



LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT

Mestrado em Economia Internacional e Estudos Europeus

Trabalho Final de Mestrado

Dissertação

A Financeirização das economias no contexto da União Económica
e Monetária: O Caso Português

Nuno Miguel Dionísio Potte

Outubro de 2018



LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT

Mestrado em Economia Internacional e Estudos Europeus

Trabalho final de Mestrado

Dissertação

A Financeirização das economias no contexto da União Económica
e Monetária: O Caso Português

Nuno Miguel Dionísio Potte

Orientador: Professor Doutor João Carlos Lopes

Outubro de 2018

Agradecimentos

Um enorme agradecimento à minha querida mãe por toda a força, paciência e amor com a qual me criou e que me tornou no homem que sou hoje.

Agradeço ao meu pai por todo o esforço e sacrifício que teve para me ajudar a formar, tanto na licenciatura como neste mestrado.

Um agradecimento à minha família, amigos e família Shalom por todo o apoio que me deram nesta minha importante etapa.

Agradeço ao Professor João Carlos Lopes, pelo excelente apoio e nos esclarecimentos efetuados, com base nos notáveis conhecimentos académicos que possui nesta área. Agradeço-lhe também a total disponibilidade que sempre manifestou desde o início até ao último dia deste Trabalho Final de Mestrado.

Um especial agradecimento à minha Avó Alda que faleceu em 2005, mas que nunca me deixou de inspirar e de estar ao meu lado nos momentos mais difíceis.

Resumo

Desde os anos 80 que o mundo tem sofrido importantes transformações económicas com a crescente utilização do sistema financeiro. A união entre estes dois, revelou-se benéfica até 2008, aquando da crise financeira internacional. Mais tarde, os benefícios voltaram a ser postos em causa com a crise das dívidas soberanas da Zona Euro. Neste contexto, a dissertação afere a evolução do sistema financeiro, ou financeirização, da economia portuguesa entre 1995 até 2016, comparando esta evolução com dois países da Zona Euro, a maior economia da Zona Euro — Alemanha, uma economia vizinha com características muito semelhantes — Espanha, e um pertencente apenas à União Europeia, bem como uma das maiores economias — O Reino Unido.

De modo geral, todos os países em análise registam uma evolução positiva nos indicadores em análise, o que demonstra que ao nível europeu houve realmente um crescimento do setor financeiro no peso da economia dos países, com algumas diferenças pontuais entre os mesmos.

É de realçar, a remuneração do capital, tanto no sistema financeiro como no imobiliário, mas em especial no seu conjunto, chegando a atingir valores entre os 18 e os 42,5 por cento, indicador indiscutível na medição do nível de financeirização da economia.

Sublinha-se, igualmente, que apesar dos indicadores, no caso português, convergirem para um aumento da financeirização da economia portuguesa, o peso dos juros das sociedades financeiras no excedente da exploração somando o rendimento misto, representam ainda um nível abaixo do esperado, tendo em conta o grau de financeirização da economia portuguesa.

Palavras – Chave: Financeirização, Portugal, União Monetária, Sistema Financeiro, Imobiliário

Abstract

Since the 1980s the world has undergone under major economic transformations with the increasing use of the financial system. This union has proven beneficial until 2008 when the international financial crisis occurred. Later on, the benefits were once again undermined by the sovereign Eurozone debt crisis. In this context, the dissertation analyses the evolution of the financial system, or financialization, of the Portuguese economy between 1995 and 2016, comparing this evolution with two Eurozone countries: the largest economy in the Eurozone - Germany, a neighbouring economy with very similar characteristics - Spain, and one belonging only to the European Union, which is also one of the largest economies - UK.

In general, all the countries under analysis registered a positive evolution in the indicators under analysis, which shows that at the European level there was a growth of the financial sector in the weight of the countries' economies, with some occasional differences between them.

It should be noted that the remuneration of capital, both in the financial system and in the real estate sector, but especially as a whole, reached between 18 and 42.5 per cent, an indisputable indicator in the measurement of the level of financialization of the economy.

Nevertheless, although the indicators in the Portuguese case converge to an increase in the financialization of the Portuguese economy, the interest burden of financial companies on the operating surplus, combined with mixed-income, still represents a level below expected, considering the degree of financialization of the Portuguese economy.

Keywords: Finance, Portugal, Monetary Union, Financial System, Real Estate

Lista de abreviaturas

CEO - Diretor executivo

CET1 – Common Equity Tier 1

UE – União Europeia

EUA – Estados Unidos da América

FED – Reserva Federal

FIRE – Sistema Financeiro + Imobiliário

IED - Income Elasticity of Demand

NPL – Empréstimos não produtivos

PIB – Produto Interno Bruto

RoA – Retorno sobre ativos

RoE – Return of Equity

VBP – Valor Bruto de Produção

Índice

1. Introdução	1
2. Revisão de literatura	2
2.1. O que é a financeirização	2
2.2. O início da desregulamentação	5
2.3. Os efeitos da financeirização	6
3. O caso Português	11
3.1. Indicadores sectoriais do setor financeiro, do imobiliário e o seu conjunto	12
• Setor Financeiro	12
• Setor Imobiliário	15
• FIRE	16
• Distribuição funcional do Rendimento	17
3.2. Evolução do endividamento em percentagem do PIB	19
• Crédito bancário	19
• Total de crédito concedido ao setor não financeiro	21
• Crédito às famílias	22
• Crédito às empresas não financeira_.....	22
• Crédito total ao setor não financeiro privado	23
3.3. Evolução da Rentabilidade empresarial, bancária e imobiliária	24
3.4. Evolução recente da estabilidade financeira e do endividamento	25
• Estabilidade Financeira e Endividamento	25
• Setores Financeiros e Corporativos	28
4. Comparações Internacionais	29
• Indicadores setoriais do setor financeiro, do setor imobiliário e FIRE	29
• Evolução do endividamento em percentagem do Produto Interno Bruto ...	32
5. Ponto de situação da reforma da UEM: Importância	33
6. Conclusões	34
Referências Bibliográficas	37
Anexos	41

1. Introdução

A financeirização tem sido, desde os anos 80, uma das tendências económicas mais defendidas e aplicadas no mundo, entregando à finança um papel potenciador do crescimento e do desenvolvimento económico, isto é, era vista como um multiplicador económico ao que, ao crescimento produzido por outros setores, acrescia-se o crescimento advindo da finança.

A financeirização é aqui entendida, em sentido estrito, como o aumento do peso das instituições financeiras (banca e seguros) na economia, e em sentido amplo, incluindo, também, as atividades imobiliárias (real estate).

