



Instituto Superior de Economia e Gestão

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

DESDE 1911

MESTRADO EM FINANÇAS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

AS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NA ECONOMIA: UMA
ANÁLISE EMPÍRICA DO CASO PORTUGUÊS

LAURA CRISTINA GASTÃO FERREIRA

SETEMBRO 2012



Instituto Superior de Economia e Gestão

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

DESDE 1911

MESTRADO EM FINANÇAS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

AS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NA ECONOMIA: UMA
ANÁLISE EMPÍRICA DO CASO PORTUGUÊS

LAURA CRISTINA GASTÃO FERREIRA

ORIENTAÇÃO:

SUSANA MARIA GONÇALVES DOS SANTOS

MARIA ROSA VIDIGAL TAVARES CRUZ QUARTIN BORGES

SETEMBRO 2012

AS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NA ECONOMIA: UMA ANÁLISE
EMPÍRICA DO CASO PORTUGUÊS

Por Laura Ferreira

Dissertação apresentada no Instituto Superior de Economia e Gestão no âmbito do
Mestrado de Finanças

Resumo

Esta investigação tem como intuito estudar o papel que as instituições financeiras desempenham na economia, analisando os principais agregados das Contas Nacionais Anuais Financeiras e Não Financeiras de Portugal entre 1995 e 2010.

Analisando as Contas Nacionais Anuais Não Financeiras pode concluir-se que as instituições financeiras têm um papel importante para a poupança da economia portuguesa, tendo mesmo aumentado a sua contribuição nos anos mais recentes. Para além da poupança, as instituições financeiras têm também um papel relevante para a Necessidade/Capacidade Líquida de Financiamento e para a Variação do Património Líquido, tendo contrariado a tendência negativa da economia portuguesa dos últimos anos.

Quanto às Contas Nacionais Anuais Financeiras, verifica-se que o setor institucional das Sociedades Financeiras é aquele que mais contribui para as transações financeiras da economia portuguesa, tanto ao nível das aplicações financeiras como das formas de financiamento, tendo uma influência determinante numa evolução positiva ou negativa das transações financeiras da Economia.

Finalizando esta análise, foram construídas várias estimativas para o modelo VAR de forma a apurar a relação existente entre o investimento da economia e o crédito concedido pelas Sociedades Financeiras. Assim, conclui-se que esta relação é positiva e significativa, sendo que o crédito justifica grande parte do investimento da economia.

Palavras-Chave: Instituições Financeiras, Economia, Contas Nacionais Anuais Financeiras e Não Financeiras, VAR

Abstract

This research aims to study the role that financial institutions play in the economy, analyzing the main aggregates of the Financial and Non-financial Accounts from Portugal between 1995 and 2010.

Analyzing Non-financial Accounts can be concluded that financial institutions play an important role in the savings of the Portuguese economy, and even increased its contribution in recent years. Besides savings, financial institutions also have a key role both in Net Lending/Borrowing Position and in Change of the Net Worth, having contradicted the negative trend of the Portuguese economy in the last years.

As for the Financial Accounts, it appears that the institutional sector of Financial Corporations is the one that contributes the most for the financial transactions of the Portuguese economy, both in terms of financial applications such as forms of financing, having a decisive influence in a positive or negative evolution of the financial transactions in the Economy.

Finalizing this investigation, various estimates have been constructed for the VAR model in order to determine the relationship between the investment in the economy and the credit issued by Financial Corporations. Thus, it can be concluded that this relationship is positive and significant, and that the credit largely justifies the investment in the economy.

Keywords: Financial Institutions, Economy, Financial and Non-financial Accounts, VAR

Índice

Resumo	i
Abstract.....	ii
Índice..	iii
Índice de Tabelas	v
Índice de Figuras	vi
Lista de Abreviaturas.....	vii
Introdução	1
Capítulo I - O papel e a importância das instituições financeiras na economia	2
1. <i>Enquadramento do tema</i>	2
2. <i>Evidência empírica</i>	5
Capítulo II – Organização das instituições financeiras em Portugal.....	9
1. <i>Setores institucionais</i>	9
2. <i>Instituições financeiras, definição e caracterização da sua atividade</i>	11
Capítulo III - As instituições financeiras na economia portuguesa: uma análise entre 1995 e 2010	13
1. <i>Tratamento dos dados utilizados na análise</i>	13
2. <i>PIB, RNB, Rendimento Disponível Bruto e Poupança Bruta</i>	14
3. <i>Variação do Património Líquido e Necessidade/Capacidade Líquida de Financiamento</i>	16
4. <i>Transações Financeiras</i>	21

Capítulo IV – Estudo empírico da relação entre o investimento e o crédito.....	27
1. <i>Dados</i>	27
2. <i>Estatísticas Descritivas</i>	28
3. <i>Metodologia</i>	29
4. <i>Análise econométrica da relação entre o investimento e o crédito</i>	30
Conclusões, Limitações e Tópicos de Investigação Futura.....	33
Referências bibliográficas	36
Anexos.....	42

Índice de Tabelas

Tabela 1: Sectores institucionais e a sua definição.....	10
Tabela 2: Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras em Portugal	11
Tabela 3: Estatísticas descritivas	28
Tabela 4: Correlações	29
Tabela 5: Estimativa do modelo VAR da relação entre o investimento e o crédito.....	31

Índice de Figuras

Figura 1: Contribuição das Sociedades Financeiras para o PIB, RNB, Rendimento Disponível Bruto e Poupança Bruta da Economia, a preços constantes de 1995 (Portugal, 1995-2007).....	15
Figura 2: Variação do Património Líquido resultantes de Poupança Líquida e de Transferências de Capital para as Sociedades Financeiras e para o Total da Economia, a preços constantes de 1995 (Portugal, 1995-2009).....	17
Figura 3: Necessidade/Capacidade Líquida de Financiamento das Sociedades Financeiras e do Total da Economia, a preços constantes de 1995 (Portugal, 1995-2009)	19
Figura 4: Ativos Financeiros das Sociedades Financeiras (Portugal, 1998-2010).....	21
Figura 5: Passivos Financeiros das Sociedades Financeiras (Portugal,1998-2010).....	23
Figura 6: Contribuição das Sociedades Financeiras para as transações financeiras da Economia (Portugal, 1998-2010)	26

Lista de Abreviaturas

ARDL	<i>Autoregressive Distributed Lag</i>
AIC	<i>Akaike Information Criterion</i>
BCE	Banco Central Europeu
DSE	Direitos de Saque Especiais
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
GDP	<i>Gross Domestic Product</i>
GMM	<i>Generalized Method of Moments</i>
INE	Instituto Nacional de Estatística
ISFLSF	Instituições Sem Fins Lucrativos ao Serviço das Famílias
OLS	<i>Ordinary Least squared</i>
PIB	Produto Interno Bruto
PNB	Produto Nacional Bruto
RNB	Rendimento Nacional Bruto
SC	<i>Schwarz</i>
SEC 95	Sistema Europeu de Contas Nacionais e Regionais
VAR	<i>Vector Autoregressive</i>
VEC	<i>Vector Error Correction</i>

Introdução

Num sistema económico existem agentes económicos aforradores que necessitam de aplicar as suas poupanças da forma mais rentável possível e agentes económicos que não conseguem poupar e que necessitam de se financiar. As instituições financeiras atuam como intermediários entre os diversos agentes económicos, facilitando a troca de recursos financeiros e permitindo que cada parte da transação obtenha as melhores condições para aplicar as poupanças ou para obter financiamento.

Este trabalho tem como objetivo principal analisar o papel e a importância que as instituições financeiras, enquanto agentes económicos que se dedicam principalmente à intermediação financeira ou a atividades financeiras auxiliares, têm na economia, tendo por base uma análise macroeconómica das Contas Nacionais Anuais Financeiras e Não Financeiras de Portugal entre 1995 e 2010.

O estudo deste tema é motivado pela forte evidência atual da dependência da economia em relação às instituições financeiras, sendo por isso importante averiguar de que forma as instituições financeiras podem influenciar a atividade económica. Apesar de o tema ter sido amplamente analisado, existem no entanto, poucos estudos que fazem uma análise baseada nas Contas Nacionais Anuais.

Esta dissertação encontra-se dividida em 4 capítulos. No primeiro capítulo será realizada uma revisão da literatura a que tivemos acesso sobre o papel e a importância que as instituições têm na economia. No segundo capítulo serão definidos os setores institucionais que, de acordo com as Contas Nacionais, intervêm na atividade da economia e será feita uma descrição da forma como as instituições financeiras se organizam em Portugal e quais as suas principais funções. No terceiro capítulo, com

base nas Contas Nacionais Anuais Financeiras e Não Financeiras procurar-se-á verificar de que forma as instituições financeiras influenciaram a economia portuguesa entre 1995 e 2010. No quarto capítulo far-se-á um estudo econométrico de forma a estudar a relação entre o crédito concedido pelas instituições financeiras e o investimento na economia. Finalmente, serão apuradas as principais conclusões do trabalho, as limitações que o mesmo envolveu e serão referidos alguns tópicos de investigação futura.

Capítulo I - O papel e a importância das instituições financeiras na economia

Neste capítulo será feita uma revisão da literatura mais importante a que se teve acesso sobre o papel que as instituições financeiras desempenham na economia. Primeiro através de um enquadramento do tema em termos teóricos e posteriormente com uma análise de estudos empíricos realizados por vários autores.

1. Enquadramento do tema

Antes do sistema financeiro ter a forma que hoje se conhece, os indivíduos faziam a troca direta de bens. No entanto, este método apresentava demasiados inconvenientes, relacionados com a dificuldade de acordo entre os indivíduos quanto aos bens a transacionar e com o facto dos bens transacionados serem perecíveis. Assim, à medida que as economias se foram desenvolvendo, a troca de bens foi substituída pelo dinheiro, primeiro na forma de prata e ouro e depois como papel-moeda e moeda. (Belbute, 2003; Samuelson e Nordhaus, 2005; Saving, 1971)

Com a evolução do conceito de dinheiro, surge o sistema financeiro, inicialmente caracterizado por financiamento direto e mais tarde por financiamento indireto.

Através do sistema de financiamento direto os agentes económicos trocavam diretamente os seus recursos, ou seja, os agentes económicos que mais tinham emprestavam as suas poupanças aos agentes económicos com menos capacidade financeira. Este processo podia, no entanto, envolver uma difícil negociação entre os envolvidos, que nem sempre tinham toda a informação e que muito dificilmente conseguiam compatibilizar o montante e a maturidade da transação. (Belbute, 2003; Acha, 2011)

Com o desenvolvimento das economias, este método tornou-se ineficiente e inviável devido aos elevados custos. Assim, para fazer face a estas imperfeições de mercado surgiram as instituições financeiras, que atuam como intermediários entre os agentes económicos, possibilitando uma alocação mais eficiente dos recursos e uma diminuição significativa dos custos de transação e dos custos de informação. (Silva e Júnior, 2006)

Os custos de transação dizem respeito a todas as despesas inerentes à operação, nomeadamente no que se refere à realização de um acordo entre os agentes económicos, que normalmente têm diferentes exigências no que diz respeito à maturidade da transação, pois enquanto os credores preferem um investimento a curto prazo, os devedores preferem pedir emprestado a longo prazo, o que pode tornar a operação mais arriscada e aumentar a probabilidade de incumprimento por parte do devedor. Para além disso, e para ter a certeza que os recursos não são mal investidos e que o capital é reembolsado, é preciso ainda ter em atenção aos custos associados à pesquisa e

verificação de informação relativa ao devedor e à supervisão da sua atividade. (Silva e Júnior, 2006; Acha, 2011)

Os custos de informação referem-se à assimetria de informação entre os agentes económicos, na qual uma das partes, normalmente o devedor, tem mais informação que a outra parte, relativamente ao provável risco e ao retorno da operação. Este tipo de custo pode originar dois tipos de problemas aos agentes económicos: seleção adversa e risco moral. (Samuelson e Nordhaus, 2005)

A seleção adversa ocorre devido à elevada tendência dos agentes económicos com maior probabilidade de incorrerem em incumprimento, procurarem crédito ou fazerem seguros. Já o risco moral ocorre devido à dificuldade do credor em supervisionar a atividade do devedor após a transação, podendo o último envolver-se em atividades que mais tarde impeçam o reembolso do capital. (Silva e Júnior; Acha, 2011)

Assim, as instituições financeiras, ao atuarem como intermediários, permitem a transferência das poupanças dos agentes aforradores, para que os agentes económicos que precisem de recursos possam financiar os seus investimentos. Sendo que para além da intermediação e da participação em transações financeiras, as instituições financeiras ainda efetuam a recolha de informação sobre vários ativos e investimentos, que pode ser vendida a outros investidores. (Belbute, 2005; Leland e Pyle, 1977; Allen, 1990)

O papel das instituições financeiras tem, no entanto, vindo a mudar ao longo do tempo. Atualmente, para além de fazerem a intermediação no sistema financeiro, as instituições dedicam-se a muitas outras tarefas, como é o caso, da gestão de risco e do fornecimento de produtos e serviços personalizados. Esta evolução na função das instituições financeiras deve-se, essencialmente, aos avanços tecnológicos, que

possibilitaram uma nova diminuição dos custos de transação e dos custos de informação. (Allen e Santomero, 1998; Merton, 1995; Campbell e Kravaw, 1980).

