobertura de riscos. Os resultados de activos financeiros disponíveis para venda também cresceram de forma assinalável, sobretudo por via das acções e outros instrumentos de capital emitidos por não residentes. Uma vez que os ganhos e perdas não realizados com activos disponíveis para venda são registados em reservas, reflectindo-se na demonstração de resultados apenas quando estes activos são alienados, o valor registado por esta rubrica sugere que os bancos portugueses efectuaram vendas deste tipo de activos, conforme reflectido pela variação negativa da carteira de activos disponíveis para venda, que deverá ter estado associado à alienação de participações não estratégicas não enquadradas na actividade principal dos grupos bancários. Por fim, os resultados obtidos com a alienação de outros activos financeiros também aumentaram, sobretudo devido aos ganhos em investimentos em filiais excluídas da consolidação. No seu conjunto, os resultados obtidos com investimentos financeiros representaram cerca de 16 por cento do produto de actividade bancária.

A actividade nos mercados financeiros também afecta a rendibilidade dos bancos por via das comissões auferidas relacionadas com títulos e operações financeiras. No seu conjunto, o rendimento de serviços e comissões aumentou cerca de 15 por cento em 2005 (ver “Capítulo 3 *Actividade, Rendibilidade e Cobertura do Risco*”). No entanto, esta rubrica inclui comissões não relacionadas com o mercado de títulos¹⁸. Em 2005, cerca de 2/3 destas comissões estavam relacionadas com serviços prestados pelos bancos, onde se incluem as comissões de gestão e resgate de fundos de investimento, as comissões por administração de valores ou as comissões obtidas com a montagem de operações (que, no seu conjunto, representam cerca de 30 por cento das comissões com serviços prestados). Para além disso, as comissões por operações realizadas por conta de terceiros (que incluem comissões por operações de bolsa) representaram cerca de 10 por cento dos resultados com comissões e serviços em 2005.

Em 2005, as carteiras detidas pelos fundos de pensões dos empregados bancários beneficiaram dos desenvolvimentos globalmente positivos nos mercados financeiros. No entanto, a aplicação das NIC, que já tinha tido algum impacto em 2004, originou alterações substanciais no valor das responsabilidades a cobrir em 2005. Em 2005, os ganhos e perdas actuariais aumentaram significativamente, em linha com o sucedido em 2004, como consequência da alteração dos pressupostos actuariais (Quadro 4.4.1). De facto, a alteração da taxa de desconto utilizada para calcular o valor actual das responsabilidades dos fundos para níveis mais próximos dos registados pelas taxas de juro de longo prazo e a revisão das tábuas de mortalidade originaram um forte aumento destas responsabilidades. No que diz respeito ao impacto observado em 2004 e 2005, é importante notar que os ganhos e perdas actuariais registados em 2004 estiveram em grande medida relacionados com a transferência para a Caixa Geral de Aposentações do fundo de pensões de um dos principais grupos bancários, o que implicou uma reavaliação das responsabilidades deste fundo, como consequência da aplicação das NIC. Para os restantes bancos, apesar de alguns pressupostos actuariais terem sido ligeiramente revistos em 2004, as alterações mais significativas foram efectuadas apenas em 2005. Ainda como consequência da aplicação das NIC, as responsabilidades dos fundos de pensões também cresceram por via da inclusão dos cuidados médicos pós-emprego e de subsídios de morte¹⁹. Tendo em consideração estes efeitos, o crescimento das responsabilidades com pensões foi superior ao crescimento dos activos dos fundos de pensões, não obstante a valorização registada pelos seus activos financeiros. Como consequência, os bancos portugueses tiveram de efectuar contribuições de montante significativo

(18) A Instrução nº 30/2005, que permite estabelecer alguma comparação entre 2004 e 2005, não inclui informação mais desagregada para esta rubrica.

(19) Dado o impacto sobre fundos próprios de algumas alterações regulamentares, foi permitido o reconhecimento prudencial diferido no tempo durante um período transitório. Neste sentido, as responsabilidades por reformas antecipadas que ainda se encontravam registadas como custo diferido e o acréscimo de responsabilidades relativo a subsídios de morte e a alterações dos pressupostos actuariais poderão ser diferidos num período de 5 anos. Contudo, as responsabilidades com cuidados médicos pós-emprego e as alterações relativas à tábua de mortalidade podem ser diferidas num período de 7 anos (Aviso nº 12/2001).

para os seus fundos de pensões²⁰. Em termos globais, o crescimento do nível mínimo de responsabilidades a cobrir foi ligeiramente inferior ao crescimento do valor dos fundos de pensões (incluindo a rubrica “outras formas de cobertura”), verificando-se o cumprimento dos níveis mínimos regulamentares.

Quadro 4.4.1

MAPA DE FUNDO DE PENSÕES - SISTEMA BANCÁRIO					
Em milhões de euros					
	2001	2002	2003	2004	2005
Acréscimo anual de responsabilidades					
Ganhos e perdas actuariais	637	784	264	635	1 196
<i>dos quais:</i>					
Ganhos e perdas actuariais relativos a diferenças entre os pressupostos e os valores realizados	629	763	87	-26	-90
Ganhos e perdas actuariais relativos a alterações verificadas nos pressupostos e, quando aplicável, nas condições dos planos	7	22	177	660	1 286
Acréscimos de responsabilidades resultantes de programas de reformas antecipadas	440	235	242	369	242
Acréscimo anual de responsabilidades	1 254	1 225	709	1 195	1 665
Responsabilidades					
Responsabilidades totais	8 556	9 371	10 328	9 236	12 208
Nível mínimo de responsabilidades a cobrir	8 189	9 029	10 003	8 979	11 698
Fundo de pensões					
Valor do Fundo de Pensões no início do ano	7 074	7 878	8 743	9 818	8 553
Rendimento líquido do fundo	-256	-309	757	680	839
Contribuição entregue ao fundo	1 430	1 640	816	1 107	2 321
Contribuições entregues pelos beneficiários	35	40	42	43	44
Pensões de reforma pagas pelo fundo	405	454	498	533	521
Pensões de sobrevivência pagas pelo fundo	20	21	23	20	26
Variações do valor do Fundo resultantes de Cortes ou Liquidações	0	0	0	0	0
Outras variações líquidas	9	-42	-18	-2 430	200
Valor do fundo de pensões no fim do ano	7 868	8 732	9 819	8 664	11 409
Cobertura do fundo (Valor do fundo de pensões no fim do ano - Nível mínimo de responsabilidades a cobrir)	-321	-297	-184	-315	-289
Outras formas de cobertura	10	146	199	231	420
Cobertura do fundo (Valor fundo pensões fim ano (inc. outras formas cobertura) - Nível mínimo de responsabilidades a cobrir)	-311	-151	15	-84	131

Fonte: Banco de Portugal.

(20) Conforme discutido no “Capítulo 3. Actividade, Rendibilidade e Cobertura do Risco”, as contribuições efectuadas pelos bancos para os respectivos fundos de pensões não se reflectiram no custo do exercício, uma vez estas contribuições resultam em grande medida de impactos de transição de regime contabilístico, sendo consequentemente registadas como contrapartida de uma rubrica de capital.

Caixa 4.1. Alguns Factores Explicativos das Taxas de Juro de Longo Prazo nos Estados Unidos e na Área do Euro em 2005

A relativa estabilidade das taxas de juro de longo prazo nos últimos anos nos Estados Unidos, num contexto de subida das taxas de juro de referência da Reserva Federal, tem motivado alguma discussão sobre os factores subjacentes a tal discrepância. De facto, nos últimos meses de 2005, as taxas de juro sem risco nos Estados Unidos eram virtualmente iguais em todo o espectro de maturidades, reflectindo-se numa inclinação nula da curva de rendimentos (Gráfico 1). Por sua vez, na área do euro, a inclinação da curva de rendimentos também tem vindo a diminuir desde 2004, embora a taxa de referência do BCE tenha sido aumentada pela primeira vez apenas em Dezembro de 2005, após um período prolongado de estabilidade (Gráfico 2).

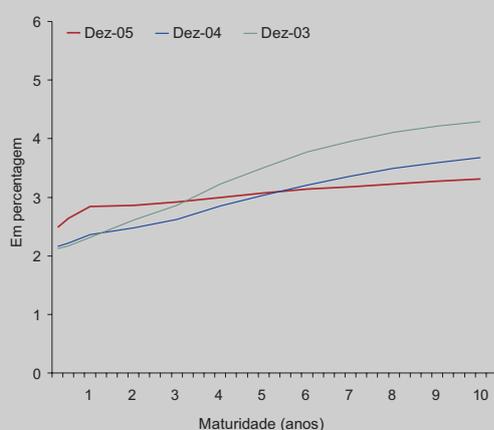
O ciclo de subida das taxas de juro registado em 1999 e 2000 também foi acompanhado por uma diminuição substancial da inclinação das curvas de rendimentos, apesar de existirem algumas diferenças face ao actual processo de aumento da restritividade da política monetária. Em primeiro lugar, as taxas de juro de longo (e curto) prazo nesse período situavam-se em níveis bastante mais elevados do que os observados no final de 2005 (Gráfico 3). Para além desta diferença no nível das taxas de juro, o ciclo de subida das taxas de juro iniciado pela Reserva Federal norte-americana em Junho de 2004 tem vindo a diferenciar-se de outros ciclos ocorridos no passado noutros aspectos, nomeadamente, por se ter iniciado mais tarde do que o mercado esperava, pela clareza da comunicação sobre decisões subsequentes, e pelo carácter gradual e constante do aumento das taxas de juro.

Várias explicações têm vindo a ser apontadas para a persistência de taxas de juro de longo prazo relativamente baixas nos Estados Unidos, num contexto de subida das taxas de juro de curto prazo. Estas explicações podem ser agrupados em duas classes não mutuamente exclusivas. Uma classe de explicações associa o comportamento das taxas de rendibilidade às perspectivas macroeconómicas. Deste modo, o actual nível das taxas de juro de longo prazo deverá reflectir expectativas de inflação estáveis, que se têm mantido ancoradas em níveis moderados.

Uma outra classe de explicações discute alguns factores específicos à procura líquida de activos com maturidade longa, independentemente das condições económicas. Estes factores estão essencialmente relacionados com o

Gráfico 1

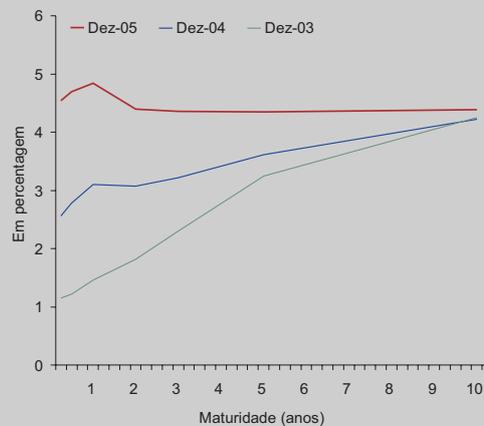
YIELD CURVE - ÁREA DO EURO



Fonte: Bloomberg.

Gráfico 2

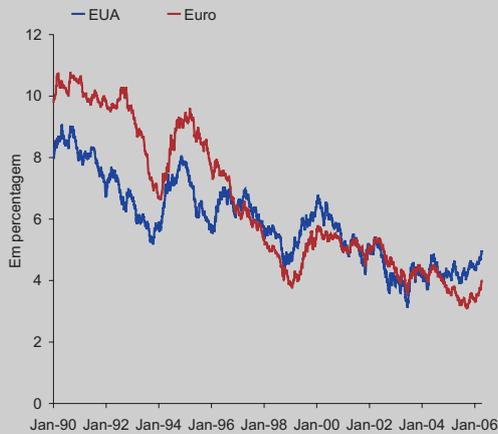
YIELD CURVE - ESTADOS UNIDOS



Fonte: Bloomberg.

Gráfico 3

YIELDS OBRIGAÇÕES DO TESOURO 10 ANOS



Fontes: BCE e Bloomberg.

prémio de prazo que compensa os investidores por efectuarem investimentos a longo prazo¹. A diminuição do prémio de prazo exigido pelos investidores tem sido o factor mais indicado para explicar o baixo nível das taxas de juro de longo prazo. Esta diminuição do prémio de prazo poderá ser explicada por vários factores, sendo difícil calcular qual a importância relativa de cada um. Em primeiro lugar, os títulos a longo prazo tornaram-se relativamente mais atractivos devido a uma menor volatilidade da actividade económica e a uma maior estabilidade da inflação do que em décadas anteriores, dado o objectivo de estabilidade de preços assumido pela maior parte dos bancos centrais de países desenvolvidos. Em segundo lugar, é de referir que alguns bancos centrais asiáticos e alguns países exportadores de petróleo continuam a deter reservas muito substanciais de obrigações do Tesouro norte-americano, com o objectivo de evitar a apreciação das suas moedas face ao dólar, o que também poderá ter exercido alguma pressão sobre o preço destes activos. Em terceiro lugar, existem factores de natureza mais estrutural que podem estar a contribuir para os actuais níveis das taxas de rendibilidade a longo prazo, nomeadamente a procura de investimentos de longo prazo por parte de investidores institucionais (fundos de pensões e empresas de seguros), em parte devido a alterações de natureza regulamentar², de forma a equilibrar a duração da sua carteira de activos e das suas responsabilidades futuras. Finalmente, é de referir que a oferta de títulos do Tesouro norte-americano a longo prazo não tem acompanhado a procura, acentuando o desequilíbrio entre procura e oferta. Este desequilíbrio tem, no entanto, vindo a ser parcialmente compensado por emissão de dívida privada a longo prazo.

A importância de cada um dos factores referidos anteriormente para explicar os baixos níveis das taxas de rendibilidade de longo prazo parece ser diferente nos Estados Unidos e na área do euro. De facto, a maior parte dos factores acima referidos também contribuíram para que as taxas de juro de longo prazo na área do euro se continuem a situar em níveis relativamente baixos, ainda que a intervenção dos bancos centrais asiáticos e dos países exportadores de petróleo tenha vindo a ser mais relevante para a determinação das taxas de rendibilidade de lon-

(1) A taxa de juro de longo prazo pode ser vista como uma média da taxa spot e de várias taxas de juro forward que, por sua vez, podem ser decompostas em duas parcelas: a taxa de juro spot esperada para determinado período no futuro e um prémio de prazo que compense os investidores por efectuarem investimentos a longo prazo.

(2) Neste domínio, refira-se, a título de exemplo, as alterações introduzidas pelas Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) que, entre outros aspectos, especificam que o valor actual das responsabilidades futuras de fundos de pensões, que tipicamente são de muito longo prazo, seja calculado de acordo com taxas de juro de mercado, tornando os passivos mais sensíveis à evolução destas taxas e induzindo maior procura de activos de maturidades muito longas a taxa fixa. Adicionalmente, a transição para as NIC implicou, na generalidade dos casos, um ajustamento em baixa das taxas de desconto actuarial das responsabilidades (convergindo para valores mais próximos das taxas de juro de longo prazo), originando contribuições adicionais dos participantes dos fundos, que foram aplicadas essencialmente em activos de longo prazo. Deste modo, à medida que as taxas de rendibilidade de longo prazo diminuem, o valor actual das responsabilidades aumenta, o que leva os fundos de pensões a aumentarem a procura de activos a longo prazo. Este efeito de feedback contribui ainda mais para a queda das taxas de juro a longo prazo.

go prazo norte-americanas do que da área do euro. Contudo, de acordo com dados do FMI (Quadro 1), alguns bancos centrais asiáticos estão a procurar diversificar gradualmente o risco cambial implícito nas suas carteiras, substituindo activos denominados em dólares por activos semelhantes denominados em euros, o que poderá vir a exercer pressões sobre a inclinação da curva de rendimentos da área do euro.

No que se refere aos efeitos do papel crescente dos investidores institucionais nos mercados financeiros, que também têm contribuído para a persistência de taxas de juro de longo prazo baixas nos Estados Unidos e na área do euro, é importante referir que estes investidores tipicamente não assumem comportamentos especulativos e gerem carteiras relativamente estáveis, o que poderá reduzir os níveis de volatilidade nos mercados financeiros. Contudo, dada a dimensão destes investidores, a recomposição de carteiras deverá estar associada a transacções de volumes significativos, que poderão ter impactos rápidos e fortes nos preços dos activos financeiros.

Finalmente, a oferta de títulos a mais longo prazo é relativamente menor nos Estados Unidos. É de referir que só em Fevereiro de 2006 é que voltou a ser emitida dívida pública norte-americana com maturidade de 30 anos, cuja emissão tinha sido descontinuada desde 2001. Por sua vez, a oferta de títulos a longo prazo na área do euro é relativamente maior, já que alguns governos têm aproveitado a elevada procura de títulos a longo prazo para emitir dívida com maturidade até 50 anos.

Em resumo, os baixos níveis das taxas de juro de longo prazo, por comparação com as taxas de juro de curto prazo, parecem resultar de um conjunto de factores que originam um desequilíbrio entre a procura e a oferta de títulos de longo prazo. Deste modo a persistência da inclinação negativa da curva de rendimentos nos Estados Unidos não deverá representar um factor de risco para a economia americana, em contraste com o sugerido por alguma literatura³. Pelo contrário, assim como referido no “Capítulo 2 Enquadramento macroeconómico”, o risco poderá estar na subida abrupta das taxas de juro de longo prazo como resultado da reversão de alguns dos factores específicos anteriormente referidos.

Quadro 1

RESERVAS OFICIAIS DE MOEDA ESTRANGEIRA DE PAÍSES EM VIAS DE DESENVOLVIMENTO						
Porcentagem de moeda detida no final do ano						
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Dólar	68.2	68.2	68.6	64.0	60.7	59.9
Yene	6.0	6.0	4.9	4.9	4.4	4.3
Libra	3.7	3.6	3.6	3.8	3.9	4.8
Euro	19.9	20.6	21.8	26.1	28.9	29.2
Outras	2.2	1.6	1.1	1.2	2.1	1.8

Fonte: Relatório Anual do Fundo Monetário Internacional, 2004.

(3) Ver, a título de exemplo, Estrella, A. (2005), “Why does the yield curve predict output and inflation”, *Economic Journal*, Vol.115, No.505, pp. 722-744. De acordo com esta literatura, uma inclinação negativa da curva de rendimentos nos Estados Unidos pode ser um indicador avançado da ocorrência de uma recessão a curto prazo.

5. RISCO DE LIQUIDEZ

5.1. Apreciação Global

A actividade de intermediação dos bancos pressupõe a transformação de recursos obtidos junto de clientes (na sua maioria passivos exigíveis no curto prazo) em crédito concedido a clientes que constitui um activo inerentemente ilíquido e não transaccionável, pelo menos a curto prazo. Neste contexto, o risco de liquidez advém da possibilidade de um banco encontrar dificuldades em satisfazer o reembolso dos passivos exigíveis a curto prazo, bem como no refinanciamento dos activos detidos no seu balanço. O forte crescimento do crédito concedido pelos bancos portugueses, acompanhado pela persistência de um crescimento moderado dos depósitos captados junto de clientes, tem vindo a resultar num aumento do rácio entre crédito e depósitos, em linha com o sucedido noutros países da área do euro.

No entanto, nos últimos anos, diversos desenvolvimentos, com destaque para a participação de Portugal na área do euro, têm limitado a relevância da análise do rácio entre crédito e depósitos na caracterização da posição de liquidez dos bancos. Por um lado, a eliminação do risco cambial alargou de forma significativa o acesso dos bancos portugueses ao financiamento nos mercados financeiros internacionais. Por outro, os bancos portugueses têm recorrido a formas alternativas de captação de recursos de clientes, tal como a emissão de títulos, posteriormente colocados junto de clientes. Adicionalmente, os bancos portugueses têm realizado operações de titularização de créditos de montantes avultados, o que tem permitido transformar o crédito registado no seu balanço em activos líquidos e transaccionáveis. Deste modo, a crescente integração financeira da economia portuguesa, em conjugação com a dinâmica de inovação financeira e a diversificação de formas contratuais disponíveis para a aplicação de poupanças e para a gestão de liquidez dos bancos, tem permitido assegurar a sustentabilidade de um crescimento do crédito superior ao dos recursos de clientes. Este fenómeno tem-se traduzido na participação dos bancos portugueses no mercado monetário da área do euro e, sobretudo, em significativas emissões de títulos de dívida a médio e longo prazo. De qualquer modo, a crescente importância do financiamento dos bancos portugueses junto dos mercados financeiros internacionais aumenta potencialmente a sua vulnerabilidade a alterações de sentimento nestes mercados. Assim, uma gestão adequada de liquidez por parte dos bancos assume particular importância de modo a limitar o seu risco de refinanciamento.

Em 2005, o crédito concedido pelos bancos portugueses continuou a crescer a um ritmo bastante superior ao dos depósitos de clientes, apesar de estes continuarem a representar a principal fonte de financiamento do sistema bancário. Em 2005, observou-se um aumento do financiamento no mercado monetário interbancário (em particular por parte dos bancos não domésticos), ao qual esteve associado uma ligeira redução do rácio de cobertura de passivos interbancários por activos de elevada liquidez para o conjunto dos bancos não domésticos. Pelo contrário, este indicador registou um ligeiro aumento no subconjunto das instituições domésticas, em linha com a tendência observada em anos anteriores. Adicionalmente, em 2005, continuou a observar-se um aumento das responsabilidades decorrentes da emissão de títulos, que reflectem em grande medida as obrigações emitidas por filiais e sucursais de bancos portugueses no exterior. Apesar de estas emissões continuarem a representar valores muito significativos, verificou-se (em termos líquidos) alguma diminuição dos montantes envolvidos em tais emissões. O financiamento obtido através da emissão de títulos tem continuado a contribuir para um alongamento da maturidade média dos passivos de mercado do sistema bancário, permitindo diminuir de forma substancial o seu risco de refinanciamento. Tendo em consideração a

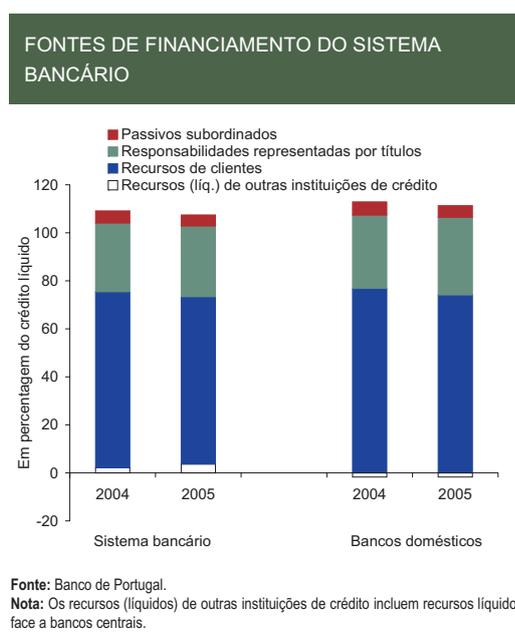
estrutura de activos e passivos de curto prazo por maturidades residuais, que permite avaliar de forma relativamente integrada a situação de liquidez do sistema bancário, observou-se uma ligeira deterioração dos *gaps* de liquidez, contrariando a tendência que tinha vindo a ser observada nos dois anos anteriores. No entanto, este indicador apresentou níveis e trajectórias bastante diferentes entre os principais grupos bancários portugueses, reflectindo-se num aumento da sua dispersão (para a qual contribuiu uma deterioração adicional da situação de liquidez dos grupos bancários com *gaps* de liquidez mais negativos).

5.2. Financiamento do Sistema Bancário

Em 2005, a estrutura de financiamento dos bancos portugueses continuou a evoluir em linha com as tendências observadas ao longo dos últimos anos. Os recursos de clientes continuaram a representar a principal fonte de financiamento dos bancos portugueses, apesar de a sua importância relativa ter continuado a diminuir (Gráfico 5.2.1). Em contrapartida, verificou-se um aumento muito moderado do financiamento por recurso ao mercado monetário interbancário (que se concentrou no conjunto das instituições não domésticas¹) e, de forma mais significativa, um aumento das responsabilidades representadas por títulos.

Em 2005, os recursos de clientes, na sua maioria depósitos de clientes, registaram um crescimento de 4.5 por cento. Uma vez que este crescimento continuou a ser inferior ao crescimento do crédito concedido pelos bancos portugueses (que registou um aumento de 9.8 por cento em 2005), o peso dos recursos de clientes enquanto fonte de financiamento dos bancos, avaliado em percentagem do crédito, continuou a diminuir em 2005.

Gráfico 5.2.1

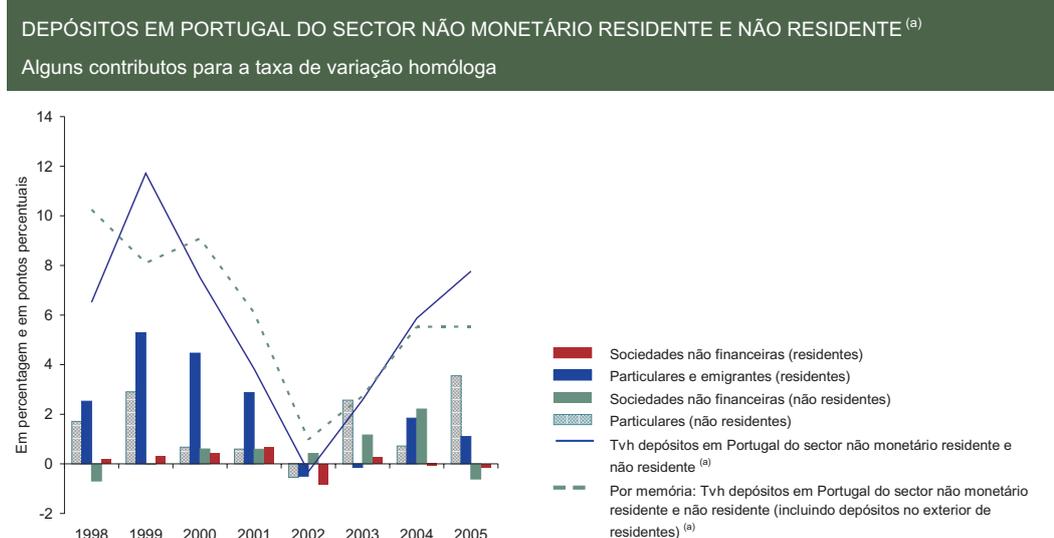


(1) O forte crescimento registado pelos passivos interbancários dos grupos bancários não domésticos deverá estar em grande medida relacionado com um processo de reestruturação de dívida de um grupo bancário, que efectuou uma amortização antecipada de um montante muito elevado de obrigações. Esta amortização antecipada deverá ter tido como contrapartida um aumento dos passivos interbancários, parte dos quais face a bancos centrais.

Tendo em consideração dados das Estatísticas Monetárias e Financeiras, é possível obter alguma informação sobre a evolução dos depósitos por sector institucional² (Gráfico 5.2.2). Em 2004, o principal contributo para o crescimento dos depósitos tinha sido dado pelos depósitos de sociedades não financeiras não residentes, que tendem a apresentar um comportamento bastante volátil, o que originava alguma incerteza em relação à estabilidade dos recursos de clientes (tendo ocorrido, de facto, alguma desmobilização de depósitos deste sector em 2005). Em 2005, o principal contributo para o crescimento dos depósitos do sector não monetário teve origem em depósitos de sociedades não financeiras residentes. Apesar de não se esperar que estes depósitos assumam um comportamento tão volátil como os depósitos de empresas não residentes, também não apresentam uma natureza tão estável como os depósitos de particulares, que continuaram a registar uma taxa de crescimento relativamente moderada. Por sua vez, os depósitos de emigrantes, que têm vindo a evidenciar taxas de variação negativas nos últimos anos, registaram uma queda ainda mais acentuada em 2005, que poderá estar, em parte, relacionada com a aplicação da Directiva Comunitária sobre a Tributação e a Poupança³. Por último, os depósitos no exterior efectuados por residentes, que registaram um crescimento significativo em anos anteriores, diminuíram de forma substancial em 2005.

É importante notar que a diminuição da importância dos recursos de clientes enquanto fonte de financiamento dos bancos portugueses, ao longo dos últimos anos, tem estado associada, por um lado, à queda da taxa de poupança dos particulares e, por outro, à diversificação das aplicações financeiras dos particulares. De facto, num contexto de persistência de taxas de remuneração reais negativas

Gráfico 5.2.2



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

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

(2) Note-se que a informação das Estatísticas Monetárias e Financeiras diz respeito a um conjunto de instituições bancárias mais alargado do que o considerado no resto do capítulo, onde se analisa apenas o grupo de instituições que adoptou as Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) ou Normas de Contabilidade Ajustadas (NCA) em 2005 (para uma breve distinção entre NIC e NCA, ver "Capítulo 7 *Enquadramento Regulamentar*" do *Relatório de Estabilidade Financeira* de 2004 do Banco de Portugal). A aplicação das NIC introduziu critérios mais severos para o desreconhecimento total dos activos titularizados, impondo que tal desreconhecimento ocorra apenas em situações de cedência total de obrigações e direitos associados a esses activos. Deste modo, nas Estatísticas Monetárias e Financeiras, os créditos titularizados não desreconhecidos continuam a figurar na carteira de crédito dos bancos, sendo a contrapartida da liquidez recebida com a operação de titularização um passivo face ao respectivo veículo de titularização, que é classificado como depósitos (e equiparados) de outros intermediários e auxiliares financeiros (OIFAF). Deverá, no entanto, salientar-se que estes depósitos constituem uma contrapartida meramente estatística e, como tal, não são incluídos nos agregados de depósitos do Gráfico 5.2.3. Com efeito, em base consolidada, a contrapartida destas operações reflecte-se na rubrica 'passivos por activos não desreconhecidos' ou na rubrica 'responsabilidades representadas por títulos' (no caso de o veículo de titularização ser incluído no perímetro de consolidação do grupo bancário).

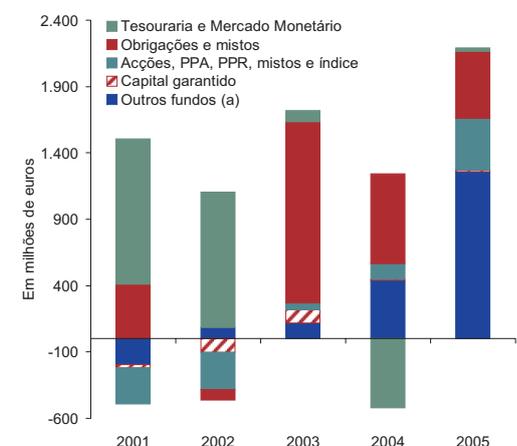
(3) A aplicação desta directiva poderá ter motivado a canalização de poupanças de emigrantes sob a forma de depósitos para produtos de capitalização oferecidos por sociedades de seguros e/ou fundos de investimento (na sua maioria ligados aos grupos bancários).

dos depósitos a prazo, os bancos têm canalizado uma parte significativa destas aplicações financeiras para aplicações em seguros de vida e em fundos de investimento (cujas sociedades gestoras se encontram, na sua maioria, integradas em grupos bancários), o que lhes permite aumentar o rendimento gerado através de comissões. Em 2005, observou-se um crescimento particularmente significativo das subscrições líquidas de fundos de investimento (Gráfico 5.2.3). À semelhança do observado no ano anterior, a rubrica “outros fundos” registou um crescimento assinalável, realçando-se o comportamento dos fundos especiais de investimento. Para além disso, as subscrições líquidas de fundos de acções também registaram um aumento significativo, em linha com a evolução positiva observada no mercado accionista.

O financiamento dos bancos através da emissão de dívida titulada tem aumentado de forma substancial ao longo dos últimos anos. No final de 2005, esta forma de obtenção de recursos representava mais de 30 por cento do crédito bruto concedido pelos grupos bancários domésticos analisados. A maior parte deste financiamento é obtido através da emissão de títulos por filiais e sucursais no exterior de grupos bancários portugueses, embora nesta rubrica se incluam também os títulos emitidos por veículos de titularização, quando estes são incluídos no perímetro de consolidação dos grupos bancários. De facto, em 2005, as emissões brutas destes títulos continuaram a aumentar, ainda que de forma menos expressiva do que no ano anterior, beneficiando das condições favoráveis de financiamento nos mercados de dívida internacionais (Gráfico 5.2.4). Por sua vez, o montante estimado de emissões líquidas (tendo em consideração a diferença entre as emissões brutas num ano e o saldo vivo de obrigações com maturidade residual inferior a um ano no final do ano anterior) registou uma redução significativa face ao ano anterior. Esta evolução reflectiu-se numa ligeira diminuição da proporção de títulos emitidos no total de financiamento de mercado do sistema bancário, ainda que tal diminuição tenha ocorrido essencialmente nos bancos não domésticos que, conforme referido anteriormente, aumentaram o recurso a financiamento no mercado monetário interbancário (Gráfico

Gráfico 5.2.3

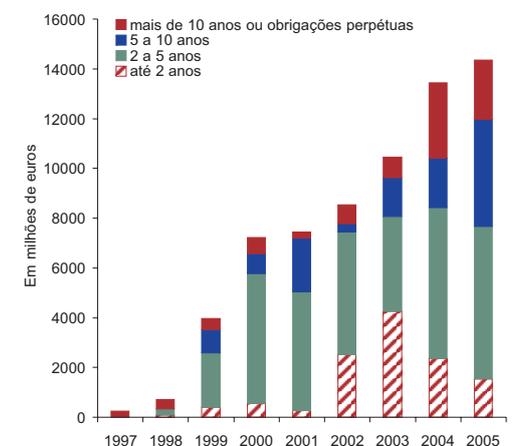
DECOMPOSIÇÃO DAS SUBSCRIÇÕES LÍQUIDAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO E FUNDOS DO MERCADO MONETÁRIO



Fontes: Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Património (APFIPP).
 Notas: Valores corrigidos de investimento em unidades de participação de fundos nacionais desde 2004. (a) Inclui Outros Fundos, Fundos Flexíveis e Fundos Especiais de Investimento.

Gráfico 5.2.4

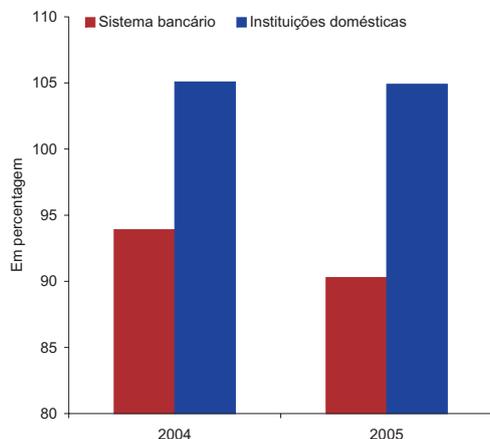
EMISSIONES INTERNACIONAIS DE OBRIGAÇÕES ATRAVÉS DE FILIAIS E SUCURSAIS NO EXTERIOR DE GRUPOS BANCÁRIOS PORTUGUESES
 Estrutura por maturidade original



Fontes: Bloomberg, Thomson Financial Datastream e Dealogic Bondware.