O principal objetivo deste trabalho é, quantificar a financeirização da economia portuguesa nas últimas 2 décadas, comparando-a com outros países da União Europeia. Foram então escolhidos o Reino Unido, uma economia fora da Zona Euro e caracterizada como a capital financeira da Europa (Londres), Alemanha, sendo a maior economia da Zona Euro, e a Espanha por ser um país do Sul, com um desenvolvimento semelhante ao de Portugal. Deste modo, é possível comparar países com diferentes perfis dentro da União Europeia, de modo a tentar perceber o seu nível financeirização, e de que modo esta influenciou as suas economias.

Outro dos objetivos deste estudo, é tentar perceber até que ponto o sistema financeiro auxilia as empresas não financeiras portuguesas no seu desenvolvimento económico-financeiro. Um objetivo auxiliar será perceber até que ponto a financeirização das economias contribui para o crescimento das mesmas.

Os indicadores empíricos a serem utilizados são quantificados a partir de dados das Contas Nacionais por ramos de atividade (Quadros de Recursos e Utilizações; Emprego).

Será dada particular atenção à evolução relativa do setor: pelo Valor Bruto da Produção a preços de base corrente, Valor Acrescentado Bruto a preços base, produtividade do trabalho, pela Remuneração do Trabalho e do Capital, e Repartição funcional do rendimento (labour share e capital share).

Irá ser tido, também, em conta o nível de endividamento das famílias, empresas privadas e públicas não financeiras, bem como o nível total de crédito bancário, de modo a haver uma noção das vertentes primárias do setor financeiro que, segundo os autores, tão fortemente caracteriza a financeirização — o crédito.

Por fim, a análise incidirá sobre o peso dos juros recebidos pelas sociedades não financeiras no excedente de exploração mais o rendimento misto, isto é, o quanto as empresas não financeiras beneficiaram com a utilização de produtos financeiros, e até que ponto estes favoreceram ou favorecem as empresas não financeiras, bem como a evolução recente da estabilidade financeira e do endividamento em Portugal.

Este estudo irá debruçar-se no espaço temporal de 1995 a 2015, chegando em alguns indicadores a abranger os anos de 2016 e 2017, dependendo dos dados disponíveis. Deste modo, é possível analisar os efeitos do período pré-crise financeira internacional, crise financeira internacional, crise financeira Europeia/Zona Euro e o pós-crisis.

Este trabalho encontra-se estruturado da seguinte forma: após a introdução (capítulo 1), segue-se o capítulo 2, que define o que é a financeirização, a evolução da desregulamentação e as consequências da financeirização.

De seguida, no capítulo 3 é realizada uma análise do caso português, utilizando todos os indicadores anteriormente mencionados, de modo a ter uma perspetiva definida e clara do caso português.

O capítulo 4 contempla as comparações internacionais, onde serão analisados os países escolhidos para este estudo do mesmo modo que o caso português, com a exceção dos indicadores: repartição funcional do rendimento, evolução recente da estabilidade financeira e do endividamento e juros recebidos pelas sociedades não financeiras no excedente de exploração mais o rendimento misto.

O capítulo 5 irá abordar o ponto de situação da reforma da UEM e a sua importância para a UE como um todo, e por fim o capítulo 6 apresentará as conclusões retiradas por este estudo.

2. Revisão de literatura

2.1) *O que é a financeirização*

Os primórdios do termo financeirização são pouco claros, embora tenham surgido com uma gradual frequência no início dos anos 90. No entanto, a mudança gravitacional em direção às finanças no capitalismo como um todo, subsiste desde o final da década de 1960. O termo “financeirização” deve muito ao trabalho de Kevin Phillips, que o empregou em *Boiling Point*, tendo um ano mais tarde, dedicado um capítulo importante em “Financeirização da América”,

tendo definindo financeirização como “uma divisão prolongada e divergente entre a economia real e a economia financeira” (Sawyer, 2014).

Correa, Vidal e Marshall (2012) citam Bernis (1988) como o autor mais antigo a chamar a atenção para o crescente domínio das finanças na economia.

A financeirização é um termo bastante novo, que compreende uma vasta gama de fenômenos difíceis de definir com exatidão. Vários autores elaboraram várias definições, contudo, são as de Dore (2008), a "financeirização" é um pouco como globalização — uma palavra conveniente para um conjunto de mudanças estruturais mais ou menos discretas nas economias do mundo industrializado. Assim como ocorre com a globalização, as mudanças estão interligadas e tendem a ter consequências semelhantes na distribuição do poder, renda e riqueza, bem como no padrão do crescimento económico”, e a de Gerald Epstein (2005), a mais citada, “Financeirização significa o papel crescente dos motivos financeiros, mercados financeiros, atores financeiros e instituições financeiras na operação das economias doméstica e internacional”.

Esta definição vasta reflete uma natureza multifacetada do processo de financeirização, embora, subestimando a influência na sociedade das finanças. O conceito revela uma interconexão da economia política global, expondo enorme influência que os intermediários financeiros e as tecnologias exercem sobre as vidas da população. A financeirização provoca mudanças na economia e na sociedade em três pilares: no próprio setor financeiro, dentro da indústria produtiva e na sua relação com o financiamento, e, por fim, nas famílias de rendimento médio, principalmente (Thomson & Dutta, 2015).

Pelo seu lado, Krippner (2005, pp. 174) classifica “o crescente peso das finanças na economia americana” como “financeirização” e, apresenta evidências que atestam a visão de que houve financeirização na economia americana do pós-guerra: contudo, tal não impede que tenha havido outros períodos de financeirização, tanto nos EUA, como noutros países. Ela vê, igualmente, a “financeirização” como um padrão de acumulação em que os lucros se acumulam primariamente através dos canais financeiros, e não através da produção, do comércio ou das commodities.

Os EUA estão no epicentro da financeirização, com o papel do dólar, como moeda de reserva internacional, a influenciar o resto do mundo. Além disso, todos os países são afetados pela financeirização através do poder e influência dos mercados financeiros globais (Thomson & Dutta, 2015).

Devido à combinação de teorias económicas, tecnologias da informação e apoio na ideologia, os mercados financeiros cresceram e difundiram-se bastante, tanto no espaço geográfico como no espaço social (Thomson & Dutta, 2015).

Nos últimos 30 anos, os mercados financeiros tornaram-se cada vez mais centrais para as atividades diárias das famílias, das empresas e dos estados. As famílias tornaram-se cada vez mais ativas na sua participação nos mercados financeiros à medida que as suas poupanças para a reforma e para o ensino superior, eram investidas em fundos mútuos, este caso em concreto muito mais nos EUA, enquanto que as suas hipotecas, empréstimo automóvel, contas de cartão de crédito e dívidas do ensino superior eram transformadas em títulos e vendidos a investidores globais (Krippner, 2011) servindo os bancos comerciais apenas como intermediário. As empresas mudaram o seu foco e passaram a afirmar que existiam para “criar valor para os acionistas (shareholders)” passando a adotar estratégias para demonstrar que colocavam os acionistas em primeiro lugar em todas as suas decisões e estratégias (Zuckerman, 1999 & Fligstein e Shin, 2007).