A inovação verificada ao nível informático e das telecomunicações veio permitir, que tanto as instituições como os mercados financeiros de todo o mundo estejam ligados, possibilitando que a negociação de valores mobiliários e as transferências de capital ocorram de forma contínua. (Merton e Bodie, 1995)

Para além de uma maior interligação dos mercados financeiros a nível mundial, a inovação financeira ao nível dos produtos e serviços possibilitou uma maior eficiência económica, alcançada não só através de uma maior participação das instituições financeiras nos mercados financeiros mas também através de uma maior produtividade do capital físico. (Merton, 1995; Berthelemy e Varoudakis, 1996)

Apesar de, atualmente, existir um maior interligação a nível mundial, as instituições financeiras são ainda fortemente influenciadas pelas leis e normas do país em que se encontram, podendo estas ser determinantes para melhorar a informação disponível e para reduzir os custos de transação. Assim, se a legislação de um país for favorável a uma aplicação mais eficaz dos recursos, o crescimento económico pode ser mais rápido. (Levine et al., 2000)

2. Evidência empírica

De acordo com Levine (2005), Khan e Senhadji (2003) e Merton e Bodie (1995) o sistema financeiro (constituído pelas instituições financeiras e pelos mercados financeiros) caracteriza-se por seis funções, que vão influenciar para além da poupança, do investimento e da inovação tecnológica, o crescimento económico:

- Produção antecipada de informação sobre possíveis investimentos, de forma a reduzir a informação assimétrica e a permitir que os agentes económicos tomem decisões de investimento de forma mais consciente;
- Transferir recursos económicos no tempo e no espaço, de forma a obter uma maior taxa de rendibilidade;
- Supervisionar investimentos e gestores e exercer *corporate governance*¹ depois de fornecer financiamento;
- Fazer a gestão de risco, através da transferência e diversificação de recursos;
- Mobilizar e assegurar as poupanças da forma mais eficiente possível, para que através de uma melhor transferência de recursos e de uma maior inovação tecnológica, possa haver crescimento económico;
- Facilitar a troca de bens e serviços através de um meio de pagamento.

Existem diversos autores que investigam de que forma os intermediários financeiros, através da sua contribuição para a poupança, crédito, investimento e desenvolvimento técnico, influenciam o crescimento económico. De entre estes estudos, destacam-se por exemplo, Beck et al. (2000), Levine et al. (2000), Rajan e Zingales (1998), Neusser e Kugler (1998), King e Levine (1993), De Gregorio e Guidotti (1995) e Rousseau e Vuthipadadorn (2005).

Beck et al. (2000) fazem um estudo para 63 países entre 1960 e 1995, utilizando o *Generalized Method of Moments* (GMM) e regressões *cross-country* com variáveis instrumentais. Os resultados mostram que os intermediários financeiros influenciam o

¹ “Sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direção e do controlo das sociedades” (CMVM, 2007)

crescimento económico através do crédito ao setor privado, não havendo no entanto, uma relação clara entre os intermediários financeiros e a taxa de poupança privada (esta relação depende da técnica de estudo utilizada).

Levine et al. (2000) e Rajan e Zingales (1998), demonstram que quanto maior o nível de rendimento de um país, maior o desenvolvimento do sistema financeiro e mais rápido o crescimento económico. Além destes resultados, Rajan e Zingales (1998) ainda evidenciam a importância do sistema financeiro para a diminuição dos custos de financiamento e para o crescimento mais rápido das indústrias. Embora, os autores cheguem a conclusões similares, usam formas de análise diferentes: Levine et al. (2000) utilizam o GMM e regressões *cross-country* com variáveis instrumentais para 74 países entre 1960 e 1995 e Rajan e Zingales (1998) efetuam estimativas OLS (*Ordinary Least Squared*) para 41 países entre 1980 e 1990.

Neusser e Kugler (1998) e King e Levine (1993), confirmam a relação existente entre o sistema financeiro e a inovação tecnológica, que por sua vez vai contribuir para o crescimento económico. Mas enquanto Neusser e Kugler (1998) utilizam o modelo VAR (*Vector Autoregressive*) para 41 países da OCDE, King e Levine (1993) executam estimativas *three stage least squared* para 80 países entre 1960 e 1989.

De Gregorio e Guidotti (1995), efetuaram duas análises, uma para 98 países entre 1960 e 1985 e outra para 12 países Latino-Americanos entre 1950 e 1985. Através de várias estimativas OLS, os resultados evidenciam que os intermediários financeiros influenciam o crescimento económico através da eficiência do investimento e não através do seu volume. Também Rousseau e Vuthipadadorn (2005), para 10 países asiáticos entre 1950 e 2000 utilizando do modelo VAR e o modelo *Vector Error*

Correction (VEC), encontraram evidências de que na maioria dos países o desenvolvimento financeiro promove o investimento e o crescimento económico.

Estes estudos, apesar de apresentarem diferentes metodologias, demonstram a importância que o sistema financeiro, e em particular as instituições financeiras, têm para a economia e para o crescimento económico, quer seja através, do crédito, crescimento das indústrias, progresso tecnológico ou da eficiência do investimento.

Embora existam muitos estudos que confirmam a importância das instituições financeiras para o crescimento económico, existem outros que afirmam que esta relação é contrária e outros que afirmam que esta é uma relação biunívoca, ou seja, que as instituições financeiras e o crescimento económico se influenciam mutuamente. De entre estes estudos destacam-se Loayza e Rancière (2006), Demetriades e Luintel (1996), Christopoulos e Tsionas (2004), Shan et al. (2001), Ghirmay (2004), Al-Yousif (2002).

Os estudos de Loayza e Rancière (2006) e Christopoulos e Tsionas (2004) apesar de dividirem a análise desta questão entre curto e longo prazo apresentam conclusões bastante diferentes. Enquanto Loayza e Rancière (2006), numa investigação que utiliza o modelo *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL) para 75 países entre 1960 e 2000, mostram que a longo prazo o crescimento económico tem um impacto positivo no crédito ao setor privado concedido pelos intermediários financeiros e que no curto prazo esta relação é negativa, devido à maior instabilidade dos mercados. A investigação de Christopoulos e Tsionas (2004) efetuada através estimativas OLS e do modelo VEC para 10 países entre 1970 e 2000, demonstram que no longo prazo os intermediários financeiros têm uma relação positiva com o crescimento económico, não havendo no entanto provas de uma relação a curto prazo.

Relativamente aos estudos de Demetriades e Luintel (1996), Shan et al. (2001) e Ghirmay (2004), estes concluem que existe para a maioria dos países que analisaram uma relação bidirecional entre o crescimento económico e os intermediários financeiros, pelo que as políticas aplicadas a qualquer um dos lados vai afetar o outro lado. Estes autores fazem uma análise utilizando, respetivamente, o modelo VEC para a Índia (1961-1991), o modelo VAR para 9 países da OCDE e para China (1974-1998; 1986-1998) e o modelo VAR para 13 países da África Subsariana (1970-2000).

Finalmente, Al-Yousif (2002), com um estudo que utiliza o modelo VEC para 30 países entre 1970 e 1999, afirma que o crescimento económico influencia de forma positiva o sistema financeiro através dos agregados M1 e M2.

Para além destes estudos, encontra-se no Anexo 1 um quadro-resumo de outros estudos efetuados com outras metodologias e que examinam a relação entre as instituições financeiras e o crescimento económico.

Capítulo II – Organização das instituições financeiras em Portugal

Antes de se proceder à análise macroeconómica, é importante que se definam os vários setores institucionais que vão influenciar a economia e que se faça uma caracterização e definição das atividades das instituições financeiras em Portugal.

1. Setores institucionais

O Sistema Europeu de Contas Nacionais e Regionais (SEC 95), utilizado pelos Estados-Membros da União Europeia como norma para a contabilização da atividade económica, considera os seguintes setores institucionais: Sociedades Não Financeiras, Sociedades Financeiras, Administrações Públicas, Famílias, Instituições Sem Fins

Lucrativos ao Serviço das Famílias e Resto do Mundo. Sendo que o Total da Economia é constituído pelos cinco primeiros setores institucionais.

Com base no SEC 95, apresenta-se de seguida um resumo dos setores institucionais e da sua definição.

Tabela 1: Sectores institucionais e a sua definição

Sectores Institucionais	Definição
Sociedade Financeiras	“Sociedades e quase sociedades cuja principal função consiste em fornecer serviços de intermediação financeira e/ou em exercer atividades financeiras auxiliares” ²
Sociedades Não Financeiras	“Unidades institucionais (...) cuja principal função é a produção de bens e serviços não financeiros” ³
Administrações Públicas	“Unidades institucionais (...) cuja produção se destina ao consumo individual e coletivo e principalmente financiadas por pagamentos obrigatórios feitos por unidades pertencentes a outros setores institucionais e/ou todas as unidades institucionais principalmente ligadas à redistribuição do rendimento e da riqueza nacional” ⁴
Famílias	“Inclui indivíduos ou grupos de indivíduos, quer na sua função de consumidores, quer na eventual função de empresários que produzem bens mercantis e serviços financeiros ou não financeiros (...) e que produzem bens e serviços não financeiros exclusivamente para utilização final própria” ⁵
ISFLSF	“Instituições privadas (...) ao serviço das Famílias (...). Os seus recursos principais, além dos resultantes de vendas eventuais, provêm de contribuições voluntárias (...), de pagamentos efetuados pelas administrações públicas e de rendimentos de propriedade” ⁶
Resto do Mundo	“Unidades não residentes (...) que efetuem operações com as unidades institucionais residentes ou possuam outros laços económicos com unidades residentes” ⁷

Fonte: Regulamento (CE) N°2233/96 do Conselho de 25 de Junho de 1996

O setor institucional das Sociedades Financeiras estabelece uma ligação entre todos os outros setores institucionais, ao atuar como intermediário financeiro e ao contribuir para a manutenção da atividade económica de um país.

² Regulamento (CE) N°2233/96 do Conselho de 25 de Junho de 1996, pág. 48

³ Regulamento (CE) N°2233/96 do Conselho de 25 de Junho de 1996, pág. 46

⁴ Regulamento (CE) N°2233/96 do Conselho de 25 de Junho de 1996, pág. 55

⁵ Regulamento (CE) N°2233/96 do Conselho de 25 de Junho de 1996, pág. 56

⁶ Regulamento (CE) N°2233/96 do Conselho de 25 de Junho de 1996, pág. 58

⁷ Regulamento (CE) N°2233/96 do Conselho de 25 de Junho de 1996, pág. 59

Assim é com base nestes setores institucionais e sobretudo nas Sociedades Financeiras, que no Capítulo III se irá fazer uma análise macroeconómica da economia portuguesa.

2. Instituições financeiras, definição e caracterização da sua atividade

De uma forma geral, em Portugal as Instituições Financeiras encontram-se regulamentadas pelo Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei nº298/92 de 31 de Dezembro e pelas muitas alterações posteriores.

De acordo com este regulamento as Instituições Financeiras podem dividir-se da seguinte forma.

Tabela 2: Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras em Portugal

Instituições de Crédito	Sociedades Financeiras
Bancos	Sociedades Financeiras de Corretagem
Caixas Económicas	Sociedades Corretoras
Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo	Sociedades Mediadoras dos Mercados Monetário ou de Câmbios
Caixa de Crédito Agrícola Mútuo	Sociedades Gestoras de Fundos de Investimento
Instituições Financeiras de Crédito	Sociedades Gestoras de Patrimónios
Instituições de Crédito Hipotecário	Sociedades de Desenvolvimento Regional
Sociedades de Investimento	Agências de Câmbios
Sociedades de Locação Financeira	Sociedades Gestoras de Fundos de Titularização de Crédito
Sociedades de Factoring	
Sociedades Financeiras para Aquisições a Crédito	
Sociedades de Garantia Mútua	
Instituições de Moeda Eletrónica	

Fonte: Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

As Instituições de Crédito são empresas que recebem dos agentes económicos recursos financeiros, com a finalidade de os aplicar, concedendo em troca crédito, ou que têm como objetivo a “emissão de meios de pagamento sob a forma de moeda eletrónica”⁸.

As Sociedades Financeiras são empresas, que realizam entre outras, uma ou mais das seguintes atividades: operações de crédito, emissão e gestão de cheques e cartões de crédito, transações e consultoria e gestão de carteiras de valores mobiliários.

Para além destes dois grandes grupos existem ainda as Empresas de Seguros e as Sociedades Gestoras de Fundos de Pensões, que não estão regulamentadas por este Decreto-Lei, e cuja principal função consiste na distribuição de riscos.

As Empresas de Seguros garantem, mediante o pagamento de um prémio por parte do segurado, a indemnização do segurado ou de um terceiro, caso ocorra alguns dos riscos para a qual a seguradora foi contratada para assumir.

As Sociedades Gestoras de Fundos de Pensões e a atividade dos fundos de pensões são regulamentadas pelo Decreto-Lei nº12/2006 de 20 de Janeiro. De acordo com este Decreto-Lei as Sociedades Gestoras de Fundos de Pensões gerem o fundo em nome de todos os intervenientes, podendo exercer “todos os atos (...) relacionados com o património do fundo”⁹, nomeadamente no que diz respeito à negociação de valores mobiliários e imobiliários e aos depósitos bancários.

Os fundos de pensões surgem como uma opção ao sistema de segurança social público, conferindo aos beneficiários do fundo de pensões o direito de receber uma determinada reforma a partir de um determinado momento no tempo, definido pelo plano de pensões. (Garcia, 2003)

⁸ Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, artigo 2º nº2

⁹ Decreto-Lei nº12/2006 de 20 de Janeiro, artigo 32º nº4

Capítulo III - As instituições financeiras na economia portuguesa: uma análise entre 1995 e 2010

Neste ponto pretende-se estudar a importância que as instituições financeiras têm para a economia através de uma análise macroeconómica das Contas Nacionais Anuais Financeiras e Não Financeiras para Portugal desde 1995.

1. Tratamento dos dados utilizados na análise

Para efetuar a análise macroeconómica utilizam-se dados para o sector institucional das Sociedades Financeiras e para o Total da Economia, assim como algumas referências de outros setores institucionais.