Gráfico 5.2.5

PROPORÇÃO DOS TÍTULOS EMITIDOS NO TOTAL DO FINANCIAMENTO DE MERCADO

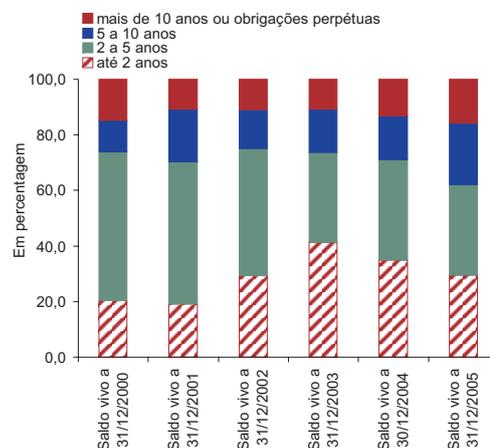


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Financiamento de mercado definido como a soma dos passivos interbancários (deduzidos de activos) e títulos (incluindo títulos subordinados).

Gráfico 5.2.6

ESTRUTURA DE MATURIDADE RESIDUAL DE OBRIGAÇÕES EMITIDAS ATRAVÉS DE FILIAIS E SUCURSAIS NO EXTERIOR DE GRUPOS BANCÁRIOS PORTUGUESES



Fontes: Bloomberg, Thomson Financial Datastream e Dealogic Bondware.

5.2.5). A maior parte das emissões de obrigações através de filiais e sucursais no exterior continuaram a ser efectuadas com maturidades relativamente elevadas, uma vez que o recurso a esta forma de dívida tem como objectivo essencial financiar activos de elevada estabilidade ou de médio e longo prazo (crédito concedido a clientes), o que permite diminuir de forma substancial o risco de refinanciamento dos bancos (Gráfico 5.2.6 e Quadro 5.2.1). A maior parte das obrigações são emitidas com taxas variáveis, de modo a evitar desajustamentos entre a remuneração destes passivos e a rentabilidade obtida com os activos, uma vez que a maior parte do crédito é concedido com taxas de juro variáveis. No entanto, em 2005, assistiu-se a um ligeiro aumento das emissões com taxa fixa, em particular para obrigações com prazos mais longos (para o que poderão ter contribuído os incentivos oferecidos pela diminuição da inclinação da curva de rendimentos).

Quadro 5.2.1

ESTRUTURA DO SALDO VIVO TOTAL DE OBRIGAÇÕES EMITIDAS ATRAVÉS DE FILIAIS E SUCURSAIS NO EXTERIOR DE GRUPOS BANCÁRIOS PORTUGUESES

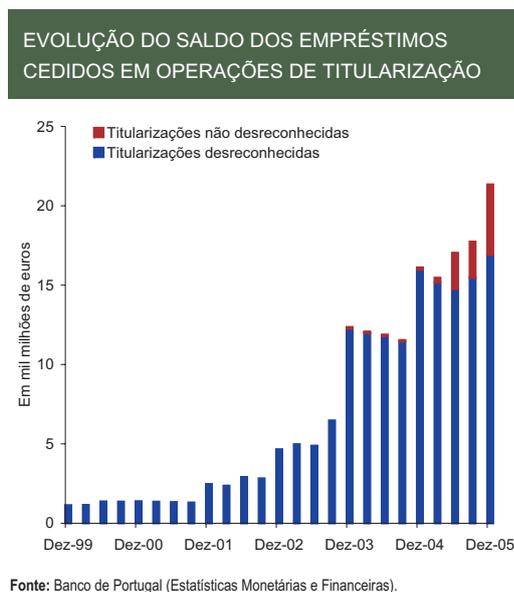
Por tipo de taxa e maturidade residual a 31/12/2005

Em percentagem do saldo vivo total

	até 2 anos	2 a 5 anos	5 a 10 anos	mais de 10 anos ou obrigações perpétuas	Total
Taxa variável	27.1	27.3	8.6	6.0	69.1
Taxa fixa e outros	2.4	5.4	13.4	9.8	30.9
Total	29.5	32.7	22.0	15.8	100.0

Fontes: Bloomberg, Thomson Financial Datastream e Dealogic Bondware.

Gráfico 5.2.7



A diversificação das fontes de financiamento do sistema bancário, impulsionada pela persistência de taxas de crescimento do crédito superiores às dos depósitos captados junto de clientes, tem também passado pela cedência em operações de titularização de créditos concedidos pelos bancos, o que lhes tem permitido transformar o crédito registado no seu balanço em activos líquidos e transaccionáveis. Conforme referido anteriormente, a aplicação das NIC implicou alterações nos critérios de desreconhecimento de activos. Deste modo, nos casos em que não se tenha verificado uma cedência efectiva do controlo do activo titularizado, este deverá continuar a ser incluído na carteira de crédito dos bancos (tendo como contrapartida no passivo dos bancos a rubrica “passivos por activos não desreconhecidos” ou a rubrica “responsabilidades representadas por títulos”, no caso de o veículo de titularização ser incluído no perímetro de consolidação do grupo bancário). No entanto, tanto os créditos titularizados desreconhecidos como os não desreconhecidos permitem a obtenção de liquidez a partir de um activo ilíquido. Deverá ser tido em consideração que os créditos titularizados não desreconhecidos, apesar de continuarem a figurar na carteira de crédito dos bancos, não poderão ser novamente utilizados como forma de obtenção de liquidez adicional. Deste modo, tendo em consideração o montante total envolvido em operações de titularização, verifica-se que os bancos portugueses têm continuado a recorrer de forma significativa a este tipo de operação como forma de obtenção de liquidez, que poderá ser eventualmente canalizada para a concessão de novos créditos⁴ (Gráfico 5.2.7).

A intensificação do recurso aos mercados financeiros internacionais aumenta a sensibilidade do sistema bancário a eventuais choques nos mercados financeiros e na economia mundial. No entanto, a participação na área do euro tem permitido o acesso ao financiamento nos mercados financeiros internacionais sem que tal implique um acréscimo do risco cambial, uma vez que a maior parte do financiamento obtido pelos bancos portugueses junto destes mercados encontra-se denominada em euros⁵. Esta dinâmica tem sido observada tanto para os bancos portugueses como para bancos de

(4) À semelhança do sucedido em 2004, um dos maiores grupos bancários não domésticos manteve no seu activo uma parte substancial dos títulos de dívida originados a partir de uma operação de titularização. Como consequência, neste caso, estas operações não tiveram associados fluxos monetários que constituam liquidez imediata para o banco que cedeu os créditos, apesar de terem permitido transformar um activo ilíquido num activo transaccionável. Nalgumas circunstâncias, estes títulos podem ser utilizados como garantia em operações de política monetária. Excluindo estas operações, o crescimento dos montantes cedidos em operações de titularização em 2005 foi bastante mais forte do que o observado no ano anterior.

(5) A título ilustrativo, cerca de 95 por cento das obrigações emitidas por filiais e sucursais no exterior em 2005 foram denominadas em euros.

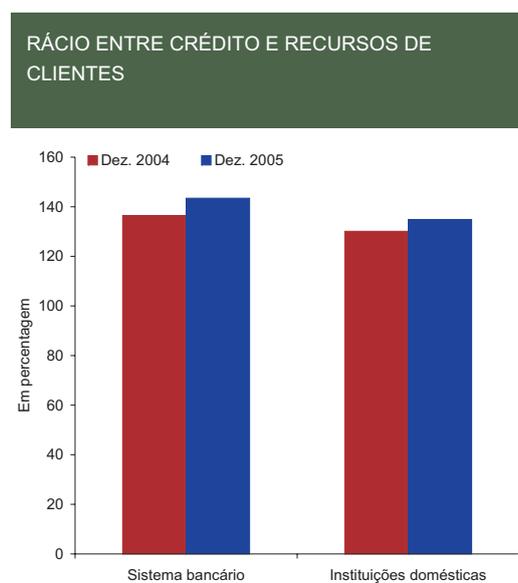
outros países da área do euro, onde os recursos de clientes também têm evidenciado crescimentos mais moderados do que o crédito concedido, correspondendo a um fenómeno de crescente integração financeira.

5.3. Indicadores de Liquidez

Conforme referido anteriormente, em 2005, o crédito concedido pelos grupos bancários analisados registou um crescimento superior ao dos recursos captados junto de clientes por estas instituições. Como consequência, o rácio entre o crédito concedido e os recursos de clientes registou um aumento em 2005 para o conjunto das instituições analisadas, bem como para o subconjunto das instituições domésticas (Gráfico 5.3.1). No entanto, para este subconjunto de instituições, o aumento deste rácio não foi tão pronunciado, situando-se em níveis bastante inferiores aos registados pelo rácio entre crédito e depósitos de bancos não domésticos. Ao longo dos últimos anos, a análise da evolução deste rácio tem vindo a ser condicionada por alterações na forma de financiamento do sistema bancário, em grande parte como consequência da crescente integração financeira decorrente da participação na área do euro⁶. Em primeiro lugar, os bancos têm vindo a diversificar a forma de captação de recursos junto da sua base de clientes. Neste contexto, uma parte importante das poupanças do sector privado não financeiro tem vindo a ser aplicada em títulos de dívida emitidos por bancos e colocados junto de clientes. No entanto, ao contrário do sucedido em anos anteriores, as aplicações nestes títulos diminuíram de forma significativa em 2005. Deste modo, tendo em consideração um conceito mais alargado de recursos de clientes que inclua estes títulos, a tendência de aumento do rácio crédito-depósitos é reforçada, em particular para os bancos domésticos (Gráfico 5.3.2).

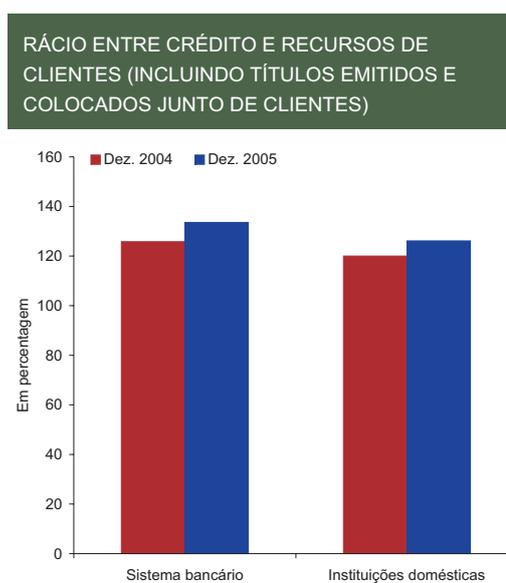
O rácio crédito-depósitos continuou a assumir uma distribuição bi-modal para o subconjunto das instituições domésticas, existindo dois grupos de instituições com situações distintas (Gráfico 5.3.3).

Gráfico 5.3.1



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 5.3.2

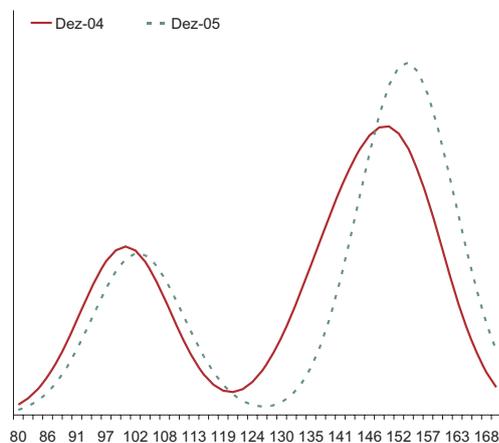


Fonte: Banco de Portugal.

(6) Considerações adicionais sobre esta evolução, bem como uma apresentação detalhada de alguns dos indicadores de liquidez utilizados neste capítulo, podem ser consultadas na "Caixa 4.1. Acompanhamento do risco de liquidez do sistema bancário", publicada no Relatório de Estabilidade Financeira do Banco de Portugal de 2004.

Gráfico 5.3.3

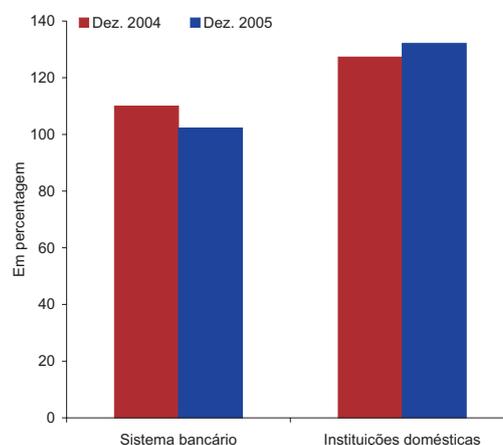
RÁCIO CRÉDITO-DEPÓSITOS DAS INSTITUIÇÕES DOMÉSTICAS
Distribuição empírica



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 5.3.4

RÁCIO DE COBERTURA DOS PASSIVOS INTERBANCÁRIOS POR ACTIVOS DE ELEVADA LIQUIDEZ



Fonte: Banco de Portugal.
Nota: 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.

Enquanto que um grupo de instituições continua a registar um rácio entre o crédito concedido e os depósitos de clientes próximo de 100 por cento, outro grupo de instituições (com maior peso no total) regista rácios entre crédito e depósitos bastante mais elevados. Em 2005, este rácio aumentou em ambos os grupos de instituições, ainda que este aumento tenha assumido maior magnitude para as instituições com rácios mais elevados.

Em 2005, registou-se um crescimento assinalável dos passivos interbancários, que se repercutiu numa ligeira diminuição do rácio de cobertura dos passivos interbancários por activos com um elevado grau de liquidez (definidos como activos interbancários e títulos de dívida elegíveis para operações de política monetária) para o conjunto dos grupos bancários analisados⁷ (Gráfico 5.3.4). No entanto, este crescimento reflectiu, em grande medida, a evolução do financiamento no mercado interbancário das instituições não domésticas, que aumentou de forma significativa em 2005⁸. Tendo em consideração apenas o sub-conjunto das instituições domésticas, os passivos interbancários registaram um crescimento mais moderado. Uma vez que estes passivos cresceram ligeiramente menos do que os activos de elevada liquidez, o rácio de cobertura para o conjunto das instituições domésticas registou alguma melhoria em 2005.

À semelhança do observado para o rácio entre crédito e depósitos, a distribuição do rácio entre activos de elevada liquidez e passivos interbancários também assume um comportamento bi-modal, existindo dois grupos de instituições com rácios de liquidez bastante distintos, ainda que tenha existido alguma aproximação entre estes dois grupos em 2005 (Gráfico 5.3.5).

Tendo em consideração a diversificação das formas de captação de recursos de clientes, o recurso acrescido a financiamento de mercado e a mitigação do carácter inerentemente ilíquido do crédito

(7) Em anos anteriores, os activos de elevada liquidez têm vindo a ser definidos como activos interbancários e títulos de emitentes públicos. No entanto, uma vez que a informação sobre títulos de emitentes públicos não existe numa base comparável em NIC em 2004 e 2005 (ou seja, esta informação não está incluída na Instrução nº 30/2005) foram alternativamente tidos em consideração os títulos de dívida elegíveis para operações de política monetária, tendo em consideração os dados disponíveis no mapa de liquidez (Instrução nº1/2000).

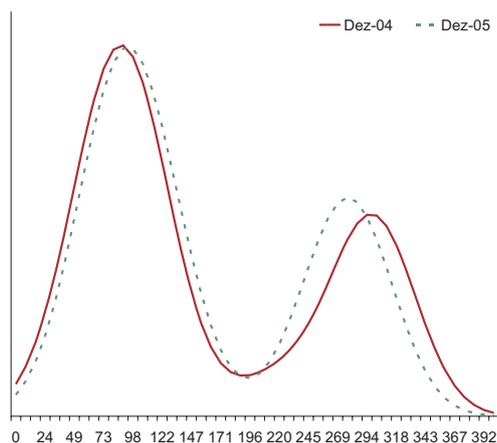
(8) Conforme acima referido, o forte crescimento registado pelos passivos interbancários dos grupos bancários não domésticos resultou essencialmente de um processo de reestruturação de dívida de um grupo bancário.

(por via da possibilidade de cedência de activos em operações de titularização), a análise do rácio entre crédito e depósitos (e, em alguma medida, do rácio de cobertura de passivos interbancários por activos de elevada liquidez) apresenta algumas limitações na caracterização da posição de liquidez dos bancos. Neste sentido, uma análise mais completa da situação de liquidez dos bancos portugueses deverá ter em consideração a estrutura de activos e passivos de curto prazo por maturidades residuais, utilizando a informação contida nos mapas de liquidez⁹, o que permite comparar as responsabilidades exigíveis no curto prazo com os activos líquidos e de curto prazo detidos pelos bancos.

Em 2005, os *gaps* de liquidez do conjunto dos grupos bancários analisados registaram uma ligeira deterioração, contrariando a evolução globalmente positiva observada nos dois anos anteriores¹⁰ (Gráfico 5.3.6). Esta deterioração, que foi transversal aos diferentes intervalos de maturidade considerados, resultou essencialmente do aumento registado pelos passivos voláteis, que foi bastante superior ao aumento evidenciado pelos activos líquidos dos bancos considerados. Esta evolução dos passivos voláteis reflectiu essencialmente a intensificação do recurso ao financiamento no mercado monetário interbancário, ainda que os compromissos assumidos perante terceiros e o financiamento por títulos de dívida também tenham oferecido um contributo importante (não obstante o aumento da maturidade média dos títulos emitidos por filiais e sucursais no exterior que, em geral, contribui para uma diminuição do peso dos passivos exigíveis no curto prazo no balanço dos bancos). O sub-conjunto das instituições domésticas registou uma evolução muito semelhante destes indicadores de liquidez, observando igualmente uma deterioração (ligeiramente menos significativa) dos

Gráfico 5.3.5

RÁCIO DE COBERTURA DE PASSIVOS INTERBANCÁRIOS POR ACTIVOS DE ELEVADA LIQUIDEZ DAS INSTITUIÇÕES DOMÉSTICAS
Distribuição empírica



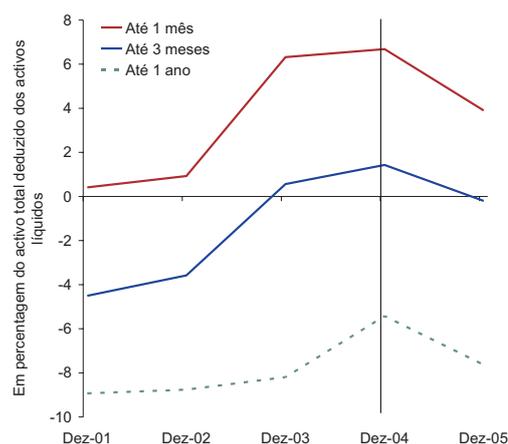
Fonte: Banco de Portugal.

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

Gráfico 5.3.6

GAP DE LIQUIDEZ EM ESCALAS CUMULATIVAS DE MATURIDADE

Sistema bancário



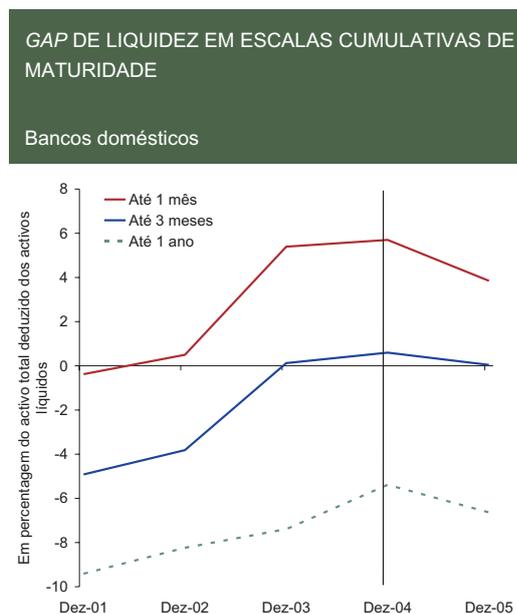
Fonte: Banco de Portugal.

Nota: 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.

(9) Tendo por base a Instrução nº1/2000.

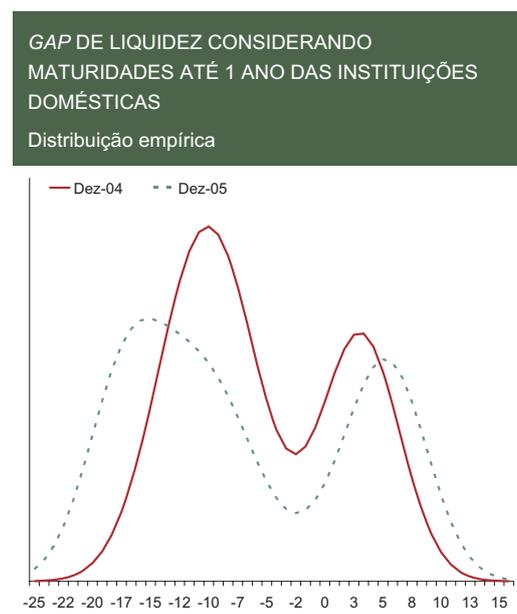
(10) O *gap* de liquidez pode ser definido como o rácio da diferença entre os activos líquidos (AL) e os passivos voláteis (PV) e a diferença entre o activo total (A) e os activos líquidos, para cada escala de maturidade, ou seja, $\text{Gap} = (\text{AL} - \text{PV}) / (\text{A} - \text{AL})$. Para mais detalhes sobre estes conceitos, ver "Caixa 4.1. Acompanhamento do risco de liquidez do sistema bancário", publicada no Relatório de Estabilidade Financeira do Banco de Portugal de 2004.

Gráfico 5.3.7



Fonte: Banco de Portugal.
 Nota: 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.

Gráfico 5.3.8



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.

gaps de liquidez, que resultou essencialmente do crescimento dos passivos interbancários (Gráfico 5.3.7). Note-se que, apesar de o recurso a financiamento através da emissão de títulos de dívida ter crescido bastante mais do que o financiamento interbancário para o grupo de instituições domésticas, a tendência de alongamento das maturidades dos títulos emitidos tem resultado num aumento da maturidade residual média destes passivos, pelo que o crescimento destas responsabilidades no mapa de liquidez (que inclui apenas títulos com maturidade residual inferior a 1 ano) foi relativamente moderado em 2005. É importante notar que a evolução dos *gaps* de liquidez em 2005 registou tendências relativamente díspares para os principais grupos bancários portugueses, reflectindo-se num aumento substancial da dispersão entre instituições (Gráfico 5.3.8). A persistência do crescimento dos passivos voláteis, exigíveis no curto prazo, em níveis superiores aos activos líquidos detidos por alguns bancos pode eventualmente vir a gerar algumas pressões sobre a sua liquidez.

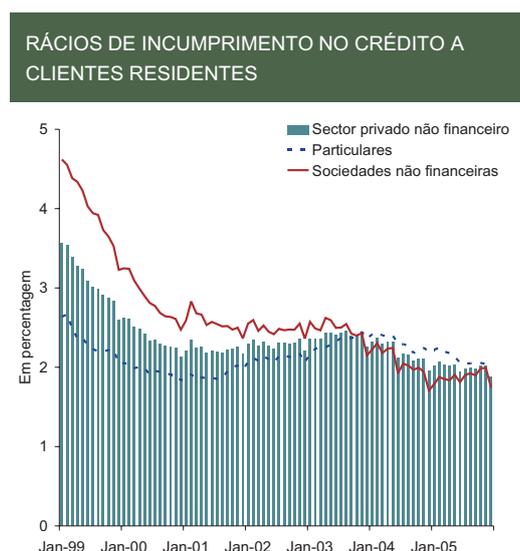
6. RISCO DE CRÉDITO

6.1. Apreciação Global

Apesar da conjuntura económica desfavorável, os rácios de incumprimento na carteira de empréstimos bancários mantiveram-se claramente contidos em 2005, tanto no sector dos particulares como no das sociedades não financeiras (Gráfico 6.1.1). Paralelamente, o crédito concedido a particulares manteve um crescimento robusto, sobretudo no segmento do crédito à habitação, enquanto que a dívida das sociedades não financeiras acelerou face ao ano precedente, tanto sob a forma de empréstimos como através da emissão de títulos, maioritariamente de curto prazo.

A sustentar a evolução do crédito e a contenção dos indicadores de incumprimento terá estado um vasto conjunto de factores, cuja importância relativa é de difícil aferição. No entanto, de entre eles deverá ser destacada a manutenção das taxas de juro em níveis reduzidos, tanto em termos nominais como reais. A evidência disponível sugere que terá também existido alguma adaptação do lado da oferta de crédito à capacidade corrente dos clientes para assegurar o serviço da dívida. A introdução de produtos no mercado, com cláusulas/características que permitem o diferimento do respectivo grau de esforço associado, terá certamente contribuído para a evolução observada no segmento dos particulares. Por outro lado, no segmento das sociedades não financeiras, as necessidades de financiamento de existências e de fundo de maneo, a par da reestruturação de dívida terão sido factores subjacentes ao aumento da procura de crédito¹. Adicionalmente, é também de realçar que terão sido essencialmente as pequenas e médias empresas (PME) as responsáveis pelo aumento da procura de crédito, sendo que parece existir alguma dicotomia entre a situação financeira das PME e a das grandes empresas. A conjugação destes diferentes factores sugere que a expansão do crédito e a re-

Gráfico 6.1.1



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Crédito e juros vencidos e outro crédito de cobrança duvidosa em percentagem do total do crédito ao sector na carteira bancária.

(1) De acordo com os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito.

lativa contenção do incumprimento observados em 2005 poderão não ter traduzido a evolução da situação financeira das sociedades não financeiras, em particular das PME. De facto, estas dinâmicas deverão ter reflectido a disponibilidade dos bancos para acomodar dificuldades que algumas empresas poderão ter experimentado, nomeadamente através de processos de renegociação de dívida². Será, contudo, de destacar que a exposição das instituições bancárias está concentrada num conjunto limitado de empresas, tipicamente de grande dimensão e em sectores menos sensíveis a evoluções desfavoráveis da conjuntura, sendo relativamente reduzida face às PME.

Na medida em que a economia portuguesa mantenha um reduzido ritmo de crescimento e se confirmem as expectativas de mercado, de subida das taxas de juro de referência do BCE, será expectável, num futuro próximo, o início de um período em que um menor crescimento do crédito será acompanhado de algum aumento dos rácios de incumprimento do sector privado não financeiro. No entanto, o respectivo impacto sobre a situação financeira dos bancos não deverá ser significativo.

6.2. Particulares

Em 2005, assistiu-se a uma nova diminuição da taxa de poupança dos particulares, em linha com o observado desde 2002. Apesar dos reduzidos níveis de confiança dos consumidores, do aumento da taxa de desemprego e dos efeitos sobre o rendimento permanente derivados da necessidade de ajustamento estrutural do défice das contas públicas e da crescente incerteza quanto à sustentabilidade dos regimes de segurança social vigentes, o consumo privado manteve uma taxa de variação superior à do rendimento disponível. Esta evolução terá sido sustentada não só pelo reduzido nível das taxas de juro como também pela oferta pelas instituições de crédito de novas modalidades contratuais que permitem conter, no curto prazo, o esforço financeiro associado ao serviço da dívida.

Apesar da redução da taxa de poupança, e da manutenção do investimento em capital fixo em percentagem do PIB num nível semelhante ao verificado no ano precedente, a capacidade líquida de financiamento do sector registou um ligeiro aumento face ao verificado em 2004 (Gráfico 6.2.1). Esta evolução ficou a dever-se às significativas transferências de capital associadas a contribuições extraordinárias efectuadas por instituições financeiras para os respectivos fundos de pensões³. De facto, excluindo o impacto destas transferências (que em 2005 se situou em 1.4 p.p. do PIB), a capacidade de financiamento do sector ter-se-ia reduzido em 0.6 p.p. do PIB.

A tendência de aumento do endividamento dos particulares manteve-se em 2005, tendo estado, à semelhança do verificado nos anos anteriores, essencialmente associada ao aumento do crédito bancário para aquisição de habitação (Gráfico 6.2.2 e Quadro “Principais Indicadores” no Capítulo 1).

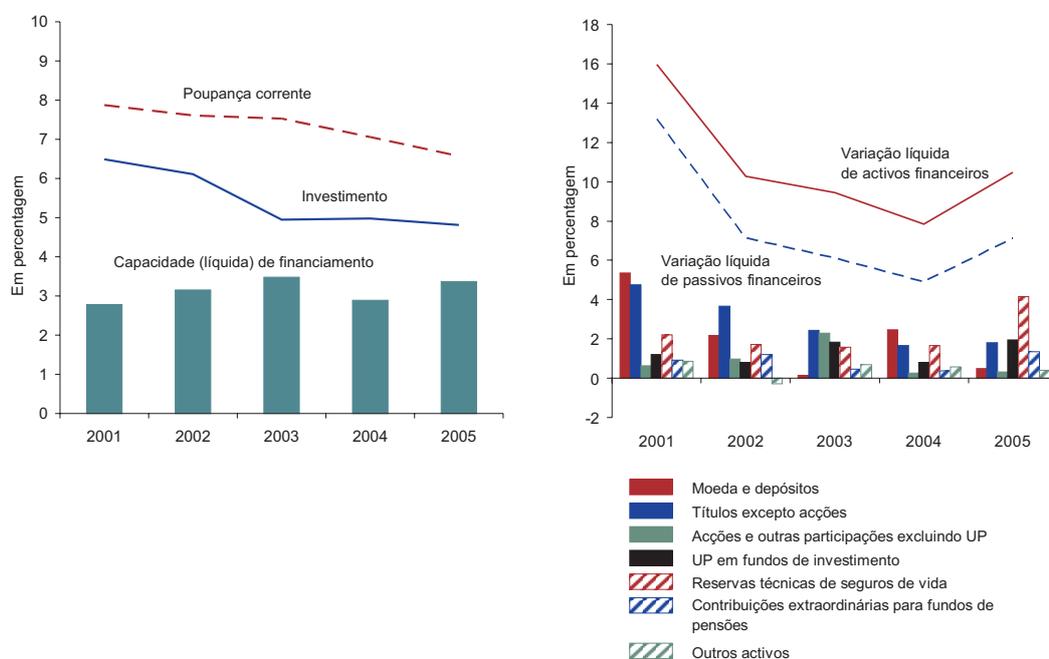
(2) Note-se que, conforme estabelecido no Aviso nº 3/95, as instituições bancárias estão obrigadas ao reconhecimento de créditos de cobrança duvidosa (e ao respectivo provisionamento) quando as situações de incumprimento excedem determinados limiares, definidos quer em termos de montante (na operação ou face a um mesmo cliente), quer de antiguidade do primeiro incumprimento. Em caso de liquidação parcial de crédito - em incumprimento - que anule a classificação de crédito de cobrança duvidosa, os saldos existentes - assim como os novos saldos - continuam abrangidos pelas condições referidas, com excepção das situações de reestruturação de dívida, em que se verifique cumulativamente a manutenção ou diminuição da exposição total face ao mutuário e a liquidação, no mínimo, dos montantes correspondentes aos juros vencidos.

(3) De acordo com a metodologia de elaboração das Contas Nacionais Portuguesas (*European System of Accounts* (ESA) 1995), os pagamentos extraordinários efectuados pelas entidades empregadoras a fundos de segurança social privados (como é o caso dos Fundos de Pensões) com vista a aumentar as reservas técnicas desses fundos devem ser registados como transferências de capital, a pagar pelo sector empregador e a receber pelo sector a que pertencem os fundos. Note-se que a definição de transferências de capital no ESA 1995 corresponde a operações, realizadas em dinheiro ou em espécie, das quais resultem um variação comensurável nos activos financeiros ou não financeiros incluídos no património de, pelo menos, uma das partes envolvidas na transacção. Como as reservas dos fundos de segurança social são consideradas pelo ESA 1995 como activos do sector das famílias, é necessário proceder simultaneamente a um ajustamento entre o sector dos fundos e o das famílias. Este ajustamento é, então, registado nas contas nacionais como sendo uma transferência de capital a pagar pelo sector a que pertencem os fundos e a receber pelo sector das famílias, acrescendo, assim, à capacidade líquida de financiamento deste último sector.

Gráfico 6.2.1

POUPANÇA, INVESTIMENTO, CAPACIDADE DE FINANCIAMENTO E OPERAÇÕES FINANCEIRAS DOS PARTICULARES

Em percentagem do PIB

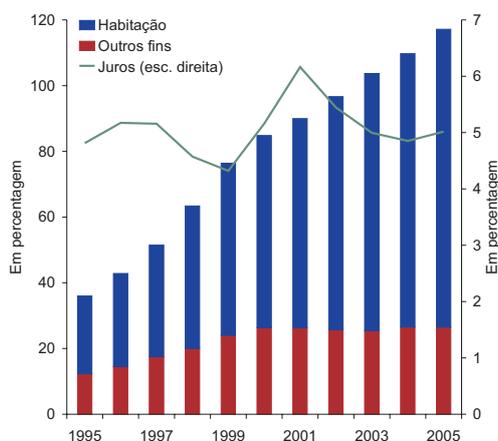


Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 6.2.2

ENDIVIDAMENTO E JUROS PAGOS PELOS PARTICULARES

Em percentagem do rendimento disponível



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Quadro 6.2.1

ENDIVIDAMENTO DOS PARTICULARES NOS PAÍSES DA ÁREA DO EURO^(a)

Em percentagem do PIB

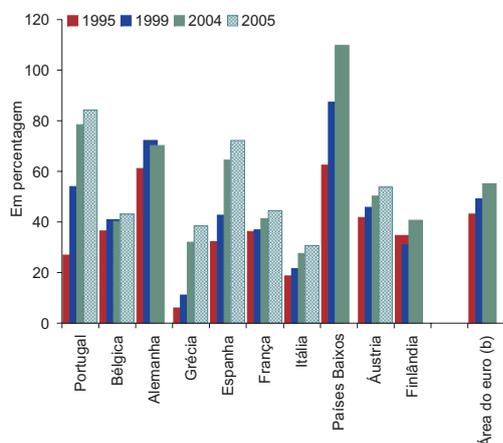
	Ano ^(b)	
Portugal	84.2	2005
Bélgica	43.1	2005
Alemanha	70.3	2004
Grécia	38.4	2005
Espanha	72.3	2005
França	44.4	2005
Itália	30.8	2005
Países Baixos	109.7	2004
Áustria	53.8	2005
Finlândia	40.7	2004
Área do euro ^(c)	55.0	2004

Fontes: Eurostat (até 2004 inclusivé, excepto Portugal), Bancos Centrais Nacionais, Institutos Nacionais de Estatística e Banco de Portugal.