Os vários Estados do mundo também adotaram políticas amigas das finanças, políticas essas que foram desde a redução dos controlos de capital e criação de mercados de ações domésticos, mas também à independência dos seus bancos centrais em relação à supervisão política (Polillo & Guillén, 2005).

Uma das razões imediatas pelas quais a financeirização importa é pela crise financeira de 2007–2008 e a subsequente recessão global, tendo sido uma das consequências deste processo multifacetado. Apesar da retração da financeirização nos anos da crise financeira e da recessão global, esta rapidamente recuperou e continua em ritmo acelerado, podendo causar novas crises. As políticas de flexibilização quantitativa nos Estados Unidos, Japão e Grã-Bretanha, por exemplo, elevaram os preços dos ativos financeiros acima dos níveis pré-crise. De tal modo que o Bank of International Settlements já alertou para o facto de que o crescimento da dívida e a alavancagem do setor privado estão a voltar a tornar-se novamente perigosas (Thomson & Dutta, 2015).

A financeirização levou a uma transformação micro e macro do funcionamento do sistema económico. Esta transformação tem como principais impactos:

- elevar a significância do setor financeiro em relação ao setor real;
- transferir rendimentos do setor real para o setor financeiro e
- contribuir para o aumento da desigualdade de rendimentos e da estagnação salarial.

A financeirização levanta preocupações de políticas públicas ao nível macroeconómico e microeconómico. Ao nível macro, a era da financeirização tem sido associada ao fraco crescimento da economia real, sendo que o crescimento aparenta mostrar uma tendência de desaceleração, dando indícios de maior fragilidade financeira. Internacionalmente, a fragilidade foi evidente na crise financeira que afligiu a economia global no final dos anos 90 e início dos anos 2000, e voltou à superfície na recente crise das hipotecas de alto risco dos EUA que se espalhou para a Europa (Palley, 2007).

2.2) O início da desregulamentação

À medida que os Estados Unidos da América passavam pela mais grave crise financeira desde a Grande Depressão, vários debates atravessavam o país – o que aconteceu de errado? Foi ganância, negligência, ou uma combinação de ambos? Há regulamentação a mais ou a menos? Nitidamente, o sistema de regulamentos e incentivos em vigor não produziu os melhores resultados. Pode um acontecimento semelhante ser evitado no futuro?

A regulação das taxas de juros remonta ao início do país, no momento da independência, todos os estados estabeleceram limites máximos para as taxas de juros a empréstimos nos 8% ao ano, que permaneceram em vigor até o final do século XIX. Operar fora da influência dos reguladores permitiu, por outro lado, a cobrança de taxas de juros equivalentes a taxas anuais de empréstimos de três dígitos. Muitos reformadores sociais pediram a aprovação de uma Lei de Pequenos Empréstimos que autorizaria as empresas tradicionais a competir com os credores salariais, cobrando taxas mais altas, em troca de certos requisitos de transparência e divulgação. É aprovada então, em 1916, a Uniform Small Loan Law, que permitiu aos credores no regime de regulamentação a possibilidade de cobrar entre 24 e 42 por cento de juros, permitindo às empresas operar de modo lucrativo no mercado de pequenos empréstimos (Sherman, 2009).

A experiência da Grande Depressão foi decisiva na mudança de opiniões relativamente à regulação dos mercados financeiros. Em 1933, o Congresso reformou o setor bancário com a instituição da Lei Glass-Steagall. Uma disposição do ato, Regulamento Q, impôs limites às taxas de juros que os bancos poderiam oferecer sobre os depósitos sendo removido assim a possibilidade de guerras de taxas de juro e impedindo as taxas de subirem para níveis desmedidos, com exceção para instituições especializadas em empréstimos hipotecários, como as associações de poupança e empréstimo. Deste mesmo modo, os bancos ficaram proibidos de se envolverem em atividades não bancárias, como os valores mobiliários ou negócios de seguros (Sherman, 2009).

Em dezembro de 1986, a Reserva Federal reinterpretou as restrições da lei Glass-Steagall e determinou que os bancos poderiam alcançar até 5% da receita bruta do negócio de banco de investimento, esta, por sua vez, continuou a moderar as restrições em 1987, quando o Conselho aprovou a solicitação de vários bancos para participar em vários negócios de subscrição, permitindo assim que os bancos manobrassem, papéis comerciais, títulos municipais e títulos baseados em hipotecas (Sherman, 2009).

No início do mandato de Alan Greenspan, a Reserva Federal reinterpreta a Glass-Steagall estendendo o espectro de ação dos bancos a certos títulos de dívida e ações, desde que não excedesse a regra do limite de 10%. Em 1996, a Reserva Federal decide permitir que as holdings bancárias detivessem operações de bancos de investimento que respondiam por até 25% das suas receitas. Esta decisão tornou a Lei Glass-Steagall retrógrada, já que praticamente qualquer instituição seria capaz de permanecer dentro do nível de 25% (Sherman, 2009).

Como a abertura do Fed face às operações de investimento dos bancos, o setor bancário seguia para uma maior consolidação do setor, reforçada após a aprovação da Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act, de 1994, que eliminou as restrições anteriores aos bancos e agências interestaduais (Sherman, 2009).

Em 1999, foi aprovada a Financial Modernization Act, revogando todas as restrições contra a combinação de operações bancárias, de valores mobiliários e de seguros para instituições financeiras, permitindo a formação de “megabancos”. A revogação da Glass-Steagall foi uma peça monumental de desregulamentação, mas em muitos aspetos, ratificou o status quo da época (Sherman, 2009).

2.3) Os efeitos da financeirização

No que diz respeito à era da financeirização do-pós 1980, tem havido muita produção académica sobre os efeitos dos processos de financeirização no desempenho económico e social. A financeirização, segundo muitos autores, pode caracterizar-se como:

- Reduzir os níveis gerais e a eficácia do investimento real à medida que os instrumentos financeiros e as atividades se expandem tendo em conta os mesmos.
- Dar prioridade ao valor do acionista, ou valor financeiro, sobre outros valores e objetivos económicos, sociais e ambientais.
- Impulsionar políticas para a aceitação do funcionamento das forças de mercado e comercialização em todas as áreas da vida económica e social.