Para as Contas Nacionais Anuais Não Financeiras utilizam-se dados compreendidos entre 1995 e 2007, para os seguintes agregados: PIB (Produto Interno Bruto), RNB (Rendimento Nacional Disponível), Rendimento Disponível Bruto, Poupança Bruta, Necessidade/Capacidade Líquida de Financiamento e Variação do Património Líquido. Cada uma destes agregados representa os principais saldos das Contas Nacionais Anuais, considerados representativos para analisar de forma global o panorama económico português.

A análise dos agregados acima mencionados será feita a preços constantes de 1995, de forma a estudar cada saldo sem a influência verificada ao nível dos preços.

Relativamente às Contas Nacionais Anuais Financeiras, utilizam-se dados compreendidos entre 1998 e 2010, para o ativo e o passivo das transações financeiras, ou seja, para as aplicações financeiras (ativo) e as formas de financiamento (passivo) das Sociedades Financeiras.

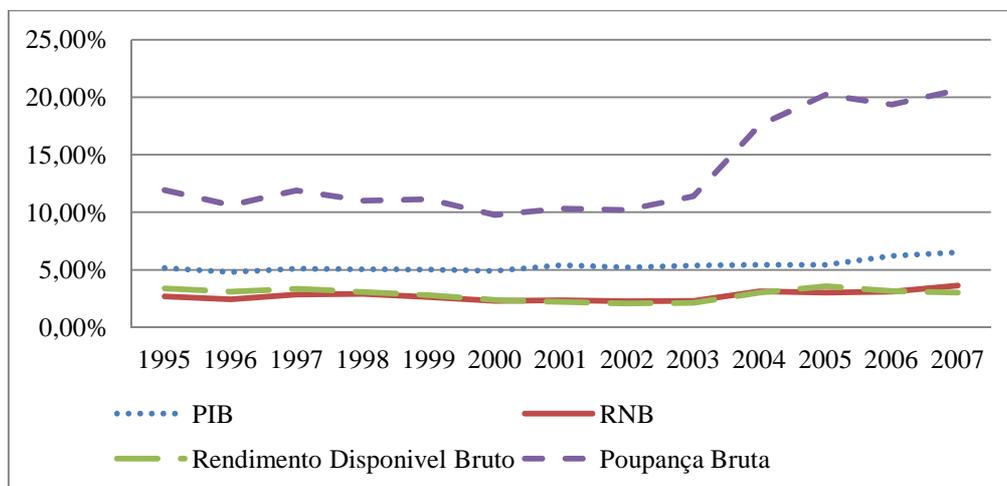
2. PIB, RNB, Rendimento Disponível Bruto e Poupança Bruta

Enquanto o PIB diz respeito aos rendimentos gerados na atividade produtiva na Economia pelos setores institucionais residentes e não residentes, o RNB ou PNB (Produto Nacional Bruto) refere-se aos rendimentos gerados na atividade produtiva (rendimentos primários) na Economia e no resto do mundo pelos setores institucionais residentes.

A Poupança Bruta está relacionada com o Rendimento Disponível Bruto, na medida em que corresponde à fração do Rendimento Disponível Bruto que não é utilizado em consumo. O Rendimento Disponível Bruto pode ser obtido a partir da soma do RNB com as transferências correntes recebidas e deduzido das transferências correntes pagas.

De seguida vai ser feita uma análise da importância das Sociedades Financeiras na Economia, considerando estes agregados a preços constantes. Nesse sentido, a figura seguinte permite identificar, para o setor das Sociedades Financeiras, a sua contribuição percentual para o PIB, RNB, Rendimento Disponível Bruto e Poupança Bruta de toda a economia portuguesa.

Figura 1: Contribuição das Sociedades Financeiras para o PIB, RNB, Rendimento Disponível Bruto e Poupança Bruta da Economia, a preços constantes de 1995 (Portugal, 1995-2007)



Fonte: INE (Consultar Anexo 2 e Anexo 3)

Tanto o peso do RNB como o peso do Rendimento Disponível Bruto, das Sociedades Financeiras no Total da Economia mantiveram valores muito próximos e relativamente constantes durante o período analisado, registando valores entre os 2% e os 3%. Relativamente, à contribuição das Sociedades Financeiras para o PIB, verificaram-se valores muito próximos dos 5%, tendo a partir de 2005 registado um aumento no peso de cerca de 1%. Finalmente, no que diz respeito à Poupança Bruta, verificou-se que a contribuição das Sociedades Financeiras para a Economia se manteve relativamente constante entre 1995 e 2002, com valores a variarem entre os 9% e os 11%. Sendo que a partir desse período, se registou um aumento significativo da contribuição das Sociedades Financeiras para a Poupança Bruta da Economia, que em 2007 atingiu os 20%.

Esta subida significativa da participação das Sociedades Financeiras na Poupança Bruta da Economia ocorreu essencialmente devido a uma diminuição da participação dos restantes setores institucionais na Poupança Bruta do Total da

Economia. Até 2005 esta diminuição pode ser explicada pelas baixas taxas de juro praticadas e pelo facto de haver pouco risco cambial, o que possibilitava obter financiamento de forma mais fácil. Entre 2006 e 2007 registou-se uma melhoria da atividade económica que possibilitou um crescimento mais rápido do consumo privado em relação ao rendimento disponível, que estava a ser afetado pelo aumento dos impostos e pelo aumento das taxas de juro.¹⁰

Através da análise destes dados pode verificar-se que as Sociedades Financeiras têm mantido uma participação relativamente constante na Economia, no que diz respeito ao PIB, RNB e ao Rendimento Disponível Bruto. Tendo mesmo aumentado ligeiramente o seu peso no PIB entre 2005 e 2007. Relativamente à Poupança Bruta tem-se vindo a verificar uma importância cada vez maior das Sociedades Financeiras na Economia, que é potenciada pelo facto dos restantes setores institucionais registarem uma quebra da sua participação na Poupança Bruta da Economia.

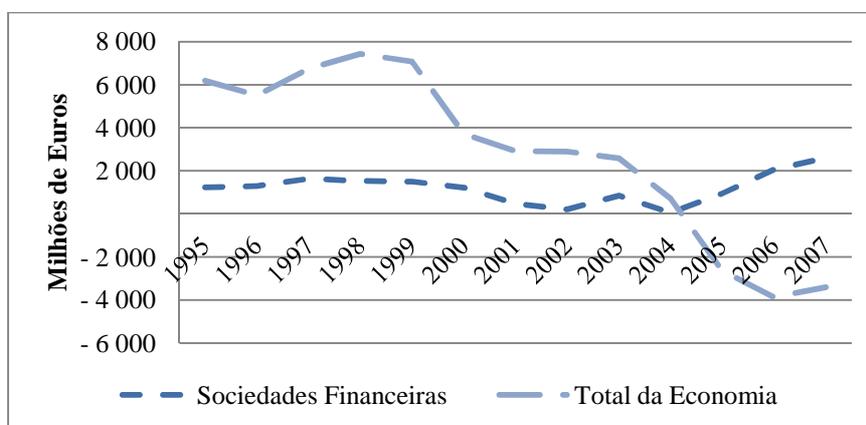
3. Variação do Património Líquido e Necessidade/Capacidade Líquida de Financiamento

A Variação do Património Líquido resultantes de Poupança e de Transferências de Capital corresponde à alteração em cada setor institucional do património que resulta da soma da poupança líquida e das transferências de capital a receber, deduzido das transferências de capital a pagar.

É realizada, a seguir a comparação desta variável entre as Sociedades Financeiras e o Total da Economia.

¹⁰ Banco de Portugal (2006), Banco de Portugal (2007) e Banco de Portugal (2008)

Figura 2: Variação do Património Líquido resultantes de Poupança Líquida e de Transferências de Capital para as Sociedades Financeiras e para o Total da Economia, a preços constantes de 1995 (Portugal, 1995-2009)



Fonte: INE (Consultar Anexo 4)

Durante o período analisado verificou-se uma diminuição da Variação do Património Líquido na Economia, que se tornou negativa a partir de 2005, como resultado do crescente endividamento da Economia. Destacam-se, no entanto, os anos de 1998 e 2007, onde se registaram, respetivamente, um máximo de cerca de 7 000 milhões de Euros e um ligeiro aumento da Variação do Património Líquido da Economia, depois de uma descida acentuada. Esta redução da Variação do Património Líquido deveu-se essencialmente aos valores negativos da Variação do Património Líquido dos setores institucionais das Sociedades Não Financeiras e das Administrações Públicas, que foram agravados pela diminuição da poupança bruta (ver ponto 3.2) e pelo aumento do consumo de capital fixo e consequente verificação de valores cada vez mais negativos da poupança líquida.

Durante os primeiros 5 anos a Variação do Património Líquido manteve-se relativamente constante nas Sociedades Financeiras, para a partir de 2000 se começar a verificar uma ligeira diminuição. Finalmente, a partir de 2004 começou-se a registar uma melhoria da Variação do Património Líquido determinada principalmente por uma

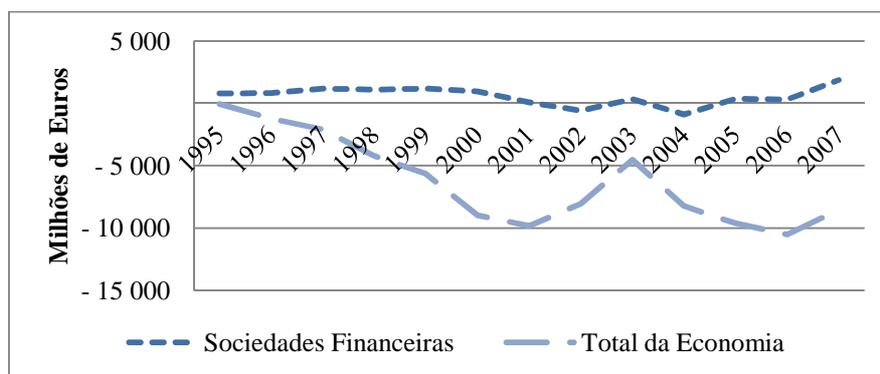
diminuição das transferências de capital a pagar. Os dois mínimos atingidos pelas Sociedades Financeiras em 2002 e 2004 foram provocados por um aumento das transferências de capital a pagar nesses dois anos.

Na Variação do Património Líquido observou-se uma evolução semelhante das Sociedades Financeiras e da Economia, à exceção dos últimos 3 anos analisados, em que a evolução foi contrária, pois enquanto a Economia teve valores negativos de Variação do Património Líquido, as Sociedades Financeiras registaram um valor crescente. Isto ocorreu essencialmente devido à poupança líquida, que nas Sociedades Financeiras aumentou e na Economia atingiu valores negativos, causados pela diminuição da poupança bruta (ver ponto 3.2) e pela manutenção do consumo de capital fixo em valores elevados. Desta forma, as Sociedades Financeiras conseguem uma poupança positiva, mesmo que a Economia, através das Sociedades Não Financeiras e das Administrações Públicas, tenha uma poupança negativa, podendo emprestar ou aplicar este capital em investimentos que favoreçam a economia.

A Necessidade/Capacidade Líquida de Financiamento é, como o próprio nome indica, a quantidade líquida de recursos que cada setor institucional precisa para se financiar ou que tem em excesso e pode emprestar aos outros setores institucionais.

A seguir é feita uma comparação da Necessidade/Capacidade Líquida de Financiamento a preços constantes entre as Sociedades Financeiras e o Total da Economia.

Figura 3: Necessidade/Capacidade Líquida de Financiamento das Sociedades Financeiras e do Total da Economia, a preços constantes de 1995 (Portugal, 1995-2009)



Fonte: INE (Consultar Anexo 5)

Verificou-se entre 1995 e 2001 um agravamento da Necessidade Líquida de Financiamento da Economia, que atingiu um valor de cerca de 10 000 milhões de Euros em 2001. Esta detioração da Necessidade Líquida de Financiamento da Economia ficou a dever-se à entrada de Portugal no Euro e à descida das taxas de juro, que originaram um aumento do consumo e do investimento e um conseqüente agravamento do endividamento das Sociedades Não Financeiras¹¹.

Após esse período, registou-se entre 2001 e 2003 uma diminuição de cerca de 6 000 milhões de Euros da Necessidade Líquida de Financiamento da Economia, originada pelo “processo de ajustamento da despesa interna privada”¹² iniciado em 2000 e conseqüente redução da Formação Bruta de Capital em todos os setores institucionais (menor investimento na Economia). Em 2005, verificaram-se, no entanto, valores próximos dos registados em 2001, devido não só às baixas taxas de juro originadas pela maior integração financeira de Portugal na área do Euro, mas também devido ao facto da poupança das Sociedades Não Financeiras ter diminuído com os

¹¹ Banco de Portugal (2001)

¹² Banco de Portugal (2003), pág. 218

rígidos custos salariais e com o aumento dos custos com a energia¹³. Finalmente, entre 2006 e 2007 registou-se uma pequena melhoria da Necessidade Líquida de Financiamento de cerca de 400 milhões de Euros, que se ficou a dever a um aumento da Capacidade Líquida de Financiamento das Sociedades Financeiras.

Quanto às Sociedades Financeiras, estas registaram um ligeiro crescimento na sua Capacidade Líquida de Financiamento no período estudado, apesar de nos anos de 2002 e 2004 terem registado Necessidades Líquidas de Financiamento, provocadas pela diminuição da Variação do Património Líquido e pelo aumento da Formação Bruta de Capital (aumento do investimento), entre 2001 e 2002 e entre 2003 e 2004. Finalmente, o aumento registada a partir de 2005 deveu-se sobretudo ao aumento verificado na Variação do Património Líquido.