Notas: Cálculos do Banco de Portugal para 2005. (a) Inclui os passivos relativos aos empréstimos e a títulos excepto acções. (b) Último valor conhecido. (c) Excluem-se a Irlanda e o Luxemburgo.

Gráfico 6.2.3

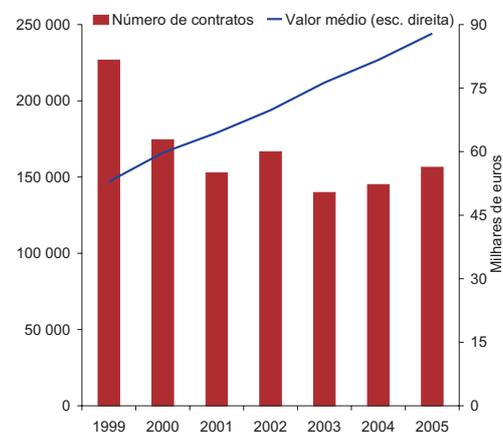
ENDIVIDAMENTO DOS PARTICULARES NOS PAÍSES DA ÁREA DO EURO ^(a)
Em percentagem do PIB



Fontes: Eurostat (até 2004 inclusivé, excepto Portugal), Bancos Centrais Nacionais, Institutos Nacionais de Estatística e Banco de Portugal.
Notas: Cálculos do Banco de Portugal para 2005. (a) Inclui os passivos relativos aos empréstimos e a títulos excepto acções. (b) Excluem-se a Irlanda e o Luxemburgo.

Gráfico 6.2.4

NOVOS CONTRATOS DE CRÉDITO À HABITAÇÃO



Fonte: Direcção Geral do Tesouro.

Estima-se que o rácio de endividamento dos particulares tenha atingido em 2005 um valor próximo de 117 por cento do Rendimento Disponível, o que corresponde a um aumento de 7 p.p.^{4,5}. Este nível mantém-se entre os mais elevados dos países da área do euro (Gráfico 6.2.3 e Quadro 6.2.1).

A evolução do endividamento, favorecida inicialmente, nos anos 90, pelo aumento do rendimento apercebido como permanente e pela significativa redução do nível e da volatilidade das taxas de juro bancárias, terá sido sustentada, no período mais recente, pela prática de condições de aprovação de empréstimos menos restritivas no segmento do crédito para habitação, num contexto de taxas de juro baixas. Esta combinação de factores terá propiciado a manutenção, em 2005, de um crescimento elevado da procura de crédito neste segmento.

De acordo com informação da Direcção Geral do Tesouro, verificou-se em 2005 um aumento do número de contratos de crédito (de 7.8 por cento – Gráfico 6.2.4). Note-se, no entanto, que esse aumento deverá traduzir não apenas a aquisição de nova habitação mas também a realização de novos contratos para substituição de empréstimos obtidos anteriormente em condições menos vantajosas. O valor médio dos contratos celebrados registou um aumento de 7.6 por cento face ao verificado em 2004.

Na linha do sucedido nos últimos anos, o aumento do valor dos contratos poderá estar associado à prática de rácios *loan-to-value*⁶ menos exigentes (i.e., para um mesmo valor de imóvel, os bancos emprestam um montante superior), facilitando assim a aquisição de habitações de preço superior, reflec-

(4) Note-se que os valores referentes aos rácios de endividamento do sector privado não financeiro referidos neste relatório diferem dos apresentados no Relatório de Estabilidade Financeira 2004 devido à revisão da série do Rendimento Disponível, efectuada no contexto da adopção de uma nova base para as Contas Nacionais pelo Instituto Nacional de Estatística.

(5) No final de 2005, cerca de 78 por cento dessa dívida era relativa a créditos relacionados com habitação. No final de 2000 esse valor era de 71 por cento.

(6) Definido como a relação entre o montante do empréstimo concedido e o valor do imóvel.

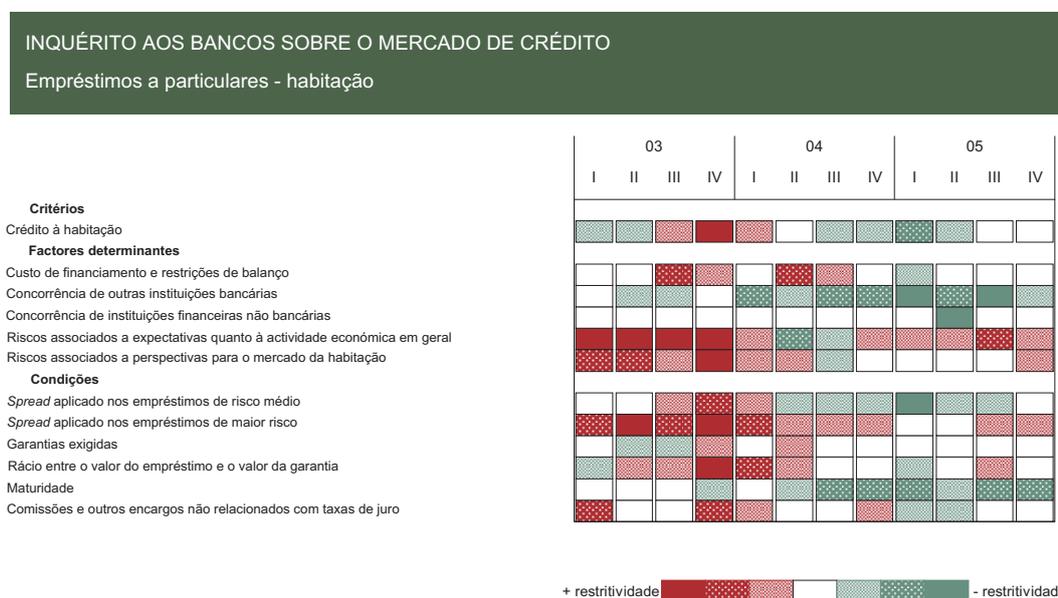
tindo maior dimensão e/ou qualidade⁷. O aumento do rácio implicará, por si só, um acréscimo de risco para as instituições de crédito, ganhando assim especial importância a questão da correcta avaliação dos imóveis que sirvam de garantia às operações. Na eventualidade de valorizações excessivas (no sentido de não sustentáveis) dos imóveis, a cobertura do risco diminuiria no caso de uma posterior correcção de valor. No entanto, a informação disponível sugere que não se observa em Portugal um fenómeno de valorização excessiva dos imóveis, não havendo assim expectativa de qualquer redução abrupta do valor dos mesmos⁸ (veja-se a “Caixa 6.1. Preços de habitação em Portugal e fundamentos macroeconómicos: evidência de regressão de quantis”).

Adicionalmente, a prática de rácios *loan-to-value* mais elevados deverá ter como contrapartidas, por um lado, exigências acrescidas em termos de outras garantias e, por outro, maiores diferenciais de taxa de juro.

De acordo com os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, a aplicação de critérios menos restritivos na aprovação de empréstimos tem sido induzida pela intensa concorrência entre instituições bancárias, e tem-se traduzido, de forma mais evidente, na redução dos *spreads* de taxa de juro aplicados aos empréstimos de risco médio e no alongamento do prazo das operações, práticas que têm permitido conter o grau de esforço associado à dívida (Gráfico 6.2.5).

Dado que em 2005 a quota de mercado dos 5 principais grupos bancários no segmento dos empréstimos a particulares para aquisição de habitação se reduziu ligeiramente (embora mantendo-se superior a 80 por cento – Gráfico 6.2.6), pode-se inferir que as restantes instituições (que não integram a amostra do questionário) terão também praticado condições de aprovação de empréstimos menos restritivas no ano em apreço.

Gráfico 6.2.5

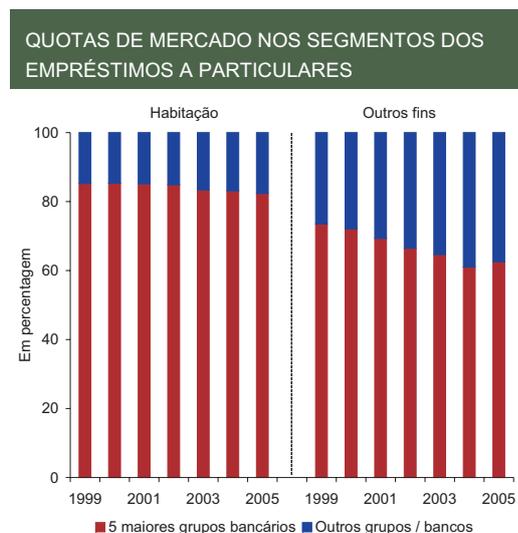


Fonte: Banco de Portugal.

(7) De facto, a variação dos preços de habitação (avaliada pela evolução dos valores médios de avaliação bancária de habitação - fonte INE) terá sido aproximadamente nula em termos reais. Verifica-se também que as variações de preço (aproximadas por esta variável) terão sido mais significativas no segmento das moradias do que no dos apartamentos.

(8) Como é óbvio, situações de sobre-valorização de imóveis são sempre possíveis, em localizações e/ou em segmentos específicos, não devendo, em qualquer caso, ter implicações sistémicas relevantes.

Gráfico 6.2.6



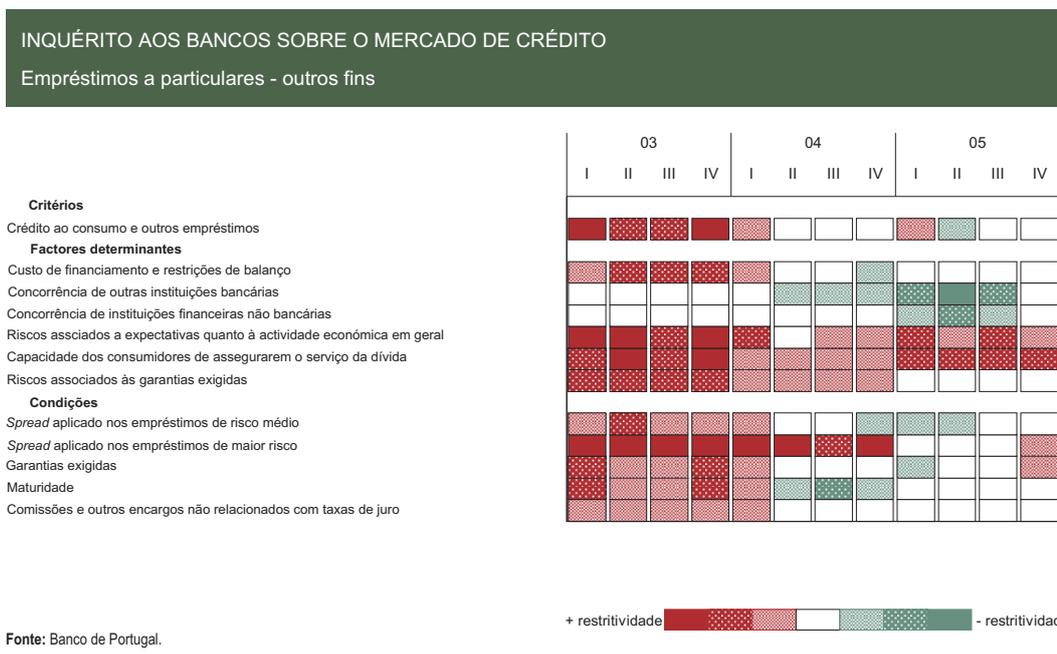
Fonte: Banco de Portugal.

Os empréstimos para consumo e outros fins têm mantido taxas de variação claramente menos elevadas do que as observadas no segmento da habitação. Apesar de também neste segmento terem sido reportados, pelos grupos bancários participantes no Inquérito, pressões acrescidas da concorrência, as instituições optaram por uma maior prudência na alteração dos seus critérios de aprovação de empréstimos, o que foi justificado pelo maior risco associado a este tipo de crédito, num contexto de expectativas negativas quanto à actividade económica em geral e quanto à capacidade dos consumidores para assegurarem o serviço da dívida (Gráfico 6.2.7). Ainda assim, e contrariamente ao observado no segmento da aquisição de habitação, a quota de mercado dos cinco grupos bancários participantes no Inquérito aumentou ligeiramente em 2005 no segmento dos empréstimos para consumo e outros fins.

Seja em termos de nível, seja em termos de evolução ao longo dos últimos anos, existe uma diferença significativa nas quotas dos maiores grupos bancários nos dois segmentos dos empréstimos a particulares. Enquanto no segmento dos empréstimos para habitação as maiores instituições (reportantes no Inquérito) têm mantido, sem grande alteração, uma quota superior a 80 por cento (e que diminuiu apenas 3 p.p. entre 1999 e 2005), no segmento dos empréstimos para consumo e outros fins assistiu-se, durante o referido período, a uma redução acumulada de 10 p.p. nessa quota, para 63 por cento. Esta diferente evolução nos dois segmentos deverá estar a reflectir diferentes avaliações de risco e rentabilidade efectiva relativamente aos mesmos. Por um lado, o segmento dos empréstimos para aquisição de habitação tende a revestir-se de menor risco (os índices de incumprimento são tipicamente inferiores e as operações têm usualmente garantia real consubstanciada no próprio imóvel), tendo deste modo associados menores requisitos de capital. Por outro, este segmento surge como melhor catalisador do estabelecimento de relações duradouras e abrangentes com os clientes, potenciando a rentabilidade das instituições numa óptica de cliente por contraposição a uma óptica, mais restrita, de operação.

De facto, o cliente gera rentabilidade não apenas através da operação de crédito mas também através dos produtos associados ao crédito, de que são exemplos os seguros de vida e sobre os imóveis e pela manutenção de posições passivas geradoras de rendimento, de que são exemplos as comissões

Gráfico 6.2.7



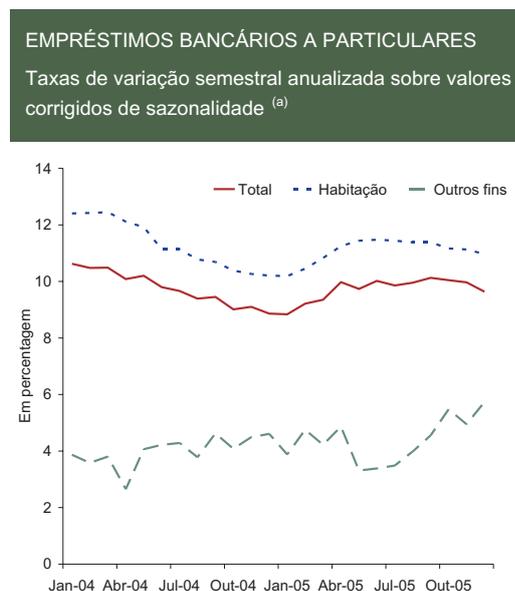
associadas a cartões e a domiciliações. Também por estas razões, as instituições de maior dimensão têm de alguma forma privilegiado, nos últimos anos, o segmento do crédito para habitação, em detrimento do crédito para outros fins.

Em termos agregados, estima-se que, pela primeira vez desde 2001, os encargos com juros em percentagem do rendimento disponível tenham aumentado. De facto, em 2005 o efeito do aumento do saldo em dívida sobre o montante de juros a pagar foi apenas parcialmente compensado pela redução dos níveis das taxas de juro activas⁹. As taxas de juro do crédito bancário a particulares começaram a subir no último trimestre do ano, como reflexo do aumento observado nas taxas de juro do mercado monetário da área do euro. Estas funcionam como indexantes para a generalidade das taxas de juro do crédito concedido, e a sua subida traduziu a antecipação, pelos participantes no mercado monetário do euro, de aumentos das taxas de juro oficiais do Banco Central Europeu (BCE)¹⁰. Note-se porém que a transmissão das variações dos indexantes às taxas de juro bancárias activas (relativas aos saldos), embora rápida, tende a ser gradual. Este facto decorre, no caso dos empréstimos de taxa variável, tipicamente de prazo mais longo, do carácter discreto (trimestral ou semestral) da revisão do indexante e, no caso dos empréstimos de prazos mais curtos, de terem frequentemente associadas taxas fixas no período da operação. Assim, a transmissão das variações já observadas dos indexantes às taxas de juro activas dos bancos prosseguirá em 2006, reflectindo-se então, de forma mais significativa, nos encargos com juros. O fenómeno deverá ser ampliado porque os mercados continuam a antever subidas adicionais das taxas de juro oficiais do BCE, o que se tem traduzido em novos aumentos dos indexantes de taxa de juro. Por outro lado, a evolução dos encargos com juros dos particulares irá também reflectir a evolução do *stock* de crédito que, não obstante as subidas de

(9) Em média anual, as taxas de juro do crédito a particulares reduziram-se 0.1 p.p. em 2005, uma redução claramente inferior às observadas entre 2002 e 2004.

(10) Estas vieram a concretizar-se no início de Dezembro de 2005 e, já em 2006, no início de Março, num total de 50 pontos-base.

Gráfico 6.2.8



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (a) Taxas calculadas a partir de valores ajustados de titularizações e corrigidos de reclassificações, abatimentos ao activo e reavaliações cambiais e de preço.

taxa de juro já observadas, manteve, em 2005 e no primeiro trimestre de 2006, taxas de variação estáveis e elevadas, nomeadamente no segmento dos empréstimos para aquisição de habitação (Gráfico 6.2.8)¹¹.

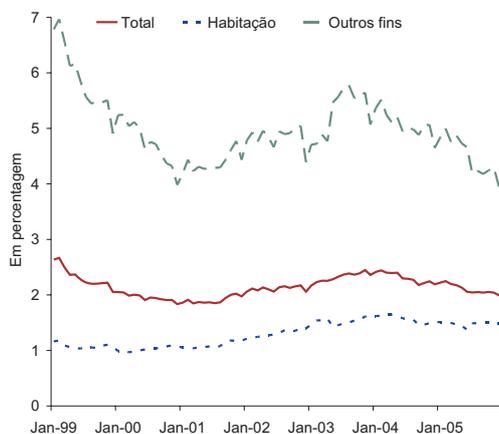
Os indicadores de incumprimento nos empréstimos bancários a particulares registaram uma evolução favorável em 2005 (Gráfico 6.2.9 e Quadro “Principais Indicadores” no Capítulo 1). Os rácios entre os empréstimos vencidos e outros empréstimos de cobrança duvidosa e o total de empréstimos bancários concedidos ao sector mantiveram-se em níveis mais reduzidos no segmento dos empréstimos para habitação do que no dos empréstimos para outros fins, e verificaram uma trajectória descendente durante o ano. Note-se que esta evolução não resultou, de forma fundamental, de um recurso mais intenso a abatimentos ao activo (parciais ou totais) de créditos considerados como definitivamente incobráveis. Efectivamente, no final de 2005, o fluxo anual de novos créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa, avaliado em percentagem do saldo de empréstimos bancários (corrigido de titularizações), manteve-se virtualmente estável face ao verificado no final de 2004, num nível reduzido (Gráfico 6.2.10).

Atendendo à evolução da conjuntura económica, nomeadamente no que respeita à situação no mercado de trabalho, embora num contexto de taxas de juro muito reduzidas, a evolução do incumprimento pode ser considerada favorável. Esta evolução deverá ter reflectido a adopção de políticas de gestão de risco mais adequadas por parte dos bancos e a introdução de novos produtos no mercado de crédito. Estas políticas deverão ter permitido a fixação de preços mais adequados ao perfil de risco de cada devedor, assim cobrindo melhor o respectivo risco associado. Esses produtos, que deverão ter associado um aumento do valor actual do custo da dívida, têm como principal objectivo conter no curto prazo o esforço financeiro associado ao serviço da dívida. As características destes produtos contemplam nomeadamente a possibilidade da reconversão de passivos de curto prazo sem garantia real em passivos de médio/longo prazo com garantia real (tipicamente hipotecária e com vantagens

(11) Ao nível dos encargos com juros, o impacto da evolução conjunta do stock de crédito e das taxas de juro poderá ser mitigado mediante a adopção de regimes de prestações crescentes. Não existe, no entanto, informação que aponte para uma adesão crescente a esta modalidade.

Gráfico 6.2.9

RÁCIOS DE INCUMPRIMENTO NO CRÉDITO BANCÁRIO A PARTICULARES



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 6.2.10

FLUXO ANUAL DE NOVOS CRÉDITOS VENCIDOS E OUTROS CRÉDITOS DE COBRANÇA DUVIDOSA Particulares



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Estimativa do fluxo anual de novos créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa (corrigidos de abatimentos ao activo) em percentagem dos empréstimos bancários (corrigidos de titularização).

em termos de taxa de juro)¹², a existência de períodos de carência de capital nos primeiros anos dos empréstimos¹³, a adopção de prazos de amortização variáveis (que permitem a manutenção, dentro de determinados limites, do serviço da dívida num contexto de variação das taxas de juro) ou mesmo a possibilidade de pagamento de uma importante parcela do empréstimo no final do contrato. Deste modo, a inovação financeira neste segmento de actividade tem permitido não só manter elevadas taxas de crescimento do crédito ao sector como mitigar a emergência de situações de incumprimento, ao possibilitar a contenção do grau de esforço associado a níveis crescentes de endividamento.

Note-se porém que, mesmo que estes novos produtos possibilitem uma mais adequada gestão do binómio risco/rendibilidade por parte das instituições de crédito, não deixarão de ter consequências micro e macroeconómicas significativas no futuro, ao promoverem níveis de despesa que se poderão revelar não sustentáveis. Acresce que, diferentemente do que sucedia nos anos 80 e 90, não será agora significativo qualquer efeito de erosão da dívida nominal, dado o regime de baixa inflação decorrente da participação na área do euro.

Num contexto de taxas de juro crescentes, será de esperar que a adopção destas novas modalidades contratuais se possa intensificar, dados os benefícios contemporâneos que quer devedores quer credores retiram das mesmas. Porém, estas práticas estarão a contribuir para criar um *trade-off* entre a expansão do endividamento do sector e da procura interna no presente e no futuro. De facto, face aos montantes crescentes de poupança afectos ao serviço da dívida, caso o cenário de aumentos das taxas de juro e de fraco crescimento da economia portuguesa se venha a concretizar, será de esperar no futuro algum aumento do crédito em incumprimento e/ou a um abrandamento da despesa na economia. A incidência deste fenómeno deverá ser relativamente heterogénea, afectando de forma mais significativa as famílias mais endividadas (em termos líquidos de activos financeiros que rendem ju-

(12) Existe também já a possibilidade (anunciada) de utilização de hipoteca genérica, que visa possibilitar a reutilização dos montantes já amortizados dos créditos para habitação, para qualquer finalidade, sem constituir nova hipoteca.

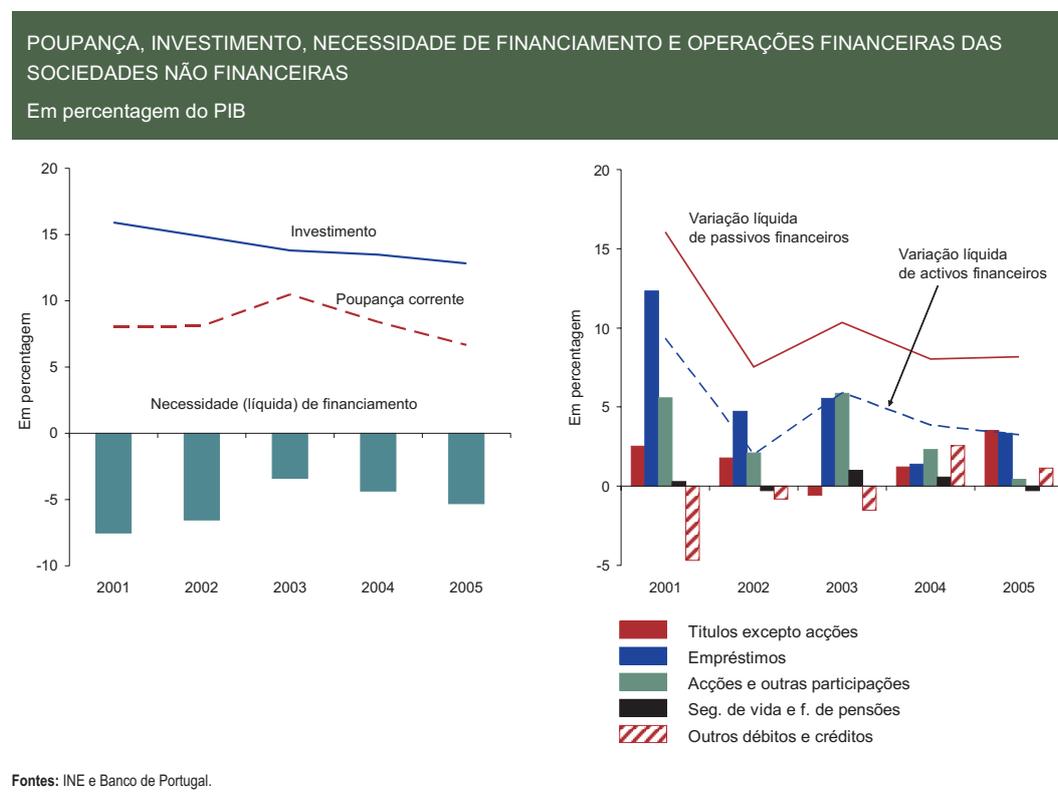
(13) Algumas das principais instituições permitem já períodos de carência de capital que se podem estender até aos 10 anos.

ros), aquelas com rendimentos tendencialmente mais baixos e com maior propensão a transitar para uma situação de desemprego. Em situação de fragilidade acrescida poderão estar os devedores mais recentes, assumindo que muitos deles só terão entrado no mercado por beneficiarem não só dos reduzidos níveis de taxa de juro como também das condições contratuais extremamente favoráveis que os bancos têm vindo a introduzir nos seus produtos (o que equivale a dizer que, em termos médios, têm associado um maior risco). Assim, não estando em posição favorável para renegociações que proporcionem condições ainda mais favoráveis, tenderão a estar particularmente expostos a movimentos de subida das taxas de juro, como aqueles que ocorreram no final de 2005 e no início de 2006.

6.3. Sociedades não Financeiras

Em 2005, as necessidades de financiamento das sociedades não financeiras terão registado um forte aumento face ao verificado no ano precedente. Assistiu-se, por um lado, a uma retracção do investimento empresarial, em linha com os indicadores de confiança e de sentimento económico (Gráfico 6.3.1). Por outro, verificou-se uma nova redução da poupança corrente do sector. No final do ano, o endividamento do sector¹⁴ ascendia a cerca de 100 por cento do PIB, tendo registado um aumento de 3 p.p. face ao valor do ano precedente (e de 17 p.p. face a 2000). Quando considerado o agregado de

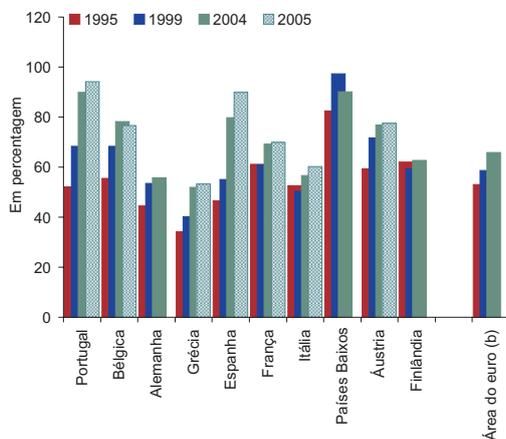
Gráfico 6.3.1



(14) O conceito de dívida referido inclui empréstimos concedidos por instituições financeiras 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; obrigações e créditos comerciais recebidos.

Gráfico 6.3.2

ENDIVIDAMENTO DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS NOS PAÍSES DA ÁREA DO EURO ^(a)
Em percentagem do PIB



Fontes: Eurostat (até 2004 inclusivé excepto Portugal), Bancos Centrais Nacionais, Institutos Nacionais de Estatística e Banco de Portugal.

Notas: Cálculos do Banco de Portugal para 2005. (a) Inclui os passivos relativos aos empréstimos e a títulos excepto acções (consolidados). (b) Excluem-se a Irlanda e o Luxemburgo.

Quadro 6.3.1

ENDIVIDAMENTO DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS NOS PAÍSES DA ÁREA DO EURO ^(a)
Em percentagem do PIB

	Ano ^(b)	
Portugal	94.1	2005
Bélgica	76.6	2005
Alemanha	55.8	2004
Grécia	53.3	2005
Espanha	89.8	2005
França	70	2005
Itália	60.3	2005
Países Baixos	90.2	2004
Áustria	77.5	2005
Finlândia	62.7	2004
Área do euro ^(c)	65.9	2004

Fontes: Eurostat (até 2004 inclusivé excepto Portugal), Bancos Centrais Nacionais, Institutos Nacionais de Estatística e Banco de Portugal.

Notas: Cálculos do Banco de Portugal para 2005. (a) Inclui os passivos relativos aos empréstimos e a títulos excepto acções (consolidados). (b) último valor acrescentado. (c) Excluem-se a Irlanda e o Luxemburgo.

dívida composto pelo total de empréstimos e pelos títulos excepto acções, o rácio de endividamento face ao PIB aumentou 4 p.p., mantendo-se entre os mais elevados ao nível da área do euro (Gráfico 6.3.2 e Quadro 6.3.1).

A poupança corrente do sector terá sido condicionada negativamente pela evolução da respectiva actividade e rentabilidade. A informação da Central de Balanços do Banco de Portugal, relativa a uma amostra de empresas não financeiras ¹⁵, aponta como causas para esta evolução a desaceleração das vendas, a rigidez dos custos salariais e o aumento significativo dos preços dos produtos energéticos. Aponta também para alguma diferença entre a evolução das pequenas e médias empresas e a das grandes empresas. Estas últimas conseguiram manter taxas de variação da produção e das vendas positivas, na ordem dos 5 por cento. Na medida em que tenham operado em sectores não transaccionáveis da economia portuguesa, terão conseguido, de certa forma, repercutir nos preços os aumentos dos custos associados aos seus consumos intermédios, o que, a par de uma contenção dos custos com o pessoal, via redução de emprego, terá contribuído para minorar as reduções nos seus índices de rentabilidade. Por sua vez, as pequenas e médias empresas terão verificado taxas de variação da produção e das vendas negativas, em torno de 2 por cento. Na medida em que actuem em sectores transaccionáveis, i.e., sujeitos a uma (crescente) concorrência internacional, estas empresas não terão tido capacidade para repercutir nos preços os aumentos referidos nos custos, assim verificando reduções de rentabilidade.

O endividamento das sociedades não financeiras continuou a ter origem predominantemente bancária, seja por via directa (através de empréstimos bancários, que representam cerca de dois terços da dívida total), seja por via da aquisição, pelos bancos, dos títulos de dívida emitidos pelas sociedades

(15) Uma descrição detalhada da informação estatística produzida com base na Central de Balanços do Banco de Portugal pode ser encontrada no Suplemento 5/2005 do *Boletim Estatístico*, Dezembro de 2005. Conforme referido nesse suplemento, as amostras utilizadas têm um importante envolvimento para as empresas de grande dimensão, em particular no caso do Inquérito Trimestral.

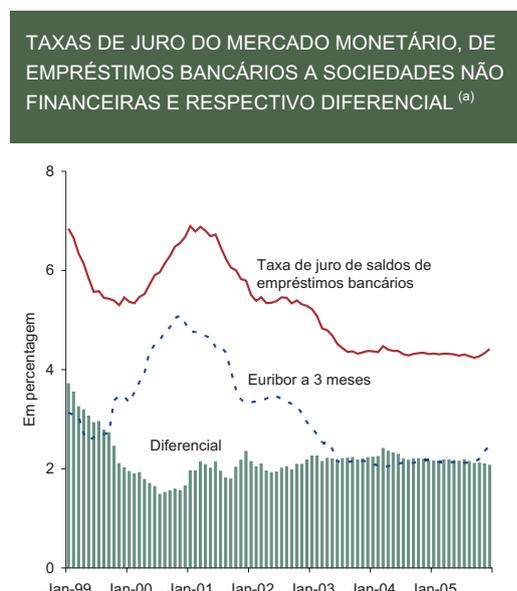
não financeiras. Em 2005, o valor dos passivos representados por obrigações e por papel comercial aumentou cerca de 30 por cento¹⁶. O contributo da componente de curto prazo para esta variação foi de 21 p.p., correspondentes a uma taxa de variação anual de 34 por cento.

A expansão do crédito bancário continuou a beneficiar do nível historicamente reduzido das taxas de juro activas (Gráfico 6.3.3). Em termos médios anuais, as taxas de juro dos saldos de empréstimos bancários a sociedades não financeiras reduziram-se ligeiramente (5 pontos base) face ao nível do ano precedente, sendo esta evolução inteiramente explicada pela compressão do diferencial de taxas de juro.

De facto, a prática de menores *spreads* de taxa de juro nos empréstimos de risco médio foi, desde meados de 2004, uma das alterações introduzidas pelos bancos no sentido de tornar menos restritivas as condições aplicadas na aprovação de empréstimos a sociedades não financeiras (Gráfico 6.3.4). De acordo com o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, foi também reportada uma diminuição nas comissões e outros encargos não relacionados com a taxa de juro. A concorrência, principalmente entre instituições bancárias, terá sido o principal factor indutor desta evolução. Em sentido oposto, i.e., contribuindo para uma maior restritividade dos critérios de aprovação de empréstimos, as entidades participantes no Inquérito apontaram, por um lado, o custo do capital e a sua posição de liquidez (de forma consistente ao longo do ano) e, por outro, e de forma crescente, uma avaliação negativa dos riscos associados a perspectivas para sectores de actividade/empresas específicas e a expectativas quanto à actividade económica em geral e às garantias exigidas. Em linha com esta avaliação, terão agravado o custo dos empréstimos a que associaram maior risco.