- Ampliar a influência de forma mais expressiva, direta e indireta, sobre a política económica e social.
- Colocar mais aspetos da vida económica e social sujeitos ao risco da volatilidade, da instabilidade financeira e, inversamente, colocar a economia e a vida social em risco de crise.
- Encorajar formas particulares de cultura e governação que definam políticas que podem ser formuladas e implementadas. (FESSUD Descrição do Trabalho, Parte B, página 11)

Académicos de diversas disciplinas forneceram várias explicações sobre como a financeirização se deu ao nível da economia. Estes académicos caracterizaram a financeirização como o regime alternativo à acumulação de capital da classe empresária em face das tendências de estagnação do capitalismo industrial maduro (Sweezy e Magdoff, 1987). Os teóricos marxistas argumentavam que o capitalismo industrial avançado tem uma tendência natural à estagnação, porque a ausência de mecanismos de redistribuição de riqueza impede que a procura do mercado acompanhe o aumento da capacidade de produção das corporações “oligopolistas”. Como a diminuição do rendimento da população, em geral, não pode arcar com a crescente oferta da produção industrial, a classe empresarial recorre cada vez mais a atividades financeiras para manter a taxa existente de acumulação de riqueza. Portanto, o capitalismo financeiro surgiu como um novo regime de acumulação alternativa ao capitalismo industrial (Foster 2007). Relacionado com isso, os teóricos dos sistemas mundiais conectam esta teoria do capitalismo à história da hegemonia mundial e vendo a financeirização como um esforço para proteger a hegemonia americana na política mundial (Arrighi, 2010).

A era da financeirização foi marcada por (1) uma ligeira mudança no rendimento em direção ao capital, (2) uma mudança na composição dos pagamentos ao capital que aumentou a participação de juros, (3) um aumento na participação do setor financeiro nos lucros totais e a (4) liberalização dos mercados de capitais. No entanto, as evidências disponíveis sugerem que houve uma mudança na participação dos trabalhadores para os gestores. Mishel et al. (2007) relatam que o salário dos CEOs explodiu de trinta e oito vezes o salário médio dos trabalhadores em 1979 para 262 salários de trabalhadores. Bebchuck e Grinstein (2005) relatam que o pagamento para os cinco principais executivos das empresas S&P 500 subiu de 5% dos lucros corporativos nos anos 90 para mais de 10% nos anos 2000. Dew-Becker e Gordon (2005) relatam que, no período de 1966 a 2001, apenas os dez por cento mais altos da distribuição do rendimento tiveram um crescimento real da remuneração igual ou acima do crescimento da produtividade. Além disso, Mishel et al. (2007) relatam que, entre os trabalhadores, houve um aumento da desigualdade salarial, com os salários dos trabalhadores com salários mais altos na

metade superior da distribuição salarial aumentando muito mais rapidamente do que os da metade inferior da distribuição salarial.

As mudanças trazidas pela financeirização podem ser, de um modo mais aprofundado, compreendidas:

1. No que diz respeito à distribuição, a financeirização conduziu a um aumento da participação nos lucros brutos, incluindo lucros retidos, dividendos e pagamentos de juros, e, numa queda no rendimento do trabalho, e a crescente desigualdade de salários entre os salários dos empregados e os salários de quem desempenha elevados cargos nas empresas, portanto, do rendimento pessoal ou familiar, por outro lado. Hein (2015b) reviu recentemente as evidências de um conjunto de economias capitalistas desenvolvidas desde o início da década de 1980 e encontra amplo suporte empírico para a queda das parcelas do rendimento do trabalho e aumento da desigualdade na distribuição pessoal / familiar dos rendimentos de mercado, com poucas exceções, aumentando a desigualdade na distribuição pessoal / familiar do rendimento disponível na maioria dos países, um aumento na participação dos rendimentos mais altos, particularmente nos EUA e no Reino Unido, mas também em vários outros países, com o aumento dos salários da alta administração como uma das principais forças motrizes. Verificando a literatura empírica sobre os determinantes da distribuição de rendimento funcional no contexto da teoria de distribuição de rendimento de Kalecki, argumenta-se que características do capitalismo dominado pelas finanças contribuíram para a queda da participação do trabalho desde o início dos anos 80 através de três canais principais: queda do poder de negociação dos sindicatos, aumento das reivindicações de lucro impostas em particular pelos empresários cada vez mais poderosos, e uma mudança na composição setorial da economia em favor do setor corporativo financeiro em detrimento do setor corporativo não financeiro ou do setor público com maior participação no rendimento do trabalho (Hein, 2017).
2. Quanto ao investimento no *stock* de capital, a financeirização significou um aumento do poder dos acionistas em relação aos trabalhadores, a procura por uma taxa crescente de retorno sobre o património e um alinhamento da administração com os interesses dos acionistas por meio de lucros e de remuneração de curto prazo, ligados ao desempenho, como bónus, programas de opções de ações e assim por diante. Por um lado, isso impôs uma visão de curto prazo sobre a gestão e causou uma diminuição nos *espíritos animais* da administração em relação ao investimento real no *stock* de capital e crescimento de

longo prazo da empresa, aumentando a preferência pelo investimento financeiro, gerando lucros elevados no curto prazo. Por outro lado, esvaziou meios internos de financiamento disponíveis para fins de investimento real de sociedades não financeiras, através do aumento do pagamento de dividendos e recompras de ações, a fim de impulsionar os preços das mesmas e, conseqüentemente, o valor para os acionistas. Esses canais de "preferência" e "meios internos de financiamento" devem ter efeitos parcialmente negativos sobre o investimento real das empresas no *stock* de capital. Evidência econométrica para estes dois canais confirmaram um efeito depreciativo na orientação para aumentar do valor das ações sobre o investimento em stock de capital, em particular para os EUA, mas também para outras economias, como o Reino Unido, França e outros Países da Europa Ocidental (Hein, 2017).

3. No que diz respeito ao consumo, a financeirização tem gerado um potencial crescente para o consumo baseado na riqueza financiada por dívida nalguns países, criando assim o potencial para compensar os efeitos da depreciação da procura provocada pela financeirização, que foram impostos à economia através de redistribuição e o impacto deprimente da orientação do valor do acionista sobre o investimento real. Os *booms* do mercado de ações e dos preços da habitação aumentaram cada um, a riqueza contra a qual as famílias estavam dispostas a tomar empréstimos. A mudança de normas financeiras, novos instrumentos financeiros, deterioração dos padrões mínimos de concessões de crédito, acionados pela securitização de dívidas hipotecárias e estratégias de 'originar e distribuir' dos bancos comerciais, tornaram o crédito cada vez mais disponível para famílias de rendimentos médios e baixos, em particular. Isto por sua vez permitiu que o consumo subisse mais rapidamente do que o rendimento médio e, assim, estabilizasse a procura agregada. Mas também gerou rácios crescentes de dívida no rendimento dos agregados familiares privados. Vários estudos mostraram que a riqueza financeira e imobiliária foi um determinante significativo do consumo, particularmente nos EUA, mas também em países como o Reino Unido, França, Itália, Japão e Canadá. Kim (2013; 2016) apresentou dois estudos recentes sobre os EUA onde refere que, embora o novo crédito para as famílias impulse a procura agregada e a produção no curto prazo, os efeitos das variáveis da dívida das famílias na produção e no crescimento tornam-se negativos a longo prazo. Isso indica efeitos contraditórios do fluxo de novos créditos e do stock de dívida sobre o consumo (Hein, 2017).