Analisando a Necessidade/Capacidade Líquida de Financiamento, pode ver-se que apesar de a Economia ter registado sempre uma necessidade de financiamento, as Sociedades Financeiras registaram na maior parte do tempo uma capacidade para custear as despesas dos outros setores institucionais e contribuir para o financiamento da Economia. Juntamente com as Sociedades Financeiras surgem as Famílias que ajudam a colmatar a Necessidade Líquida de Financiamento da Economia, provocada pelos setores institucionais das Administrações Públicas e das Sociedades Não Financeiras.

Apesar das Sociedades Financeiras e das Famílias contribuírem para o financiamento da Economia, esta ajuda não chega para fazer face a esta necessidade de financiamento, que tem sido suportada através de um maior endividamento das Administrações Públicas e das Sociedades Não Financeiras.

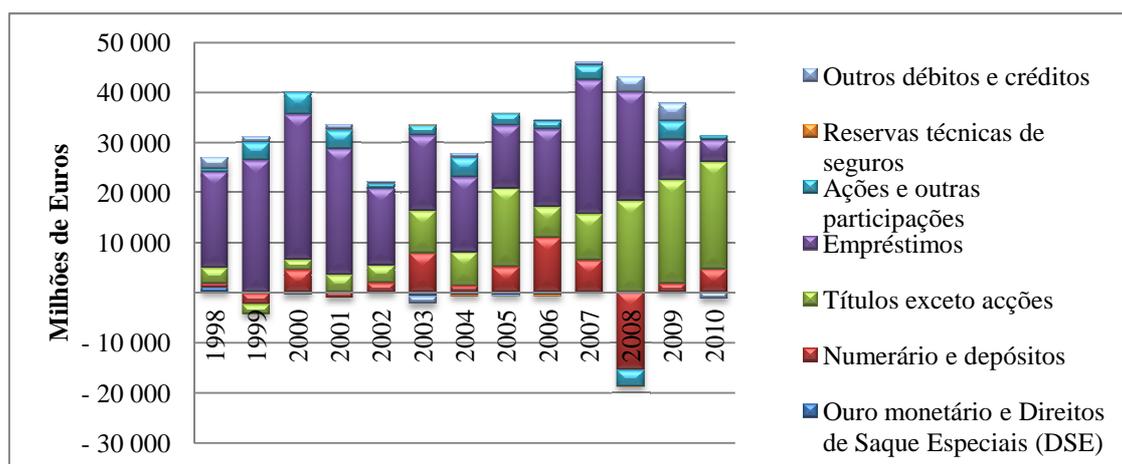
¹³ Banco de Portugal (2006)

4. Transações Financeiras

As Transações Financeiras, registadas nas Contas Nacionais Financeiras correspondem às operações realizadas entre os setores institucionais, nomeadamente no que diz respeito à liquidação, criação ou mudança de propriedade de ativos ou passivos financeiros ocorridos ao longo de um dado período.

A seguir serão analisadas as principais variações nas aplicações financeiras e formas de financiamento das Sociedades Financeiras, juntamente com o seu peso no Total da Economia, para que seja possível analisar o papel que as Sociedades Financeiras desempenham nas Transações Financeiras da economia portuguesa.

Figura 4: Ativos Financeiros das Sociedades Financeiras (Portugal, 1998-2010)



Fonte: Banco de Portugal (Consultar Anexo 6)

Através da Figura 4 pode ver-se que as aplicações financeiras mais relevantes para as Sociedades Financeiras foram: títulos exceto ações, empréstimos, numerário e depósitos e ações e outras participações.

Na categoria títulos exceto ações registou-se entre 1999 e 2010 uma subida significativa do seu fluxo, que passou de - 1 935 milhões de Euros para 21 402 milhões de Euros, devido sobretudo ao aumento da subcategoria de títulos exceto ações

excluindo derivados financeiros de – 1 686 milhões de Euros para 21 739 milhões de Euros. Destaca-se no entanto, o ano de 2005, que foi marcado por uma subida de cerca de 9 000 milhões de Euros, que ocorreu em resultado do desenvolvimento positivo do mercado de capitais que aumentou a carteira de títulos e participações financeiras¹⁴.

Na categoria dos empréstimos verificou-se, após uma subida de 19 201 milhões de Euros para 29 022 milhões de Euros entre 1998 e 2000 (que ocorreu devido às baixas taxas de juro e conseqüente aumento dos empréstimos), uma descida significativa do fluxo de empréstimos para cerca de 15 000 milhões de Euros, que se manteve relativamente constante até 2006. A partir de 2007 e depois de se ter verificado um fluxo de empréstimos de 26 864 milhões de Euros, registou-se uma descida para 4 414 milhões de Euros em 2010, que ocorreu devido ao aumento das exigências dos bancos para a concessão de crédito. Esta categoria é influenciada maioritariamente pelos empréstimos de longo prazo.¹⁵

Na categoria numerário e depósitos, registaram-se valores muito incertos ao longo do período analisado. Destacam-se contudo os anos de 2006 e 2008, onde se atingiu, respetivamente, um máximo de 10 928 milhões de Euros e um mínimo de – 15 505, milhões de Euros. Apesar deste fluxo inconstante, registou-se uma subida desta categoria de 727 milhões de Euros para 4 616 milhões de Euros entre 1998 e 2010 (ano em que não se registou nenhum fluxo de numerário), devido sobretudo à passagem da subcategoria de depósitos transferíveis e outros depósitos de 667 milhões de Euros para 4 616 milhões de Euros.

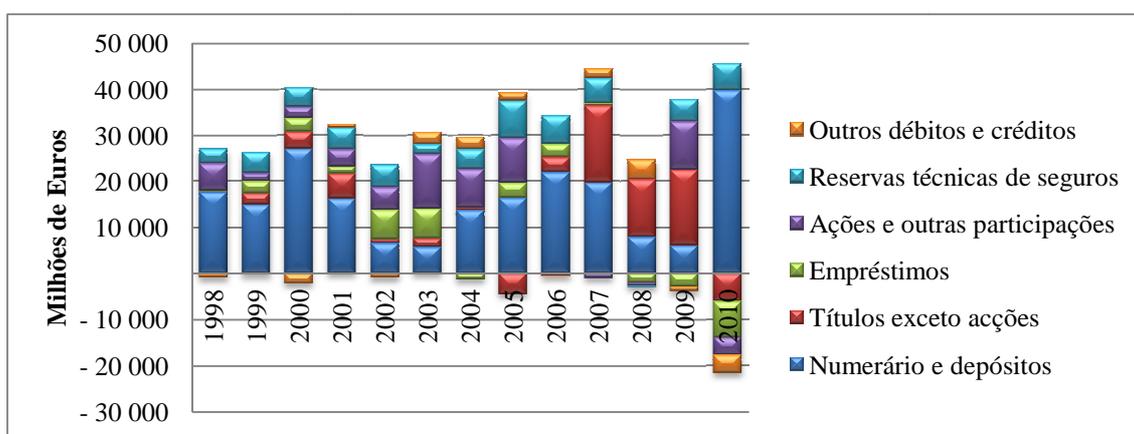
Na categoria ações e outras participações, também se verificaram valores um pouco inconstantes durante o período analisado. Assim, salientam-se os anos de 2000 e

¹⁴ Banco de Portugal (2006)

¹⁵ Banco de Portugal (2001) e Banco de Portugal (2011)

2008, onde se alcançou, respetivamente, um máximo de 4 400 milhões de Euros e um mínimo de – 3 321 milhões de Euros. De 2008 para 2009 o fluxo desta categoria subiu cerca de 6 000 milhões de Euros, passando para 3 696 milhões de Euros, devido essencialmente à subcategoria de ações e outras participações excluindo fundos de investimentos.

Figura 5: Passivos Financeiros das Sociedades Financeiras (Portugal,1998-2010)



Fonte: Banco de Portugal (Consultar Anexo 6)

Através da Figura 5 pode ver-se que as principais formas de financiamento para as Sociedades Financeiras foram: títulos exceto ações, numerário e depósitos, ações e outras participações e reservas técnicas de seguros.

Na categoria títulos exceto ações, registou-se uma acentuada descida de 5 415 milhões de Euros para – 4 490 milhões de Euros entre 2001 e 2005, dado que a principal fonte de financiamento das Sociedades Financeiras residentes continuou a ser o mercado de dívida internacional através da utilização de sociedades-veículo filiais com sede no estrangeiro. Este fluxo foi agravado sobretudo em 2005, devido a algumas instituições bancárias que amortizaram de forma antecipada algumas obrigações. Após este período, verificou-se em 2009 uma subida deste fluxo para 16 412 milhões de Euros, que em 2010 voltou a registar valores negativos de – 6 026 milhões de Euros.

Este valor ficou a dever-se às condições de financiamento dos bancos no estrangeiro que pioraram de forma significativa e que ficaram mais dependentes das operações de cedência de liquidez do BCE (Banco Central Europeu). O passivo desta categoria não mostra valores tão elevados como o lado do ativo, sendo apenas influenciado pelos títulos exceto ações excluindo derivados financeiros, excetuando o ano de 2008, onde se registou um fluxo de derivados financeiros de – 2 milhões de Euros.¹⁶

Na categoria numerário e depósitos, verificou-se uma acentuada descida do fluxo de 27 078 milhões de Euros para 5 745 milhões de Euros entre 2000 e 2003 devido às Famílias + ISFLSF que começaram a procurar instrumentos com maior risco e portanto maior rentabilidade. Após esse período, esta categoria aumentou para 21 971 milhões de Euros em 2006, apesar de existir uma maior oferta por parte dos bancos de diferentes opções de aplicações com uma rentabilidade associada aos preços dos mercados financeiros. Depois de em 2008 e 2009 se terem registado valores de, respetivamente, 7 853 milhões de Euros e 6 063 milhões de Euros, atingiu-se em 2010 um máximo de 39 791 milhões de Euros, como efeito da estratégia dos bancos para atraírem mais depósitos através de um aumento na sua remuneração. Esta categoria mostra valores muito superiores aqueles registados no lado do ativo, sendo maioritariamente influenciada pelos depósitos transferíveis e outros depósitos.¹⁷

Na categoria ações e outras participações, registou-se entre 1999 e 2003 uma subida de 1 726 milhões de Euros para 11 849 milhões de Euros, que se deveu principalmente à passagem da subcategoria de ações e outras participações excluindo fundos de investimento de 1 477 milhões de Euros para 9 205 milhões de Euros. Esta subida que ocorreu principalmente no último ano verificou-se devido a uma elevada

¹⁶ Banco de Portugal (2005), Banco de Portugal (2006) e Banco de Portugal (2011)

¹⁷ Banco de Portugal (2004), Banco de Portugal (2007) e Banco de Portugal (2011)

valorização de alguns dos principais índices europeus e americanos. Depois deste período, o fluxo desta categoria registou valores negativos entre 2006 e 2008 devido sobretudo às unidades de participação em fundos de investimento. Finalmente, depois de em 2009 se ter verificado um valor de 10 521 milhões de Euros, atingiu-se em 2010 um mínimo de – 3 804 milhões de Euros, devido essencialmente à grande volatilidade verificada nos mercados financeiros após o aparecimento da crise financeira.¹⁸

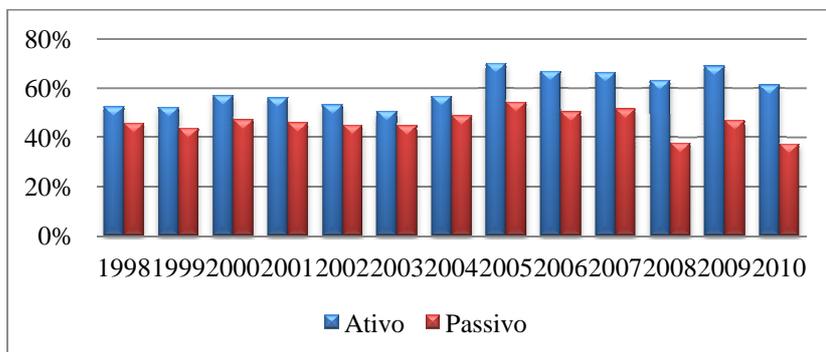
Na categoria reservas técnicas de seguros, verificaram-se valores relativamente constantes entre 1998 e 2002, na ordem dos 4 000 milhões de Euros. Após um valor de 2 148 milhões de Euros em 2003, o fluxo desta categoria atingiu um máximo de 8 151 milhões de Euros em 2005, devido essencialmente à subcategoria de reservas técnicas de seguros de vida (que aumentaram devido a uma subida no crédito a habitação a Famílias + ISFLSF) e fundos de pensões que passaram de 1 935 milhões de Euros para 7 678 milhões de Euros. Depois do máximo de 2005 alcançou-se um mínimo de – 273 milhões de Euros em 2008, que se verificou devido à tendência de subida das taxas de juro iniciada em 2005 e a uma consequente diminuição do crédito a habitação a Famílias + ISFLSF. Em 2010 o fluxo desta categoria voltou a atingir valores muito semelhantes aos de 2007, devido principalmente à subida subcategoria de reservas técnicas de seguros de vida e fundos de pensões de – 170 milhões de Euros em 2008 para 6 452 milhões de Euros em 2010.¹⁹

Observando a Figura 6 pode ver-se que as Sociedades Financeiras têm um grande peso nas transações financeiras da Economia, tanto do lado do ativo como do lado do passivo.

¹⁸ Banco de Portugal (2004) e Banco de Portugal (2011)

¹⁹ Banco de Portugal (2006) e Banco de Portugal (2009)

Figura 6: Contribuição das Sociedades Financeiras para as transações financeiras da Economia (Portugal, 1998-2010)



Fonte: Banco de Portugal (Consultar Anexo 7)

No lado do ativo pode ver-se que as Sociedades Financeiras tiveram sempre uma participação superior a 50% nas transações financeiras da Economia, tendo mesmo a partir de 2005 valores superiores a 60%. Relativamente às aplicações financeiras com mais influência para a Economia destacam-se ouro e direitos de saque especiais e empréstimos, com uma média de respetivamente, 100% e 89%.