No final de 2005, a taxa de variação anual da dívida total das empresas não financeiras foi de cerca de 7 por cento, aumentando ligeiramente face ao valor do ano precedente, que se situou em 6 por cento. Na primeira metade do ano assistiu-se a um recurso mais significativo à emissão de obrigações, ao

Gráfico 6.3.3

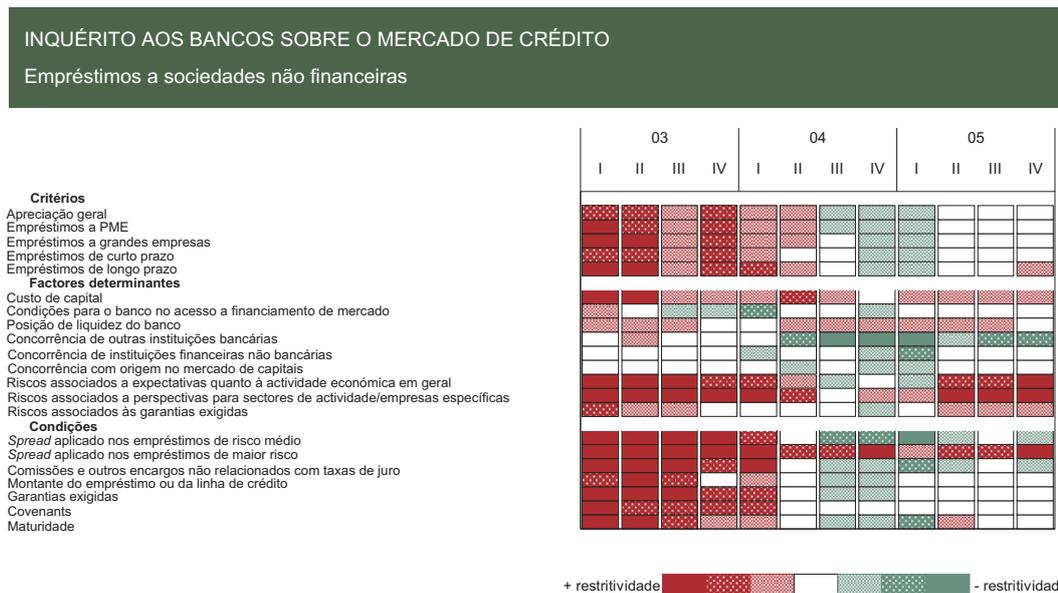


Fonte: Banco de Portugal.

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

(16) No total do endividamento das sociedades não financeiras, a componente de títulos de dívida representava no final de 2005 cerca de 15 por cento do total, sendo a sua maioria papel comercial (cerca de 60 por cento do total de títulos de dívida).

Gráfico 6.3.4



Fonte: Banco de Portugal.

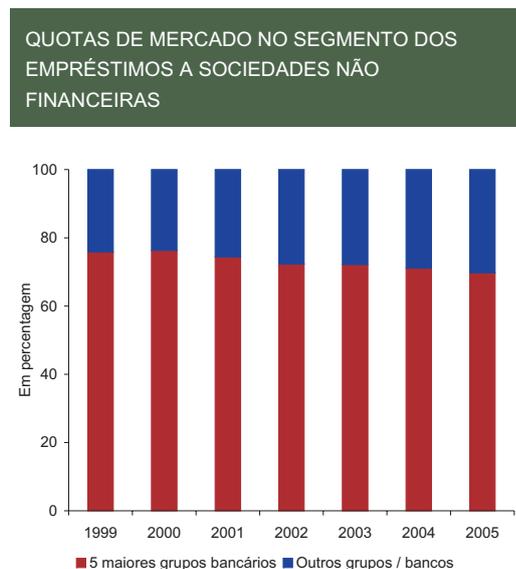
passo que no segundo semestre se privilegiou o recurso à emissão de papel comercial e aos empréstimos bancários. No final do ano, a taxa de variação anual dos empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes a sociedades não financeiras foi de cerca de 5 por cento (o que compara com aproximadamente 3 por cento no final de 2004). Os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito apontam para que no primeiro e no último trimestres do ano a procura de empréstimos bancários tenha sido originada essencialmente por empresas de pequena e média dimensão, tendo sido indicados como factores motivadores dessa procura, por um lado, o financiamento de existências e de fundo de maneio e, por outro, processos de reestruturação de dívida. O financiamento de investimento, factor que durante 2004 foi indicado como contribuindo para o aumento da procura de empréstimos, terá, em 2005, induzido uma retracção da procura de empréstimos, em contraste com o observado na área do euro.

Em 2005, a quota de mercado neste segmento de actividade dos cinco principais grupos bancários voltou a reduzir-se, em linha com o que sucedeu nos últimos anos (Gráfico 6.3.5). Esta evolução parece ser consistente com uma delimitação da actividade destes grupos às sociedades não financeiras com melhor desempenho, no contexto do clima de menor dinamismo que a economia portuguesa tem atravessado no período recente. Relembre-se que a evidência empírica disponível¹⁷ sugere que, controlando para o conjunto de factores relevantes, as empresas tendem a diversificar as suas relações bancárias num contexto de deterioração de resultados, enquanto as empresas de maior rentabilidade tendem a manter uma relação relativamente concentrada com um banco.

A exposição dos bancos às sociedades não financeiras continuou a caracterizar-se por uma elevada concentração. Esta concentração pode ser avaliada quer em termos do número de devedores, quer em termos sectoriais. Em termos do número de devedores, continua a verificar-se que as grandes exposições (assim classificadas quando não forem inferiores a 1 milhão de euros) representam cerca de 80 por cento do valor das exposições totais e somente 6 por cento do número total de exposições

(17) Ver Farinha e Santos (2002), "Switching from single to multiple bank lending relationships: determinants and implications", *Journal of Financial Intermediation*, 11, pp.124-151.

Gráfico 6.3.5



Fonte: Banco de Portugal.

(Quadro 6.3.1)¹⁸. Quando consideradas somente as exposições não inferiores a 10 milhões de euros, estas representavam no final de 2005 cerca de 45 por cento do valor das exposições totais e 0.6 por cento do número total de exposições. Por outro lado, em termos sectoriais, continuou a verificar-se uma concentração dos créditos nos sectores relacionados com o imobiliário. De facto, de entre os sectores que mais contribuíram para o crescimento observado nos empréstimos bancários a sociedades não financeiras, destacaram-se os da construção e os de outras actividades imobiliárias^{19,20}. No final de 2005, estes sectores representavam respectivamente 19.3 e 15.9 por cento do total dos empréstimos concedidos a sociedades não financeiras, registando taxas de variação de 8.6 e 10.7 por cento (que comparam com 4.9 e 13.6 por cento no final de 2004).

Tendo em conta que o risco de crédito associado às sociedades não financeiras tende a variar de forma inversa com a sua dimensão, podemos concluir que esta concentração do crédito continua a revelar-se um factor positivo no sentido da limitação do risco de crédito. Por outro lado, a relativa concentração do crédito em sectores de serviços (tipicamente não transaccionáveis), que têm verificado um desempenho mais favorável que o da indústria transformadora (e globalmente que o dos sectores transaccionáveis), aponta para idêntica conclusão.

No final de 2005, a qualidade média da carteira de empréstimos a sociedades não financeiras²¹ verificou uma ligeira deterioração face ao observado no final do ano precedente (Gráfico 6.3.6). Esta evolução derivou, por um lado, de um menor recurso a abatimentos de crédito ao activo, tendo-se assim invertido a tendência de utilização crescente deste instrumento observada no decurso dos últimos

(18) Esta informação baseia-se nos micro-dados constantes na Central de Riscos de Crédito do Banco de Portugal, podendo assim diferir ligeiramente da reportada ao abrigo dos reportes das Estatísticas Monetárias e Financeiras.

(19) A esta exposição às actividades ligadas ao sector da construção acresce a derivada do crédito a particulares para aquisição de habitação, segmento que tem, nos últimos anos, registado taxas de crescimento elevadas (superiores a 10 por cento). No final de 2005, a exposição conjunta destes sectores representava 63 por cento do total dos empréstimos concedidos ao sector privado não financeiro (o que compara com 60 por cento no final do ano precedente).

(20) A análise da contribuição dos diferentes sectores de actividade para o financiamento do agregado das sociedades não financeiras surge dificultada por parte importante desse financiamento ocorrer primariamente por via de *holdings* não financeiras (incluídas no sector dos Serviços – Outras actividades de serviços prestados principalmente às empresas), a partir das quais é posteriormente distribuído pelas diferentes componentes dos grupos a que essas *holdings* pertencem.

(21) Definida pelo rácio entre os empréstimos vencidos e outros empréstimos de cobrança duvidosa e o total de empréstimos concedidos ao sector.

Quadro 6.3.1

INDICADORES DE RISCO DE CRÉDITO DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS				
Indicadores de concentração do crédito a sociedades não financeiras				
	Dez 02	Dez 03	Dez 04	Dez 05
Grandes exposições (montante igual ou superior a 1 milhão de euros)				
Peso do montante no total	78.7%	78.7%	78.5%	78.9%
Peso do número de devedores no total	5.7%	5.7%	5.7%	5.9%
Saldo médio (10 ³ €)	5.744	5.695	5.585	5.592
das quais, de montante igual ou superior a 10 milhões de euros				
Peso do montante no total	45.8%	45.5%	44.6%	44.9%
Peso do número de devedores no total	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%
Saldo médio (10 ³ €)	38.129	36.320	35.002	33.157
Exposições de retalho (montante inferior a 1 milhão de euros)				
Peso do montante no total	21.34%	21.32%	21.48%	21.09%
Peso do número de devedores no total	94.34%	94.31%	94.26%	94.08%
Saldo médio (10 ³ €)	93.4	93.1	93.1	94.1

Indicadores de incumprimento do crédito a sociedades não financeiras, por dimensão das exposições				
	Dez 02	Dez 03	Dez 04	Dez 05
Exposição total				
Número de devedores em incumprimento ^(a)	13.4%	13.4%	13.2%	13.6%
Crédito e juros vencidos ^(b)	2.6%	2.5%	2.2%	2.1%
Saldo total dos devedores em incumprimento ^(b)	9.2%	9.5%	6.9%	7.5%
Grandes exposições (montante igual ou superior a 1 milhão de euros)				
Número de devedores em incumprimento ^(c)	11.1%	10.8%	9.3%	9.0%
Crédito e juros vencidos ^(d)	1.7%	1.5%	1.3%	1.2%
Saldo total dos devedores em incumprimento ^(d)	8.0%	8.6%	5.6%	6.5%
Exposições de retalho (montante inferior a 1 milhão de euros)				
Número de devedores em incumprimento ^(c)	13.6%	13.6%	13.4%	13.8%
Crédito e juros vencidos ^(d)	5.9%	6.0%	5.5%	5.4%
Saldo total dos devedores em incumprimento ^(d)	13.3%	13.1%	11.7%	11.5%

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: (a) Em percentagem do número de devedores total. (b) Em percentagem do crédito total. (c) Em percentagem do número de devedores total desta carteira. (d) Em percentagem do crédito total desta carteira.

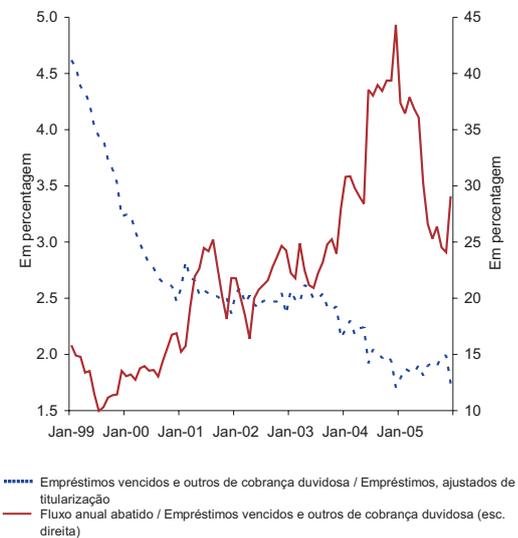
anos. Por outro lado, resultou de um aumento, na ordem dos 17 por cento, no fluxo anual de novos créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa (fluxo esse que em 2003 e 2004 havia diminuído 21 e 2 por cento, respectivamente) (Gráfico 6.3.7).

Os principais contributos para o aumento do rácio de incumprimento derivaram das exposições registadas a sociedades não financeiras dos sectores das actividades imobiliárias, alugueres e serviços prestados às empresas e, em menor grau, do alojamento e restauração (restaurantes e similares) (Gráfico 6.3.8). Por sua vez, entre os restantes sectores em que os bancos têm maiores exposições através de empréstimos, assinala-se a estabilidade dos rácios de incumprimento da construção e do comércio por grosso e a retalho²². Por sua vez, o rácio de incumprimento das sociedades não financeiras da indústria transformadora registou um aumento de cerca de 20 pontos base, para 3.3 por cento.

(22) Relembre-se que esta análise sectorial surge dificultada pelo facto de no subsector das actividades de serviços prestados às empresas estarem incluídas *holdings* não financeiras que funcionam frequentemente como entidade canalizadora de fundos para as várias empresas (leia-se sectores) participadas, pertencentes a diferentes sectores de actividade.

Gráfico 6.3.6

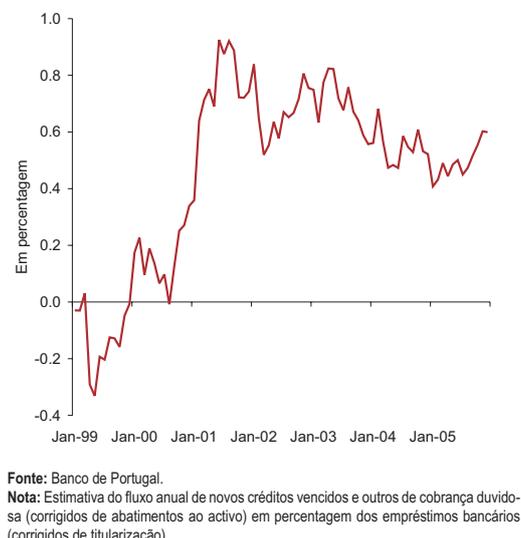
RÁCIOS DE INCUMPRIMENTO NOS EMPRÉSTIMOS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 6.3.7

FLUXO ANUAL DE NOVOS CRÉDITOS VENCIDOS E DE COBRANÇA DUVIDOSA
Sociedades não financeiras

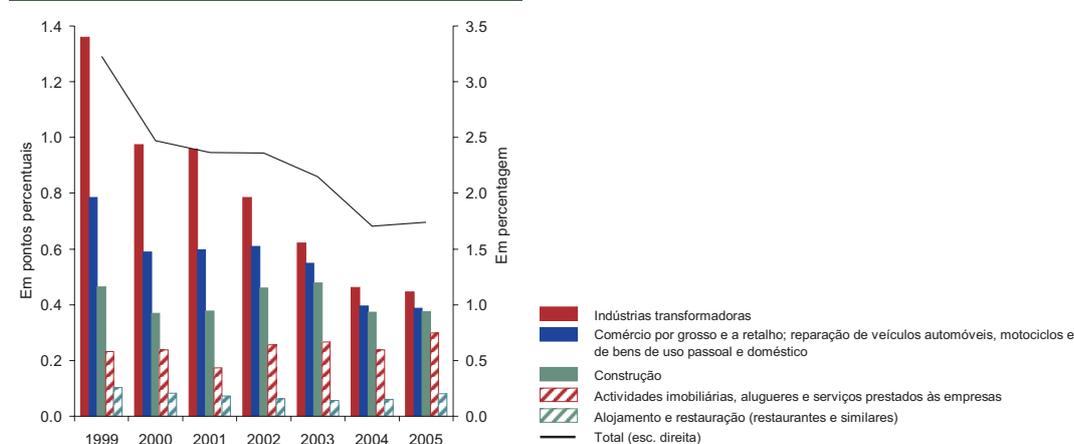


Fonte: Banco de Portugal.
 Nota: Estimativa do fluxo anual de novos créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa (corrigidos de abatimentos ao activo) em percentagem dos empréstimos bancários (corrigidos de titularização).

Conforme referido, inverteu-se em 2005 a tendência de redução do fluxo de novos créditos em incumprimento (e outros de cobrança duvidosa) das sociedades não financeiras. Esta inversão não terá sido mais significativa na medida em que, numa fase inicial de aumento do incumprimento, assiste-se, por norma, a uma reestruturação dos passivos dos incumpridores recentes, no sentido de procurar adequar o serviço da dívida à capacidade financeira dos mutuários.

Gráfico 6.3.8

RÁCIO DE INCUMPRIMENTO DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS
Contribuição sectorial



Fonte: Banco de Portugal.

Acresce que este aumento do fluxo de novo crédito em incumprimento ocorre num contexto de aumento da procura de crédito por PME, justificado, por um lado, com necessidades de financiamento de existências e de fundo de maneio e, por outro, com processos de reestruturação de dívida. Conjugada com a informação disponível acerca da actividade e da rentabilidade das PME, esta evolução sugere que o aumento observado do incumprimento estará assim relacionado, por um lado, com a ausência de uma recuperação sustentada da economia portuguesa, após a recessão de 2003 e, por outro, com o fim de um ciclo de reduções significativas das taxas de juro. A concretização de um cenário de continuação do período de baixo crescimento da economia portuguesa tenderá a ter impacto sobre a materialização do risco de crédito das sociedades não financeiras, especialmente se se confirmarem as expectativas de mercado, de subida das taxas de juro de referência do BCE (o que terá, como consequência, a subida das taxas de juro das operações activas dos bancos).

6.4. Exposição Internacional do Sistema Bancário Doméstico

A maioria dos grupos e instituições bancárias portuguesas tem mantido um âmbito de actuação restrito ao território português (Quadro 6.4.1). Com efeito, quando avaliada face ao activo (em base consolidada) do conjunto das instituições domésticas considerado neste relatório, a exposição internacional do sistema bancário português situa-se na ordem dos 30 por cento (valor claramente inferior ao observado para a generalidade dos países da Europa ocidental²³). Acresce que a maior parte desta exposição se reveste da natureza de activos internacionais²⁴, com a componente de activos locais em moeda local a corresponder, em 2005, a somente cerca de 6 por cento do activo do conjunto das instituições domésticas considerado neste relatório. Ainda assim, e conforme referido no “Capítulo 3. *Actividade, Rentabilidade e Cobertura do Risco*”, alguns dos principais grupos bancários portugueses registaram em 2005 variações substanciais nesta dimensão da componente internacional da sua actividade, tanto ao nível da captação de recursos, como da concessão de crédito e mesmo da geração de rendimento.

Os activos internacionais concentram-se num conjunto relativamente reduzido de países (as dez maiores contrapartes internacionais representam cerca de 71 por cento dos activos totais), na sua grande maioria países ou territórios classificados como desenvolvidos, e de *rating* soberano elevado, pelo que o risco associado a estes activos deverá ser relativamente limitado.

(23) Veja-se “Gráfico 5.4.1 – *Estrutura da exposição internacional dos sistemas bancários domésticos*”, do *Relatório de Estabilidade Financeira 2004*. Note-se que os valores agora apresentados para Portugal diferem sensivelmente dos indicados nesse Relatório, uma vez que foi entretanto adoptado um novo reporte de informação baseado em inquirição directa às instituições (antes baseado em estimativas). O novo reporte permite uma análise não só do risco imediato da exposição mas também do risco de última instância. No entanto, os resultados obtidos ao abrigo desta última abordagem não diferem de forma significativa dos obtidos quando analisadas as exposições em termos de risco imediato.

(24) Definidos como os direitos sobre os não residentes na economia onde a instituição é sediada, excluindo os detidos por sucursais e filiais externas sobre residentes das economias em que estas desenvolvem a sua actividade quando expressos na moeda dessas economias. Para uma explanação mais detalhada dos conceitos apresentados nesta secção, veja-se a “Caixa 5.3. *Exposição internacional do sistema bancário português*”, do *Relatório de Estabilidade Financeira 2004*.

Quadro 6.4.1

ACTIVOS EXTERNOS CONSOLIDADOS NA ÓPTICA DO RISCO IMEDIATO - ESTRUTURA

	2004	2005
Total - 10 ⁶ EUR	76.898	77.164
Estrutura (percentagem do total)		
Activos internacionais	76.6	76.7
Maturidade		
até 1 ano	46.3	44.5
de 1 a 2 anos	3.1	3.1
a mais de 2 anos	23.2	21.1
Outros	3.9	8.0
Contraparte institucional		
Bancos	44.8	46.1
Sector Público	3.9	3.5
Sector privado não bancário	27.8	27.1
Outros	0.0	0.0
Contraparte geográfica		
Países desenvolvidos	52.7	55.4
Centros <i>off-shore</i>	14.4	10.8
Europa em desenvolvimento	2.7	3.3
Outros	6.8	7.2
Por classe de <i>rating</i> soberano		
AAA e AA+	59.1	57.5
AA a A	6.2	7.5
A- a BB+	4.8	4.4
Outros	6.4	7.3
Activos locais em moeda local	23.4	23.3
Contraparte geográfica		
Países desenvolvidos	15.7	15.2
Centros <i>off-shore</i>	0.8	0.6
Europa em desenvolvimento	5.3	5.0
Outros	1.7	2.5
Por classe de <i>rating</i> soberano		
AAA e AA+	13.4	12.6
AA a A	3.0	3.3
A- a BB+	5.5	5.0
Outros	1.5	2.5
<i>Por memória:</i>		
Passivos locais em moeda local - 10 ⁶ EUR	14.959	16.896

Fonte: Banco de Portugal.

Caixa 6.1. Preços de Habitação em Portugal e Fundamentos Macroeconómicos: Evidência de Regressão de Quantis

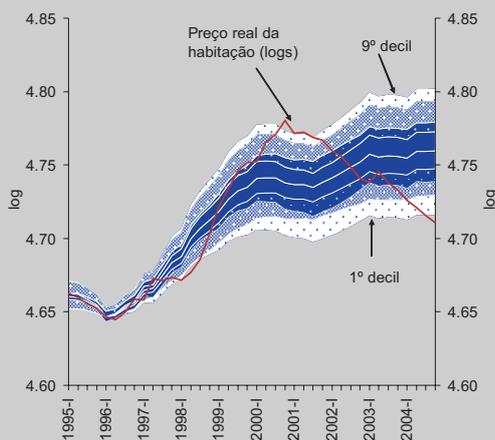
Nesta caixa apresentam-se os resultados de um modelo de regressão de quantis relacionando os preços de habitação em Portugal e variáveis macroeconómicas segundo a metodologia apresentada em Machado e Sousa (2005)¹. Esta abordagem consiste em estimar a distribuição probabilística dos preços da habitação em função de variáveis macroeconómicas. A hipótese de base é que a distribuição probabilística dos preços dos activos não é constante ao longo do tempo mas altera-se em função da situação macroeconómica. Assim, um determinado preço da habitação pode ser considerado como demasiado elevado, “normal” ou excessivamente baixo consoante as condições macroeconómicas vigentes. Por exemplo, em períodos de forte crescimento do rendimento disponível é natural que os preços reais dos activos também possam crescer significativamente sem que tal constitua uma bolha especulativa. Assim, a probabilidade de preços de habitação mais elevados deve aumentar.

O modelo utilizado relaciona os preços da habitação em termos reais (em logaritmos) com o rendimento disponível (em logaritmos) e a taxa de juro real de curto prazo (em pontos percentuais). O deflator utilizado para obter variáveis reais foi o deflator do consumo e a amostra considerada cobre o período de 1994 a 2004. Os dados dos preços de habitação correspondem ao índice da newsletter Confidencial Imobiliário, o rendimento disponível e o deflator do consumo são obtidos do INE enquanto que a fonte da taxa de juro do crédito à habitação são as Estatísticas Monetárias e Financeiras do Banco de Portugal.

Os resultados das estimações sugerem que, em termos agregados nacionais, existe uma relação positiva entre o rendimento disponível e o preço real da habitação e uma relação negativa entre esse preço e a taxa de juro real. Note-se, no entanto, que o coeficiente da taxa de juro é estimado com alguma incerteza, sendo estatisticamente não significativo para alguns dos quantis. A distribuição condicionada dos preços da habitação é apresentada no Gráfico 1. As áreas mais escuras representam os decis centrais da distribuição e as zonas mais claras os extremos da distribuição. De acordo com o modelo, um valor do preço real da habitação acima (abaixo) do decil 9 (decil 1) pode ser interpretado como indicativo de uma situação de sobrevalorização (subvalorização) dado que a probabilidade de tais ocorrências, tendo em conta as condições macroeconómicas, é inferior a 10%.

Gráfico 1

PREÇO REAL DA HABITAÇÃO E RESPECTIVA DISTRIBUIÇÃO CONDICIONADA



Fontes: INE, Newsletter Confidencial Imobiliário e Banco de Portugal.

(1) Machado, J. e Sousa, J. "Preços de activos na área do euro e fundamentos macroeconómicos" - Banco de Portugal - Boletim Económico - Outono 2005.

Segundo os resultados, o crescimento dos preços de habitação entre 1995 e o primeiro trimestre de 2000 foi globalmente justificado pelos fundamentos macroeconómicos. De facto, de acordo com as estimativas, o preço real de habitação neste período manteve-se abaixo ou próximo dos quantis centrais da distribuição. No entanto, na segunda metade de 2000 e em 2001 o preço da habitação aumentou para níveis superiores ao justificado pelos fundamentos macroeconómicos o que sugere um episódio de alguma sobrevalorização dos preços no mercado de habitação. A correcção acentuada dos preços da habitação (em termos reais) subsequente resultou numa primeira fase em valores para o preço real da habitação mais em linha com os fundamentos macroeconómicos mas, a partir de meados de 2004, evoluiu para valores que se podem considerar baixos face aos fundamentos macroeconómicos.



PARTE II – ARTIGOS

Probabilidade de Sobrevivência de Novas Empresas: Efeito das Características Idiossincráticas e Ambientais

Luísa Farinha

Estimativas de Probabilidades de Incumprimento em Contexto Macroeconómico

António Antunes, Nuno Ribeiro e Paula Antão

Risco de Taxa de Juro na Carteira Bancária

Sara Noorali e Carlos Santos

PROBABILIDADE DE SOBREVIVÊNCIA DE NOVAS EMPRESAS: EFEITO DAS CARACTERÍSTICAS IDIOSINCRÁTICAS E AMBIENTAIS*

Luísa Farinha**

1. INTRODUÇÃO

A constatação de que as novas empresas saem do mercado a um ritmo muito elevado constitui uma forte motivação para a investigação dos factores que explicam o seu desempenho e sobrevivência. Neste sentido, a literatura de economia industrial desviou recentemente o seu interesse das questões relativas à entrada de empresas no mercado, revelando uma maior preocupação em caracterizar a sua evolução posterior. Um dos objectivos desta literatura é explicar porque é que algumas empresas sobrevivem e crescem saudáveis, ao mesmo tempo que outras estagnam e acabam por morrer¹. Uma parte desta investigação concentra-se em identificar os efeitos do ambiente, tais como a conjuntura macroeconómica, o estágio de desenvolvimento do mercado ou o seu grau de concentração sobre o desempenho e a sobrevivência das empresas. Outra parte dá, por sua vez, mais ênfase ao impacto das decisões estratégicas tomadas pelas empresas no sentido de fortalecerem a sua posição no mercado e assegurarem a sua sobrevivência. Estas decisões referem-se, por exemplo, à dimensão, ao investimento em inovação tecnológica ou em capital humano, etc.

A hipótese de que, pelo menos nos primeiros anos de vida das empresas, as condições existentes e as decisões tomadas no momento em que iniciam a actividade são importantes para explicar a sua probabilidade de sobrevivência é relativamente consensual na literatura. No entanto, a importância relativa das condições iniciais e correntes, num dado momento da vida das empresas, continua a gerar um debate interessante entre os investigadores. Alguns defendem que as características com que nasce ficam “impressas” e condicionam as decisões e o desempenho da empresa ao longo da vida². Outros preferem utilizar um modelo de ciclo de vida para analisar a sobrevivência e o desempenho das empresas. Estes últimos, não negando a importância das condições iniciais, sugerem que as empresas se transformam ao longo da vida e que essas transformações são importantes para determinar a sua probabilidade de sucesso. Uma das questões que se mantêm em aberto refere-se à persistência dos efeitos das condições iniciais sobre o desempenho e a sobrevivência das empresas durante os anos que se seguem à sua entrada no mercado. Com efeito, a evidência empírica sobre esta questão não é consensual. Apesar dos resultados de alguns estudos sugerirem que o efeito das condições iniciais é persistente e se amplifica ao longo do tempo, outros estudos tais como, por exemplo, Bamford *et al.* (1999) apresentam evidência de que o efeito das condições iniciais sobre o desempenho das empresas se atenua ao longo do tempo (embora tenha ainda um efeito significativo ao fim de seis anos de vida das empresas). Por sua vez, Mata *et al.* (2003), com dados de empresas portuguesas, obtiveram evidência de efeitos persistentes das condições iniciais sobre a

* As opiniões expressas neste artigo são da inteira responsabilidade da autora e não coincidem necessariamente com a posição do Banco de Portugal. Eventuais erros e omissões são da exclusiva responsabilidade da autora.

** Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

(1) Veja-se por exemplo Audrecht e Mata (1995) onde se resume o conteúdo de um número especial do *International Journal of Industrial Organization* sobre o desempenho das empresas após a sua entrada no mercado.

(2) Cooper *et al.* (1994), por exemplo, desenvolvem um modelo para prever o desempenho de novas empresas com base em indicadores do capital humano e do capital financeiro no momento da sua criação.

sobrevivência das empresas, sem grande atenuação, mesmo alguns anos depois da criação das empresas.

A análise da sobrevivência das empresas é também objecto de interesse por parte da literatura de finanças, cuja argumentação permite formular hipóteses adicionais sobre os factores que explicam a permanência ou a saída das empresas do mercado. O reconhecimento de que as assimetrias de informação conduzem a uma interacção entre decisões reais e financeiras das empresas alimenta um importante ramo da literatura em que se destaca, por exemplo, o artigo pioneiro de S. Fazzari *et al.* (1988). As conclusões desta literatura são muito relevantes para melhorar a compreensão dos fenómenos de entrada de empresas no mercado, bem como da sua sobrevivência. Em particular, permitem justificar a consideração de factores relacionados com a maior ou menor acessibilidade das empresas aos mercados financeiros, tais como a dimensão, transparência ou liquidez, para explicar o seu desempenho. Adicionalmente, a constatação de que o financiamento bancário é a fonte de financiamento dominante para as empresas, especialmente as mais novas e de menor dimensão, sugere que a monitorização exercida por um banco com o qual se estabeleça uma relação exclusiva pode ter um efeito importante sobre a sua probabilidade de sobrevivência. Este efeito será ainda mais relevante em mercados financeiros, como o português, em que as sociedades de capital de risco têm ainda uma expressão reduzida no financiamento das empresas.

Os dados adequados para testar as hipóteses teóricas sobre os factores explicativos do desempenho e da sobrevivência das empresas são relativamente escassos, pelo que a literatura empírica não é muito extensa e os seus resultados nem sempre são comparáveis. De facto, para se testarem estas hipóteses é necessário dispor de dados sobre empresas novas, preferencialmente desde o momento da sua criação. Além disso, a informação deve ter carácter longitudinal, ou seja, as mesmas empresas devem ser observadas ao longo de vários períodos. Mais ainda, deve ser possível observar, durante esses períodos, algumas características das empresas que se considera sejam relevantes para explicar a sua probabilidade de sobrevivência. É necessário ter informação sobre um conjunto de variáveis caracterizadoras das empresas, em particular da respectiva situação financeira, que nem sempre estão disponíveis. Finalmente, é muito importante dispor dos meios que permitam utilizar os métodos adequados para analisar conjuntamente o impacto dessas variáveis.

O estudo cujos resultados se apresentam neste artigo beneficiou da disponibilidade de um conjunto alargado de informação longitudinal para uma amostra de empresas desde o momento da sua criação. Para além da informação sobre as datas de entrada e saída de empresas do mercado e dos dados de carácter contabilístico, obteve-se também informação sobre a estrutura de relações de crédito entre as empresas e os bancos que as financiam.

O objectivo do estudo é testar algumas das implicações empíricas das hipóteses postuladas, pelos modelos de economia industrial e de finanças, sobre os factores que explicam diferenças na probabilidade de sobrevivência entre as empresas, procurando dar resposta às seguintes questões:

- Qual a importância relativa das condições ambientais (macroeconómicas e sectoriais) e das características específicas das empresas?
- O ambiente e as características correntes são relevantes?
- As condições existentes e as decisões tomadas no momento da criação das empresas são relevantes?

- O efeito das condições e decisões iniciais afecta apenas a sua probabilidade de sobrevivência no momento da criação da empresa ou, pelo contrário, prolonga-se durante os primeiros anos da sua vida, ou ainda, é permanente?

Este estudo ambiciona, assim, contribuir para a compreensão dos factores que determinam o desempenho das empresas e, em última análise a sua sobrevivência. Considera-se que um conhecimento aprofundado sobre estes aspectos é fundamental para a avaliação da estabilidade do sistema financeiro, já que um mau desempenho das empresas implica uma maior probabilidade de que os seus credores, nomeadamente os bancos, venham a sofrer perdas.

Adiantando os principais resultados do trabalho, salienta-se que, tal como seria de esperar, as empresas de menor dimensão, menos transparentes, mais endividadas, com maior número de relações bancárias têm uma menor probabilidade de sobrevivência. Os resultados obtidos são aparentemente menos intuitivos no que respeita à relação entre a evolução cíclica da economia e o padrão de sobrevivência das empresas. De acordo com estes resultados a probabilidade de sobrevivência é menor em períodos de maior crescimento do PIB. Obteve-se ainda evidência de que os valores iniciais da dimensão, do rácio de endividamento das empresas bem como do número de relações de crédito com bancos têm um efeito significativo e prolongado sobre a sua probabilidade de saída do mercado.

O resto do artigo organiza-se da seguinte forma. No ponto 2 explicitam-se as hipóteses a testar. No ponto 3 descreve-se a metodologia. No ponto 4 apresentam-se os dados utilizados. No ponto 5 analisam-se os resultados obtidos e, finalmente, as conclusões são apresentadas no ponto 6.

2. HIPÓTESES

A maior parte da investigação sobre a sobrevivência das empresas refere que as empresas de maior dimensão tendem a experimentar maiores probabilidades de sobrevivência. Para a economia industrial, as empresas grandes operam numa escala mais próxima da escala eficiente num determinado mercado e tendem a ser, tipicamente, mais diversificadas³. Do ponto de vista da literatura de finanças, argumenta-se que as empresas maiores têm relativamente menores custos relacionados com assimetrias de informação, que lhes facilita o acesso a financiamento externo, reduzindo o prémio de risco a pagar para obter esse financiamento. Estas características, ou seja, uma maior eficiência e diversificação no mercado do produto e um mais fácil acesso ao mercado de financiamento, justificam o argumento de que, tudo o resto constante, as empresas de maior dimensão têm uma maior capacidade para resistir a choques.