4. A liberalização dos mercados de capitais internacionais e das contas de capital permitiu desequilíbrios crescentes e persistentes das contas correntes ao nível global, mas também ao nível regional, em particular na área do euro, como foi analisado por vários autores, Hein & Dodig (2015), Hein & Mundt (2012), e van Treeck & Sturn (2012).

Uma das áreas com as quais a financeirização foi frequentemente associada é o aumento da desigualdade económica. Estudos académicos mostram que o aumento das finanças aumenta a desigualdade de rendimento porque o aumento do retorno de um investimento financeiro não é reinvestido nas empresas para atividades produtivas, causando a estagnação dos salários reais e o aumento do endividamento dos assalariados (van der Zwan, 2014). Essa tendência essencialmente transformou a América de uma nação de poupadores numa nação de mutuários, à medida que a poupança pessoal diminuía e a dívida do consumidor substituía o rendimento estagnado ou em declínio (Carruthers & Ariovich, 2010, Hacker, 2006). Simplificando, enquanto aqueles que têm ativos extras para investir desfrutam de retornos crescentes, aqueles que não podem entrar em tais mercados sofrem mais, ampliando a lacuna de riqueza de toda a sociedade (Fligstein & Goldstein, 2012).

O aumento da desigualdade dos rendimentos é em parte atribuível ao aumento desproporcional do rendimento no setor financeiro. Antes de 1980, os empregados do amplo setor financeiro não ganhavam mais do que a sua participação per capita, mas desde a década de 1980 os seus níveis de compensação dispararam e, em 2000, o seu nível de remuneração era 60% superior à média nacional (Tomaskovic-Devey & Lin, 2011). Em termos de salários semanais médios, os funcionários do setor bancário de investimento e de valores mobiliários de Manhattan obtiveram seis vezes mais que a média de trabalhadores em Manhattan e 20 vezes mais do que a média dos trabalhadores nos EUA. Consequentemente, o topo dos rendimentos dos Estados Unidos é cada vez mais povoado por banqueiros de investimento e administradores de investimentos (Kaplan & Rauh, 2010). O rendimento do investimento financeiro foi considerado uma das contribuições mais importantes para a desigualdade do rendimento (Nau, 2013), e as bolhas de ativos em ações e o mercado imobiliário contribuíram de forma importante para a riqueza do 1% superior (Volscho & Kelly 2012). Refletindo essa tendência geral, Tomaskovic-Devey e Lin (2011) descobriram que desde a década de 1980 a economia americana experimentou uma transferência de 5,8 e 6,6 trilhões de dólares em receita para o setor financeiro, principalmente como lucros.

A financeirização de outros atores na economia, como as empresas não financeiras e o Estado, também exacerbou a desigualdade do rendimento. O investimento de capital das empresas não financeiras em novos ativos produtivos diminuiu, enquanto os ganhos do investimento foram

reinvestidos em outros ativos financeiros (Stockhammer, 2004). Devido a esta tendência geral, os sectores não financeiros registaram um crescimento mais lento do emprego e dos salários reais, contribuindo novamente para novos aumentos do défice de rendimentos (Crotty 2003). Além disso, a redução dos custos de mão-de-obra foi um dos principais focos das empresas orientadas para os acionistas, representado pelo declínio dos planos de pensão e reforma (Cobb 2012) e a redução dos benefícios de saúde dos aposentados (Briscoe & Murphy 2012). A combinação dessas tendências gerais - aumento da participação dos principais executivos e redução da participação do rendimento do trabalho - resultou num aumento significativo do teto do rendimento na sociedade norte-americana (Lin & Tomaskovic-Devey, 2013). A financeirização do Estado também contribuiu para a manutenção e a exacerbação da desigualdade social, em geral.

Segundo Thomson & Dutta (2015), se os impactos são negativos para o trabalho quando o financiamento está forte, os mesmos são ainda piores quando não está. Os trabalhadores foram o grupo mais afetado pela crise económica global. O desemprego não só cresceu em todo o hemisfério Norte, mas a desigualdade de riqueza também continuou a aumentar. Assim, em contraste com a Grande Depressão, quando a desigualdade caiu devido à diminuição dos valores de ativos mantidos por uma elite minoritária, na atual Grande Recessão os preços dos ativos recuperaram relativamente rápido, em parte, devido à ajuda do governo, e os ricos ficaram relativamente ilesos.

A crescente importância do setor financeiro, em geral, combinada com a confiança crescente das firmas não financeiras na receita financeira relativa às atividades produtivas, parece ter tornado o capital menos dependente da mão de obra para lucros e, assim, inclinar ainda mais o equilíbrio do poder de classe. Ainda assim, é importante não fazer generalizações excessivamente simplistas. Baseando-se em evidências da indústria automobilística alemã, Kadler e Sperling mostram, por exemplo, a importância continuada da negociação coletiva e do sindicalismo para influenciar decisões importantes dentro de algumas firmas globalizadas e financeirizadas (Thomson & Dutta, 2015).

3. O Caso Português

Os indicadores sectoriais do setor financeiro, do imobiliário e o seu conjunto podem ter várias representações. Para este estudo, no entanto, foram escolhidos os indicadores: Valor Bruto da Produção a preços de base, Valor Acrescentado Bruto a preços correntes, rendimentos do

trabalho, rendimentos do capital e emprego (número de trabalhadores, em milhares), por serem indicadores objetivos, fidedignos e universalmente reconhecidos.

O espectro temporal desta análise irá do ano 1995 até ao ano 2014, por ser um arco temporal que mostra três acontecimentos cruciais para a financeirização de grande parte das economias mundiais, Portugal incluído. A primeira fase caracterizada pela continuação onde a financeirização mantém e reforça a tendência já vinda de trás – 1995 até 2006 -, a segunda fase que representa a crise mundial – 2007 até 2010 -, e finalmente a fase da “Troika” – 2011 até 2014. É possível com estas três fases obter uma visão bastante mais clara das importantes transformações que tanto o mundo financeiro como as economias mundiais atravessaram e que tanto as marcaram.

3.1) Indicadores sectoriais do setor financeiro, do imobiliário e o seu conjunto

- Setor financeiro

O sistema financeiro compreende o conjunto de instituições financeiras que asseguram, essencialmente, a canalização da poupança para o investimento nos mercados financeiros, através da compra e venda de produtos financeiros.