O lado do passivo, apesar de ser inferior ao ativo, também atinge valores elevados de participação das Sociedades Financeiras nas transações financeiras da Economia. Todos os anos, à exceção dos anos de 2008 e 2010, onde se atingiram valores de, respetivamente, 38% e 37%, registaram-se valores superiores a 40%. Relativamente às formas de financiamento com mais influência para a Economia destacam-se numerário e depósitos e reservas técnicas de seguro, com uma média de respetivamente, 97% e 100%.

Através da análise dos dados pode confirmar-se a importância das Sociedades Financeiras nas transações financeiras da Economia tendo, como seria de esperar, um papel fundamental na concessão de crédito e na receção de depósitos. Para além deste papel de intermediário financeiro, as Sociedades Financeiras são o setor institucional

com mais influência nas aplicações e nas formas de financiamento totais da Economia, sendo que por vezes apresentam mesmo valores superiores aqueles registados no Total da Economia.

Capítulo IV – Estudo empírico da relação entre o investimento e o crédito

Para concluir este estudo será feita uma análise econométrica da forma como o crédito concedido pelas Sociedades Financeiras influencia o investimento da economia.

1. Dados

Como indicador do investimento utiliza-se a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) a preços constantes de 1995 entre 1998 e 2007 e como indicador do crédito utiliza-se o crédito concedido pelas Sociedades Financeiras entre 1998 e 2007. Espera-se que o aumento do crédito emitido pelas Sociedades Financeiras tenha uma influência positiva no investimento, dado que aumenta a quantidade de meios disponíveis aos agentes económicos.

Utiliza-se ainda a taxa Euribor a 6 meses entre 1998 e 2007, como indicador da taxa de juro. Este indicador poderá ter uma influência direta no investimento da economia, pois se a taxa de juro (custo do capital) for menor, a taxa de rentabilidade esperada do investimento aumentará e conseqüentemente haverá um maior investimento realizado pelos agentes económicos.

Os dados do FBCF foram recolhidos no INE, enquanto os dados do crédito emitido pelas Sociedades Financeiras foram recolhidos no Banco de Portugal. Por fim, a taxa Euribor a 6 meses foi recolhida na *European Banking Federation*. Todas as

variáveis têm observações anuais, sendo que a taxa Euribor a 6 meses é uma média anual, à exceção do ano de 1998, em que se utiliza o último valor do ano, pois foi só a partir dessa altura que começou a existir esta taxa. Os dados das variáveis podem ser consultados na Anexo 8.

2. Estatísticas Descritivas

Antes de serem feitas as estimativas serão calculadas diversas estatísticas descritivas e correlações entre conjuntos de variáveis, para que se possa aferir sobre o tipo de relação entre as variáveis. De referir que todos os cálculos a seguir apresentados foram feitos através do *software* estatístico EViews 7.

Tabela 3: Estatísticas descritivas²⁰

	FBCF	Crédito	Euribor
Média	27310,30	19999,10	0,033
Mediana	26546,33	17330,50	0,032
Máximo	29955,71	29022,00	0,046
Mínimo	25533,03	12534,00	0,021
Desvio-padrão	1692,12	6190,31	0,009
Observações	10	10	10

Fonte: Elaboração própria

De acordo com a Tabela 3 pode ver-se que taxa Euribor a 6 meses, registou uma média de 3,30%, sendo que em 2004 se registou um mínimo de 2,10% e em 2000 se registou um máximo de 4,60%.

À exceção do ano de 2007, o crédito verificou sempre valores inferiores ao FBCF, registando uma média de 19 999 milhões de Euros e um desvio-padrão de 6 190 milhões de Euros. Em 2000 chegou mesmo a atingir um máximo superior em cerca de 10 000 milhões de Euros à média.

²⁰ Consultar Anexo 9

O FBCF registou um máximo e um mínimo muito próximo da média de 27 310 milhões de Euros, e um desvio-padrão de apenas 1 692 milhões de Euros.

Tabela 4: Correlações²¹

	FBCF	Crédito	Euribor
FBCF	1,00	0,65	0,62
Crédito	0,65	1,00	0,82
Euribor	0,62	0,82	1,00

Fonte: Elaboração própria

De acordo com a Tabela 4, pode ver-se que todas as variáveis apresentam uma forte correlação. De destacar a correlação entre a taxa Euribor e o crédito de 0,82. Quanto à correlação entre o FBCF e o crédito e entre o FBCF e a taxa Euribor, esta regista valores, de respetivamente, 0,65 e 0,62.

3. Metodologia

De forma a estudar a relação entre o crédito emitido pelas Sociedades Financeiras e o investimento da Economia será estimado um modelo VAR, baseado nas metodologias de Shan et al. (2001), Liang e Teng (2006) e Rousseau e Vuthipadorn (2005). O modelo VAR, ou uma variação do VAR, é utilizado na maioria da literatura que usa séries temporais para estudar a relação entre o crescimento económico e as instituições financeiras.

Estes autores utilizam bases de dados mais longas, do que a que vai ser utilizada neste trabalho. O baixo número de observações leva a que a interpretação dos resultados deva ser feita com uma cautela adicional. Assim, é dentro destas limitações, que se aplicam algumas das metodologias adotadas pelos autores acima referidos,

²¹ Consultar Anexo 9

nomeadamente a verificação da estacionaridade das variáveis e a aplicação do modelo VAR como forma de apurar a relação entre o investimento e o crédito. Não se aplica nenhum teste de cointegração para apurar a relação de longo prazo entre as variáveis, devido ao reduzido número de observações.

O modelo VAR, de uma forma geral, pode ser representado da seguinte forma:

$$Z_t = \sum_{i=1}^k \Phi_i Z_{t-i} + \varepsilon_t ,$$

onde Z_t é um vetor de N variáveis endógenas e ε_t é um vetor que representa a componente aleatória. Este é um modelo que considera as variáveis como sendo endógenas e em que cada variável é apresentada como uma função linear do seu valor desfasado e das restantes variáveis incluídas no modelo. Por ser um modelo fácil de estimar e flexível, o VAR é muito utilizado em séries temporais macroeconómicas.

4. Análise econométrica da relação entre o investimento e o crédito

Antes de se proceder à estimação do modelo VAR é preciso, no entanto, verificar a estacionaridade das séries, para que se possa garantir a estabilidade das variáveis. Como o tamanho das séries é demasiado reduzido, em vez de se realizar o teste de Dickey-Fuller Aumentado para analisar a existência de raiz unitária e para estabelecer a ordem de integração das séries, faz-se uma análise do correlograma das séries.²² Optou-se por esta abordagem dado que o *software* Eviews fornece as probabilidades e os valores críticos para 20 observações, pelo que os resultados obtidos podem não ser muito precisos.

Depois de se observarem os correlogramas das variáveis em logaritmo verificou-se que não havia evidências da não estacionaridade das séries, dado que as

²² Consultar Anexos 10 a 15

autocorrelações não são positivas nem decrescem lentamente. No entanto observou-se que a primeira autocorrelação das variáveis era um pouco elevada, pelo que se decidiu efetuar uma diferença de primeira ordem a todas as variáveis para que haja uma diminuição da primeira autocorrelação.

De seguida apresentam-se três estimativas para o modelo VAR. As duas primeiras equações mostram que tipo de relação o investimento tem com cada variável de forma individual e a equação 3 mostra a relação do investimento com o crédito e a taxa Euribor. Para cada variável foi efetuado um desfasamento, pois devido ao número reduzido da amostra, mais desfasamentos tornavam-se inviáveis. De referir que serão utilizados os critérios AIC (*Akaike Information Criterion*) e SC (Schwarz) para analisar as equações. Os critérios AIC e SC são utilizados quando temos diferentes modelos alternativos que podem ser admissíveis e com diferentes números de parâmetros, ajudando a selecionar o modelo mais adequado através da avaliação dos ganhos de ajustamento. Será preferível a equação que minimiza os critérios AIC e SC.

Tabela 5: Estimativa do modelo VAR da relação entre o investimento e o crédito

Vector Autoregression Estimates			
Sample (adjusted): 2000 2007			
Included observations: 8 after adjustments			
Standard errors in () & t-statistics in []			
	Equação 1	Equação 2	Equação 3
	D(LOG(FBCF))	D(LOG(FBCF))	D(LOG(FBCF))
D(LOG(FBCF(-1)))	-0,091774 (0,13865) [-0,66192]	0,328559 (0,49698) [0,66112]	-0,005891 (0,16928) [-0,03480]
D(LOG(Crédito(-1)))	0,170484* (0,02567) [6,64179]		0,175384* (0,02664) [6,58470]
D(LOG(Euribor(-1)))		0,011700 (0,08670) [0,13495]	-0,026339 (0,02876) [-0,91590]
C	-0,006822 (0,00530)	-0,008396 (0,01675)	-0,006058 (0,00545)

	[-1,28666]	[-0,50122]	[-1,11068]
R-squared	0,914967	0,167780	0,929709
F-statistic	26,90037	0,504012	17,63530
Akaike AIC	-5,310356	-3,029297	-5,250744
Schwarz SC	-5,280565	-2,999507	-5,211023

Fonte: *Elaboração própria*

* Significativa a 1%

A Tabela 5 apresenta as três estimativas para o modelo VAR, sendo que a equação 1 considera a variável FBCF como função da variável crédito e da variável desfasada FBCF, a equação 2 considera a variável FBCF como função da variável taxa Euribor e da variável desfasada FBCF, e a equação 3 considera a variável FBCF como função da variável crédito, taxa Euribor e da variável desfasada FBCF. Para cada termo das estimativas, são apresentados os valores dos coeficientes estimados, o desvio-padrão e a estatística t. As estimativas completas do modelo VAR dadas pelo Eviews podem ser consultadas nos Anexos 16, 17 e 18. Apenas serão analisadas as estimativas do investimento como função do crédito e da taxa Euribor, pois foi o que se propôs estudar inicialmente.

Analisando as duas primeiras equações da Tabela 5 pode ver-se que individualmente o crédito tem um efeito positivo e significativo sobre o investimento, confirmando o impacto teórico esperado. No entanto, a taxa de juro apresenta um efeito positivo e não significativo sobre o investimento, o que contraria o impacto teórico esperado. Através da análise dos critérios AIC e SC verifica-se que a equação 1 minimiza estes critérios, justificando cerca de 91% do investimento da economia, ao contrário da equação 2, que explica apenas cerca de 16% do investimento.

Quanto à equação 3, verifica-se que o coeficiente estimado para a taxa de juro tem agora um valor negativo, este valor está de acordo com o impacto esperado

teoricamente, mas continua, contudo, não significativo. O coeficiente do crédito mantém-se significativo e não alterou muito o seu valor.

No que diz respeito à variável desfasada FBCF, verifica-se que esta não tem um impacto significativo sobre o investimento, mudando de sinal de acordo com a equação. Assim, conclui-se que o investimento do ano anterior não tem uma influência significativa sobre o investimento do ano seguinte.

Comparando a equação 1 com a equação 3, pode ver-se que ambas as equações apresentam um valor de R^2 muito elevado, de cerca de 91% e 92% respetivamente, sendo que a equação 1 apresenta um valor ligeiramente inferior quanto aos critérios AIC e SC. Assim, a equação 1 será a melhor para explicar o comportamento do investimento da economia, pois apresenta melhores valores relativamente aos critérios AIC e SC e também devido ao facto do R^2 ser muito próximo do verificado na equação 3. Ainda no que diz respeito à variável taxa Euribor, esta não apresenta qualquer significância na equação 3, ao contrário da variável crédito, significante tanto na equação 1 como na equação 3.

Em conclusão, estes resultados sugerem que o crédito emitido pelas Sociedades Financeiras tem uma relação positiva e significativa com o investimento, explicando uma grande percentagem do investimento da economia.

Conclusões, Limitações e Tópicos de Investigação Futura

Esta dissertação surge com a finalidade de compreender o impacto que as Sociedades Financeiras, enquanto agentes económicos que se dedicam principalmente à intermediação financeira ou a atividades financeiras auxiliares têm na atividade

económica portuguesa. Para isso procede-se a uma análise macroeconómica de diversos agregados das Contas Nacionais Anuais Financeiras e Não Financeiras.

Ao longo dos últimos anos analisados tem-se vindo a verificar um aumento da contribuição das Sociedades Financeiras para a Poupança Bruta da Economia, ao mesmo tempo que outros setores institucionais fundamentais para a atividade económica, como as Famílias e as Sociedades Não Financeiras, registam uma redução da sua participação na Poupança Bruta. Assim, as Sociedades Financeiras podem apoiar a atividade económica e ajudar outros setores institucionais.

Quanto à Variação do Património Líquido verifica-se, principalmente nos últimos anos, uma contribuição crescente e positiva das Sociedades Financeiras para que a nível Total da Economia este agregado não tenha um valor tão negativo.

Confirma-se ainda a importância que as Sociedades Financeiras têm para o financiamento da atividade económica, sendo para além das Famílias o único setor institucional capaz de financiar a economia portuguesa e os outros setores institucionais.

Relativamente às transações financeiras, demonstra-se que as Sociedades Financeiras são o agente económico com maior influência tanto nas aplicações financeiras como nas formas de financiamento da economia, atuando de forma determinante na evolução das transações financeiras da Economia

Para a realização do estudo econométrico, começou-se por efetuar uma análise das principais características das variáveis, calculando-se algumas estatísticas descritivas e correlações das variáveis. Ao verificar uma correlação elevada entre as variáveis efetuou-se um estudo de estacionaridade das séries através da análise dos correlogramas. Esta análise permitiu apurar que não havia evidências de não estacionaridade das séries, efetuando-se, no entanto, uma diferença de primeira ordem

em cada variável devido ao registo de uma primeira autorrelação um pouco elevada nas variáveis. Finalmente, efetuaram-se várias estimativas para o modelo VAR, demonstrando-se que o crédito emitido pelas Sociedades Financeiras tem uma influência positiva e significativa sobre o investimento, justificando grande parte do investimento da economia.