A hipótese de que a dimensão inicial das empresas é um indicador das expectativas dos empresários quanto ao sucesso futuro, ou seja, o facto de nascerem maiores sugere que acreditam mais na sua capacidade para competir, permite justificar a existência de um efeito diferenciado da dimensão inicial e da dimensão corrente das empresas sobre a sua probabilidade de sobrevivência. Este argumento é reforçado pelo facto das empresas muito jovens, que ainda não estabeleceram uma reputação nos mercados financeiros, enfrentarem problemas de informação adicionais, que podem ser mitigados com uma maior dimensão. C. Lennox (1999), por exemplo, mostra empiricamente a importância da dimensão para explicar a probabilidade de extinção das empresas, utilizando uma amostra de empresas cotadas do Reino Unido.

A composição do balanço, em particular, o peso dos activos tangíveis no conjunto dos activos está também relacionada com a questão da informação. Em geral, as assimetrias de informação são maio-

(3) Veja-se, por exemplo D. Audrecht e T. Mahmood (1994).

res para as empresas com maior proporção de activos intangíveis, tais como patentes ou tecnologias de produção não observáveis e/ou replicáveis pela concorrência. Além disso, uma maior proporção de activos tangíveis implica que têm mais activos disponíveis para utilizar como garantia na obtenção de crédito, que lhes confere a possibilidade de obter financiamento em melhores condições. Estas considerações permitem sustentar a hipótese de que, tudo o resto constante, as empresas em que é maior (menor) a proporção de activos tangíveis (intangíveis) têm maior probabilidade de sobrevivência. Também neste caso faz sentido o argumento de que o efeito desta variável no momento de entrada no mercado, quando os problemas de informação são mais agudos, tende a ser diferente do efeito em momentos posteriores.

Considerou-se também a hipótese de que as empresas com maior proporção de activos líquidos têm maior capacidade de resposta rápida e eficiente, em caso de ocorrência de um choque, enfrentando por isso, tudo o resto constante, uma maior probabilidade de sobrevivência.

Um outro aspecto relativo à composição do balanço das empresas que, à partida, se espera que esteja fortemente relacionado com a sua probabilidade de sobrevivência é a sua estrutura de financiamento, ou seja, a repartição entre dívida e capital. De uma forma geral, a teoria associa uma estrutura de financiamento em que é maior o peso do capital emitido com a existência de uma “almofada” financeira que lhe permite acomodar choques mais facilmente. Por sua vez, um valor elevado do endividamento pode significar que as empresas estão mais perto do ponto em que as restrições de liquidez se tornam activas. Mais uma vez, considera-se que o efeito sobre a probabilidade de sobrevivência pode ser particularmente relevante quando a empresa é muito jovem e enfrenta maiores dificuldades de acesso a financiamento, em particular, porque tende a ter uma proporção relativamente menor de activos utilizáveis como garantia na obtenção de crédito bancário.

Admite-se também que a composição do endividamento entre curto e médio/longo prazo pode ser relevante para explicar diferenças na probabilidade de sobrevivência das empresas. Uma proporção relativamente elevada de endividamento de curto prazo pode indiciar maior vulnerabilidade.

Considera-se também a hipótese de que a decisão de manter ou não uma relação de exclusividade com um banco no mercado do crédito pode ter um efeito sobre a sua probabilidade de sobrevivência. Na literatura sobre *relationship lending* argumenta-se que numa relação única, o banco adquire informação privilegiada sobre a empresa oferecendo-lhe crédito em condições mais favoráveis, ou seja pode assegurar-lhe maior disponibilidade de crédito, condições de preço mais favoráveis e ser menos exigente em termos de garantias. Espera-se, assim, que a manutenção de uma relação de crédito exclusiva tenha um efeito positivo sobre a sua probabilidade de sobrevivência⁴. Este efeito deverá ser particularmente importante nos primeiros anos de vida das empresas durante os quais as vantagens associadas à existência de uma relação exclusiva (que permite atenuar a assimetria de informação entre devedor e credor) são mais importantes do que as desvantagens resultantes do exercício do poder de monopólio que o banco tenderá a exercer se a sua situação de exclusividade se prolongar.

Finalmente, admite-se que o desempenho e a probabilidade de sobrevivência das empresas podem ser também afectados pelas condições ambientais, onde se englobam factores macroeconómicos, características do sector de actividade em que as empresas operam, tais como, por exemplo, a concentração do mercado ou a capacidade de inovação tecnológica. Podem ainda considerar-se nos factores ambientais as especificidades da região em que a empresa se localiza. A análise do efeito das

(4) Veja-se, por exemplo M. Petersen e R. Rajan (1994 e 1995) e A. Berger e G. Udell (1995). Os resultados obtidos por L. Farinha e J. Santos (2002) para uma amostra de empresas portuguesas sugerem que a manutenção de uma relação bancária exclusiva está positivamente relacionada com o bom desempenho das empresas em termos de rentabilidade e crescimento.

variáveis relacionadas com o sector de actividade na sobrevivência das empresas está amplamente documentada na literatura, não sendo, no entanto os seus resultados amplamente consensuais⁵.

O efeito da conjuntura macroeconómica é mais difícil de avaliar empiricamente, dado que não se dispõe habitualmente de informação longitudinal com suficiente dimensão temporal para testar rigorosamente o efeito do ciclo sobre o desempenho e a probabilidade de sobrevivência das empresas. Em teoria, de acordo com a abordagem habitual, em períodos de recessão, a contracção da procura agregada afecta a maioria das empresas mais ou menos em simultâneo, induzindo uma quebra das vendas e dos lucros, o que poderá forçar um número significativo de empresas a sair do mercado. No entanto, a literatura empírica apresenta exemplos que sugerem que este efeito é menos importante do que a abordagem agregada faria supor⁶. Uma visão mais recente, que assenta em argumentos baseados na existência de heterogeneidade entre empresas e na presença de custos de ajustamento (devidos a custos afundados por exemplo), sustenta que as recessões induzem sobretudo um processo de reestruturação (por exemplo, dispensando trabalhadores e tornando-se mais produtivas)⁷. Pode argumentar-se também que, ao reduzir a taxa de entrada de empresas no mercado, a recessão estará a contribuir para aliviar a pressão concorrencial que é habitualmente exercida pelas novas empresas sobre as que já estão instaladas.

As condições macroeconómicas verificadas no momento da criação da empresa podem ser tão ou mais relevantes do que as condições correntes para explicar o desempenho futuro e a sobrevivências das empresas. A evidência empírica sugere que os factores macroeconómicos correntes afectam de forma inequívoca as entradas de empresas no mercado, ou seja, em períodos de expansão, a criação de empresas aumenta significativamente. Neste sentido, é razoável admitir que, nesta fase do ciclo, entrem com facilidade no mercado empresas que dificilmente sobrevivem quando se inverte a tendência. Durante a fase recessiva, pelo contrário, os riscos de entrada são mais elevados, pelo que a decisão de entrar exige uma maior disciplina, induzindo as empresas com menor probabilidade de sucesso a ficar de fora.

O mesmo tipo de argumentos pode ser utilizado para justificar a hipótese de que os sectores de actividade ou as regiões em que a entrada é mais fácil tenderão a ser aqueles em que a probabilidade de sair é também mais elevada.

3. METODOLOGIA

O objectivo deste trabalho é avaliar a importância de vários factores, específicos à empresa e ao ambiente em que opera, sobre a sua probabilidade de sobrevivência. A metodologia mais adequada para estudar este tipo de fenómenos designa-se na literatura por análise de duração. Nesta análise a variável a explicar é o tempo decorrido até que se verifique um determinado fenómeno que, no caso do presente estudo, é a saída de uma empresa do mercado. A análise de duração permite caracterizar o fenómeno da saída de uma forma mais rigorosa do que através da estimação de modelos de variável dependente binária (*probit* ou *logit*) que estudam apenas a dicotomia ocorrência/não ocorrência do fenómeno. Além disso, os modelos de duração adaptam-se melhor a algumas características muito específicas da informação que se quer analisar. Um aspecto que frequentemente caracteriza os dados sobre duração designa-se por “censura à direita” (*right censoring* na terminologia de língua inglesa),

(5) D. Audrecht e T. Mahmood (1994), por exemplo, reportam um efeito negativo e significativo da concentração do mercado sobre a sobrevivência de novas empresas, enquanto que Mata e Portugal (1994) não obtêm resultados significativos para o efeito desta mesma variável.

(6) Os resultados de T. Boeri e L. Bellmann (1995), por exemplo, sugerem que não existe uma relação significativa entre o ciclo económico e a sobrevivência das empresas.

(7) R. Caballero e M. Hammour (1994) argumentam que as recessões exercem um efeito de “limpeza”, contribuindo, não só para que as piores empresas saiam do mercado, mas também incentivando as que permanecem a tornarem-se mais produtivas.

que se verifica quando, para alguns indivíduos, não se observa a ocorrência do fenómeno relevante (neste caso a saída de uma empresa do mercado) durante o período amostral. Os modelos de duração têm a particularidade de incorporar na estimação também os casos em que a duração é incompleta.

Um dos conceitos fundamentais da análise de duração, designa-se por *hazard rate* e define-se como a probabilidade de que ocorra uma saída no momento t , dado que a unidade de observação (a empresa neste caso) sobreviveu até t . Vários modelos de duração permitem adaptar a função *hazard rate* de modo a fazê-la depender de uma ou mais variáveis explicativas. Entre os vários modelos de duração que permitem a inclusão de regressores, escolheu-se o modelo semi-paramétrico de Cox, que possibilita a estimação da relação entre a probabilidade de saída e um conjunto de variáveis explicativas, sem ter de especificar uma forma concreta para a função de distribuição das durações⁸. O modelo de Cox pertence à categoria de modelos, designados na literatura de língua inglesa por *proportional hazard models*, que se caracterizam por satisfazer uma condição de separabilidade, ou seja, a *hazard rate* pode ser dada pela expressão:

$$h(t \setminus x_t) = h_0(t) \exp(\beta' x_t) \quad (1)$$

em que a função *hazard* depende de um valor de base, $h_0(t)$ (que só depende de t , sendo comum a todas as empresas) e de um conjunto de variáveis explicativas, x_t (que neste caso são variáveis no tempo). β é o vector dos respectivos coeficientes. Sendo um modelo semi-paramétrico, o modelo de Cox é estimado por um método de partial likelihood e não por máxima verosimilhança, utilizada na estimação dos modelos paramétricos de duração.

Tomando logaritmos nos dois lados da equação (1) tem-se um modelo linear em x_t :

$$\log h(t \setminus x_t) = \log h_0(t) + \beta' x_t \quad (2)$$

Neste estudo analisa-se o efeito sobre a probabilidade de sobrevivência das empresas de um conjunto de características específicas às empresas, controlando simultaneamente o efeito das condições macroeconómicas, de factores regionais e factores relativos ao sector de actividade da empresa. Substituindo x_t pelo valor no momento inicial mais o seu incremento até ao momento t , ou seja, considerando:

$$x_t = x_0 + \Delta x_t \quad (3)$$

estimou-se a seguinte formulação mais geral:

$$\log h(t) = \log h_0(t) + \beta_1' \Delta x_t + \beta_2' x_0 \quad (4)$$

que admite a possibilidade de os coeficientes associados aos valores iniciais das variáveis explicativas diferirem dos coeficientes associados aos respectivos valores correntes.

Esta formulação permite testar a hipótese de que as características das empresas no momento em que foram criadas são importantes para explicar a sua probabilidade de sobrevivência corrente. A estimação do modelo, convenientemente reparametrizado, da seguinte forma:

$$\log h(t) = \log h_0(t) + (\beta_2 - \beta_1)' x_0 + \beta_1' x_t \quad (5)$$

permite testar a igualdade dos coeficientes β_1 e β_2 ou seja avaliar a importância relativa das condições iniciais e correntes.

(8) Um tratamento rigoroso dos modelos econométricos da análise de duração pode encontrar-se em Lancaster (1990). Para alguns aspectos práticos veja-se também M. Cleves et al. (2002).

Para testar se o efeito das condições iniciais se é temporário ou se, pelo contrário, se prolonga por vários períodos, considerou-se ainda a estimação do modelo:

$$\log h(t) = \log h_0(t) + \beta_1 \Delta x_t + (\beta_{20} + \beta_{21}t)x_0 \quad (6)$$

que resulta de expressar, de forma muito simples, o coeficiente β_2 em função da passagem do tempo.

4. DADOS

Os dados utilizados neste trabalho provêm fundamentalmente de três bases de dados. Em primeiro lugar, da Central de Balanços do Banco de Portugal (CB), que contém informação, essencialmente de natureza contabilística, sobre uma amostra relativamente extensa de empresas não financeiras. Estas empresas respondem a um questionário que lhes é enviado anualmente pelo Banco de Portugal, sendo possível acompanhar uma parte significativa destas empresas durante alguns anos desde a sua criação. No entanto, dado que a resposta ao questionário é facultativa, o facto de uma empresa sair da amostra da CB não pode ser interpretado como uma saída do mercado. Por isso, com base na CB, é possível identificar a data de início de actividade de uma empresa mas não a data do seu fim. Pelo contrário, os Quadros de Pessoal do Ministério do Trabalho (QP), que são de resposta obrigatória para todas as empresas que empregam pessoal remunerado, permitem identificar, de forma relativamente precisa, as entradas e as saídas das empresas no mercado. Esta base de dados, que contém informação recolhida anualmente desde 1982, foi utilizada neste trabalho para identificar o ano em que as empresas saíram do mercado. Finalmente, recorreu-se à base de dados da Central de Responsabilidades de Crédito do Banco de Portugal (CRC), para caracterizar a estrutura de relações de crédito entre as empresas e os bancos que as financiam. Os bancos que operam em Portugal estão obrigados a reportar mensalmente à CRC os saldos em dívida de todos os seus clientes com algum grau de detalhe, que permite distinguir, por exemplo, dívidas de curto e de médio/longo prazo, bem como o crédito vencido e de cobrança duvidosa.

Com base na CB, é possível seguir, desde o seu nascimento, uma amostra de 6485 empresas⁹. Destas, 3354 apresentam, desde o início, um saldo em dívida registado na CRC. Sabe-se também que cerca de 17 por cento das empresas da amostra saíram do mercado até 1998¹⁰. É importante referir que os dados da CB tendem a subestimar o número saídas de empresas do mercado uma vez que esta base de dados tende a sobre-representar as empresas grandes e em melhor situação financeira¹¹.

No gráfico 1, apresenta-se a informação sobre as saídas, distribuída de acordo com o número de anos de sobrevivência das empresas. Esta informação está em linha com um dos factos estilizados da análise da sobrevivência das empresas, ou seja, com a observação de que a maior parte das saídas ocorre durante os primeiros anos de vida. De acordo com os dados da amostra utilizada neste trabalho, cerca de 78 por cento das saídas ocorrem nos primeiros cinco anos de vida das empresas.

No gráfico 2, relaciona-se a sobrevivência das empresas com o ritmo da actividade económica. Neste gráfico, apresenta-se a percentagem de empresas da amostra que sobreviveram pelo menos quatro anos, distribuída de acordo com o ano em que iniciaram a actividade, em confronto com a taxa de variação real do PIB observada nesse ano. Esta informação sugere que as empresas que nasceram em

(9) Considerou-se como ano de início de actividade o primeiro ano completo com informação sobre a empresa. Dado que o primeiro ano da CB é 1986, a menor data de início de actividade das empresas da amostra utilizada neste trabalho é 1985.

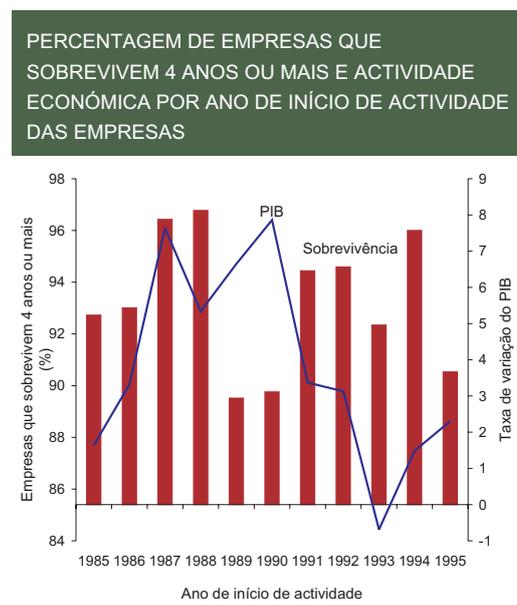
(10) 1998 é o último ano para o qual se dispõe de com informação sobre saídas.

(11) Cerca de 90 por cento das empresas desta amostra sobrevivem pelo menos 4 anos. Note-se que esta percentagem é muito superior à que obtiveram J. Mata e P. Portugal (1994) com os dados dos QP para a indústria transformadora, no período 1983-1987, de cerca de 50 por cento (que, por sua vez, poderá estar influenciado pelo peso dos anos da recessão de 1983-1984).

Gráfico 1



Gráfico 2



anos de maior crescimento do PIB têm maior probabilidade de sair do mercado nos primeiros anos de vida. Este resultado não intuitivo, à primeira vista, parece justificar o argumento de que o clima de optimismo que caracteriza geralmente os períodos de expansão pode levar a que sejam criadas empresas com baixa probabilidade de sucesso. Num período de recessão, estas empresas não entrariam no mercado. Note-se que este resultado pode reflectir também o facto de as empresas criadas no período de expansão de 1989-1990 atingirem a idade em que se dá a maior selecção precisamente durante a recessão de 1993-1994.

No quadro 1 apresentam-se os valores médios, referidos ao primeiro ano completo de actividade, de um conjunto de características das empresas que se consideram potencialmente relacionadas com a sua probabilidade de sobrevivência. Apresentam-se também as médias destas mesmas variáveis para duas sub-amostras distintas: a das empresas que saem do mercado antes do fim do período amostral e a das que permanecem. As variáveis apresentadas referem-se à dimensão, composição do activo, endividamento e sua composição, natureza jurídica, sector de actividade e localização geográfica das empresas. Consideraram-se ainda indicadores de *relationship lending*.

A dimensão inicial média das empresas da amostra é de cerca de 2.5 milhões de euros, sendo inferior no caso das empresas que saem do mercado. No entanto, dada a elevada variância desta variável nas duas sub-amostras, a diferença não é significativa, de acordo com o valor da estatística t associado ao teste de igualdade das médias para os graus de significância habitualmente considerados (última coluna do quadro 1). A composição do activo das empresas da amostra, no momento em que iniciam a sua actividade, é semelhante nas duas sub-amostras, não sendo estatisticamente significativas as diferenças encontradas para o peso dos activos tangíveis, intangíveis e da liquidez. Exceptua-se o crédito comercial concedido que, em termos médios, é significativamente inferior no caso das empresas que saem do mercado.

O rácio de endividamento (medido pela dívida em percentagem do activo) inicial médio das empresas da amostra é de cerca de 82 por cento, sendo significativamente mais elevado no caso das empresas que não sobrevivem. No início de actividade, a maior parte da dívida das empresas é de curto prazo. O peso da dívida de curto prazo é superior no caso das empresas que permanecem no mercado, enquanto que o peso da dívida de longo prazo é superior no caso das empresas que saem, sendo signifi-

Quadro 1

DESCRICÃO SUMÁRIA DA AMOSTRA				
	1	2	3	4 ^(a)
	Todas as empresas	Empresas que sobrevivem	Empresas que não sobrevivem	Estatística t H0:Ans-As=0
Número de empresas	3354	2772	582	
Dimensão				
Vendas (10 ³ euro)	2484	2757	1183	-1.09
Composição do activo				
activos tangíveis/activo total	30.6	30.7	29.9	-0.73
activos intangíveis/activo total	1	1.1	0.8	-1.21
activos líquidos/activo total	11.7	11.8	11.2	-0.77
crédito comercial concedido/activo total	26.1	26.7	23.3	-3.18***
Endividamento				
Dívida total/activo total	82	81.3	85.5	3.63***
Composição da dívida				
Dívida de curto prazo/activo total	64.5	65.4	60.6	-3.12***
Dívida de médio e longo prazo/activo total	17.4	15.9	24.7	6.69***
Rendibilidade do activo	-0.6	0.2	-4.3	-6.71***
Sector de actividade				
indústria transformadora	0.438	0.413	0.56	6.56***
Construção	0.126	0.135	0.082	-3.47***
Comércio	0.333	0.344	0.28	-2.99***
Transportes	0.064	0.067	0.05	-1.55
Sociedade anónima	0.075	0.078	0.062	-1.36
Localizada em capital de distrito	0.236	0.229	0.268	2.03**
Número de relações bancárias (NR)	1.543	1.530	1.605	1.64
Relação bancária única	0.654	0.663	0.615	-2.20**

Nota: (a) A hipótese nula é rejeitada a ***1%, **5%, *10%.

cativas estas diferenças. Quanto à rendibilidade das empresas no ano de início de actividade, observa-se que, em média, as que saem apresentam uma taxa de rendibilidade do activo significativamente menor.

A maior parte das empresas da amostra pertence à indústria transformadora, sendo a proporção ainda maior no caso das empresas que saem do mercado. Observa-se também que apenas 7.5 por cento das empresas da amostra são sociedades anónimas.

Acrescenta-se ainda que, no início da actividade, o número médio de relações de crédito com bancos é de 1.5. A percentagem de empresas da amostra com uma relação de crédito exclusiva é de 65 por cento. A percentagem de empresas com relação exclusiva é menor no caso das empresas que saem do mercado, sendo estatisticamente significativa esta diferença.

Note-se que as diferenças que se observam entre as sub-amostras das empresas que sobrevivem e das que saem do mercado, para algumas características, não traduzem directamente o efeito destas características sobre a probabilidade de sobrevivência das empresas, dadas as correlações que podem existir entre estas variáveis. Só com uma análise de regressão se poderá inferir o efeito de cada uma das variáveis controlando os efeitos de todas as outras incluídas no modelo.

5. RESULTADOS DA ESTIMAÇÃO

5.1. Efeito de Características Idiossincráticas e Condições Ambientais

O primeiro objectivo deste estudo é identificar os principais factores explicativos da probabilidade de sobrevivência das empresas, ou seja pretende-se saber porque é que o tempo decorrido desde que iniciam a sua actividade até que saem do mercado é variável entre empresas. Assim, a variável de interesse refere-se à passagem do tempo até à ocorrência de um determinado fenómeno pelo que, como se referiu, a metodologia mais adequada é a estimação de modelos de duração.

Começou-se por estimar um modelo em que se incluem como variáveis explicativas os valores correntes de um conjunto de características específicas à empresa tais como a dimensão (medida pelo logaritmo das vendas), a proporção de activos tangíveis e intangíveis no activo, liquidez (medida pelo valor de caixa e títulos negociáveis em percentagem do activo), o crédito comercial concedido e o endividamento da empresa (ambos medidos em relação ao activo). Simultaneamente, controla-se o efeito de características ambientais. O efeito das características relativas ao sector de actividade em que a empresa se insere é controlado através da inclusão de variáveis *dummy* sectoriais. O efeito da conjuntura macroeconómica é captado pela inclusão da taxa de variação real do PIB como variável explicativa. Este modelo corresponde à equação (2) cujos resultados se apresentam no quadro 2. Nos modelos cujos resultados se apresentam nas colunas 2, 3 e 4 excluíram-se as variáveis para as quais se obtiveram coeficientes não estatisticamente significativos na estimação que se apresenta na coluna 1 (para os níveis de significância habitualmente utilizados).

Os coeficientes estimados que se apresentam no quadro são os β_s . Assim, se $\beta_k > 0$, por exemplo, implica que um incremento de x_k faz aumentar a probabilidade de saída. É também muito útil a interpretação de $\exp(\beta_k)$, ou seja a variação proporcional da *hazard rate*, devida ao incremento de uma unidade em x_k . Concretamente, com base nos resultados apresentados na coluna (2) do quadro 2 pode dizer-se que a um aumento de uma unidade no logaritmo das vendas (que equivale, aproximadamente a triplicar o valor das vendas) corresponde uma *hazard rate* igual a 82 por cento da *baseline* (dado que $\exp(-0.193)=0.82$). Por sua vez, um aumento de 1 ponto percentual no rácio de endividamento corresponde a uma *hazard rate* 1.4 por cento maior (porque $\exp(0.0143)=1.0145$). O aumento da *hazard rate* é de 1.6 por cento e de 1 por cento no caso de incrementos de 1 ponto percentual no endividamento de curto e de longo prazo, respectivamente, dado que $\exp(0.0158)=1.059$ e $\exp(0.0097)=1.097$ (conforme os resultados apresentados na coluna 4). As empresas que têm uma relação de crédito exclusiva têm uma redução de 20 por cento na *hazard rate*, dado que $\exp(-0.223)=0.800$ (coluna 3).

De forma sumária, os resultados apresentados no quadro 2, quanto ao efeito das características específicas das empresas sobre a sua duração, sugerem que, tal como seria de esperar, as empresas de menor dimensão, menos transparentes, mais endividadas e com maior número de relações bancárias têm uma menor probabilidade de sobrevivência¹².

A evidência obtida quanto ao efeito do ritmo da actividade económica na sobrevivência das empresas é menos intuitiva, devendo ser interpretada com especial cuidado. De facto, surpreendentemente, os resultados sugerem que a probabilidade de sobrevivência das empresas é maior nos anos de menor taxa de crescimento do PIB. O coeficiente associado a esta variável apresentado na coluna 2 indica que um aumento de 1 ponto percentual na taxa de crescimento do PIB implica um aumento de 16.7

(12) Os resultados sugerem ainda que a sobrevivência das empresas depende também significativamente do sector de actividade a que pertencem e da região em que se localizam.

Quadro 2

	1	2	3	4
MODELOS DE DURAÇÃO: ESTIMAÇÃO DA EQUAÇÃO 2				
Dimensão				
logaritmo das vendas	-0.198 (-4.81***)	-0.193 (-4.73***)	-0.173 (-4.50***)	-0.182 (-4.41***)
Composição do activo				
activo corpóreo/activo total	-0.00242 (-0.97)			
activo incorpóreo/activo total	0.0173 (1.91*)	0.0178 (1.99**)	0.0181 (2.01**)	0.0188 (2.14**)
activo líquido/activo total	0.00249 (0.73)			
crédito comercial concedido/activo total	0.00601 (2.75***)	0.00667 (3.45**)	0.00635 (3.29***)	0.00511 (2.57**)
Endividamento				
dívida/activo total	0.0145 (7.72***)	0.0143 (7.67***)	0.014 (7.71***)	
dívida de curto prazo/activo total				0.0158 (8.40***)
dívida de longo prazo/activo total				0.0097 (4.07***)
Relacionamento bancário				
número de relações bancárias	0.115 (3.09**)	0.117 (3.21***)		0.112 (3.04***)
Tem ou não relação bancária única			-0.223 (-2.40**)	
Condições macroeconómicas				
Taxa de variação do PIB	0.156 (4.67***)	0.155 (4.62***)	0.153 (4.56***)	0.183 (5.16***)
N. observ.	16917	16917	16917	16897
Pseudo LL	-4009.8994	-4011.0906	-4013.1724	-3996.5722
Teste Wald (p-value)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Notas: (a) Entre parêntesis apresentam-se os t-ratios; a hipótese nula é rejeitada a ***1%, **5%, *10%. (b) Na estimação foram ainda incluídas, como controle, variáveis dummy relativas ao sector de actividade, natureza jurídica (modelo da coluna 1) e localização das empresas.

por cento na *hazard rate*. Este resultado, surpreendente à primeira vista, pode em parte justificar-se pelo aumento da pressão concorrencial, induzida pelo maior ritmo de entrada de empresas no mercado, em períodos de expansão da actividade económica que, tudo o resto constante, poderia, por sua vez, intensificar a saída das empresas do mercado. Adicionalmente, pode reflectir o facto de a falência das empresas ocorrer com algum desfasamento relativamente ao momento em que a sua situação financeira se deteriora¹³.

5.2. Efeito das Condições e Decisões Iniciais

Um dos objectivos deste estudo é testar a hipótese de que as condições e as decisões das empresas no momento da sua fundação têm efeitos duradouros, ou mesmo permanentes, sobre a sua probabilidade de sobrevivência. Os resultados da estimação dos modelos representados pela equação (4), apresentam-se no quadro 3. A coluna 1 refere-se ao modelo em que o grau de endividamento é agregado, enquanto que no modelo da coluna 2 está desagregado em curto e médio/longo prazos. Na co-

(13) Esta conjectura é corroborada pelo resultado da estimação obtido (mas não reportado nos quadros) quando se inclui como variável explicativa a taxa de variação do PIB com um desfasamento de 3 anos. Neste caso obtém-se um efeito de sinal oposto e significativo.

Quadro 3

MODELOS DE DURAÇÃO: ESTIMAÇÃO DA EQUAÇÃO 4		Estatística t ($H_0: \beta_2 - \beta_1 = 0$)	
		1	2
Dimensão (logaritmo das vendas)			
Dimensão corrente (variação)	-0.408 (-5.51***)	-0.388 (-5.24***)	
Dimensão inicial	-0.163 (-3.79***)	-0.154 (-3.55***)	2.99*** 2.87***
Composição do activo			
Activo incorpóreo/activo corrente (variação)	0.063 (5.49***)	-0.0652 (5.41***)	
Activo incorpóreo/activo inicial	0.00808 (0.71)	-0.00955376 (0.87)	-3.69*** -3.69***
Crédito comercial concedido/activo corrente (variação)	0.00976 (3.36***)	0.00817 (2.75***)	
Crédito comercial concedido/activo inicial	0.00501 (2.43**)	0.00365 (1.73*)	-1.59 -1.51
Endividamento			
Dívida/activo corrente (variação)	0.0156 (6.51***)		
Dívida/activo total inicial	0.0125 (6.32***)		-1.21
Dívida de curto prazo/activo corrente (variação)		0.0173 (7.19***)	
Dívida de curto prazo/activo total inicial		0.0139 (6.86***)	-1.35
Dívida de médio e longo prazo/activo corrente (variação)		0.0100 (3.33***)	
Dívida de médio e longo prazo/activo inicial		0.00845 (3.27***)	-0.52
Relacionamento bancário			
Número de relações bancárias corrente (variação)	0.0624 (1.23)	0.0682 (1.33)	
Número de relações bancárias inicial	0.127 (2.94***)	0.116 (2.62***)	2.95*** 2.62***
Condições macroeconómicas			
Taxa de variação do PIB corrente (variação)	0.156 (4.30***)	0.173 (4.46***)	
Taxa de variação do PIB no momento inicial	0.157 (4.27***)	0.18 (4.51***)	
N. observ.	16917	16897	
Pseudo LL	-3996.8279	-39282.8383	
Teste Wald (p-value)	0.0000	0.0000	

Nota: Entre parêntesis apresentam-se os t-ratios; a hipótese nula é rejeitada a ***1%, **5%, *10%. Na estimação foram ainda incluídas, como controle, variáveis *dummy* relativas ao sector de actividade e à localização das empresas.

luna 3 apresenta-se o resultado (estatística t) do teste de igualdade entre os coeficientes associados ao valor inicial das variáveis e aos seus incrementos entre o período inicial e o período corrente.

Salienta-se que, de acordo com estes resultados, os valores iniciais da dimensão, do rácio de endividamento das empresas bem como do número de relações de crédito com bancos têm um efeito significativo sobre a sua probabilidade de saída do mercado. O efeito da dimensão corrente é significativamente mais importante do que o efeito da dimensão inicial. Por sua vez, os resultados sugerem que o número inicial de relações bancárias é mais importante do que o seu valor corrente para explicar a probabilidade de as empresas saírem do mercado.

No caso do endividamento, os resultados sugerem que tanto o efeito da variável no momento inicial como o seu valor actual são importantes para explicar a sua sobrevivência, sendo estes efeitos da mesma ordem de grandeza, ou seja os coeficientes que lhes estão associados não são estatisticamente diferentes, de acordo com o teste apresentado.

No que respeita ao efeito da conjuntura macroeconómica observada no momento de criação da empresa, obteve-se evidência de que as empresas criadas em períodos de maior crescimento do PIB apresentam uma menor probabilidade de sobrevivência o que pode resultar, tal como referido, de em períodos de expansão haver um grande incentivo à criação de empresas, muitas das quais com baixa probabilidade de sucesso.

Finalmente, investigou-se se o efeito do endividamento inicial na probabilidade de sobrevivência tende ou não a esbater-se ao longo do tempo. Para tal, estimaram-se também os modelos cujos resultados se apresentam no quadro 4 que correspondem à equação (6) na qual se permite que o coeficiente associado ao valor inicial de uma característica varie em função do tempo decorrido. De acordo com o

Quadro 4

MODELOS DE DURAÇÃO: ESTIMAÇÃO DA EQUAÇÃO 6			
	1	2	3
Dimensão			
Logaritmo das vendas corrente	-0.191 (-4.72***)	-0.184 (-4.51***)	-0.184 (-4.46***)
Composição do activo			
Activo incorpóreo/activo corrente	0.0182 (2.03**)	0.0185 (2.11**)	0.0188 (2.15**)
Crédito comercial concedido/activo corrente	0.00661 (3.44***)	0.00538 (2.72***)	0.00512 (2.59***)
Endividamento			
Dívida/activo corrente (variação)	0.0169 (6.93***)		
Dívida/activo inicial	0.0100 (3.44***)		
Dívida/activo inicial * t	0.000967 (1.11)		
Dívida de curto prazo/activo corrente			0.0156 (8.33***)
Dívida de curto prazo/activo corrente (variação)		0.0161 (7.23***)	
Dívida de curto prazo/activo inicial		0.0202 (7.28***)	
Dívida de curto prazo/activo inicial * t		-0.00215 (-2.52**)	
Dívida de médio e longo prazo/activo corrente		0.00987 (4.18***)	
Dívida de médio e longo prazo/activo corrente (variação)			0.0117 (4.40***)
Dívida de médio e longo prazo/activo inicial			0.00283 (0.83)
Dívida de médio e longo prazo/activo inicial * t			0.00267 (3.46***)
Relacionamento bancário			
Número de relações bancárias	0.117 (3.16***)	0.108 (2.91***)	0.111 (3.02***)
Conjuntura macroeconómica			
taxa de variação do PIB	0.157 (4.69***)	0.171 (4.74***)	0.181 (4.83***)
N. observ.	16917	16897	16897
Pseudo LL	-4009.1015	-3990.2171	-3989.1377
Teste Wald (p-value)	0.0000	0.0000	0.0000

Notas: (a) Entre parêntesis apresentam-se os t-ratios; a hipótese nula é rejeitada a ***1%, **5%, *10%. (b) Na estimação foram ainda incluídas, como controle, variáveis *dummy* relativas ao sector de actividade e à localização das empresas.

valor estimado para o coeficiente associado à variável multiplicativa x_0^*t , observa-se um declínio do efeito endividamento de curto prazo sobre a probabilidade de saída. No entanto, este declínio não se observa quando se considera o rácio de endividamento total ou o rácio de endividamento de médio/longo prazo.