Estas instituições asseguram um papel de intermediação entre os agentes económicos que, num dado momento, podem assumir-se como aforradores e, noutros momentos, como investidores.

No caso português, como em muitos outros países do mundo, o aumento do peso do mundo financeiro acompanhou muito de perto a financeirização global, tal como é possível observar nos gráficos A 3.1.1 a A 3.1.5, de 1995 até 2009, salvaguardando algumas exceções, todos estes indicadores tiveram uma trajetória ascendente no que diz respeito aos seus números individuais, mas também como um todo. A importância, e de certa forma dependência, do mundo financeiro na economia interna aumentou em Portugal fortemente ultrapassando a linha de razoabilidade, isto é, o aumento do setor financeiro deu-se de tal forma que ultrapassou a necessidade e, de certa forma, a capacidade que Portugal tinha perante este setor, tendo deste modo criando uma pressão negativa no crescimento económico e, ao mesmo tempo, uma dependência bastante forte neste setor para na condução da vida económica.

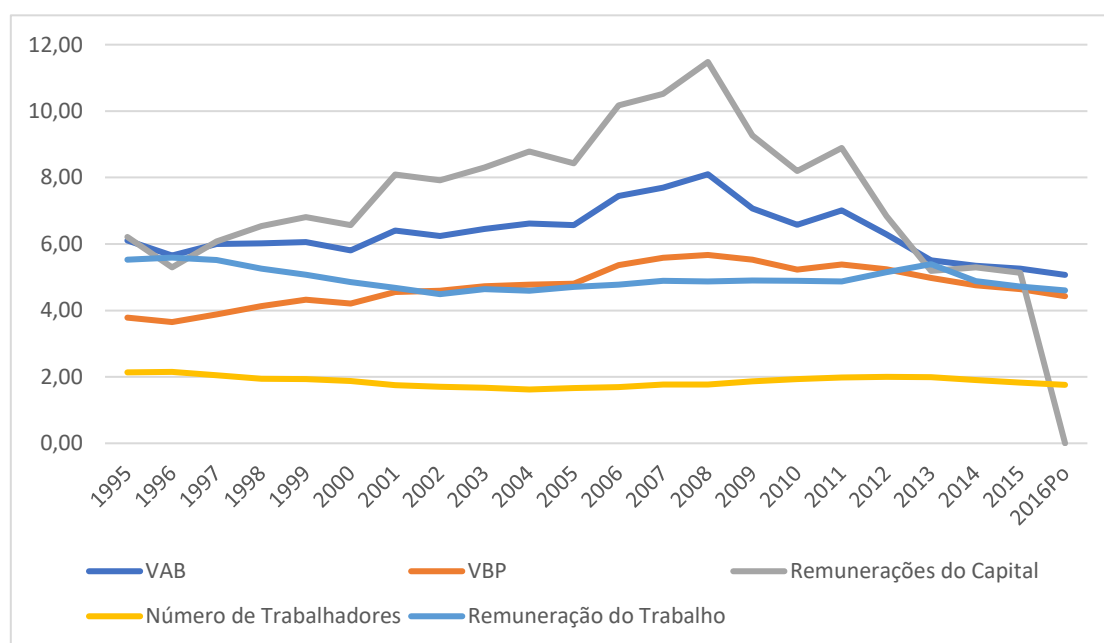
Contudo, de 2009 para 2010, esta tendência de trajetória crescente, por via da grande crise económica e financeira mundial que surgiu nos EUA, iria parar dando origem a algumas perturbações especialmente nos indicadores, VBP a preços de base e número de empregados

que mantiveram a trajetória crescente, esta mudança pode ser já entendida como uma antevisão do que viria a acontecer no caso português.

É, no entanto, com a crise económico-financeira Europeia de 2011 a 2013, e com a entrada da “Troika” em Portugal que foi possível observar uma queda significativa dos indicadores até 2014 em grande parte causada por problemas de liquidez e de escândalos de corrupção na banca portuguesa como o caso do Banco Espírito Santo e Banif, mas também pela introdução de regras bancárias Europeias mais restritivas que obrigou a que a banca portuguesa tivesse que se reorganizar de modo que o setor financeiro português chegasse a um nível que fosse tanto sustentado pelo setor como pelo próprio país.

Não obstante, é necessário perceber-se a percentagem no total da economia que este indicador tem, isto porque, é através deste valor que é possível obter uma informação mais completa e muito mais interessante.

Gráfico 3.1.1 - Percentagem dos Serviços Financeiros no Total da Economia - Portugal



Fonte: INE, Contas Nacionais

Realizando uma análise ao gráfico 3.1.1, é possível, de um modo macro, perceber que os indicadores não seguiram todos a mesma evolução, a linha relativa ao indicador Valor Bruto de Produção a preços base correntes, foi a que teve a maior evolução positiva, tendo iniciado em 1995 com 3,78% e acabando em 2016 com 4,43%, tendo atingido o valor mais elevado em 2008, o ano anterior à crise financeira internacional, com 5,67% e o valor mais pequeno em 1996 com 3,65%, isto significa que, de modo geral, até 2008 a tendência foi maioritariamente

de crescimento, havendo alguns anos em que houve um ligeiro decréscimo. A partir de 2009, com exceção de 2011, a evolução foi claramente negativa, contudo, a tendência geral destes 22 anos foi de crescimento, sendo que este indicador, relativamente aos serviços financeiros nunca foi além dos 5,7% do seu peso na economia.

A Remuneração do Capital é também um dos indicadores que teve uma evolução geral positiva, no entanto, a sua evolução concreta foi muito mais díspar do que o indicador anterior, daí este só ter tido um crescimento ligeiro quando analisado todo o espectro temporal de 21 anos. Em 1995 iniciou com 6,21%, tendo alcançado o valor mais baixo em 2015, sendo também o último ano em análise, com 5,13%, como no indicador anterior o valor mais elevado foi alcançado no ano de 2008 com os serviços financeiros a valerem 11,48%. É importante realçar que o setor serviços financeiros alcançou um valor bastante elevado, tendo em conta toda a economia, quando analisada a remuneração do capital, um indiscutível indicativo de uma economia bastante financeirizada. Contudo, seguem a evolução esperada, ou seja, a partir de 2009 inicia-se um decréscimo constante da remuneração do capital.

Os restantes indicadores revelam todos um decréscimo, quando analisado todo o espectro temporal, é, no entanto, visível que é o indicador Remunerações do Trabalho que apresentou a maior queda, tendo apresentado 5,52% no primeiro ano em análise, sendo que no ano seguinte apresenta o maior valor dos 22 anos em análise 5,58%, é no ano de 2002 que apresenta o valor mais reduzido 4,59% acabando com 4,60% em 2016, esta evolução corresponde aos argumentos da financeirização de uma economia, onde o valor das remunerações vai diminuindo ao longo do tempo, aumentando a distância entre as remunerações mais baixas e as remunerações mais altas, havendo, contudo, alguns picos de aumento durante os vários anos em análise. Este indicador, foge à regra de diminuição de valores a partir da crise financeira internacional, enquanto que os demais tendem a seguir essa evolução.