A realização deste estudo teve, no entanto, algumas limitações, que podem ter condicionado de alguma forma os resultados empíricos. Como primeira limitação deste trabalho destaca-se o reduzido número de observações da amostra, pois a maioria dos estudos mencionados anteriormente utilizam bases de dados com várias décadas. Esta é uma condicionante, na medida em que impossibilitou um estudo mais detalhado das Contas Nacionais Anuais Financeiras e Não Financeiras e na medida em que poderia ter alterado algumas das conclusões do estudo econométrico. Como segunda limitação aponta-se o facto de no modelo VAR não terem sido utilizadas variáveis que possam indicar outros acontecimentos económicos que poderiam ter influenciado o investimento, como as exportações e as importações.

Para investigação futura sugere-se uma análise aos subsetores das Sociedades Financeiras, designadamente: instituições financeiras monetárias, outros intermediários financeiros e auxiliares financeiros, sociedades de seguros e fundos de pensões. Para além disso, e de forma a efetuar uma análise menos limitada a nível econométrico, fica a hipótese de utilizar séries temporais mais longas e de utilizar mais variáveis, como as exportações e as importações. Finalmente, fica também a hipótese de alargar a análise aos restantes países da União Europeia, fazendo uma comparação sobre a importância que as instituições financeiras têm na economia dos diferentes países, podendo neste caso, ser utilizada como metodologia alternativa, várias estimativas OLS.

Referências bibliográficas

Acha, I. (2011), Does Bank Financial Intermediation Cause Growth in Developing Economies: The Nigerian Experience, *International Business and Management*, 3(1), 156-161.

Allen F. e Santomero, A. (1998), The Theory of Financial Intermediation, *Journal of Banking & Finance*, 21, 1461-1485.

Allen, F. (1990), The Market for Intermediation and the Origin of Financial Intermediation, *Journal of Financial Intermediation*, 1, 3-30.

Al-Yousif, Y. (2002), Financial Development and Economic Growth: Another Look at the Evidence from Developing Countries, *Review of Financial Economics*, 11, 131-150.

Antonios, A. (2010), Financial Development and Economic Growth: A Comparative Study Between 15 European Union Member-States, *International Research Journal of Finance and Economics*, 35, 143-149.

Arestis, P. e Demetriades, P. (1997), Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence, *The Economic Journal*, 107(442), 783-799.

Atindéhou, R., Gueyie, J. e Amenounve, E. (2005), Financial Intermediation and Economic Growth: Evidence from Western Africa, *Applied Financial Economics*, 15, 777-790.

Banco de Portugal (2001), Relatório do Conselho de Administração – Relatório e

Contas da Gerência de 2000.

Banco de Portugal (2003), Relatório do Conselho de Administração – Relatório e Contas da Gerência de 2002.

Banco de Portugal (2004), Relatório do Conselho de Administração – Relatório e Contas da Gerência de 2003.

Banco de Portugal (2005), Relatório do Conselho de Administração – Relatório e Contas da Gerência de 2004.

Banco de Portugal (2006), Relatório do Conselho de Administração – Relatório e Contas da Gerência de 2005.

Banco de Portugal (2007), Relatório do Conselho de Administração – Relatório e Contas da Gerência de 2006.

Banco de Portugal (2008), Relatório do Conselho de Administração – Relatório e Contas da Gerência de 2007.

Banco de Portugal (2009), Relatório do Conselho de Administração – Relatório e Contas da Gerência de 2008.

Banco de Portugal (2010), Relatório de Estabilidade Financeira 2010.

Banco de Portugal (2011), Relatório do Conselho de Administração – Relatório e Contas da Gerência de 2010.

Beck, T., Levine, R. e Loayza, N. (2000), Finance and the Sources of Growth,

Journal of Financial Economics, 58, 261-300.

Belbute, J. (2003), *Princípios de Macroeconomia*, 1ª Edição, gravida, Lisboa.

Berthelemy, J. e Varoudakis, A. (1996), Economic Growth, Convergence Clubs, and the Role of Financial Development, *Oxford Economic Papers*, 48(2), 300-328.

Campbell, T. e Kracaw, W. (1980), Information Production, Market Signalling, and The Theory of Financial Intermediation, *The Journal of Finance*, 35(4), 863-882.

Cetorelli, N. e Gambera, M. (2001), Banking Market Structure, Financial Dependence and Growth: International Evidence from Industry Data, *Journal of Finance*, 56(2), 617-648.

Christopoulos, D. e Tsionas, E. (2004), Financial Development and Economic Growth: Evidence from Panel Unit Root and Cointegration Tests, *Journal of Development Economics*, 73, 55-74.

CMVM (2007), Código de Governo das Sociedades.

Darrat, A. (1999), Are Financial Deepening and Economic Growth Causality Related? Another Look at the Evidence, *International Economic Journal*, 13(3), 19-35.

De Gregorio, J. e Guidotti, P. (1995), Financial Development and Economic Growth, *World Development*, 23(3), 433-448.

Demetriades, P. e Luintel, K. (1996), Financial Development, Economic Growth, and

Banking Sector Controls: Evidence from India, *The Economic Journal*, 106(435).

Garcia, T. (2003), *Economia e Gestão dos Fundos de Pensões*, 1ª Edição, Vida Económica, Porto.

Ghirmay, T. (2004), Financial Development and Economic Growth in Sub-Saharan African Countries: Evidence from Time Series Analysis, *African Development Review*, 16(4), 415-432.

Gujarati, D. (2000), *Econometria Básica*, 3ª Edição, Makron Books, São Paulo.

Khan, M. e Senhadji, A. (2003), Financial Development and Economic Growth: A Review and New Evidence, *Journal of African Economies*, 12 Suplemento 2, 89-110.

King, R. e Levine, R. (1993), Finance, Entrepreneurship, and Growth, *Journal of Monetary Economics*, 32, 513-542.

Leland, H. e Pyle, D. (1977), Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *The Journal of Finance*, 32(2), 371-387.

Levine, R. (2005), Finance and Growth: Theory and Evidence, in Aghion, P. e Durlauf, S., *Handbook of Economic Growth – Volume 1A*, 1ª Edição, North Hollan, Holanda, 865-934.

Levine, R., Loayza, N. e Beck, T. (2000), Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes, *Journal of Monetary Economics*, 46, 31-77.

Liang, Q. e Teng, J. (2006), Financial Development and Economic Growth: Evidence

from China, *China Economic Review*, 17, 395-411.

Liu, W. e Hsu, C. (2006), The Role of Financial Development in Economic Growth: The Experiences of Taiwan, Korea, and Japan, *Journal of Asian Economics*, 17, 667-690.

Loayza, N. e Rancière, R. (2006), Financial Development, Financial Fragility, and Growth, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 38(4), 1051-1076.

Merton, R. (1995), A Functional Perspective of Financial Intermediation, *Financial Management*, 24(2), 23-41.

Merton, R. e Bodie, Z. (1995), A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment, in *The Global Financial System: A Functional Perspective*, Harvard Business School Press, Estados Unidos da América, 3-31.

Neusser, K. e Kugler, M. (1998), Manufacturing Growth and Financial Development: Evidence from OECD Countries, *The Review of Economics and Statistics*, 80(4), 638-646.

Odedokun, M. (1998), Financial Intermediation and Economic Growth in Developing Countries, *Journal of Economic Studies*, 25(3), 203-224.

Peña, D. (2005), *Análisis de Series Temporales*, Alianza Editorial, Madrid.

Rajan, R. e Zingales, L. (1998), Financial Dependence and Growth, *The American Economic Review*, 88(3), 559-586.

Rousseau, P. e Vuthipadadorn, D. (2005), Finance, Investment, and Growth: Time Series Evidence from 10 Asian Economies, *Journal of Macroeconomics*, 27, 87-106.

Rousseau, P. e Wachtel, P. (1998), Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrialized Countries, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 30(4), 657-678.

Samuelson, P. e Nordhaus, W. (2005), *Economia*, 18ª Edição, McGraw-Hill, Madrid.

Saving, T. (1971), Transactions Costs and the Demand for Money, *The American Economic Review*, 61(3) Parte 1, 407-420.

Shan, J., Morris, A. e Sun, F. (2001), Financial Development and Economic Growth: An Egg-and-Chicken Problem?, *Review of International Economics*, 9(3), 443-454.

Silva, E. e Júnior, S. (2006), Sistema Financeiro e Crescimento Económico: Uma Aplicação de Regressão Quantílica, *Economia Aplicada*, 10 (3), 425-442.

Legislação:

Decreto-Lei nº12/2006 de 20 de Janeiro.

Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras:
http://www.pgdlisboa.pt/pgdl/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=948&tabela=leis.

Regulamento (CE) N°2233/96 do Conselho de 25 de Junho de 1996.

Anexos

Anexo 1: Estudos sobre a relação entre as instituições financeiras e o crescimento económico

Autor	Amostra	Método de Análise	Indicadores Financeiros	Outros Indicadores Usados na Análise	Principais Conclusões
Acha (2011)	<ul style="list-style-type: none"> Nigéria; 1980-2008 	<ul style="list-style-type: none"> Time series analysis: Granger causality test 	<ul style="list-style-type: none"> Bank deposit/GDP Bank credit to the private sector/Total bank credit 	<ul style="list-style-type: none"> Growth rate of real GDP 	<ul style="list-style-type: none"> Não se verifica uma relação de causalidade entre os intermediários financeiros e o crescimento económico
Al-Yousif (2002)	<ul style="list-style-type: none"> 30 Países desenvolvidos; 1970-1999 	<ul style="list-style-type: none"> Time series analysis: VEC model Panel data analysis: VEC model 	<ul style="list-style-type: none"> Currency/M1 M2/Nominal GDP 	<ul style="list-style-type: none"> Growth rate of real per capita GDP 	<ul style="list-style-type: none"> Foram encontrados vários resultados para a relação entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento económico, sendo mais forte a relação bidirecional Esta relação é influenciada pelas políticas económicas de cada país
Antonios (2010)	<ul style="list-style-type: none"> 15 Países da União Europeia; 1965-2007 	<ul style="list-style-type: none"> Time series analysis: Two stage least squared method 	<ul style="list-style-type: none"> Domestic bank credits to private sector General stock market index 	<ul style="list-style-type: none"> GDP Interest rate Industrial production index Consumer price index 	<ul style="list-style-type: none"> O desenvolvimento financeiro e industrial influenciam de forma positiva o crescimento económico
Arestis e Demetriades (1997)	<ul style="list-style-type: none"> Alemanha e Estados Unidos da América; 1979-1991 	<ul style="list-style-type: none"> Time series analysis: VAR model 	<ul style="list-style-type: none"> Stock market value/GDP Index of stock market volatility M2/Nominal GDP Domestic bank credit/Nominal GDP 	<ul style="list-style-type: none"> Real per capita GDP 	<ul style="list-style-type: none"> A Alemanha apresenta evidências de causalidade do sistema bancário para o crescimento económico Nos EUA, é o crescimento económico que ajuda a desenvolver o sistema bancário e o mercado de capitais

Atindéhou et al. (2005)	<ul style="list-style-type: none"> • 12 Países da África ocidental; 1960-1997 	<ul style="list-style-type: none"> • Time series analysis: VAR model and VEC model 	<ul style="list-style-type: none"> • Credit by financial institutions to all sectors/GDP • Liquid liabilities/GDP • Bank liquid reserves/Bank assets 	<ul style="list-style-type: none"> • Real per capita GDP 	<ul style="list-style-type: none"> • Os resultados dependem dos países e do indicador financeiro utilizado, sendo que para a maioria dos países existe uma relação entre os intermediários financeiros e o crescimento económico, seja num sentido ou no outro
Beck et al. (2000)	<ul style="list-style-type: none"> • 63 Países; 1960-1995 	<ul style="list-style-type: none"> • Pure cross-sectional instrumental variable analysis • Dynamic panel analysis: GMM 	<ul style="list-style-type: none"> • Credit by deposit money banks and other financial institutions to the private sector/GDP • Liquid liabilities/GDP • Assets of deposit money banks/(Assets of deposit money banks + Assets of central bank) 	<ul style="list-style-type: none"> • Growth rate of real per capita GDP • Private savings rate • Capital accumulation • Total factor productivity growth • Legal origin • Initial income per capita • Average years of schooling • Openness to trade • Inflation • Government size • Black market premium 	<ul style="list-style-type: none"> • Os intermediários financeiros causam crescimento económico, através do PIB <i>per capita</i> e da produtividade total dos fatores • O resultado torna-se incerto no que diz respeito às poupanças e à acumulação física de capital
Berthelemy e Varoudakis (1996)	<ul style="list-style-type: none"> • 95 Países; 1960-1985 	<ul style="list-style-type: none"> • Cross-section analysis: Conditional convergence equation 	<ul style="list-style-type: none"> • M2/GDP 	<ul style="list-style-type: none"> • Real per capita GDP • Secondary school enrolment rate • Degree of openness • Government size • Political stability 	<ul style="list-style-type: none"> • Só depois da acumulação de capital humano passar um determinado limite é que o setor financeiro influencia o crescimento económico
Cetorelli e	<ul style="list-style-type: none"> • 41 Países; 	<ul style="list-style-type: none"> • Cross- 	<ul style="list-style-type: none"> • Private domestic 	<ul style="list-style-type: none"> • Accounting 	<ul style="list-style-type: none"> • Uma maior concentração do setor bancário