6. CONCLUSÕES

O objectivo deste estudo é a análise dos factores explicativos da probabilidade de sobrevivência das empresas, utilizando informação longitudinal sobre uma amostra de empresas portuguesas, desde o momento da sua criação. Para além da informação sobre as datas de entrada e saída de empresas do mercado, e de dados de carácter contabilístico, utilizou-se também a informação disponível sobre a estrutura de relações de crédito entre as empresas e os bancos.

As hipóteses testadas neste trabalho reflectem algumas das conclusões dos modelos de economia industrial e de finanças relevantes para a análise da sobrevivência das empresas. Assim, esperava-se que variáveis específicas às empresas, tais como a sua dimensão, transparência, grau de endividamento ou número de relações bancárias, que reflectem, por um lado, as suas decisões estratégicas e, por outro, as suas condições de acesso ao mercado de financiamento, tivessem um impacto significativo sobre a sua probabilidade de sobrevivência.

Os resultados obtidos através da estimação de modelos de duração sugerem que as empresas de menor dimensão, menos transparentes, mais endividadas e com maior número de relações bancárias têm uma menor probabilidade de sobrevivência.

Menos intuitivamente, os resultados sugerem também que a probabilidade de sobrevivência é menor em períodos de maior crescimento do PIB. Dadas as características das empresas da amostra (tipicamente com desempenho superior à média) e a dimensão temporal dos dados (cobrindo apenas um ciclo económico) estes resultados devem ser interpretados com especial cuidado. Este resultado parece estar também a reflectir o facto de a falência das empresas ocorrer com um desfazamento, que pode ser de vários anos, relativamente ao momento em que a sua situação financeira se deteriora.

Neste estudo analisou-se também a questão da importância relativa das condições e decisões iniciais e correntes para explicar as diferenças entre empresas quanto à probabilidade de sobrevivência tendo-se obtido evidência de que os valores iniciais da dimensão, do rácio de endividamento das empresas, bem como do número de relações de crédito com bancos têm um efeito significativo e prolongado sobre a sua probabilidade de saída do mercado. Os resultados obtidos sugerem também que a conjuntura macroeconómica no momento em que a empresa foi criada é importante para explicar a sua probabilidade de sobrevivência, tendo-se obtido evidência de que as empresas criadas em períodos de expansão tendem a sair mais facilmente do mercado.

Com este estudo procurou-se melhorar a compreensão dos factores que determinam o desempenho e a sobrevivência das empresas que são aspectos fundamentais para a avaliação da estabilidade financeira. A estabilidade financeira do sector das empresas é, por si, um elemento importante sobretudo pelas suas implicações macroeconómicas sobre o investimento e o crescimento da economia. Além disso, afecta a estabilidade do sistema financeiro dado que a um mau desempenho das empresas não financeiras corresponde um aumento da probabilidade de que os seus credores, nomeadamente os bancos, venham a sofrer perdas.

A evidência de que a probabilidade de sobrevivência das empresas num determinado momento reflecte o efeito das suas características iniciais tem também algumas implicações. Em particular, sugere

re que os critérios de concessão de crédito não devem centrar-se apenas em indicadores contemporâneos, sendo recomendável que não se ignore o historial da empresa.

REFERÊNCIAS

- Audretsch, D.B. e T. Mahmood (1994) "The rate of hazard confronting new firms and plants in US manufacturing", *Review of Industrial Organization*, 9, 41-56.
- Audretsch, D.B. e J. Mata (1995) "The post-entry performance of firms: introduction", *International Journal of Industrial Organization*, 13, 413-419.
- Bamford, C.E., T.J. Dean e P.P. McDougall (1999) "An examination of the impact of initial founding conditions and decisions upon the performance of new bank start-ups", *Journal of Business Venturing*, 15, 253-277.
- Berger, A. e Udell (1995) "Relationship lending and lines of credit in small firm finance", *Journal of Business*, 68, 351-381.
- Boeri, T. e L. Bellmann (1995) "Post-entry behaviour and the cycle: evidence from Germany", *International Journal of Industrial Organization*, 13, 483-500.
- Caballero, R. e M. Hammour (1994) "The cleansing effect of recessions", *American Economic Review*, 84(5), 1350-1368.
- Cooper, A.C., F.J. Gimeno-Gascon e C.Y. Woo (1994) "Initial human and capital as predictors of new venture performance", *Journal of Business Venturing*, 9, 371-395.
- Cleves M., W. Gould e R. Gutierrez (2002) *An introduction to survival analysis using Stata*, Texas, Stata Press.
- Farinha, L. e J. Santos (2002) "Switching from single to multiple bank lending relationships: determinants and implications" *Journal of Financial Intermediation*, 11, 124-151.
- Fazzari, S., G. Hubbard e B. Peterson (1988) "Financing constraints and corporate investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 141-206.
- Geroski, P.A., J. Mata, e P. Portugal (2003) "Founding conditions and the survival of new firms", Banco de Portugal, *WP* 1-03.
- Lancaster, T. (1990) *The econometric analysis of transition data*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Lennox, C. (1999) "Identifying failing companies: a revaluation of the logit, probit and DA approaches", *Journal of Economics and Business*, 51, 347-364.
- Mata, J. e P. Portugal (1994) "Life duration of new firms", *Journal of industrial economics*, 42, 227-245.
- Petersen, M. e R. Rajan (1994) "The benefits of lending relationships: evidence from small business data", *Journal of Finance*, 49, 3-37.
- Petersen, M. e R. Rajan (1995) "The effect of credit market competition on lending relationships", *Quarterly Journal of Economics*, 110, 406-443.

ESTIMATIVAS DE PROBABILIDADES DE INCUMPRIMENTO EM CONTEXTO MACROECONÓMICO*

António Antunes**

Nuno Ribeiro**

Paula Antão**

INTRODUÇÃO

O cálculo da probabilidade de incumprimento das obrigações de crédito por parte das sociedades não financeiras é um dos instrumentos de que as instituições financeiras necessitam para levar a cabo a sua actividade de concessão de empréstimos. De forma muito simples, as instituições de crédito necessitam responder à seguinte pergunta: dada uma empresa com um conjunto de características observáveis, qual a probabilidade de ela não cumprir integralmente as suas obrigações de crédito durante o próximo ano? Note-se que a probabilidade de incumprimento diz respeito a um determinado período de observação, ou seja, podemos pensar em probabilidade de incumprimento a três meses, a um ano, a dois anos, e por aí em diante. A existência de métodos estatísticos fiáveis que permitam conhecer esta probabilidade torna-se fundamental para o processo de decisão na concessão de crédito por parte dos bancos. Por exemplo, os bancos podem adoptar a seguinte regra: se a probabilidade de incumprimento estimada de uma empresa for superior a determinado valor, o banco não concede crédito; se for inferior, o banco concede o crédito. Esta regra pode ser aperfeiçoada através, por exemplo, da exigência de maiores garantias se a probabilidade de incumprimento estimada for próxima do limite referido acima.

Uma outra aplicação deste tipo de instrumento tem a ver com as provisões para crédito malparado. Dada uma carteira de crédito de um banco, pode-se calcular o valor esperado de perdas durante um exercício, e com base nessa estimativa proceder ao provisionamento dessas perdas.

Um terceiro exemplo de aplicação consiste na utilização de modelos de incumprimento para calcular o desempenho do sistema financeiro no caso de a economia ser sujeita a choques macroeconómicos negativos e de grande amplitude (mas verosímeis), também designados por *stress tests*. Esta aplicação é relevante, por exemplo, no contexto de *stress tests* dos programas de avaliação do sistema financeiro levados a cabo pelo Fundo Monetário Internacional.

De uma maneira geral, existe alguma dificuldade em obter dados do balanço das empresas que permitam o desenvolvimento de modelos completos e fiáveis de incumprimento. Uma das razões para isso é o enviesamento dessas bases de dados no sentido de incluir relativamente poucas empresas de pequena dimensão¹. Uma outra razão é o facto de serem justamente as empresas em melhor situação aquelas que tendem a transmitir informação aos organismos de recolha de dados, uma vez que as empresas em pior situação podem recear que a cedência de informação sobre as suas contas interfira com a sua capacidade de obter crédito ou desenvolver a sua actividade. Seja qual for a razão,

* As opiniões expressas neste artigo são da inteira responsabilidade dos autores e não coincidem necessariamente com a posição do Banco de Portugal. Gostaríamos de agradecer a Lucena Vieira, Luis Sobral Gomes e Carlos Rodrigues pela ajuda na obtenção e tratamento dos dados

** Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

(1) O Banco de Portugal é responsável por uma dessas fontes de informação, a Central de Balanços (CB), que reúne informação detalhada sobre sociedades não financeiras residentes (ver Banco de Portugal, 2005).

isto tem evidentes consequências em termos da estimação dos modelos, uma vez que pode gerar poucas observações relevantes para o ajustamento do modelo de incumprimento.

Esta limitação não se coloca quando se trata de informação sobre o crédito de que determinada empresa é mutuária. A Central de Responsabilidades de Crédito do Banco de Portugal (CRC) contém informação mensal de crédito de todos os devedores (particulares ou sociedades) a instituições de crédito residentes, que, neste contexto, são também designadas por entidades participantes². O objectivo principal da CRC é apoiar as instituições financeiras no processo de concessão de crédito a particulares e a empresas, embora os bancos recebam apenas informação agregada sobre a exposição creditícia no conjunto do sistema.

Daquilo que se disse decorre que, das empresas não financeiras registadas na CRC, só uma percentagem reduzida consta de outras fontes de informação. Dessa forma, para analisarmos a totalidade da CRC não utilizaremos a informação da Central de Balanços do Banco de Portugal. Em alternativa, e como forma de caracterizar cada sociedade em termos do seu sector de actividade, iremos usar uma base de dados cadastral existente no Banco de Portugal que cobre o universo das sociedades não financeiras.

Neste trabalho apresenta-se uma abordagem para a determinação da probabilidade de incumprimento de sociedades não financeiras usando dados da CRC e dados sobre o sector de actividade constante de uma base de dados cadastral existente no Banco de Portugal que cobre a totalidade das empresas extintas e em actividade em Portugal. O modelo estatístico incorpora também variáveis caracterizando o ambiente geral da economia para o período da estimação. Desta forma, os efeitos sobre as empresas de uma aceleração ou abrandamento da actividade económica em geral ficam incorporados nas estimativas de incumprimento de crédito. Isto permite utilizar o modelo para simular as perdas esperadas pelas instituições que concedem crédito quando a economia está sujeita a choques adversos.

Iremos utilizar o modelo em dois cenários macroeconómicos diferentes. No primeiro – o cenário base – a economia portuguesa evolui em linha com as projecções do Banco de Portugal no contexto do exercício de projecção macroeconómica do Eurosistema, realizado em Dezembro de 2005. No segundo – o cenário de *stress* – modela-se uma situação em que os desequilíbrios macroeconómicos que caracterizam a economia global são abruptamente corrigidos no início de 2006³. Em ambos os casos calculamos os valores das probabilidades de incumprimento por sector e dimensão da empresa. Deste modo, é possível calcular o valor das perdas esperadas por incumprimento consoante a carteira de empréstimos a sociedades não financeiras de cada instituição. Os cálculos efectuados, contudo, dizem respeito ao conjunto dos empréstimos do sistema financeiro português a sociedades não financeiras.

Os dados utilizados e o modelo estimado permitem concluir que as empresas de menor dimensão apresentam maior propensão a entrar em incumprimento. Por exemplo, empresas cujas responsabilidades registadas na CRC estejam entre mil euros e cinquenta mil euros têm uma probabilidade de incumprimento cerca de quatro vezes superior às empresas com responsabilidades superiores a um milhão de euros.

O nível de incumprimento médio continuaria mesmo assim relativamente baixo uma vez que a carteira de crédito do sistema bancário português se encontra concentrada em empresas de grande dimensão, que tipicamente apresentam uma taxa de incumprimento baixa.

(2) Ver Banco de Portugal (2003). O reporte é obrigatório para responsabilidades por mutuário superiores a 50 euros.

(3) Os cenários macroeconómicos servem como mera ilustração, não revestindo o carácter de previsão do Banco de Portugal sobre a evolução da economia portuguesa no período em análise. Para uma descrição mais detalhada dos desequilíbrios macroeconómicos aqui referidos e possíveis consequências da sua correcção a nível da economia global veja-se o "Capítulo 2 – *Enquadramento Macroeconómico*", deste Relatório.

METODOLOGIA

Dados

Pretendemos estimar a probabilidade de um devedor não pagar no prazo previsto um determinado empréstimo. A unidade de observação a utilizar deverá então ser o empréstimo, ou seja, iremos acompanhar cada empréstimo em particular (e não cada empresa). Isto significa que existem pelo menos três tipos de variáveis que caracterizam cada observação. O primeiro tipo diz respeito ao empréstimo em si. Um exemplo poderá ser uma variável que indique a existência de outros empréstimos em incumprimento, além daquele sob observação. O segundo tipo de variáveis diz respeito à empresa a que corresponde o empréstimo sob observação. Exemplos deste tipo de variável incluem a dimensão da dívida total da empresa ou o sector de actividade. O terceiro tipo de variável consiste em grandezas que afectam todas as empresas, como sejam a taxa de juro ou um indicador de expansão ou contracção do Produto Interno Bruto. Este terceiro tipo estabelece a ligação entre a realidade das empresas e o contexto macroeconómico em que a sua actividade se desenvolve.

Usamos dados de duas fontes distintas. A primeira é a CRC, que contém dados mensais sobre todas as empresas com empréstimos junto das entidades participantes. Todos os empréstimos concedidos de valor superior a 50 euros são reportados ao Banco de Portugal. Esta informação é depois centralizada e disponibilizada às instituições financeiras participantes através de acesso *online*. A informação consiste essencialmente no tipo de crédito do devedor, que caracteriza cada responsabilidade em termos da natureza da operação⁴, e no estatuto do mutuário no crédito registado: único mutuário; mutuário principal; ou outro mutuário. Os dados utilizados cobrem o período de Janeiro de 1995 a Dezembro de 2004. Para as sociedades não financeiras (o objecto sob estudo neste trabalho), temos cerca de 6 milhões de registos em 1995 (para cerca de 336 mil empresas) e mais de 11 milhões de registos em 2004 (para cerca de 474 mil empresas).

A segunda fonte de dados é uma base de dados cadastral contendo o registo de todas as sociedades residentes extintas ou em actividade. A base de dados contém, entre outras informações, o sector de actividade da empresa, o capital social e o estatuto legal. Esta base de dados permitirá conhecer o sector de actividade da empresa. Limitamo-nos a esta informação porque, devido às suas características, o refrescamento da informação quantitativa (capital social, número de empregados) é pouco frequente ou por vezes inexistente. É feito um tratamento aos dados de modo a identificar fusões de empresas; nesse caso, a mais recente das empresas fusionadas é considerada extinta no momento da fusão. Os sectores de actividade considerados são baseados no nível de secção da Classificação das Actividades Económicas Rev. 2 (CAE), com desagregação em 15 sectores: agricultura (inclui pescas), comércio, construção, actividades domésticas, educação, energia, intermediação imobiliária, actividades extractivas, serviços financeiros, saúde, indústria, serviços públicos, serviços sociais, turismo e transportes.

Esta massa de informação é de difícil tratamento estatístico usando meios computacionais comuns. Para obviar a este problema, procedeu-se a uma amostragem (estratificada por sectores de actividade) das empresas com base em categorias de montante total médio de responsabilidades do devedor (designado por d , em euros de 2004). Estas categorias foram definidas de acordo com o Quadro 1, não tendo sido consideradas empresas com d menor do que 50 euros.

(4) Os tipos de crédito incluem, entre outros, responsabilidades comerciais (tipo 1) e de financiamento por desconto (tipo 2), outras responsabilidades de curto prazo (tipo 3), e responsabilidades de médio e longo prazo (tipo 4). O incumprimento corresponde às responsabilidades crédito em mora (tipo 7) e em contencioso (tipo 8), e aos créditos abatidos ao activo (tipo 9).

Quadro 1

CLASSES DE DIMENSÃO DO CRÉDITO				
Valores em euros				
Classe	1	2	3	4
Definição	$d < 10^3$	$10^3 \leq d < 5 \times 10^4$	$5 \times 10^4 \leq d < 10^6$	$d \geq 10^6$

Quadro 2

NÚMERO DE EMPRÉSTIMOS E DE EMPRESAS DA AMOSTRA					
	Classe de dimensão do crédito				Total
	1	2	3	4	
Empréstimos	9021	57922	102330	28031	197304
Empresas	5632	18671	13207	1941	39451

A amostragem consistiu na totalidade das empresas da classe 4, 70 por cento das empresas da classe 3, e 5 por cento das classes 1 e 2. A característica de dimensão será considerada na estimação econométrica do modelo de incumprimento, de forma a garantir que a amostragem não enviesada de forma significativa os resultados.

Como indicado anteriormente, pretende-se analisar a verosimilhança de incumprimento face à instituição de crédito. De acordo com a informação disponível na CRC, o empréstimo é definido como a relação bilateral de crédito entre um devedor e uma instituição financeira. Note-se que esta definição trata como um único empréstimo o caso em que o mesmo devedor tem diversos empréstimos junto de uma mesma instituição de crédito. O Quadro 2 apresenta o número total de empréstimos e de empresas usado na estimação. Os dados foram transformados de forma a terem periodicidade trimestral. A amostra final contém cerca de 2 milhões de observações.

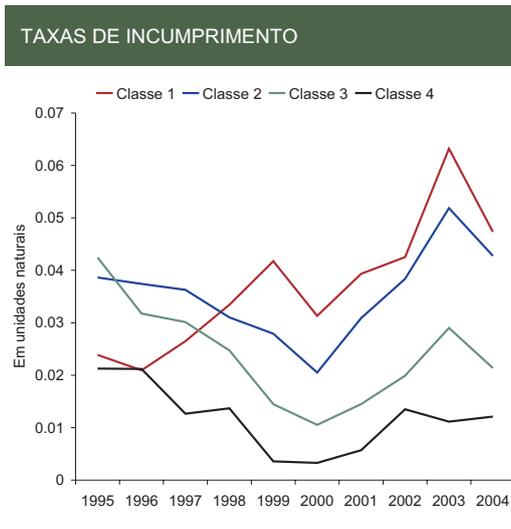
Uma característica que ressalta do Quadro 2 é que, tipicamente, as empresas de menor dimensão têm também menos relações com diferentes instituições financeiras. Por exemplo, para empresas com responsabilidades entre mil e 50 mil euros, o número médio de empréstimos é de 3.1, um número que compara com 14.4 para empresas com responsabilidades acima de 1 milhão de euros.

Modelo Estatístico

Definiu-se o “incumprimento” (o “evento de interesse”) da seguinte forma. Dado um empréstimo, calculou-se primeiro o seu montante (que pode incluir os montantes de diversos créditos junto da mesma instituição) e a fracção em incumprimento. Considera-se que existe “incumprimento” quando ocorrem três meses consecutivos em que a fracção em incumprimento é positiva, o que significa que se observam valores não nulos para os tipos de crédito associados a situações de incumprimento (ver nota 4). O empréstimo é então removido da amostra até deixar de constar da CRC ou até que volte a apresentar um valor nulo para o crédito em incumprimento.

Se, em cada período, olharmos para a fracção de novos créditos em incumprimento sobre o número total de empréstimos elegíveis, obtemos os valores empíricos da taxa de incumprimento. A Figura 1

Figura 1



apresenta as taxas de incumprimento anuais observadas entre 1995 e 2004, para cada classe de dimensão do crédito. Vemos que, de um modo geral, as taxas de incumprimento para empresas com maiores créditos são menores. Para empresas com créditos acima de 1 milhão de euros (em valores de 2004), correspondentes à classe 4, observamos que, em 2004, a taxa de incumprimento se situava um pouco acima de 1 por cento. Isto significa que, durante esse ano, em média 1 por cento dos empréstimos de empresas com montantes globais de responsabilidades superiores a 1 milhão de euros (classe 4) entrou em incumprimento. Este valor compara com 4.3 por cento para empresas com responsabilidades entre mil e 50 mil euros (classe 3). Em termos gerais, observa-se uma redução das taxas de incumprimento de 1995 a 2000, invertendo-se essa tendência a partir de 2001⁵. Esta evolução coincide, em termos gerais, com os valores observados para a actividade económica neste período.

Utilizou-se um modelo de resposta binária com especificação *probit*, tendo o evento de interesse sido definido como o incumprimento num determinado empréstimo por parte de um devedor. Mais especificamente, definimos uma variável latente, y , como função de um conjunto de regressores sumariado pelo vector x , de acordo com:

$$y = x\beta + \varepsilon, \quad (1)$$

em que ε é um erro normal, independente e identicamente distribuído. A variável observada é definida como

$$y^* = \begin{cases} 1 & \text{se } y \geq 0 \\ 0 & \text{se } y < 0 \end{cases}$$

correspondendo 1 ao evento de interesse (o incumprimento). A probabilidade condicional de incumprimento será dada por

$$\Pr(y^* = 1 | x) = \Phi(x\beta),$$

em que Φ é a função de distribuição cumulativa normal.

(5) A evolução das taxas de incumprimento para empresas da classe 1 (com responsabilidades totais entre 50 e 1000 euros) não respeita esta regra, mas o seu peso no total das responsabilidades do sistema financeiro português é diminuto (inferior a 1 por cento do total).

O modelo estatístico usado incorpora variáveis (incluídas no vector x) ao nível do empréstimo e do devedor, bem como variáveis que traduzem a envolvente macroeconómica. Ao nível do empréstimo, usamos duas variáveis dicotómicas. A primeira é um indicador de incumprimento do devedor em outros empréstimos. A segunda variável é um indicador de que o devedor do empréstimo entrou em incumprimento em mais de 50 por cento dos seus empréstimos (para além daquele sob observação) durante o trimestre corrente. Por exemplo, se o devedor tem, para além do empréstimo sob observação, mais 2 empréstimos, e entrou em incumprimento em ambos durante 2 meses no trimestre corrente, então o indicador é 1. Se entrou em incumprimento em ambos os empréstimos mas somente durante 1 mês, então o indicador é 0.

A nível da empresa, usamos variáveis categóricas para o sector de actividade e para a dimensão do crédito total da empresa, de acordo com as classes definidas no Quadro 1. Estas variáveis controlam para a dimensão da empresa e para as especificidades do respectivo sector de actividade. Usamos também uma variável categórica para o número de empréstimos da empresa truncados superiormente a 5 empréstimos. Seria a este nível que se justificaria o recurso a dados de balanço das empresas, a que, para além das variáveis que mencionámos e pelos motivos apontados anteriormente, não se recorreu.

Ao nível da envolvente macroeconómica, usamos a taxa de desemprego, a taxa de juro de curto prazo e o desvio do Produto Interno Bruto relativamente à tendência. São também incluídos desfasamentos destas variáveis até 4 trimestres. Note-se que o período abrangido pelos dados cobre um ciclo económico completo, o que permite levar em consideração períodos quer de crescimento, quer de decréscimo da actividade económica.

Para acomodar o possível impacto da introdução do euro em 1999, incluímos uma variável dicotómica igual a 1 antes de 1999 e 0 posteriormente. Esta variável é ainda interagida com a taxa de juro, uma vez que até 1999 as taxas de juro eram tipicamente altas num contexto de inflação elevada.

São incluídos no modelo termos de interacção entre o sector de actividade e as variáveis macroeconómicas, e entre a classe de dimensão do crédito e as variáveis macroeconómicas, dado que diferentes sectores e empresas de diferentes dimensões poderão responder de forma diferenciada aos desenvolvimentos macroeconómicos.

Finalmente, incluem-se variáveis para correcção de variações sazonais.

Resultados

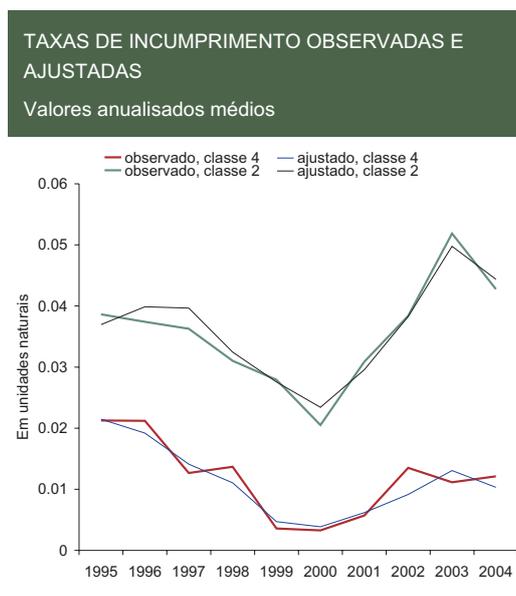
Estimamos o modelo por máxima verosimilhança, de modo a calcular valores para β . Os resultados obtidos conduzem a um ajustamento que pode ser avaliado na Figura 2 para duas classes de dimensão das responsabilidades totais das empresas (classe 2, entre mil e 50 mil euros; classe 4, acima de 1 milhão de euros). A figura indica um ajustamento razoável para ambas as classes⁶. Embora não tenham sido efectuados testes exaustivos fora da amostra para o modelo, e este tenha uma natureza experimental, medidas da capacidade preditiva do modelo sugerem um desempenho adequado⁷. Avaliemos esse ajustamento de forma mais rigorosa.

Embora recorrendo fundamentalmente a dados sobre o crédito das empresas junto de cada instituição de crédito e sobre o sector de actividade, o modelo permite que uma instituição de crédito conhe-

(6) A qualidade do ajustamento para as outras classes é comparável à observada na figura.

(7) Resultados parciais sugerem que o desempenho fora da amostra é comparável àquele que descrevemos. Por outro lado, o horizonte temporal limitado a um ciclo económico completo torna inadequado o recurso a simulações fora do período amostral, ou seja, estimar o modelo até, digamos, 2000, e depois avaliar o seu desempenho para as observações posteriores.

Figura 2

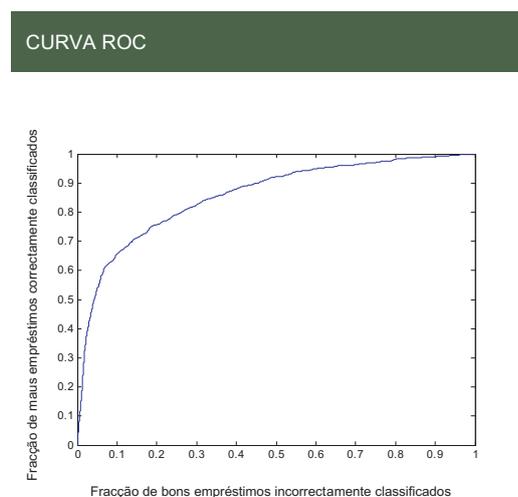


cedora das características dos devedores – em especial o *status* de repagamento corrente detalhado do devedor junto das outras instituições financeiras – consiga calcular com relativa precisão a probabilidade de ocorrência de um evento de incumprimento. Por exemplo, se num determinado trimestre uma instituição de crédito souber que determinado devedor entrou em incumprimento generalizado em outros créditos no trimestre anterior, a estimativa de incumprimento dessa empresa será elevada. Se se tratar de um pedido de crédito, isso poderá ter como consequência a sua recusa; se já houver crédito, a instituição financeira poderá proceder ao provisionamento do empréstimo.

Dado tratar-se de um modelo de resposta binária, podemos definir um montante de corte a para o valor esperado da variável y (dado pela equação (1) com $\varepsilon = 0$), que designaremos por Ey , de tal forma que se considera que quando Ey é maior ou igual a a o empréstimo é “mau” (o que pode ter como consequência que o pedido de empréstimo seja rejeitado ou a instituição financeira proceda à constituição de provisões para o empréstimo); caso contrário, o empréstimo é “bom”. Este procedimento define, para cada a , a classificação atribuída pelo modelo a cada empréstimo. Podemos também definir como “maus” ou “bons” os empréstimos que, de facto, entraram ou não em incumprimento; esta é a classificação que corresponde ao que realmente ocorreu. Naturalmente, um modelo perfeito seria aquele em que ambas coincidiriam para algum valor de a . Isso não acontece na prática.

De facto, um valor muito negativo de a fará com que haja muitos empréstimos classificados pelo modelo como maus mas que na realidade são bons (chama-se a isto erro tipo I, e podemos pensar que se trata de um “falso alarme”). À medida que a vai aumentando, começa a haver mais empréstimos classificados como bons que efectivamente são bons, mas também há empréstimos que são efectivamente maus e que começam a ser classificados como bons pelo modelo (erro tipo II, ou “lobo na pele de cordeiro”). Quando a é muito alto, todos os empréstimos são classificados como bons – havendo portanto muitos empréstimos maus classificados incorrectamente. Chamamos *especificidade* à fracção dos bons empréstimos que são classificados como bons pelo modelo, e *sensitividade* à fracção dos maus empréstimos que são classificados como maus pelo modelo. Quando a é menos infinito, todos os empréstimos são classificados como maus, e portanto a sensitividade é 1 e a especificidade é 0. Quando a é mais infinito, a sensitividade é 0 e a especificidade é 1. Fazendo variar a obtemos um conjunto de valores para estas duas medidas.

Figura 3



Uma representação possível do desempenho do modelo é a sua curva ROC, que podemos ver na Figura 3⁸. No eixo das abcissas representamos 1 menos a especificidade, ou seja, a percentagem de empréstimos bons classificados como maus. No eixo das ordenadas representamos a sensibilidade, ou seja, a percentagem de maus empréstimos classificados como maus. Um determinado ponto (x, y) na curva responde à seguinte questão: Que percentagem x de bons empréstimos serão rejeitados pelo modelo para classificar como maus uma percentagem y de maus empréstimos? Por exemplo, podemos ver na figura que o modelo terá que rejeitar 25 por cento de bons empréstimos se quisermos ter a certeza de que cerca de 80 por cento dos maus empréstimos são recusados.

Como se disse atrás, um modelo perfeito seria aquele em que precisávamos de rejeitar 0 por cento dos bons empréstimos para recusar 100 por cento dos maus. Isto significa que a curva ROC de um modelo perfeito seria o segmento de recta unindo os pontos $(0,1)$ e $(1,1)$. Por outro lado, um modelo que produza a decisão de bom/mau de forma aleatória terá uma curva ROC unindo os pontos $(0,0)$ e $(1,1)$. Ou seja, se a decisão for aleatória, precisamos rejeitar 25 por cento dos bons empréstimos para recusarmos 25 por cento dos maus, ou rejeitar 50 por cento dos bons para recusar 50 por cento dos maus, e assim por diante. Este facto sugere que uma medida adequada para o desempenho do modelo seja a área sob a curva ROC, que designamos por A .

Essa área é 1 para o modelo perfeito e 0.5 para o modelo aleatório. No caso do nosso modelo, o valor de A é 0.86, o que sugere um bom desempenho. Adicionalmente, este valor é elevado mesmo se considerarmos apenas os valores em cada trimestre. Por exemplo, para o 4º trimestre de 1995, a área A é 0.84, enquanto que para o 4º trimestre de 2004 o seu valor é 0.86.

Na posse de um modelo com uma razoável capacidade de discriminar empréstimos em termos de incumprimento, podemos utilizá-lo para prever a evolução do incumprimento sob determinadas condições macroeconómicas e admitindo determinado tipo de evolução da carteira de empréstimos do sistema financeiro. Esse exercício é levado a cabo na secção seguinte.

(8) ROC significa *Receiver Operating Characteristic*. Ver o sítio da Internet <http://www.anaesthetist.com/mnm/stats/roc/> para uma introdução intuitiva a este tópico. Stein (2002) apresenta um resumo de métodos de validação de modelos de incumprimento, incluindo a curva ROC.

INCUMPRIMENTO NO CRÉDITO: UM EXEMPLO DE *STRESS TEST*

Nesta secção utilizamos o modelo para determinar a probabilidade de incumprimento em cada empréstimo dadas as condições macroeconómicas decorrentes dos cenários base e de *stress*. Em seguida, usamos essa informação para calcular a evolução da probabilidade de incumprimento para cada classe de dimensão do crédito e sector de actividade. Finalmente, usamos a carteira de crédito do sistema financeiro português para calcular a evolução da probabilidade média de incumprimento em cada cenário.

Cenários Macroeconómicos

O cenário base encontra-se em linha com as projecções do Banco de Portugal no contexto do exercício de projecção macroeconómica do Eurosistema, realizado em Dezembro de 2005. O Quadro 3 apresenta um resumo desse cenário. Verificamos que o crescimento do PIB aumenta muito pouco, permanecendo as taxas de juro aproximadamente constantes.

O cenário de *stress* assenta nos seguintes pressupostos: (i) ocorre um súbito declínio na procura de activos denominados em dólares; (ii) simultaneamente, o euro aprecia significativamente face ao dólar; (iii) as taxas de juro de longo prazo do dólar aumentam de forma acentuada; (iv) os mercados accionistas globais sofrem uma queda acentuada em 2006; (v) a recessão que entretanto afecta os Estados Unidos propaga-se às restantes economias mundiais. Neste cenário, há em 2006 uma forte desaceleração do crescimento em Portugal, observando-se uma recessão em 2006 e 2007. A taxa de juro de curto prazo do euro diminui, em linha com a evolução da actividade na área do euro.

O Quadro 4 apresenta as estimativas do modelo para a probabilidade de incumprimento, por classe de dimensão do crédito total. Estas estimativas são obtidas usando uma carteira de crédito idêntica àquela existente no final de 2004, mas com os valores das variáveis macroeconómicas modificados de acordo com os cenários. A hipótese de que as características gerais da carteira de crédito não sofrem alterações neste horizonte temporal é naturalmente sujeita a crítica. Por um lado, se o incumprimento aumenta, isso significa que as empresas em piores condições deixam de apresentar novos incumprimentos porque abandonam a actividade. Tudo o resto igual, isso tenderia a melhorar a qualidade média da carteira ao longo do tempo. Por outro lado, o prolongamento do período de más condições económicas teria o efeito oposto na qualidade da carteira, devido à degradação continuada das condições das empresas. Finalmente, as características das novas empresas são desconhecidas. Na ausência de um modelo descrevendo estes efeitos, adoptou-se uma carteira estática. De facto, uma

Quadro 3

CENÁRIOS MACROECONÓMICOS			
Valores em percentagem			
	2005	2006	2007
Cenário base			
Taxa de juro de curto prazo	2.2	2.2	2.3
Taxa de cresc. do PIB	0.3	0.8	1.0
Cenário de <i>stress</i>			
Taxa de juro de curto prazo	2.2	1.0	0.8
Taxa de cresc. do PIB	0.3	-1.0	-0.7

Quadro 4

ESTIMATIVAS DAS PROBABILIDADES DE INCUMPRIMENTO				
Valores anuais				
Ano	Classe de dimensão do crédito			
	1	2	3	4
Cenário base				
2005	6.3%	5.1%	2.6%	1.2%
2006	6.3%	5.1%	2.6%	1.3%
2007	5.8%	4.7%	2.3%	1.1%
Cenário de stress				
2005	6.3%	5.1%	2.6%	1.2%
2006	7.9%	6.4%	3.3%	1.7%
2007	9.0%	7.3%	3.9%	2.0%

análise exploratória das principais características da carteira de crédito sugere que estas se mantêm estáveis, designadamente em termos da distribuição por classe de dimensão crédito e sector de actividade.