O indicador Número de Trabalhadores segue muito de perto a evolução do indicador anterior, apresentando em 1995 um valor de 2,14%, no ano seguinte é quando este indicador atinge o seu valor mais alto 2,15%, em 2004 é quando atinge o valor mais baixo 1,62% acabando em 2016 com 1,75%. Este indicador, tal como o anterior, reforça as ideias apresentadas pelos autores que à medida que uma economia se vai financeirizando o número de trabalhadores nos vários setores tende a diminuir, mesmo no próprio setor financeiro que com a introdução das novas tecnologias o número de trabalhadores tende a ser cada vez mais reduzidos.

Por fim, o indicador Valor Acrescentado Bruto a preços base, já retoma a tendência seguida pelos dois primeiros indicadores analisados, isto é, a partir de 2009 inicia-se um decréscimo

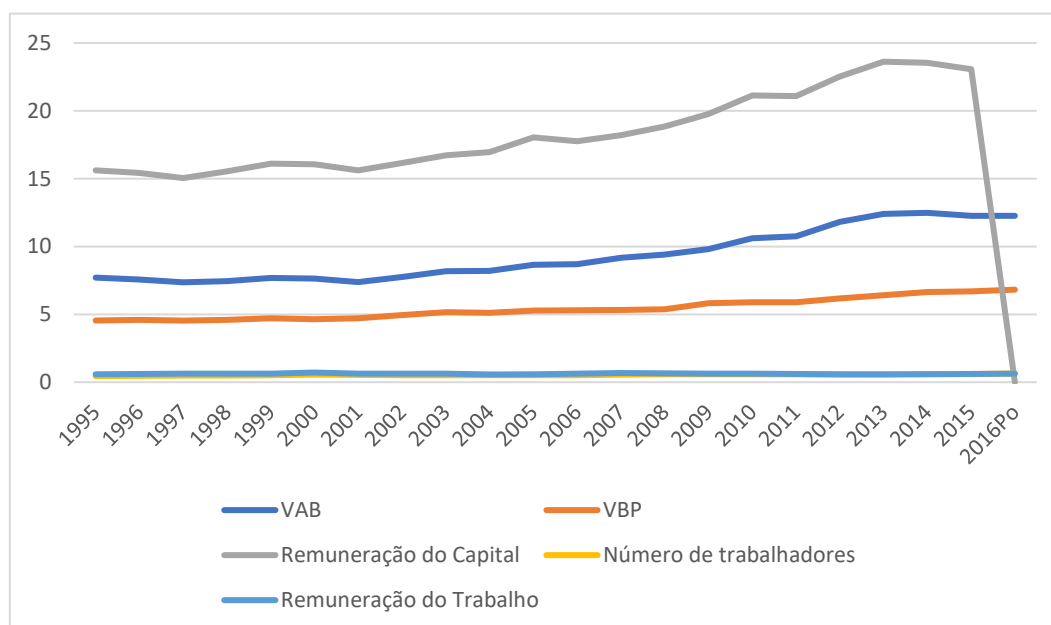
consolidado dos valores. Apesar de tudo, este indicador quase apresenta uma evolução nula tendo em conta todos os seus valores, contudo, é perceptível um ligeiro decréscimo, em 1995 apresenta um valor de 6,11% tendo atingindo o maior valor em 2008 com 8,10%, sendo o valor mais pequeno em 2016 com 5,07%.

- Setor Imobiliário

O setor imobiliário é sem dúvida um setor que se encontra muito ligado ao setor financeiro, especialmente no caso português, nem que seja pelo simples facto de que mais de 95% das habitações compradas pelos portugueses têm uma concessão de crédito para a realização da transação, logo é possível dizer que este setor e os seus indicadores são, também bastante uteis para avaliar o peso da financeirização em Portugal.

Não é, portanto, surpresa que, tal como acontece com o setor financeiro, o setor imobiliário siga, também, a evolução da financeirização mundial, e, de certa forma a evolução do sistema financeiro português, portanto, tal como se pode observar pelos gráficos A 3.1.6 a A 3.1.10 não existem diferenças de fundo entre a evolução, negativa ou positiva, dos indicadores deste setor como os mesmos indicadores do setor financeiro.

Gráfico 3.1.2 - Percentagem do Imobiliário no Total da Economia - Portugal



Fonte: INE, Contas Nacionais

Ao analisar o peso deste setor no conjunto da economia, nota-se, em primeiro lugar, que existe uma diferença face ao setor financeiro, no que diz respeito à evolução dos indicadores, isto

porque, quatro dos cinco indicadores analisados neste estudo apresentam uma evolução positiva, tendo apenas as Remunerações do Trabalho apresentado um pequeno decréscimo.

Numa maneira geral, é igualmente perceptível que em termos de percentagens o setor imobiliário apresenta valores superiores ao setor financeiro, com exceção à remuneração do trabalho e ao número de trabalhadores, onde o setor financeiro apresenta valores superiores.

Este setor, em Portugal, parece não ter sido afetado pelas crises financeira e do Euro ao contrário do setor financeiro, quando analisado o gráfico 3.1.2.

- FIRE

O FIRE é, simplesmente, a junção tanto do setor financeiro como do setor imobiliário, ou seja, é um setor da economia composto pela união do setor das finanças, seguros e imóveis. As empresas que compõem o setor FIRE são os bancos e cooperativas de crédito, empresas de cartão de crédito, agências de seguros, corretores de hipotecas, corretoras de investimento, agências imobiliárias, hedge funds, entre outros.