Gambera (2001)	1980-1996	section analysis: OLS method	credit/GDP • Stock market capitalization/GDP	standards • Per capita GDP • Bank concentration • Average years of schooling	afeta de forma negativa o crescimento económico e todos os setores, apenas as empresas mais dependentes de financiamento externo irão beneficiar
Christopoulos e Tsionas (2004)	• 10 Países desenvolvidos; 1970-2000	• Dynamic panel analysis: VEC model and OLS method	• Bank deposit liabilities/Nominal GDP	• Inflation • Real GDP • Investment	• Verifica-se causalidade de longo prazo dos intermediários financeiros para o crescimento económico • Não se verifica causalidade de curto prazo entre os intermediários financeiros e o crescimento económico para 9 países
Darrat (1999)	• Arábia Saudita, Turquia e Emirados Árabes Unidos; 1964-1993	• Time series analysis: VEC model	• Currency/M1 • M2/Nominal GDP	• Growth rate of real GDP	• A curto prazo, a Turquia e os Emirados Árabes Unidos apresentam evidências de que o desenvolvimento financeiro incentiva o crescimento económico • A longo prazo, os Emirados Árabes Unidos apresentam uma relação inversa entre as variáveis e a Arábia Saudita apresenta uma relação bidirecional
De Gregorio e Guidotti (1995)	• 98 Países; 1960-1985 • 12 Países Latino Americanos; 1950-1985	• Cross-section analysis: OLS method • Panel analysis: OLS method	• Bank credit to the private sector/GDP	• Growth rate of real per capita GDP • Investment rate • Primary and secondary school • Government size • Political stability	• Os intermediários financeiros têm uma influência positivo no crescimento económico, através da eficiência do investimento e não da sua quantidade • Nos países Latino Americanos os intermediários financeiros têm um efeito negativo no crescimento económico
Demetriades e Luintel (1996)	• Índia; 1961-1991	• Time series analysis:	• Bank deposit liabilities/Nominal GDP	• Per capita investment	• O desenvolvimento financeiro e o crescimento económico apresentam uma

		VEC model		<ul style="list-style-type: none"> • Real per capita GDP • Rate of interest 	<p>relação bidirecional</p> <ul style="list-style-type: none"> • O desenvolvimento financeiro é afetado de forma negativa pelas medidas de controlo do setor bancário
Ghirmay (2004)	<ul style="list-style-type: none"> • 13 Países da África Subsariana; 1970-2000 	<ul style="list-style-type: none"> • Time series analysis: VAR model 	<ul style="list-style-type: none"> • Credit to the private sector by financial intermediaries 	<ul style="list-style-type: none"> • Growth of real GDP 	<ul style="list-style-type: none"> • Regista-se em metade dos países uma relação bidirecional entre os intermediários financeiros e o crescimento económico • Em 4 países há uma relação de causalidade do crescimento económico para os intermediários financeiros
Khan e Senhagji (2003)	<ul style="list-style-type: none"> • 159 Países; 1960-1999 	<ul style="list-style-type: none"> • Cross-section analysis: OLS and Two stage least squared method • Panel analysis: OLS method 	<ul style="list-style-type: none"> • Domestic credit to the private sector/GDP • Stock market capitalization/GDP • Private and public stock market capitalization/GDP • Stock market capitalization 	<ul style="list-style-type: none"> • Growth rate of real GDP • Investment/GDP • Growth rate of population • Growth of terms of trade • Initial income 	<ul style="list-style-type: none"> • O desenvolvimento financeiro está relacionado de forma positiva com o crescimento económico, no entanto, a magnitude deste efeito depende do método de análise e dos dados considerados
King e Levine (1993)	<ul style="list-style-type: none"> • 80 Países; 1960-1989 	<ul style="list-style-type: none"> • Cross-section analysis: Three stage least squared method 	<ul style="list-style-type: none"> • Liquid liabilities/GDP • Deposit Money bank domestic assets/(Deposit Money bank domestic assets + Central bank domestic assets) • Credit issued to private sector/GDP • Credit to nonfinancial private sector/Domestic 	<ul style="list-style-type: none"> • Growth rate of real per capita GDP • Real per capita capital stock growth rate • Secondary school enrollment rate • Government size • Inflation rate • Trade 	<ul style="list-style-type: none"> • Existe uma forte ligação entre os intermediários financeiros, o crescimento económico e a melhoria da produtividade • Melhorar os serviços financeiros irá contribuir para o crescimento económico e para a inovação tecnológica

			credit		
Levine et al. (2000)	<ul style="list-style-type: none"> • 74 Países; 1960-1995 	<ul style="list-style-type: none"> • Dynamic panel analysis: GMM • Pure cross-sectional instrumental variable analysis 	<ul style="list-style-type: none"> • Liquid liabilities/GDP • Commercial bank assets/(Commercial bank assets + Central bank assets) • Credit by financial intermediaries to private sector/GDP 	<ul style="list-style-type: none"> • Growth rate of real per capita GDP • Legal origin • Government size • Credit rights • Efficiency of the legal system in enforcing contracts • Accounting standards • Initial income per capita • Average years of schooling • Openness to trade • Inflation • Black market premium 	<ul style="list-style-type: none"> • Os resultados demonstram que à medida que o nível de rendimento de um país aumenta, o desenvolvimento da intermediação financeira aumenta e que por conseguinte o crescimento económico torna-se mais rápido
Liang e Teng (2006)	<ul style="list-style-type: none"> • China; 1952-2001 	<ul style="list-style-type: none"> • Time series analysis: VAR model 	<ul style="list-style-type: none"> • Domestic credit by banking institutions/GDP • Deposit liabilities of banking institutions/GDP 	<ul style="list-style-type: none"> • Real per capita GDP • Real per capita physical capital stock • Real interest rate • Trade ratio 	<ul style="list-style-type: none"> • A China apresenta causalidade do crescimento económico para os intermediários financeiros
Liu e Hsu (2006)	<ul style="list-style-type: none"> • Taiwan, Coreia e Japão; 1981-2001 	<ul style="list-style-type: none"> • Time series analysis: GMM 	<ul style="list-style-type: none"> • Credit to the private sector/GDP • Bank domestic assets/Total assets of bank and central ban 	<ul style="list-style-type: none"> • Growth rate of real GDP • Investment rate • Employment growth 	<ul style="list-style-type: none"> • Taiwan apresenta uma relação positiva entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento económico • Para a Coreia e o Japão a relação entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento

			<ul style="list-style-type: none"> • Number of domestic credit • M2/Nominal GDP • Number of listed companies • Market capitalization • Turnover • Stock return 	<ul style="list-style-type: none"> • Fixed capital investment/GDP • Inflation rate • Government size • Real exports growth • Effect of the international capital mobility 	económico é negativa
Loayza e Rancière (2006)	<ul style="list-style-type: none"> • 75 Países; 1960-2000 	<ul style="list-style-type: none"> • Dynamic panel analysis: ARDL model 	<ul style="list-style-type: none"> • Domestic credit to the private sector/GDP 	<ul style="list-style-type: none"> • Growth rate of per capita GDP • Initial GDP per capita • Government size • Inflation • Trade openness 	<ul style="list-style-type: none"> • Existe uma relação positiva entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento económico a longo prazo • Esta relação torna-se negativa a curto prazo, devido à instabilidade financeira
Neusser e Kugler (1998)	<ul style="list-style-type: none"> • 13 Países; 1970-1991 	<ul style="list-style-type: none"> • Time series analysis: VAR model 	<ul style="list-style-type: none"> • GDP of financial institutions, insurance companies and pension funds 	<ul style="list-style-type: none"> • Real GDP • Manufacturing GDP • Manufacturing total factor productivity 	<ul style="list-style-type: none"> • Para a maioria dos países existe uma relação de longo prazo entre o progresso técnico e o desenvolvimento do sector financeiro
Odedokun (1998)	<ul style="list-style-type: none"> • 90 Países desenvolvidos; 1970-1990 	<ul style="list-style-type: none"> • Cross-section analysis: OLS method 	<ul style="list-style-type: none"> • Stock of domestic credit • Stock of liquid liabilities 	<ul style="list-style-type: none"> • GDP • Growth of real capital stock • Growth of exports • Growth of labour force • Growth of real investment spending 	<ul style="list-style-type: none"> • O desenvolvimento financeiro afeta o crescimento económico nos países com baixo rendimento, tendo no entanto, um efeito fraco nos países com alto rendimento
Rajan e	<ul style="list-style-type: none"> • 41 Países; 	<ul style="list-style-type: none"> • Cross- 	<ul style="list-style-type: none"> • Domestic credit to 	<ul style="list-style-type: none"> • Per capita GDP 	<ul style="list-style-type: none"> • O desenvolvimento financeiro ajuda a

Zingales (1998)	1980-1990	section analysis: OLS method	private sector/GDP • Stock market capitalization/GDP	<ul style="list-style-type: none"> • Accounting standards • External finance dependence • Industry's real growth • Average years of schooling 	determinar o crescimento económico futuro, ao mesmo tempo que influência o tamanho e a concentração de uma indústria
Rousseau e Vuthipadadorn (2005)	<ul style="list-style-type: none"> • 10 Países asiáticos; 1950-2000 	<ul style="list-style-type: none"> • Time series analysis: VAR model and VEC model 	<ul style="list-style-type: none"> • M2-M1 • M1 • Credit allocated to the private sector 	<ul style="list-style-type: none"> • GDP • Gross domestic fixed investment 	<ul style="list-style-type: none"> • Os intermediários financeiros fomentam o investimento e o crescimento económico
Rousseau e Wachtel (1998)	<ul style="list-style-type: none"> • 5 Países; 1870-1929 	<ul style="list-style-type: none"> • Time series analysis: VAR model and VEC model 	<ul style="list-style-type: none"> • Assets of commercial banks, savings institutions, insurance companies, credit cooperatives and pension funds • Commercial banks deposits 	<ul style="list-style-type: none"> • Real per capita GDP 	<ul style="list-style-type: none"> • Foram encontradas evidências para os 5 países de que a intermediação financeira causa crescimento económico
Shan et al. (2001)	<ul style="list-style-type: none"> • 9 Países da OCDE; 1974-1998 • China; 1986-1998 	<ul style="list-style-type: none"> • Time series analysis: VAR model 	<ul style="list-style-type: none"> • Credit to the private sector by commercial banks and other deposit-taking banks/GDP 	<ul style="list-style-type: none"> • Real per capita GDP • Total factor productivity • Trade • Capital formation • Inflation • Index of stock market prices 	<ul style="list-style-type: none"> • Na maioria dos países existe causalidade bidirecional entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento económico • Apenas em 2 países não se encontraram evidências de causalidade

Fonte: Elaboração própria

Anexo 2: PIB, RNB, Rendimento Disponível Bruto e Poupança Bruta das Sociedades Financeiras, a preços constantes de 1995 (Portugal, 1995-2007)

Unidade: Milhões de Euros

	PIB	RNB	Rendimento Disponível Bruto	Poupança bruta
1995	4 513	2 372	3 067	2 150
1996	4 355	2 210	2 897	1 915
1997	4 852	2 696	3 237	2 271
1998	5 044	2 870	3 126	2 260
1999	5 212	2 697	2 933	2 292
2000	5 292	2 421	2 589	1 875
2001	5 934	2 515	2 419	1 948
2002	5 790	2 482	2 282	1 957
2003	5 916	2 495	2 349	2 112
2004	6 060	3 455	3 365	3 090
2005	6 101	3 343	3 974	3 019
2006	7 082	3 429	3 516	2 733
2007	7 595	4 095	3 460	3 066

Fonte: INE

Anexo 3: PIB, RNB, Rendimento Disponível Bruto e Poupança Bruta do Total da Economia, a preços constantes de 1995 (Portugal, 1995-2007)

Unidade: Milhões de Euros

	PIB	RNB	Rendimento Disponível Bruto	Poupança bruta
1995	87 745	87 921	90 625	18 045
1996	90 983	90 980	93 497	18 043
1997	94 976	94 390	96 874	19 112
1998	99 787	99 027	101 451	20 521
1999	103 866	102 837	105 353	20 630
2000	107 968	105 728	108 285	19 191
2001	110 096	107 277	109 708	18 893
2002	110 887	109 110	110 654	19 161
2003	109 858	108 796	109 983	18 516
2004	111 570	110 378	111 627	17 593
2005	112 414	110 741	111 398	14 928
2006	114 022	110 583	111 702	14 117
2007	116 743	113 046	114 231	14 856

Fonte: INE

Anexo 4: Variação do Património Líquido resultantes de Poupança e de Transferências de Capital para as Sociedades Financeiras e para o Total da Economia, a preços constantes de 1995 (Portugal, 1995-2007)

Unidade: Milhões de Euros

	Sociedades Financeiras	Total da Economia
1995	1 235	6 183
1996	1 296	5 508
1997	1 635	6 756
1998	1 536	7 425
1999	1 500	7 072
2000	1 212	3 702
2001	474	2 930
2002	203	2 888
2003	844	2 581
2004	44	715
2005	945	- 2 653
2006	2 062	- 3 872
2007	2 602	- 3 416

Fonte: INE

Anexo 5: Necessidade/Capacidade Líquida de Financiamento das Sociedades Financeiras e do Total da Economia, a preços constantes de 1995 (Portugal, 1995-2007)

Unidade: Milhões de Euros

	Sociedades Financeiras	Total da Economia
1995	795	- 833
1996	812	- 2 037
1997	1 191	- 3 283
1998	1 108	- 5 321
1999	1 188	- 6 831
2000	938	- 9 918
2001	82	- 9 901
2002	- 588	- 7 476
2003	332	- 4 867
2004	- 904	- 7 328
2005	369	- 9 979
2006	303	- 10 823
2007	1 863	- 10 420