Comparando os dois cenários, vemos que o cenário de *stress* produz estimativas mais elevadas para a probabilidade de incumprimento, sendo que o aumento da probabilidade de incumprimento para empresas maiores é mais acentuado. Por exemplo, para a classe 4 a probabilidade de incumprimento aumenta 67 por cento entre 2005 e 2007 no cenário de *stress*, enquanto que para a classe 3 o aumento é de 50 por cento.

Para calcularmos a probabilidade de incumprimento média de toda a carteira de crédito (isto é, a probabilidade que multiplicada pela exposição total nos dá o valor esperado do montante total em incumprimento), recorreremos à estimativa da probabilidade de incumprimento de cada empréstimo (dada por 1). Fazemos esse cálculo para toda a carteira, ponderando a probabilidade de incumprimento de cada empréstimo pelo respectivo montante.

O Quadro 5 apresenta a probabilidade de incumprimento média da carteira para o período de simulação. Por exemplo, para 2005 o modelo sugere um valor de 2.2 por cento, o que significa que se espera que cerca de 2.2 por cento do total da exposição na carteira de crédito apresente durante esse ano algum episódio de incumprimento. Naturalmente, o valor da perda efectiva será menor, uma vez que alguns destes episódios acabarão por se resolver com o repagamento total ou parcial dos créditos em incumprimento, e, mesmo que a empresa se extinga, alguns créditos poderão ser recuperados pelas instituições financeiras.

Como podemos observar, para ambos os cenários o valor ponderado é superior à probabilidade de incumprimento da classe de dimensão do crédito 4 e inferior à da classe 3 (ver Quadro 4). Isto decorre de serem estas as duas classes com maior exposição na carteira (no seu conjunto representando cerca de 80 por cento da carteira). No cenário de *stress*, vemos que a probabilidade média de incumprimento a um ano é cerca de 70 por cento superior à do cenário base no final do horizonte de projecção. O nível de incumprimento continuará relativamente baixo, visto que a carteira de crédito se encontra concentrada em empresas de grande dimensão, que tipicamente apresentam uma taxa de incumprimento baixa.

Quadro 5

ESTIMATIVAS DA PROBABILIDADE DE INCUMPRIMENTO MÉDIA DO TOTAL DA CARTEIRA
Valores anuais

	2005	2006	2007
Cenário base	2.20%	2.30%	2.00%
Cenário de <i>stress</i>	2.20%	2.90%	3.40%

CONCLUSÃO

Este estudo apresenta uma abordagem possível ao problema de determinar qual a propensão de determinada empresa entrar em incumprimento em determinado empréstimo. O modelo estatístico usado incorpora variáveis ao nível do empréstimo, da empresa e do ambiente económico em geral. Este trabalho difere de outras abordagens ao colocar a ênfase na informação de crédito veiculada pela Central de Riscos de Crédito do Banco de Portugal, e na sua relação com as variáveis macroeconómicas. Algumas medidas de ajustamento sugerem um desempenho adequado do modelo em termos da sua capacidade de distinguir os “bons” dos “maus” empréstimos.

Como ilustração, apresentamos estimativas da probabilidade de incumprimento por classe de dimensão do crédito e da probabilidade de incumprimento média da carteira de crédito em Portugal, dados dois cenários alternativos de evolução do ambiente macroeconómico. Numa situação de crescimento moderado e manutenção da taxa de juro, a probabilidade de incumprimento mantém-se aproximadamente constante. Num cenário de forte desaceleração económica, a probabilidade de incumprimento tende a subir, podendo tornar-se cerca de 70 por cento maior face ao cenário de base no final do horizonte de simulação, ou seja, após 2 anos. O nível de incumprimento médio continuaria mesmo assim relativamente baixo dado que a carteira de crédito do sistema bancário português se encontra concentrada em empresas de grande dimensão e taxa de incumprimento tipicamente baixa.

Naturalmente, os resultados devem ser interpretados com cautela. O modelo econométrico omite características das empresas potencialmente relevantes para explicar o evento de incumprimento. A sua inclusão permitiria caracterizar melhor cada empresa e, talvez, melhorar o desempenho do modelo. Algumas das hipóteses que nos garantem que as estimativas dos parâmetros não são enviesadas podem estar a ser violadas (embora as medidas do ajustamento sugiram que este problema possa não ser grave)⁹. Num modelo desta natureza pode também ocorrer um problema de sobre-ajustamento, que consiste em usarmos variáveis que por construção ou por alguma particularidade na obtenção dos dados induzem um desempenho elevado mas não traduzem desenvolvimentos nos fundamentos das empresas, sendo a capacidade do modelo para discriminar empresas menor do que a sugerida por medidas usuais (Dwyer, 2005). Finalmente, os resultados da simulação do cenário base e de *stress* são valores centrais e podem eles próprios estar sujeitos a elevada variabilidade.

(9) Um dos problemas potenciais desta abordagem é a chamada “heterogeneidade negligenciada”, que consiste na não inclusão de regressores independentes em x que sejam relevantes para o evento de incumprimento. No entanto, pode ser demonstrado que esse problema não afecta, por exemplo, a medida A , uma vez que a heterogeneidade não observada tende a atenuar a magnitude dos coeficientes, mas não a ordenação da propensão para o incumprimento (Wooldridge, 2002).

REFERÊNCIAS

- Banco de Portugal (2003) “Cadernos do Banco de Portugal – Central de Responsabilidades de Crédito”, n.º 5.
- Banco de Portugal (2005) “Cadernos do Banco de Portugal – Central de Balanços”, n.º 7.
- Dwyer, D. (2005) “Examples of overfitting encountered when building private firm default prediction models”, Nova Iorque, Moody’s KMV.
- Stein, R. (2002) “Benchmarking default prediction models: pitfalls and remedies in model validation”, Nova Iorque, Moody’s KMV.
- Wooldridge, J. (2002) “Econometric analysis of cross section and panel data”, Cambridge, Ma., The MIT Press.

RISCO DE TAXA DE JURO NA CARTEIRA BANCÁRIA*

Sara Noorali**

Carlos Santos**

1. INTRODUÇÃO

Em geral, a situação financeira dos bancos é sensível a flutuações nas taxas de juro de mercado. Por um lado, as carteiras de instrumentos financeiros transaccionáveis, em particular as obrigações a taxa fixa e os instrumentos derivados, estão sujeitas a valorização em contínuo de acordo com o respectivo valor de mercado que é função das taxas de juro prevalecentes no momento. Por outro, porque as posições activas e passivas em instrumentos financeiros não transaccionáveis são passíveis de valorização de acordo com a melhor estimativa quanto ao preço de mercado que prevaleceria se fossem transaccionadas ou liquidadas no momento da valorização. A abordagem tradicional mais geralmente aceite para mensurar essas posições a valor de mercado consiste no cálculo do valor actual dos *cash flows* previstos para o conjunto de activos e passivos¹, utilizando como taxas de desconto as taxas de mercado para maturidades equivalentes. A simulação de alterações do nível das taxas de desconto utilizadas permite obter uma aproximação à magnitude das variações na situação líquida, avaliadas a preços de mercado, provocadas por alterações nas taxas de juro.

Nestes termos, o risco de taxa de juro, que resulta de variações de valor nos instrumentos financeiros induzidas por variações das taxas de juro, insere-se na categoria mais vasta dos riscos de mercado. Note-se, no entanto, que não deve ser associado a qualquer tipo de incumprimento. Não estão assim englobadas na sua análise as situações em que, por efeitos de uma alteração dos níveis das taxas de juro, se verifica, como exemplo mais significativo, o incumprimento de cláusulas contratuais, como seja o pagamento de capital e juros em momentos pré-definidos. Nesta situação, está-se perante a concretização de risco de crédito².

A maior parte dos activos e das responsabilidades dos bancos tem um grau de permanência elevado no balanço, muito em particular os instrumentos da designada carteira bancária, em que se destacam os empréstimos e os depósitos. No pressuposto de que não existe mercado secundário líquido para estes instrumentos e que a maior parte deles não é detida para efeitos de negociação e obtenção de mais valias, as variações de valor destes instrumentos são interpretadas como temporárias, assim justificando o facto de não se encontrarem valorizadas a preços de mercado.

Não obstante apenas as variações de valor nos activos transaccionáveis não designados como detidos até à maturidade conduzirem ao registo contabilístico de ganhos ou perdas potenciais com reflexos na situação líquida dos bancos, a consideração da totalidade do balanço na mensuração do risco de taxa de juro visa reconhecer o facto de, em caso de necessidade de cedência de parte dos activos para realização de liquidez ou de liquidação antecipada das responsabilidades, as perdas potenciais,

* As opiniões expressas neste artigo são da inteira responsabilidade dos autores e não coincidem necessariamente com a posição do Banco de Portugal. Os autores agradecem comentários e sugestões oferecidos por Fátima Silva e Nuno Ribeiro. Eventuais erros e omissões são da exclusiva responsabilidade dos autores.

** Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

(1) Independentemente de serem ou não transaccionáveis ou do grau de permanência ou continuidade destes instrumentos no balanço.

(2) De qualquer forma, tenha-se presente que a fronteira entre risco de mercado e risco de crédito é difícil de estabelecer. Conforme Chris Marrison refere em *The Fundamentals of Risk Measurement*, MacGraw-Hill, 2002, (pag. 5), "The aspect of risk before the default happens is generally considered to be market risk. The actual default is considered credit risk".

se existirem, assim como os reflexos no capital dos bancos, passarem a ser definitivos.

Adicionalmente, deve ter-se em conta que esta abordagem ao risco de taxa de juro, i.e. através da avaliação a preços de mercado do conjunto de activos e passivos sensíveis à taxa de juro, mesmo no pressuposto de estes não serem transaccionáveis na sua totalidade, permite identificar a existência de desajustamentos nos prazos médios de refixação das taxas de juro entre activos e passivos que, a prazo, conduzem a oscilações assimétricas nos fluxos de juro a receber e a pagar e, por consequência, na margem financeira dos bancos. Nesta perspectiva, a gestão e controlo do risco de taxa de juro visa proteger o rendimento líquido associado à actividade de intermediação e será tão mais relevante quanto mais importante for esta actividade na geração de resultados dos bancos.

O entendimento de que o acompanhamento da exposição dos bancos a este risco pelas autoridades de supervisão se deve guiar por um conjunto de princípios não é recente. Foi neste quadro que surgiu, em 1997, uma recomendação do Comité de Basileia³, contendo um conjunto de princípios de natureza qualitativa. A versão mais recente deste documento data de Julho de 2004 e contempla uma abordagem mais sistemática e quantitativa ao risco de taxa de juro na carteira bancária, em particular no contexto do Pilar 2 do Novo Acordo de Capital, no qual se prevê um papel activo dos supervisores na interacção com as instituições. Estes desenvolvimentos encontram-se igualmente reflectidos na Directiva Europeia que dá corpo às alterações no apuramento dos requisitos de fundos próprios em linha com o que se encontra definido no Acordo de Capital.

A evolução do enquadramento regulamentar em Portugal esteve em linha com estes desenvolvimentos. Através da Instrução nº 72/96, relativa à definição de sistemas de controlo interno pelas instituições, o Banco de Portugal solicitava às instituições a verificação de um conjunto de procedimentos que visavam, entre outros, uma correcta gestão do risco de taxa de juro. Posteriormente, em 2005, o Banco de Portugal passou a solicitar aos bancos relativamente à carteira bancária⁴ (no contexto da Instrução nº 19/2005) um reporte padronizado que pretende servir de base à avaliação do impacto da variação da taxa de juro em 200 pontos base, quer sobre a situação líquida, quer sobre a margem de juro. Por outro lado, a natureza necessariamente qualitativa da abordagem prudencial ao risco de taxa de juro na carteira bancária justifica uma avaliação da coerência e robustez dos modelos internos de mensuração e controlo de risco pelos bancos. Em consonância, no âmbito do reporte definido na referida Instrução, os bancos devem igualmente remeter ao Banco de Portugal um relatório com as características dos sistemas de gestão do risco de taxa de juro, actualizado sempre que se introduzirem modificações relevantes nesses sistemas.

Contrariamente ao que sucede na carteira bancária, o risco de taxa de juro na carteira de negociação é abordado explicitamente no quadro normativo português desde 1996 (Aviso nº. 7/96) reflectindo a Segunda Directiva da Adequação de Capital (DAC II) e, mais geralmente, a revisão do Acordo de Capital⁵. Neste contexto, as instituições têm que assegurar níveis mínimos de capital para cobrir requisitos com expressão quantitativa explícita, no âmbito do tratamento prudencial da globalidade dos riscos de mercado. Na terminologia do Novo Acordo de Capital isto significa que estes riscos são abordados no âmbito do Pilar 1.

O remanescente deste artigo encontra-se organizado da seguinte forma. No ponto 2 apresentam-se sumariamente as tipologias e técnicas de mensuração do risco de taxa de juro. No ponto 3 apresenta-se o enquadramento regulamentar vigente a nível internacional e em Portugal. No ponto 4 apresentam-se os resultados obtidos para Portugal no contexto da Instrução nº 19/2005. Na secção final, apontam-se algumas conclusões.

(3) "Principles for the Management and Supervision of Interest Rate Risk".

(4) A carteira bancária inclui todos os instrumentos financeiros não incluídos na carteira de negociação. A carteira de negociação encontra-se definida no Aviso nº 7/96, que pode ser consultado no site do Banco de Portugal.

(5) "Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risks", Janeiro 1996.

2. ABORDAGENS AO RISCO DE TAXA DE JURO

2.1. Tipologias de Risco

Do ponto de vista analítico, é útil distinguir diferentes tipologias de risco de taxa de juro, com vista a isolar, com maior precisão, a origem deste risco na estrutura de balanço das instituições. Os tipos de risco de taxa de juro mais habitualmente analisados consistem no risco de refixação da taxa (*repricing risk*), no risco da curva de rendimentos (*yield curve risk*), no risco de indexante (*basis risk*) e no risco de opção (*option risk*).

O risco de refixação da taxa resulta de desfasamentos de maturidades residuais e/ou de prazos de refixação da taxa de juro dos instrumentos financeiros. A transformação das maturidades está na base das actividades bancárias tradicionais: recolha de fundos por prazos tipicamente curtos e concessão de empréstimos por prazos tipicamente mais longos. Assumindo como situação típica uma inclinação positiva para a curva de rendimentos, esta transformação, quando activos e passivos forem remunerados a taxa fixa, tende a ser, de forma relativamente automática, uma fonte relevante de rendimento dos bancos. Neste contexto, caso estes desajustamentos de prazos de refixação sejam muito pronunciados, expõem o rendimento e o valor económico dos bancos a movimentos adversos em resultado de variações das taxas de juro e podem comprometer a rentabilidade das instituições e a respectiva estabilidade. Considere-se, por exemplo, um empréstimo de longo prazo a taxa fixa financiado por um depósito de curto prazo (existindo assim um desajustamento de duração). Esta carteira sofre uma diminuição de valor num cenário de aumento das taxas de juro, uma vez que os *cash-flows* associados ao empréstimo são fixos ao longo do seu período de vida, enquanto que os juros pagos são variáveis e aumentam após os depósitos de curto prazo atingirem a maturidade.

A análise do risco da curva de rendimentos constitui um refinamento da abordagem ao risco de refixação no sentido em que, contrariamente a este, admite a possibilidade de se verificarem alterações não paralelas na curva de rendimentos. Por exemplo, um aumento das taxas de juro de curto prazo mais pronunciado do que nas taxas de longo prazo pode comprometer a rentabilidade do financiamento de empréstimos de longo prazo por depósitos de curto prazo. Analogamente, e a título de exemplo, embora uma posição longa de obrigações do Tesouro com maturidade residual de 10 anos que tenha associada uma posição curta de obrigações do Tesouro com maturidade de 5 anos se encontre coberta face ao risco de movimentos paralelos na curva de rendimentos, o seu valor económico é sensível a alterações no declive da curva de rendimentos.

O risco de indexante associa-se à ausência de correlação perfeita entre as taxas recebidas e pagas nos diferentes instrumentos. Mesmo no pressuposto que todas as restantes características dos instrumentos financeiros são semelhantes, designadamente o prazo de refixação da taxa de juro, movimentos nas taxas de juro conduzem a variações não antecipadas nos *cash-flows* e nos rendimentos dos activos, passivos e elementos extrapatrimoniais. Por exemplo, a estratégia de financiamento de um empréstimo anual com um prazo de refixação mensal indexado a uma taxa EURIBOR para o prazo de 3 meses, com um depósito anual com um prazo de refixação mensal indexado a uma taxa EURIBOR para o prazo de 6 meses, expõe a instituição ao risco de alterações no diferencial entre estas duas taxas indexantes.

O risco de opção decorre da inclusão de cláusulas de opção em instrumentos de balanço ou nas contas extrapatrimoniais. Formalmente, uma opção proporciona ao proprietário o direito, mas não a obrigação, de comprar, vender, ou de alguma maneira alterar o fluxo financeiro associado a um instrumento. Esta opção é exercida muitas vezes em resposta a alterações na taxa de juro, com impacto sobre o montante em risco de taxa de juro a que um banco está exposto. Por exemplo, existem

experiências a nível internacional de significativas amortizações antecipadas, por iniciativa dos devedores, de créditos hipotecários de longo prazo a taxa fixa num contexto de redução significativa das taxas de juro. Nestas situações, verifica-se uma divergência entre os fluxos financeiros previstos até a maturidade dos contratos e os fluxos financeiros efectivamente recebidos pelos bancos.

Conceptualmente, pode conceber-se uma abordagem ao risco de taxa de juro em que se tenham em consideração as alterações em todos os fluxos financeiros associados directa ou indirectamente à actividade de intermediação e que resultem de alterações nas taxas de juro de mercado, incluindo rendimentos não-juro, cujo montante agregado depende do nível das taxas de juro por via do comportamento dos clientes. Incluem-se entre esses rendimentos as comissões associadas à gestão de activos por conta de terceiros, como os fundos de investimento, e comissões associadas à liquidação antecipada de activos ou passivos por iniciativa dos clientes. Contudo estas alterações nos fluxos financeiros, assim como as associadas ao risco de opção, são de muito mais difícil estimação, resultando na consideração exclusiva dos fluxos de juros nas abordagens tradicionais e mais geralmente aceites.

Do ponto de vista operacional, o impacto das alterações nas taxas de juro na situação financeira dos bancos é usualmente avaliada segundo duas perspectivas. A primeira, designada por perspectiva do rendimento, consiste na simulação das alterações nos fluxos de juros num horizonte de curto prazo, tipicamente inferior a um ano, tendo em conta os prazos de refixação das taxas de juro nesse horizonte. A segunda, designada por perspectiva do valor económico, consiste na simulação das alterações na situação líquida, no pressuposto que todos os activos e passivos equiparados a dívida são avaliados a preços de mercado.

2.2. Técnicas de Mensuração do Risco de Taxa de Juro

Esta secção apresenta um sumário das várias técnicas utilizadas pelos bancos para medir a exposição dos rendimentos e do valor económico a variações das taxas de juro. As técnicas mais simples resumem-se à construção de tabelas de maturidade e prazos de refixação da taxa. As técnicas mais complexas decorrem da utilização de modelos estáticos ou dinâmicos que incorporam hipóteses sobre o comportamento do banco e dos clientes em resposta a alterações na taxa de juro. Alguns destes métodos podem ser utilizados para medir a exposição ao risco da taxa de juro, quer numa perspectiva de rendimentos, quer numa de valor económico, enquanto outros estão tipicamente associados apenas a uma dessas duas perspectivas. Adicionalmente, as diferenças de complexidade têm contrapartida sobre a capacidade para captar as várias fontes do risco da taxa de juro. As técnicas mais simples, do tipo maturidade/*repricing*, destinam-se principalmente a captar riscos que resultam de defasamentos na maturidade e nos prazos de refixação das taxas. As técnicas mais elaboradas, do tipo simulação, permitem captar a generalidade das fontes do risco de taxa de juro.

As técnicas mais simples para medir a exposição de um banco ao risco da taxa de juro têm por base uma tabela de maturidade/*repricing*, que distribui as posições de balanço e extrapatrimoniais sensíveis à taxa de juro num número predefinido de bandas temporais, de acordo com a maturidade residual (se tiverem taxa fixa), ou de acordo com o tempo remanescente para a próxima data de fixação (se tiverem taxa variável). As posições sobre as quais não se disponha de elementos precisos sobre as datas de *repricing* (i.e. depósitos à vista), ou em que as maturidades efectivas diverjam das maturidades contratuais (i.e. créditos à habitação com opção de amortização antecipada dos empréstimos), devem ser atribuídas a bandas temporais de acordo com o julgamento e a experiência passada do banco. De entre as técnicas de maturidade/*repricing*, destacam-se a análise de *gaps*, utilizada na perspectiva do rendimento, e a *duração*, utilizada essencialmente na perspectiva do valor económico.

Tabelas simples de maturidade/*repricing* podem ser utilizadas para gerar indicadores simples de sensibilidade do rendimento e do valor económico ao risco da taxa de juro. Quando esta abordagem é utilizada para avaliar o risco da taxa de juro no rendimento corrente é tipicamente referida por análise de *gaps*. A análise de *gaps* foi uma das primeiras técnicas desenvolvidas para mensuração do risco da taxa de juro, e continua a ser muito utilizada pelos bancos, dado produzir um indicador simples da sensibilidade da conta de resultados à variação das taxas de juro. Do ponto de vista operacional, esta técnica resulta do apuramento do chamado *repricing gap*, ou seja, a diferença entre activos, passivos e elementos extrapatrimoniais sensíveis à taxa de juro em cada banda temporal. Este *repricing gap* pode ser multiplicado por uma variação da taxa de juro para obter uma aproximação à variação na margem financeira para cada banda temporal que resultaria de tal movimento na taxa de juro. A dimensão do movimento da taxa de juro utilizada na análise pode basear-se numa série de factores, incluindo a experiência histórica ou expectativas futuras.

Um *gap* negativo ocorre quando os passivos excedem os activos (incluindo os elementos extrapatrimoniais) numa determinada banda temporal. Isto significa que um aumento das taxas de juro de mercado pode causar uma diminuição na margem financeira. Em sentido contrário, um *gap* positivo implica que a margem financeira de um banco possa diminuir como resultado de uma redução do nível das taxas de juro.

Não obstante a análise de *gaps* comportar algumas limitações, é a mais frequentemente utilizada na avaliação da exposição ao risco da taxa de juro. Em primeiro lugar, esta análise ignora as características das diferentes posições dentro de uma mesma banda temporal. Em particular, assume que todas as posições dentro de cada banda temporal atingem a data de maturidade ou de refixação de taxas simultaneamente, uma simplificação que poderá ter impacto na precisão das estimativas, em especial, se existirem bandas com horizontes temporais amplos. Em segundo lugar, a análise de *gaps* ignora diferenças nos *spreads* entre taxas de juro de mercado e as taxas praticadas (risco de indexante). Em terceiro lugar, não contempla a possibilidade do momento em que ocorre a amortização ou resgate dos instrumentos poder sofrer alterações em resultado de variações nas taxas de juro. Finalmente, a maior parte das análises de *gaps* não permite captar a variação das componentes de proveitos e custos extra taxa de juro⁶, fontes potenciais de risco para o rendimento corrente.

Uma tabela de maturidade/*repricing* pode também ser utilizada para avaliar os efeitos de variações nas taxas de juro no valor económico de um banco através da aplicação de ponderadores de sensibilidade a cada banda temporal. Regra geral, esses ponderadores são baseados em estimativas da maturidade dos activos e dos passivos incluídos em cada banda temporal. Esta medida é conhecida como duração, que, como se depreende da fórmula de cálculo, corresponde ao tempo médio ponderado de realização dos *cash-flows* de uma carteira:

$$D = \frac{\sum_{t=1}^N \frac{t * C_t}{(1+r)^t}}{P}$$

onde D é a duração, C_t é o *cash-flow* no momento t, r é a taxa de juro para cada período, P o valor de mercado da carteira e N o número de períodos até a maturidade.

A duração reflecte o *timing* e a magnitude dos *cash-flows* que ocorrem antes dos instrumentos atingirem a sua maturidade contratual. Em valor absoluto, quanto maior a maturidade ou tempo até o próximo *repricing* e menores os pagamentos que ocorram antes dessas datas, maior será a duração. Uma duração elevada está associada a um impacto significativo no valor económico em consequência de

(6) Por exemplo, as comissões que também são sensíveis às variações das taxas de juro e podem ter repercussões na conta de resultados.

uma variação nas taxas de juro.

A relação entre o valor de mercado e a maturidade torna-se mais clara se se avaliar a sensibilidade da variação desse valor face a variações da taxa de juro. Notando que

$$P = \sum_{t=1}^N \frac{C_t}{(1+r)^t}$$

então,

$$\frac{dP}{dr} = -\frac{D}{1+r} * P$$

ou

$$\frac{dP}{P} = \frac{D}{1+r} * dr$$

Estas duas expressões permitem comprovar facilmente que quanto maior a duração, maior a sensibilidade do valor à variação da taxa de juro.

Considerando $D/(1+r) = DM$, duração modificada, tem-se por fim

$$\frac{dP}{P} = -DM * dr$$

ou seja, a variação percentual do valor de mercado é uma função da variação da taxa de juro e da duração modificada, que indica assim a sensibilidade do valor económico à variação da taxa de juro de mercado.

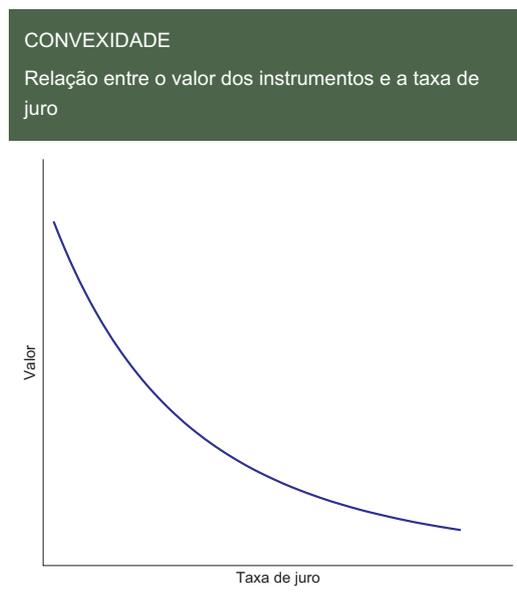
A técnica da duração apresenta algumas limitações. Por um lado é uma aproximação linear, pelo que não capta bem a relação entre o valor dos instrumentos e taxa de juro, que se caracteriza por ser não linear (Gráfico 1). Nestes termos, a utilização da duração para medir a sensibilidade da variação do valor a variações da taxa de juro é tanto mais legítima quanto menores forem as variações das taxas de juro consideradas⁷.

Por outro lado, esta medida só contempla os riscos que resultam de factores relacionados com o *repricing*, não considerando nomeadamente o risco da curva de rendimentos (ou seja, apenas considera deslocções paralelas na curva de rendimentos que, por si só, são raras) e o risco de opção (os casos típicos e simples são, desde logo, a opção de pré-pagamento de um crédito e de levantamento de um depósito em resposta a alterações na taxa de juro). Finalmente, o uso de uma duração média para cada banda temporal implica que as estimativas não reflectem as diferenças de sensibilidade actual das posições, que podem surgir por via das diferenças nas taxas de cupão e do momento em que ocorrem os pagamentos.

As técnicas de simulação são geralmente associadas a um estágio mais avançado no domínio dos métodos de mensuração das taxas de juro. Regra geral, envolvem avaliações dos efeitos de variações das taxas de juro na conta de exploração e no valor económico, através da simulação do percurso futuro das taxas de juro e do seu impacto nos *cash-flows*. De certa forma, podem ser vistas como uma extensão e aperfeiçoamento das tabelas de maturidade/*repricing*. No entanto, estas técnicas envolvem uma cobertura mais detalhada das diversas posições dentro e fora do balanço, nomeadamente através da incorporação de hipóteses específicas sobre o pagamentos de juros e principal e sobre

(7) Para variações maiores da taxa de juro, poder-se-á recorrer ao conceito de convexidade, que faz apelo à segunda derivada da função valor do activo em ordem à taxa de juro, permitindo aproximar de forma mais correcta as variações de valor dos instrumentos face a variações de taxa de juro.

Gráfico 1



a componente de custos e proveitos extra taxa de juro. Neste sentido, as abordagens de simulação, ao permitirem incorporar alterações de declive e de “forma” da curva de rendimentos, são por isso mais exigentes em termos técnicos.

Nas simulações estáticas, a avaliação é feita só para os *cash-flows* decorrentes das posições de balanço e extrapatrimoniais. Para avaliar o impacto sobre a conta de exploração, são realizadas estimativas dos *cash-flows* e da cadeia de proveitos associada, com base em cenários sobre o comportamento das taxas de juro. Regra geral, estes cenários englobam alterações na curva de rendimentos, ou alterações nos *spreads* das diferentes taxas de juro. Finalmente, é possível obter uma estimativa sobre o impacto no valor económico, se os *cash-flows* resultantes da simulação abrangerem a vida útil esperada das posições do banco e forem devidamente descontados.

A simulação dinâmica engloba hipóteses mais detalhadas sobre o percurso futuro de taxas de juro, incluindo variações esperadas na actividade do banco. Por exemplo, pode envolver hipóteses ao nível da estratégia de *pricing* das operações (*spreads*), sobre o comportamento dos clientes, e/ou sobre a evolução creditícia. Dada a sua maior complexidade do ponto de vista técnico, dispõe de maior capacidade para captar e cobrir a generalidade das fontes do risco da taxa de juro. À semelhança de outras abordagens, a utilidade da simulação dinâmica como técnica de mensuração do risco da taxa de juro depende da validade das hipóteses subjacentes e da precisão da metodologia de base.

3. ENQUADRAMENTO REGULAMENTAR

A nível internacional, o enquadramento regulamentar do risco de taxa de juro baseia-se no documento “*Principles for the Management and Supervision of Interest Rate Risk*”, emitido pelo Comité de Supervisão Bancária de Basileia⁸. Este documento, cuja última versão data de Julho de 2004, tem por objectivo apoiar as abordagens sobre risco de taxa de juro no contexto do novo Acordo de Capital⁹.

(8) BCBS – Basel Committee on Banking Supervision.

(9) Uma apresentação do novo acordo de capital pode ser encontrada no capítulo 7 (secção 7.2 - O novo Acordo de Capital: ponto da situação) do *Relatório de Estabilidade Financeira* – 2004, do Banco de Portugal.

Apesar de no novo Acordo se considerar o risco de taxa de juro na carteira bancária como potencialmente significativo, recomendando assim a sua adequada cobertura por capital, não se prevê a imposição de requisitos de capital explícitos no âmbito do Pilar 1 (requisitos mínimos de capital). Esta abordagem contrasta claramente com a adoptada para a carteira de negociação (e que se traduz, em Portugal, na adopção do regime previsto no Aviso nº 7/96).

A não adopção de requisitos explícitos relativamente à carteira bancária deriva da heterogeneidade existente nas actividades e nos processos de controlo interno dos riscos desta natureza das instituições bancárias, nomeadamente das instituições bancárias com actividade internacional significativa, que dificulta a imposição de requisitos harmonizados¹⁰. Optou-se assim pela definição de um conjunto de princípios considerados fundamentais para a boa gestão do risco de taxa de juro pelas instituições bancárias e para a sua correcta avaliação pelas autoridades de supervisão. Dos 15 princípios enunciados, 13 têm aplicação geral à gestão do risco de taxa de juro, independentemente do tipo de posição patrimonial a que se apliquem. Os restantes são específicos à gestão do risco de taxa de juro na carteira bancária. Em termos genéricos, os princípios referem-se 1) ao papel a desempenhar pelos órgãos de administração na supervisão da gestão do risco de taxa de juro, 2) à necessidade de definir claramente as políticas e os procedimentos de gestão que permitam englobar todas as fontes do risco de taxa de juro e assegurar uma adequada atribuição de responsabilidades, 3) à importância de estabelecer e verificar limites adequados, conduzir exercícios de cenários extremos mas plausíveis (*stress tests*) e ter sistemas de informação adequados para avaliar, monitorizar, controlar e reportar regularmente as exposições a risco de taxa de juro e 4) à necessidade de ter sistemas de controlo interno bem definidos, e regularmente sujeitos a avaliação independente. As instituições devem ter capacidade para avaliar o risco de taxa de juro tanto numa perspectiva de rendimentos como de valor económico, adoptando as análises que melhor permitam, em função da respectiva complexidade patrimonial e de actividade, capturar todo o risco materialmente relevante, quer no balanço, quer nas contas extrapatrimoniais.

O enquadramento regulamentar do risco de taxa de juro na carteira bancária em Portugal encontra-se definido na Instrução nº 19/2005. Baseando-se nos princípios internacionalmente estabelecidos, é solicitado aos bancos um conjunto de informação que permita avaliar o impacto da variação da taxa de juro em 200 pontos base, quer sobre a situação líquida, quer sobre a margem de juros¹¹. Essa informação deverá compreender, por um lado, os resultados dos modelos utilizados internamente para a medição e avaliação do risco de taxa de juro na carteira bancária, bem como uma descrição pormenorizada das respectivas metodologias, e, por outro, um reporte, tendo por base uma abordagem simplificada, com a desagregação temporal de activos, passivos e posições extrapatrimoniais incluídos na carteira bancária e sensíveis à taxa de juro¹². As exposições reportadas devem ser comparadas quer com a margem financeira quer com os fundos próprios de cada instituição, de forma a avaliar a sua relevância. O reporte de informação deverá permitir não só a monitorização das exposições ao risco de taxa de juro na carteira bancária como basear uma eventual aplicação de medidas correctivas impostas a partir do acompanhamento prudencial pelo Banco de Portugal, tendo em conta os riscos de taxa de juro assumidos ou a especificidade das instituições ou grupos financeiros.