Fonte: INE

Anexo 6: Ativos e Passivos Financeiros das Sociedades Financeiras (Portugal, 1998-2010)

Unidade: Milhões de Euros

	1998		1999		2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008		2009		2010	
	A	P	A	P	A	P	A	P	A	P	A	P	A	P	A	P	A	P	A	P	A	P	A	P	A	P
Ouro monetário e Direitos de Saque Especiais (DSE)	1 016		- 221		9		13		- 145		- 769		- 584		- 507		- 561		- 1		6		- 11		12	
Ouro monetário	994		144						156		775		588		516		564									
Direitos de Saque Especiais (DSE)	23		- 77		9		12		12		7		4		9		3		- 1		7		- 11		12	
Numerário e depósitos	727	17 631	- 2 184	14 952	410 078	- 1 114	16 242	1 872	6 550	7 794	5 745	1 244	13 680	5 039	16 393	10 928	21 971	6 408	19 770	- 15 853	7 783	1 063	6 616	4 791	39	
Numerário	60	720	49	030	63	262	27	922	177	623	23	205	52	130	- 3	118	22	780	318	248	308	161	263	711		242
Depósitos transferíveis e outros depósitos	667	16	- 2	13	4	27	- 1	17	2	5	7	5	1	13	5	16	10	22	6	21	- 15	9	1	6	4	40
Títulos exceto ações	3 119	- 267	- 1 935	442 095	2 651	3 452	3 415	3 532	5 879	3 516	8 894	1 787	6 585	15 751	- 4 490	6 163	3 209	9 167	16 695	18 267	12 574	20 617	16 412	21 402	- 6 026	
Títulos exceto ações, excluindo derivados financeiros	3	-	- 1	2	2	3	3	5	3	8	1	6	15	- 4	6	3	9	16	17	12	20	16	21	21	- 6	
Derivados financeiros	-		-		-		-		110		104		100		71		33		3		770	- 2	173		338	
Empréstimos	19 201	320 392	26 597	2 022	29 000	3 177	25 567	1 356	6 326	15 019	6 432	14 966	- 1 307	12 534	3 285	15 460	2 973	26 864	21 477	- 2 690	8 018	- 2 071	8 867	4 414	- 7 868	
Empréstimos de curto prazo	6	8	8	-	5	-	4		2						54	- 1	93	2	34	5	- 5	-	- 3		-	
Empréstimos de longo prazo	12		18	2	23	3	20	1	13	6	15	6	14	- 1	11	3	16	2	24	16	- 1	13	- 2	7	- 7	
Ações e outras participações	531	5 948	3 560	1 726	4 400	2 409	3 758	3 689	4 977	2 942	11 070	3 849	8 397	2 444	9 672	1 552	- 904	2 026	- 1 321	- 3 687	- 696	3 521	10 886	- 3 804		
Ações e outras participações, excluindo fundos de investimento	689	2	- 2	1	4	2	3	2	2	3	2	9	3	6	1	6	-	- 1	2	2	- 1	10	3	8	- 2	
Unidades de participação em fundos de investimento	-	3			-			1	1	-	2	1	1	2	2	1		- 3	- 1	- 11	-	2	-	- 1		
Reservas técnicas de seguros	55	3 151	13 595	4 26	230 79	4 773	- 7 929	4 168	2 148	- 213	269 82	151 151	253 115	- 1 430	5 - 5	- 273	- 1 57	5 845	- 5 19	- 57	4 845	19 857	5 857			
Seguros de vida e fundos de pensões		2		4	3		4		4		4		1		7		5		5				4		6	
Outras reservas	55	350	13	273	26	571	79	402	- 7	210	168	213	213	219	82	473	253	448	- 1	333	- 5	104	144	19	595	

Outros débitos e créditos	2 436	- 598	1 290	- 338	- 475	-2 148	1 137	760	443	878	-1 445	2 644	999	2 741	- 276	1 794	278	- 231	743	2 113	3 276	4 327	3 633	-1 064	-1 288	-3 959
Créditos comerciais e adiantamentos	- 12	8	57	93	54	- 69	41	154	- 27	424	26	- 55	57	- 580	75	205	47	124	278	199	175	116	1	104	- 48	51
Outros débitos e créditos, exceto créditos comerciais e adiantamentos	2 448	- 607	1 233	- 431	- 529	-2 078	1 096	606	470	-1 303	-1 472	2 700	942	3 321	- 351	1 589	232	- 356	465	2 312	3 100	4 443	3 632	-1 168	-1 240	-4 010

Fonte: Banco de Portugal

Legenda:

A: Ativo; P: Passivo

Anexo 7: Contribuição das Sociedades Financeiras para os Ativos e Passivos Financeiros da Economia (Portugal, 1998-2010)

	Média			1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Ativo	Passivo		Ativo	52%	52%	57%	56%	53%	51%	57%	70%	67%	66%	63%	69%
Total	60%	46%	Passivo	46%	44%	47%	46%	45%	45%	49%	54%	50%	52%	38%	47%	37%
Ouro monetário e Direitos de Saque Especiais (DSE)	100%	0%														
Numerário e depósitos	60%	97%														
Títulos exceto ações	64%	24%														
Empréstimos	89%	-24%														
Ações e outras participações	6%	38%														
Reservas técnicas de seguros	0,36%	100%														
Outros débitos e créditos	-0,24%	-12%														

Fonte: Banco de Portugal

Anexo 8: Dados utilizados no VAR

Unidade: Milhões de Euros

	FBCF	Crédito	Taxa Euribor
1998	27 058	19 201	0,032
1999	28 378	26 392	0,031
2000	29 956	29 022	0,046
2001	29 768	25 177	0,041
2002	28 467	15 356	0,034
2003	26 000	15 019	0,023
2004	26 013	14 966	0,021
2005	25 896	12 534	0,022
2006	25 533	15 460	0,032
2007	26 034	26 864	0,044

Fonte: INE, Banco de Portugal e <http://www.euribor-ebf.eu>

Anexo 9

A média de uma variável x é: $\bar{x} = \frac{\sum_{i=1}^n x_i}{n}$

O desvio-padrão de uma variável x é: $s_x = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n-1}}$

O coeficiente de correlação de uma variável x com uma variável y é: $r_x = \frac{Cov_{xy}}{s_x \times s_y}$, sendo

$Cov_{xy} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{n-1}$ a covariância entre x e y

Anexo 10: Correlograma de log(FBCF)

Anexo 11: Correlograma de d(log(FBCF))

Sample: 1998 2007
Included observations: 10

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
0.729	0.729	7.0872	0.008		
0.255	-0.591	8.0607	0.018		
-0.133	0.008	8.3637	0.039		
-0.351	-0.161	10.829	0.029		
-0.420	-0.119	15.057	0.010		
-0.355	-0.008	18.831	0.004		
-0.196	-0.007	20.361	0.005		
-0.040	-0.094	20.458	0.009		
0.010	-0.185	20.471	0.015		

Sample: 1998 2007
Included observations: 9

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
0.367	0.367	1.6711	0.196		
-0.158	-0.339	2.0260	0.363		
-0.389	-0.244	4.5229	0.210		
-0.369	-0.215	7.2137	0.125		
-0.044	0.055	7.2621	0.202		
-0.040	-0.337	7.3145	0.293		
0.055	0.022	7.4650	0.382		
0.078	-0.120	8.0598	0.428		

Anexo 12: Correlograma de log(Crédito) **Anexo 13:** Correlograma de d(log(Crédito))

Sample: 1998 2007
Included observations: 10

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.493	0.493	3.2464	0.072	
2	-0.003	-0.326	3.2466	0.197	
3	-0.205	-0.063	3.9682	0.265	
4	-0.386	-0.336	6.9514	0.138	
5	-0.453	-0.215	11.877	0.037	
6	-0.155	0.131	12.597	0.050	
7	0.082	-0.090	12.869	0.075	
8	0.126	-0.062	13.814	0.087	
9	0.001	-0.307	13.814	0.129	

Sample: 1998 2007
Included observations: 9

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.264	0.264	0.8593	0.354	
2	-0.206	-0.296	1.4621	0.481	
3	-0.084	0.076	1.5790	0.664	
4	-0.138	-0.230	1.9583	0.743	
5	-0.442	-0.412	6.7964	0.236	
6	-0.192	-0.027	8.0128	0.237	
7	0.105	-0.110	8.5596	0.286	
8	0.195	0.105	12.307	0.138	

Anexo 14: Correlograma de log(Euribor) **Anexo 15:** Correlograma de d(log(Euribor))

Sample: 1998 2007
Included observations: 10

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.494	0.494	3.2516	0.071	
2	-0.146	-0.515	3.5700	0.168	
3	-0.538	-0.315	8.5399	0.036	
4	-0.472	-0.084	13.003	0.011	
5	-0.139	-0.071	13.469	0.019	
6	0.145	-0.112	14.102	0.029	
7	0.159	-0.217	15.113	0.035	
8	-0.014	-0.218	15.125	0.057	
9	0.012	0.183	15.141	0.087	

Sample: 1998 2007
Included observations: 9

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.319	0.319	1.2576	0.262	
2	-0.064	-0.185	1.3162	0.518	
3	-0.485	-0.464	5.2043	0.157	
4	-0.332	-0.063	7.3859	0.117	
5	-0.166	-0.136	8.0691	0.152	
6	0.157	0.000	8.8781	0.181	
7	0.113	-0.164	9.5085	0.218	
8	-0.040	-0.277	9.6696	0.289	

Anexo 16: Estimativa do modelo VAR:
Equação 1

Vector Autoregression Estimates
Date: 09/11/12 Time: 16:20
Sample (adjusted): 2000 2007
Included observations: 8 after adjustments
Standard errors in () & t-statistics in []

	D(LOG(FBCF))	D(LOG(CREDITO))
D(LOG(FBCF(-1)))	-0.091774 (0.13865) [-0.66192]	-2.115571 (3.06142) [-0.69104]
D(LOG(CREDITO(-1)))	0.170484 (0.02567) [6.64179]	0.597242 (0.56677) [1.05377]
C	-0.006822 (0.00530) [-1.28666]	0.003049 (0.11708) [0.02604]

R-squared	0.914967	0.186275
Adj. R-squared	0.880954	-0.139214
Sum sq. resid	0.001093	0.532911
S.E. equation	0.014785	0.326469
F-statistic	26.90037	0.572293
Log likelihood	24.24142	-0.516138
Akaike AIC	-5.310356	0.879035
Schwarz SC	-5.280565	0.908825
Mean dependent	-0.010775	0.002216
S.D. dependent	0.042852	0.305872

Determinant resid covariance (dof adj.)	2.08E-05
Determinant resid covariance	8.13E-06
Log likelihood	24.17819
Akaike information criterion	-4.544548
Schwarz criterion	-4.484967

Anexo 17: Estimativa do modelo VAR:
Equação 2

Vector Autoregression Estimates
Date: 09/11/12 Time: 16:20
Sample (adjusted): 2000 2007
Included observations: 8 after adjustments
Standard errors in () & t-statistics in []

	D(LOG(FBCF))	D(LOG(EURIBOR))
D(LOG(FBCF(-1)))	0.328559 (0.49698) [0.66112]	1.570238 (3.32145) [0.47276]
D(LOG(EURIBOR(-1)))	0.011700 (0.08670) [0.13495]	0.193493 (0.57943) [0.33394]
C	-0.008396 (0.01675) [-0.50122]	0.055493 (0.11195) [0.49571]

R-squared	0.167780	0.160392
Adj. R-squared	-0.165109	-0.175451
Sum sq. resid	0.010698	0.477830
S.E. equation	0.046255	0.309137
F-statistic	0.504012	0.477581
Log likelihood	15.11719	-0.079738
Akaike AIC	-3.029297	0.769935
Schwarz SC	-2.999507	0.799725
Mean dependent	-0.010775	0.044169
S.D. dependent	0.042852	0.285134

Determinant resid covariance (dof adj.)	7.93E-05
Determinant resid covariance	3.10E-05
Log likelihood	18.82479
Akaike information criterion	-3.206198
Schwarz criterion	-3.146617

Anexo 18: Estimativa do modelo VAR: Equação 3

Vector Autoregression Estimates

Date: 09/11/12 Time: 15:10

Sample (adjusted): 2000 2007

Included observations: 8 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

	D(LOG(FBCF))	D(LOG(CREDITO))	D(LOG(EURIBOR))
D(LOG(FBCF(-1)))	-0.005891 (0.16928) [-0.03480]	-4.598061 (3.44673) [-1.33404]	0.178700 (3.12684) [0.05715]
D(LOG(CREDITO(-1)))	0.175384 (0.02664) [6.58470]	0.455589 (0.54232) [0.84008]	0.729717 (0.49199) [1.48321]
D(LOG(EURIBOR(-1)))	-0.026339 (0.02876) [-0.91590]	0.761327 (0.58552) [1.30026]	0.035229 (0.53118) [0.06632]
C	-0.006058 (0.00545) [-1.11068]	-0.019051 (0.11105) [-0.17155]	0.065220 (0.10075) [0.64736]
R-squared	0.929709	0.428029	0.458309
Adj. R-squared	0.876990	-0.000950	0.052041
Sum sq. resids	0.000904	0.374586	0.308282
S.E. equation	0.015030	0.306017	0.277616
F-statistic	17.63530	0.997786	1.128095
Log likelihood	25.00298	0.893995	1.673218
Akaike AIC	-5.250744	0.776501	0.581695
Schwarz SC	-5.211023	0.816222	0.621416
Mean dependent	-0.010775	0.002216	0.044169
S.D. dependent	0.042852	0.305872	0.285134
Determinant resid covariance (dof adj.)		1.13E-07	
Determinant resid covariance		1.41E-08	
Log likelihood		38.24533	
Akaike information criterion		-6.561332	
Schwarz criterion		-6.442169	