(10) Salva-guarde-se, no entanto, a possibilidade de as autoridades nacionais de supervisão estabelecerem requisitos mínimos de capital, na medida em que verifiquem existir homogeneidade suficiente entre as instituições supervisionadas no tocante quer à natureza do risco quer aos seus métodos de controlo e avaliação do mesmo. Adicionalmente, as autoridades de supervisão devem ter a capacidade para, casuisticamente, exigir que as instituições reduzam a sua exposição ao risco e/ou aumentem a sua cobertura, quando o impacto ultrapassar determinados limiares.

(11) A magnitude da variação da taxa de juro foi determinada tendo em conta a volatilidade histórica observada para as taxas de juro das moedas dos países do G10 (correspondendo, no essencial, a um acontecimento com probabilidade de 1 por cento de vir a ocorrer num horizonte de 1 ano). Uma metodologia similar deverá ser adoptada na determinação do choque de taxa de juro relativamente a outras denominações cambiais, na medida em que as exposições a essas divisas sejam materialmente significativas (superiores a 5 por cento da carteira bancária, activa ou passiva).

(12) As bandas de maturidade consideradas referem-se ao prazo de vencimento residual, no caso dos instrumentos de taxa fixa, e aos prazos de refixação de taxa de juro, no caso dos instrumentos de taxa variável.

A avaliação do impacto sobre a situação líquida tem por base um quadro analítico simplificado, com um conjunto de pressupostos, que incluem a classificação dos instrumentos financeiros em bandas temporais de maturidade residual, às quais são atribuídos ponderadores que reflectem a duração modificada de cada banda e a variação da taxa de juro a aplicar na simulação dos impactos. Os ponderadores resultam da consideração do prazo médio da respectiva banda, de uma situação de partida em que todos os elementos patrimoniais e extrapatrimoniais são remunerados à taxa de 5 por cento e são descontados à taxa de 5 por cento, independentemente da maturidade e do tipo de instrumento. Assume-se igualmente que o perfil dos cash-flows de cada instrumento equivale ao de uma obrigação com cupão anual com igual maturidade (Quadro 1).

De igual forma, a avaliação do impacto sobre a margem financeira tem por base um conjunto de factores de ponderação, que deverão agora reflectir o impacto sobre proveitos e custos de juros, no horizonte de um ano, associado a uma alteração de 200 p.b. na taxa de juro (Quadro 2). Como pode verificar-se os ponderadores são inversamente proporcionais ao tempo que medeia entre a data de realização da simulação e o respectivo horizonte temporal, que é de 12 meses.

Quadro 1

IMPACTO NOS FUNDOS PRÓPRIOS				
Banda temporal	Maturidade (1)	Proxy da duração modificada (2)	Variação de taxa de juro (3)	Factor de ponderação (%) (4) = (2)*(3)
à vista - 1 mês	0.5 meses	0.04	+/- 200 pb	+/- 0.08
1 - 3 meses	2 meses	0.16	+/- 200 pb	+/- 0.32
3 - 6 meses	4.5 meses	0.36	+/- 200 pb	+/- 0.72
6 - 12 meses	9 meses	0.71	+/- 200 pb	+/- 1.43
1 - 2 anos	1.5 anos	1.38	+/- 200 pb	+/- 2.77
2 - 3 anos	2.5 anos	2.25	+/- 200 pb	+/- 4.49
3 - 4 anos	3.5 anos	3.07	+/- 200 pb	+/- 6.14
4 - 5 anos	4.5 anos	3.85	+/- 200 pb	+/- 7.71
5 - 7 anos	6 anos	5.08	+/- 200 pb	+/- 10.15
7 - 10 anos	8.5 anos	6.63	+/- 200 pb	+/- 13.26
10 - 15 anos	12.5 anos	8.92	+/- 200 pb	+/- 17.84
15 - 20 anos	17.5 anos	11.21	+/- 200 pb	+/- 22.43
> 20 anos	22.5 anos	13.01	+/- 200 pb	+/- 26.03

Quadro 2

IMPACTO NA MARGEM FINANCEIRA				
Banda temporal	Maturidade (1)	Prazo residual até final do ano (2) = $\frac{12 - (1)}{12}$	Variação de taxa de juro (3)	Factor de ponderação (%) (4) = (2)*(3)
à vista	0	1.00	+/- 200 pb	+/- 2.00
à vista - 1 mês	0.5 meses	0.96	+/- 200 pb	+/- 1.92
1 - 2 meses	1.5 meses	0.88	+/- 200 pb	+/- 1.75
2 - 3 meses	2.5 meses	0.79	+/- 200 pb	+/- 1.58
3 - 4 meses	3.5 meses	0.71	+/- 200 pb	+/- 1.42
4 - 5 meses	4.5 meses	0.63	+/- 200 pb	+/- 1.25
5 - 6 meses	5.5 meses	0.54	+/- 200 pb	+/- 1.08
6 - 7 meses	6.5 meses	0.46	+/- 200 pb	+/- 0.92
7 - 8 meses	7.5 meses	0.38	+/- 200 pb	+/- 0.75
8 - 9 meses	8.5 meses	0.29	+/- 200 pb	+/- 0.58
9 - 10 meses	9.5 meses	0.21	+/- 200 pb	+/- 0.42
10 - 11 meses	10.5 meses	0.13	+/- 200 pb	+/- 0.25
11 - 12 meses	11.5 meses	0.04	+/- 200 pb	+/- 0.08

4. EXPOSIÇÃO DAS PRINCIPAIS INSTITUIÇÕES BANCÁRIAS – MEDIDAS AGREGADAS E DISTRIBUIÇÃO EMPÍRICA

Para uma avaliação quantitativa da importância do risco de taxa de juro na carteira bancária recorre-se seguidamente aos dados de um conjunto de 13 grupos bancários¹³, recolhidos ao abrigo da Instrução nº. 19/2005.

No pressuposto de uma subida das taxas de juro de 200 p.b., a qual tem, contudo, uma baixa probabilidade de materialização no actual contexto, os resultados apontam para um reduzido nível de exposição global, avaliado tanto em termos do impacto sobre os fundos próprios (aumento de 5.2 por cento) como em termos do impacto sobre a margem de juros (aumento de 3.8 por cento). Revelam, por outro lado, que os impactos totais apurados (sobre a situação líquida e sobre a margem de juros) reflectem (regra geral e em termos agregados) impactos positivos na componente de elementos patrimoniais (de 8.2 e 10.5 por cento, respectivamente na situação líquida e na margem de juros) e negativos no caso dos elementos extrapatrimoniais. Esta compensação de efeitos sugere a adopção, em maior ou menor grau, de políticas activas de cobertura de risco de taxa de juro por parte das instituições consideradas.

Os impactos sobre a situação líquida e sobre a margem de juro assumem importância variável entre as instituições consideradas (Gráficos 2 e 3). Esta relativa dispersão poderá não só reflectir diferenças na estrutura do balanço, mas também resultar de hipóteses utilizadas pelas instituições na afectação dos instrumentos nas bandas temporais, sobretudo no caso de maturidades não fixadas contratualmente.

Apesar da relativa dispersão, pode concluir-se que para o conjunto das instituições consideradas, e para a sua quase generalidade, o impacto de uma subida das taxas de juro deverá ser positivo do ponto de vista do risco de taxa de juro, tanto ao nível da situação líquida como em termos da margem de juros. As instituições portuguesas parecem assim bem posicionadas para, ao nível deste risco, fazer face a subidas de taxa de juro de referência do Banco Central Europeu.

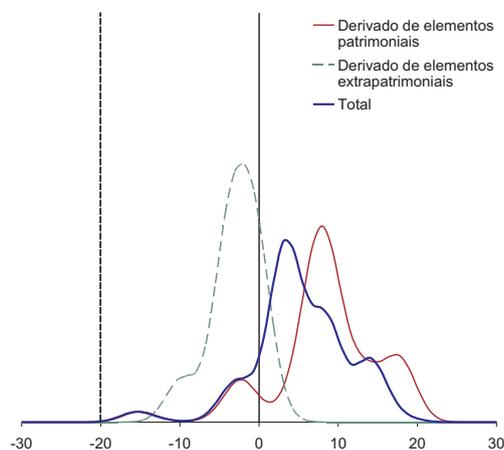
Note-se que, de acordo com a Directiva do Parlamento e do Conselho Europeu relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício, a análise e avaliação efectuadas pelas autoridades competentes devem incluir a exposição das instituições de crédito ao risco de taxa de juro resultante de actividades na carteira bancária. Serão necessárias medidas no caso de instituições cujo valor económico sofra uma redução correspondente a mais de 20% dos respectivos fundos próprios, na sequência de uma alteração súbita e inesperada das taxas de juro, devendo o respectivo âmbito ser determinado pelas autoridades competentes e ser igual para todas as instituições de crédito. Em Dezembro de 2005, nenhuma das instituições analisadas se encontrava nesta situação.

No que diz respeito ao impacto sobre a situação líquida derivado dos elementos patrimoniais, observa-se que a diferenciação entre instituições ocorre de forma significativa nos horizontes superiores a um ano, sugerindo que nos prazos curtos as instituições têm um padrão temporal de refixação das taxas de juro relativamente semelhante. De facto, a maioria dos créditos concedidos pelos bancos portugueses tem prazos de refixação de taxa de juro em horizontes até um ano ou têm prazos curtos. Por outro lado, a maioria dos depósitos dos clientes concentram-se num horizonte de refixação de taxa não superior a um ano. Adicionalmente, a maioria dos títulos emitidos tem taxa de remuneração variável. Assim, facilmente se depreende que os *gaps* de liquidez que possam existir de forma significativa estarão, regra geral, concentrados nas classes de maturidade mais curtas, logo menos ponderadas, pelo que a exposição ao risco de taxa de juro será tipicamente reduzida. Assim, a informação disponí-

(13) Conjunto de instituições que, a nível de dados consolidados, adoptaram as novas Normas Internacionais de Contabilidade no início de 2005.

Gráfico 2

IMPACTO ACUMULADO NA SITUAÇÃO LÍQUIDA DOS INSTRUMENTOS SENSÍVEIS À TAXA DE JURO
Em percentagem dos fundos próprios

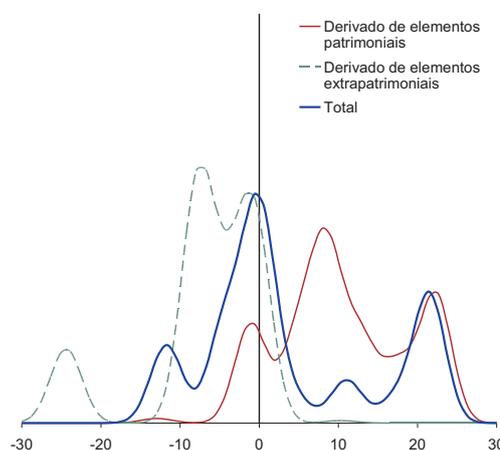


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Distribuição empírica obtida recorrendo a um Kernel gaussiano que pondera as instituições pelos seus fundos próprios.

Gráfico 3

IMPACTO ACUMULADO DOS INSTRUMENTOS SENSÍVEIS À TAXA DE JURO ATÉ UM ANO
Em percentagem da margem de juros



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Distribuição empírica obtida recorrendo a um Kernel gaussiano que pondera as instituições pela sua margem de juros.

vel sugere que, para prazos superiores a um ano, a diferenciação entre instituições deverá reflectir diferentes intensidades no recurso ao financiamento a taxa fixa de médio e longo prazo e, em alguma medida, diferentes hipóteses de classificação de instrumentos financeiros em que a maturidade contratual difere, regra geral, da “maturidade comportamental” (ou seja, aquela que resulta de opções assumidas pelo depositante ou pelo mutuário).

O impacto positivo sobre a margem de juro associado aos elementos patrimoniais é explicado por um excesso tendencial das posições activas sobre as posições passivas no horizonte de refixação de taxas de juro até um ano. Este resultado deverá reflectir, em grande medida, o peso do crédito no total do activo bancário.

Ao nível dos impactos sobre a situação líquida e sobre a margem de juro derivados dos elementos extrapatrimoniais, deverá salientar-se que eles são particularmente expressivos no caso de uma instituição não-doméstica¹⁴, chegando mesmo, no caso da margem de juro, a ter associado um efeito superior ao dos elementos patrimoniais.

Note-se, por fim, que estes resultados devem ser analisados com alguma cautela, na medida em que, como referido anteriormente, são sensíveis às especificidades de cada instituição e às hipóteses por elas consideradas. De qualquer forma, estas especificidades, assim como os sistemas de controlo de risco de taxa de juro globalmente considerados, são objecto de escrutínio qualitativo por parte do Banco de Portugal.

(14) Instituições não domésticas são as instituições cujo controlo de gestão é assegurado por instituições não residentes, quer se trate de instituições de direito português ou filiais de grupos bancários não residentes (sujeitas à supervisão do Banco de Portugal).

5. CONCLUSÃO

Este trabalho visou apresentar o conceito de risco de taxa de juro da carteira bancária e a sua aplicação em Portugal. Não obstante a abordagem utilizada comportar algumas limitações, os resultados obtidos permitem concluir que existe uma baixa exposição global do sistema bancário português ao risco de taxa de juro na carteira bancária.

Desde modo, o risco de taxa de juro não se afigura significativo para o sistema bancário português, o que resulta não apenas de uma reduzida exposição bruta mas também dos instrumentos de cobertura utilizados.

Em particular na componente patrimonial, tal resulta do facto de a maior parte das rubricas do balanço dos bancos portugueses sensíveis ao risco de taxa de juro terem associadas taxas variáveis indexadas às taxas de curto prazo do mercado monetário. Cerca de 90 por cento do total de novos contratos de crédito concedidos aos particulares e às sociedades não financeiras satisfazem essas condições. Adicionalmente, os títulos de dívida apenas representam 7-8 por cento do total dos activos, em base consolidada, dos quais apenas 3 por cento são títulos de rendimento fixo e emitidos por entidades públicas. Por sua vez, cerca de 90 por cento do total dos depósitos têm maturidades compreendidas entre os 181 dias e 1 ano (os depósitos a prazo com maturidade de 6 meses representam sempre mais de 50 por cento). Acresce que, no final de 2005, cerca de 70 dos títulos emitidos através de filiais e sucursais no exterior de grupos bancários portugueses tinham associadas taxas de juro variáveis. Contudo, na medida em que, em resposta às recentes subidas das taxas de juro, exista um aumento da proporção de contratos de crédito a taxa fixa, o acompanhamento da exposição ao risco de taxa de juro continuará a ser relevante.

REFERÊNCIAS

Marrison, Chris (2002) "The Fundamentals of Risk Measurement", McGraw-Hill.

Basel Committee on Banking Supervision, 2004, "Principles for the Management and Supervision of Interest Rate Risk".

Disponível em: <http://www.bis.org/publ/bcbs108.pdf>

Basel Committee on Banking Supervision, 1996, "Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risks".

Disponível em: <http://www.bis.org/publ/bcbs24.pdf>

Basel Committee on Banking Supervision, 2004, "International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework".

Disponível em: <http://www.bis.org/publ/bcbs107.pdf>

Directiva 93/6/CEE do Conselho das Comunidades Europeias, 1993.

Disponível em:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31993L0006:PT:HTML>

Banco de Portugal, Aviso nº.7/96 e Instrução nº.19/2005.

Disponível em: http://www.bportugal.pt/servs/sibap/sibap_p.htm



ANEXO

A.1	Mercados Financeiros	III
A.2	Evolução do Índice Geral Português e dos Índices Sectoriais . . .	III
A.3	Balanço do Sistema Bancário	IV
A.4	Demonstração de Resultados	V
A.5	Balanço do Sistema Bancário (Instituições Domésticas)	VI
A.6	Demonstração de Resultados (Instituições Domésticas)	VII
A.7	Adequação de Fundos Próprios	VIII

Quadro A.1

MERCADOS FINANCEIROS						
Valores no final do ano, em percentagem	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Taxa de juro de curto prazo						
Euribor 3 meses	4.86	3.29	2.87	2.12	2.16	2.49
USD Libor 3 meses	6.40	1.88	1.38	1.15	2.56	4.54
Yields de Obrigações do Tesouro (10 anos)						
Área do euro	5.02	5.13	4.26	4.33	3.72	3.36
EUA	5.11	5.05	3.82	4.25	4.22	4.39
Volatilidade implícita nas yields de OT a 10 anos						
Área do euro	4.65	6.23	5.16	5.44	5.01	4.25
EUA	6.75	9.14	8.05	9.02	6.02	4.82
Volatilidade implícita nos índices bolsistas						
S&P 500	23.15	20.25	27.10	15.70	12.18	11.47
DJES 50	24.09	25.16	35.12	19.35	11.77	11.99
Spreads de taxas de juro de obrigações de empresas não financeiras^(a) (pontos percentuais)						
Área do euro						
Rating AA	0.51	0.59	0.51	0.23	0.16	0.18
Rating A	1.03	0.79	0.59	0.38	0.29	0.38
Rating BBB	1.61	1.52	1.57	0.56	0.47	0.68
EUA						
Rating AA	1.30	1.02	0.85	0.32	0.31	0.47
Rating A	1.87	1.69	1.68	1.09	0.86	0.82
Rating BBB	2.60	2.50	2.76	1.64	1.26	1.14
Fluxo anual de dívida de empresas não financeiras						
Área do euro - Total (taxa de variação anual)						
Contributos (pontos percentuais)	81.6	-30.8	-51.8	13.6	-25.5	121.8
Empréstimos	75.1	-38.2	-28.0	-12.7	2.8	116.5
Títulos excepto acções	6.5	7.4	-23.8	26.3	-28.3	5.2
EUA - Total (taxa de variação anual)						
Contributos (pontos percentuais)	-7.2	-36.1	-88.7	237.1	106.1	65.8
Empréstimos	6.8	-50.7	-2.0	35.9	133.3	88.2
Títulos excepto acções	-14.0	14.7	-86.6	201.2	-27.2	-22.4

Fontes: Bloomberg, BCE, Federal Reserve e Merrill Lynch.

Nota: (a) Spreads calculados face ao índice EMU Direct Government e ao índice US Treasury Master.

Quadro A.2

EVOLUÇÃO DO ÍNDICE GERAL PORTUGUÊS E DOS ÍNDICES SECTORIAIS					
Taxa de variação anual					
Em percentagem					
	2001	2002	2003	2004	2005
PSI Geral	-19.0	-20.7	17.4	18.0	17.2
PSI 20	-24.7	-25.6	15.8	12.6	13.4
PSI Matérias Primas	-9.7	-14.2	15.1	15.6	16.7
PSI Indústrias	-29.1	13.4	26.4	31.1	68.3
PSI Bens de Consumo	-10.8	-13.1	-0.5	-6.7	21.2
PSI Serviços de Consumo	-27.8	17.0	23.7	29.3	11.6
PSI Telecomunicações	-17.7	-24.6	27.1	20.6	12.0
PSI Utilities	-27.2	-31.4	38.0	15.5	21.7
PSI Serviços Financeiros	-14.6	-24.8	4.0	12.0	24.4
PSI Tecnologia	-58.9	-37.9	4.5	24.0	-9.5

Fontes: Bloomberg e Euronext.

Quadro A.3

BALANÇO DO SISTEMA BANCÁRIO

Base consolidada

Em milhões de euros

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	Dez.						
Caixa e activos face a bancos centrais	8 867	10 829	9 642	10 063	8 762	15 430	8 637
dos quais: caixa e activos face ao Banco de Portugal	8 608	10 026	8 592	8 987	7 857	14 327	7 657
Aplicações em outras instituições de crédito	30 984	27 254	28 596	33 887	30 293	32 837	36 119
no país	n.d.	n.d.	10 952	12 768	9 570	7 968	9 232
no estrangeiro	n.d.	n.d.	17 644	21 119	20 723	24 868	26 887
Crédito sobre clientes (líquido de provisões)	103 523	131 213	160 235	181 468	194 219	199 477	206 631
crédito vencido	n.d.	n.d.	3 553	3 903	4 462	4 881	4 164
provisões	2 577	2 377	2 406	2 609	2 802	3 561	3 471
Títulos e imobilizações financeiras (líquidos de provisões)	33 594	31 843	36 984	35 951	32 149	37 485	44 349
Dos quais: Títulos de emissores públicos (valor bruto)	n.d.	n.d.	10 793	10 742	9 697	9 853	10 636
Imobilizado não financeiro	4 468	4 631	4 600	4 735	4 578	4 551	4 315
Outros activos	9 092	13 249	10 661	12 361	12 995	14 288	15 499
Total do activo	190 527	219 019	250 719	278 464	282 996	304 067	315 550
Recursos de bancos centrais	1 690	3 158	3 462	2 766	1 284	3 147	3 899
dos quais: do Banco de Portugal	1 383	2 658	3 300	2 258	1 031	2 766	3 195
Recursos de outras instituições de crédito	41 748	44 920	51 834	57 017	54 503	54 546	49 184
no país	n.d.	n.d.	10 024	11 099	7 767	5 569	7 129
no estrangeiro	n.d.	n.d.	41 810	45 918	46 736	48 977	42 055
Recursos de clientes	116 729	127 606	140 205	150 033	152 136	157 236	163 761
Por residência do cliente:							
Depósitos de clientes residentes	n.d.	n.d.	109 976	113 870	116 485	117 673	122 667
Depósitos de clientes não residentes	n.d.	n.d.	30 181	36 101	35 538	39 440	41 006
Por tipo de depósito:							
Depósitos à ordem	37 659	44 363	47 188	53 033	54 649	55 709	57 350
Depósitos a prazo e de poupança	78 975	83 195	92 969	96 938	97 374	101 404	106 323
Responsabilidades representadas por títulos	6 606	13 225	23 106	32 973	38 686	49 814	56 206
das quais: obrigações	5 239	10 072	18 214	27 309	30 921	37 444	42 307
Passivos subordinados	3 892	4 521	5 392	8 076	8 721	8 883	9 207
Provisões	1 847	2 263	3 119	3 354	3 510	3 365	3 484
Outros passivos	6 217	9 487	9 015	8 810	8 326	9 490	10 409
Capitais próprios	11 798	13 840	14 587	15 436	15 830	17 586	19 398
Resultado líquido do exercício	1 241	1 431	1 672	1 829	1 488	1 914	1 910
Total do passivo e capitais próprios	190 527	219 019	250 719	278 464	282 996	304 067	315 550

Nota: Demonstração elaborada de acordo com as regras contabilísticas em vigor até Dezembro de 2004.

Quadro A.4

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS

Base consolidada

Em milhões de euros

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
1. Juros e proveitos equiparados	12 974	12 629	14 633	17 181	15 026	14 508	14 477
2. Juros e custos equiparados	8 164	7 622	9 401	11 246	9 077	8 606	8 538
3. Margem financeira (1-2)	4 809	5 007	5 231	5 935	5 949	5 902	5 939
4. Rendimento de títulos	140	113	166	213	191	160	176
5. Comissões líquidas	1 414	1 548	1 662	1 670	1 758	2 037	2 320
6. Resultado de operações financeiras	610	549	625	417	437	529	481
7. Resultados em empresas assoc. e filiais exc. da consolidação (líq.) ^(a)	102	62	228	147	112	370	361
8. Outros proveitos de exploração (líq.)	425	442	408	641	707	842	945
9. Outros resultados correntes (4+5+6+7+8)	2 691	2 714	3 090	3 089	3 206	3 937	4 283
10. Produto bancário (3+9)	7 500	7 721	8 321	9 024	9 154	9 839	10 222
11. Custos com o pessoal	2 525	2 608	2 626	2 722	2 812	2 949	3 025
12. Fornecimentos e serviços de terceiros	1 531	1 626	1 625	1 849	1 929	2 021	2 135
13. Custos administrativos (11+12)	4 056	4 234	4 251	4 571	4 740	4 970	5 160
14. Resultado bruto global (10-13)	3 444	3 487	4 070	4 453	4 414	4 869	5 062
15. Resultados extraordinários	327	813	643	30	163	184	-20
16. Amortizações do exercício	613	640	590	625	667	677	685
17. Provisões líquidas	1 081	1 356	1 501	1 191	1 713	1 683	1 699
18. Resultados antes de impostos e de minoritários (14+15-16-17)	2 078	2 303	2 623	2 666	2 197	2 693	2 657
19. Impostos sobre lucros do exercício	473	418	457	427	369	389	321
20. Resultados antes de minoritários ^(b) (18-19)	1 605	1 885	2 166	2 240	1 828	2 304	2 336
21. Interesses minoritários (líquidos)	364	454	494	410	340	390	426
22. Resultado do exercício (20-21)	1 241	1 431	1 672	1 829	1 488	1 914	1 910
<i>Por memória:</i>							
Activo médio	190 527	204 773	237 223	264 753	280 795	294 640	306 275

Notas: Demonstração elaborada de acordo com as regras contabilísticas em vigor até Dezembro de 2004. (a) Na rubrica "resultados em empresas associadas e em filiais excluídas da consolidação" é registada a parte dos resultados gerados pelas empresas participadas que não consolidam nos grupos bancários considerados, parte essa atribuível ao grupo em função da percentagem de participação detida nessas empresas. Empresas associadas são aquelas em que existe uma influência significativa na gestão, presumindo-se que tal existe quando a participação corresponda a, pelo menos, 20 por cento dos direitos de voto. Por seu lado, as empresas filiais excluídas da consolidação são aquelas em que, pese embora exista uma influência relevante na gestão, são desenvolvidas actividades incompatíveis com o objectivo das contas consolidadas, nomeadamente as empresas comerciais, industriais, agrícolas e de seguros. (b) O resultado antes de interesses minoritários permite ter uma medida mais rigorosa dos resultados gerados por todo o activo consolidado, devendo por isso ser utilizado para efeitos de comparação com a rentabilidade em base individual.

Quadro A.5

BALANÇO DO SISTEMA BANCÁRIO (INSTITUIÇÕES DOMÉSTICAS)

Base consolidada

Em milhões de euros

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	Dez.						
Caixa e activos face a bancos centrais	8 090	10 127	7 996	8 911	7 795	14 651	7 803
dos quais: caixa e activos face ao Banco de Portugal	7 903	9 378	7 270	7 899	6 957	13 613	6 853
Aplicações em outras instituições de crédito	24 436	21 464	20 470	21 495	22 020	23 029	25 401
no país	n.d.	n.d.	8 539	10 013	7 583	6 246	7 528
no estrangeiro	n.d.	n.d.	11 931	11 482	14 437	16 783	17 873
Crédito sobre clientes (líquido de provisões)	95 878	120 529	134 819	150 840	160 391	164 170	172 314
crédito vencido	n.d.	n.d.	2 933	3 268	3 835	4 247	3 564
provisões	2 451	2 241	2 038	2 252	2 451	2 994	2 815
Títulos e imobilizações financeiras (líquidos de provisões)	31 320	29 870	33 778	32 895	28 573	29 992	32 408
Dos quais: Títulos de emissores públicos (valor bruto)	n.d.	n.d.	9 185	9 471	8 393	8 340	9 124
Imobilizado não financeiro	4 252	4 401	3 976	4 105	3 961	3 839	3 571
Outros activos	8 403	9 317	9 475	10 772	11 140	12 417	12 763
Total do activo	172 379	195 708	210 514	229 019	233 880	248 099	254 258
Recursos de bancos centrais	1 596	2 979	3 133	2 611	1 272	2 923	1 326
dos quais: do Banco de Portugal	1 383	2 658	3 300	2 258	1 031	2 766	3 195
Recursos de outras instituições de crédito	32 756	35 502	40 223	40 107	37 360	34 233	29 725
no país	n.d.	n.d.	7 812	9 857	6 564	4 660	6 248
no estrangeiro	n.d.	n.d.	32 411	30 250	30 796	29 574	23 477
Recursos de clientes	110 268	120 976	119 381	126 449	129 669	133 938	137 732
Por residência do cliente:							
Depósitos de clientes residentes	n.d.	n.d.	95 144	98 779	101 630	102 175	106 339
Depósitos de clientes não residentes	n.d.	n.d.	24 237	27 670	28 038	31 762	31 392
Por tipo de depósito:							
Depósitos à ordem	35 655	42 062	41 040	44 603	47 708	47 931	49 753
Depósitos a prazo e de poupança	74 561	78 911	78 341	81 845	81 960	86 006	87 978
Responsabilidades representadas por títulos	5 970	11 589	20 632	29 635	34 608	43 629	49 764
das quais: obrigações	4 808	9 370	16 746	25 611	28 952	35 676	40 198
Passivos subordinados	3 625	4 233	4 808	7 126	7 835	8 042	8 422
Provisões	1 740	2 153	2 412	2 601	2 751	2 685	2 940
Outros passivos	5 429	5 302	7 417	7 048	6 730	7 731	7 942
Capitais próprios	10 996	12 975	12 508	13 442	13 654	14 917	16 409
Resultado líquido do exercício	1 241	1 431	1 672	1 829	1 488	1 914	1 910
Total do passivo e capitais próprios	172 379	195 708	210 514	229 019	233 880	248 099	254 258

Nota: Demonstração elaborada de acordo com as regras contabilísticas em vigor até Dezembro de 2004.

Quadro A.6

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS (INSTITUIÇÕES DOMÉSTICAS)

Base consolidada

Em milhões de euros

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
1. Juros e proveitos equiparados	11 761	11 414	12 336	14 101	12 275	11 322	11 225
2. Juros e custos equiparados	7 196	6 691	7 815	9 035	7 172	6 383	6 283
3. Margem financeira (1-2)	4 565	4 722	4 521	5 066	5 103	4 939	4 942
4. Rendimento de títulos	132	98	161	180	159	127	141
5. Comissões líquidas	1 312	1 443	1 479	1 427	1 494	1 691	1 918
6. Resultado de operações financeiras	595	534	573	338	363	488	434
7. Resultados em empresas assoc. e filiais exc. da consolidação (líq.) ^(a)	88	48	205	123	97	336	318
8. Outros proveitos de exploração (líq.)	408	422	359	558	618	742	847
9. Outros resultados correntes (4+5+6+7+8)	2 536	2 545	2 777	2 626	2 731	3 384	3 657
10. Produto bancário (3+9)	7 101	7 268	7 298	7 692	7 834	8 323	8 600
11. Custos com o pessoal	2 385	2 456	2 264	2 292	2 430	2 527	2 596
12. Fornecimentos e serviços de terceiros	1 419	1 501	1 392	1 584	1 659	1 717	1 812
13. Custos administrativos (11+12)	3 804	3 957	3 656	3 877	4 089	4 244	4 408
14. Resultado bruto global (10-13)	3 297	3 311	3 642	3 816	3 745	4 079	4 192
15. Resultados extraordinários	335	744	384	65	188	202	17
16. Amortizações do exercício	582	611	518	538	584	589	592
17. Provisões líquidas	1 059	1 318	1 094	1 030	1 521	1 457	1 513
18. Resultados antes de impostos e de minoritários (14+15-16-17)	1 990	2 125	2 414	2 312	1 827	2 234	2 104
19. Impostos sobre lucros do exercício	454	397	421	372	311	311	227
20. Resultados antes de minoritários ^(b) (18-19)	1 537	1 728	1 993	1 940	1 516	1 923	1 877
21. Interesses minoritários (líquidos)	364	454	452	365	302	352	384
22. Resultado do exercício (20-21)	1 173	1 275	1 541	1 575	1 215	1 571	1 493
<i>Por memória:</i>							
Activo médio	172 379	184 044	200 744	218 879	230 577	242 094	246 779

Notas: Demonstração elaborada de acordo com as regras contabilísticas em vigor até Dezembro de 2004. (a) Na rubrica "resultados em empresas associadas e em filiais excluídas da consolidação" é registada a parte dos resultados gerados pelas empresas participadas que não consolidam nos grupos bancários considerados, parte essa atribuível ao grupo em função da percentagem de participação detida nessas empresas. Empresas associadas são aquelas em que existe uma influência significativa na gestão, presumindo-se que tal existe quando a participação corresponda a, pelo menos, 20 por cento dos direitos de voto. Por seu lado, as empresas filiais excluídas da consolidação são aquelas em que, pese embora exista uma influência relevante na gestão, são desenvolvidas actividades incompatíveis com o objectivo das contas consolidadas, nomeadamente as empresas comerciais, industriais, agrícolas e de seguros. (b) O resultado antes de interesses minoritários permite ter uma medida mais rigorosa dos resultados gerados por todo o activo consolidado, devendo por isso ser utilizado para efeitos de comparação com a rentabilidade em base individual.

Quadro A.7

ADEQUAÇÃO DE FUNDOS PRÓPRIOS

Base consolidada

Em milhões de euros

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	Dez.						
1. Fundos próprios							
1.1. Fundos próprios de base	9 714.8	11 025.9	12 991.0	13 237.7	13 351.2	13 965.8	14 950.3
1.2. Fundos próprios complementares	3 834.1	4 268.9	5 026.3	7 030.1	7 808.6	8 313.3	8 567.0
1.3. Deduções	821.1	512.7	2 272.6	2 998.8	2 829.1	2 616.6	2 318.9
1.4. Fundos próprios suplementares	12.7	27.3	0.4	1.2	0.0	1.6	2.1
Total dos fundos próprios	12 740.4	14 809.5	15 745.1	17 270.1	18 330.7	19 664.1	21 200.5
2. Requisitos de fundos próprios							
2.1. Rácio de solvabilidade	8 747.5	10 651.8	13 184.5	14 094.3	14 687.0	15 304.5	15 747.5
2.2. Riscos de posição	234.3	180.6	284.2	289.1	219.6	365.5	530.9
2.3. Riscos de liquidação e contraparte	37.5	47.8	30.7	40.8	41.3	45.3	53.2
2.4. Riscos cambiais	134.5	79.2	134.9	87.3	87.2	86.5	44.5
2.5. Outros requisitos	0.1	0.0	20.7	1.5	0.1	0.1	0.9
Total dos requisitos de fundos próprios	9 153.9	10 959.4	13 655.1	14 513.1	15 035.1	15 801.8	16 376.9
3. Rácios							
3.1. Fundos próprios/Requisitos totais	139.2	135.1	115.3	119.0	121.9	124.4	129.5
3.2. Fundos próprios/(Requisitos totais x 12.5)	11.1	10.8	9.2	9.5	9.8	10.0	10.4
3.3. Fundos próprios de base/(Requisitos totais x 12.5)	8.5	8.0	7.6	7.3	7.1	7.1	7.3

Nota: Tabela elaborada de acordo com as regras contabilísticas e prudenciais em vigor até Dezembro de 2004.