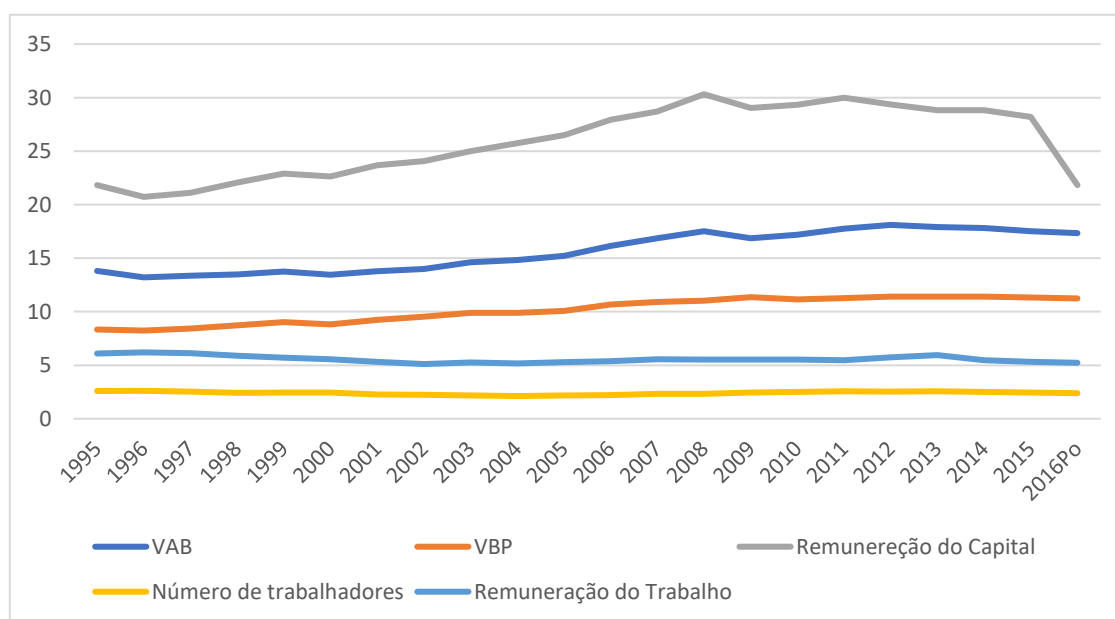
Portanto, é seguro afirmar que este setor seguirá escrupulosamente a evolução dos seus constituintes, setor financeiro e setor imobiliário, no caso português, uma vez que não existem discrepâncias ou evoluções contrárias nesses mesmos constituintes. Desta forma este setor acompanha a evolução dos anteriores, observável nos gráficos A 3.1.11 a A 3.1.15.

É, no entanto, importante referir que a financeirização do caso português não reflete a totalidade do sucedido mundialmente. Até 2009, Portugal segue, sem dúvida, a evolução da financeirização mundial, através do aumento da remuneração do trabalho, da remuneração do capital e do número de empregados, tanto a nível do setor financeiro como a nível do setor imobiliário, contribuindo para o aumento do peso do sistema financeiro na economia portuguesa. No entanto, é a partir de 2009 que Portugal se distancia dos acontecimentos mundiais, pois, é em plena crise financeira de 2009 que Portugal tem um aumento, com exceção do número de empregados, de todos estes indicadores até 2011 ano da crise económica da Zona Euro, ou de uma maneira mais simples da entrada da “Troika” em Portugal, enquanto que ao nível mundial já se iniciava um registo de alguma retoma nestes setores. Em Portugal observou-se uma evolução em direção contrária, que mais à frente neste Trabalho Final de Mestrado se analisará, bem como as consequências desta evolução.

Quando analisado em percentagem do total da economia, nota-se que existe uma influência assinalável do setor imobiliário na maior parte dos indicadores, com a exceção do indicador número de trabalhadores onde o setor financeiro ultrapassa largamente o setor imobiliário.

Esta influência no imobiliário é facilmente percebida quando quatro dos cinco indicadores do FIRE têm uma evolução positiva, diferente dos apenas dois indicadores do setor imobiliário.

Gráfico 3.1.3 - Percentagem do FIRE no Total da Economia - Portugal



Fonte: INE, Contas Nacionais

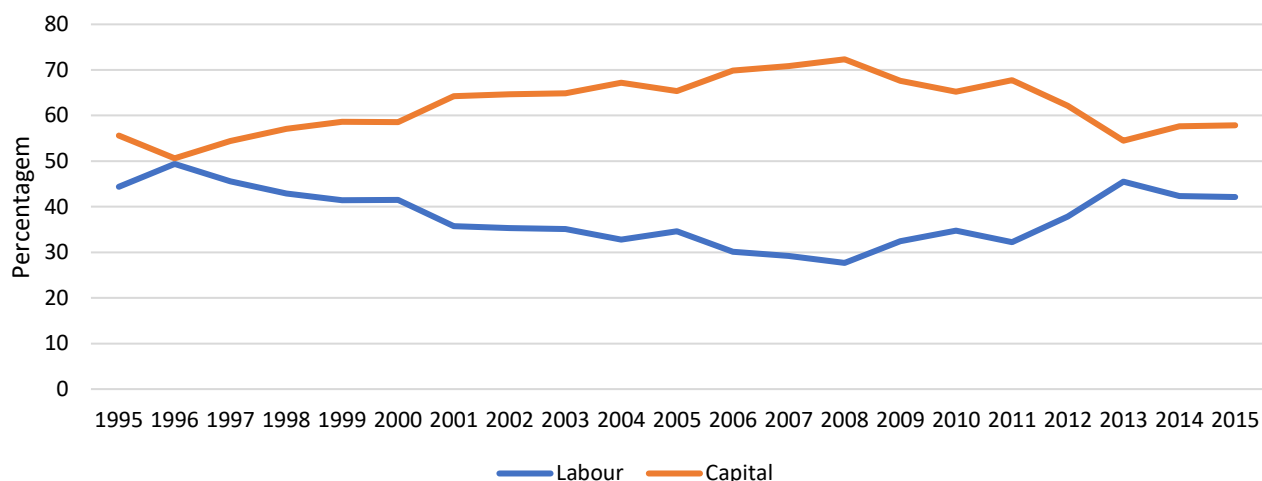
Não obstante, a junção dos dois setores mostra o considerável aumento da financeirização a que Portugal foi sendo submetido no decorrer dos 22 anos analisados. Indicadores como o Valor Bruto de Produção a preços base, Valor Acrescentado Bruto a preços base e Remuneração do Capital, gráfico 3.1.3, atingiram valores como 11,35%, 18,11 e 30,31% respetivamente, o que numa economia, absorve um considerável número de recursos e demonstra ser dos setores com maior importância e preponderância face aos demais, tal como a literatura sobre a financeirização sugere, este tipo de setores tendem a aumentar a sua influência e peso na economia dos países, especialmente nos rendimentos do capital.

- Distribuição funcional do Rendimento

A distribuição funcional do Rendimento demonstra mais uma vez que, o que a literatura já havia mencionado, a discrepância entre a distribuição dos rendimentos do trabalho e do capital, sendo este último, aquele que de longe mais beneficia com a financeirização da economia. Enquanto

que no setor financeiro, tanto no ano de 1996 como no ano de 2013, houve a maior aproximação de ambos os rendimentos, 44,39% para o trabalho e 55,61% para o capital no ano de 1996, e 45,53% do trabalho e 54,64% para o capital em 2013, tendo havido um afastamento progressivo de ambos os valores nos anos entre os anteriormente mencionados, tendo a maior disparidade, acontecido no pós-crise financeira mundial – 2008 – tendo alcançado valores na ordem de 27,67% para o trabalho e 72,33 para o Capital, gráfico 3.1.4.

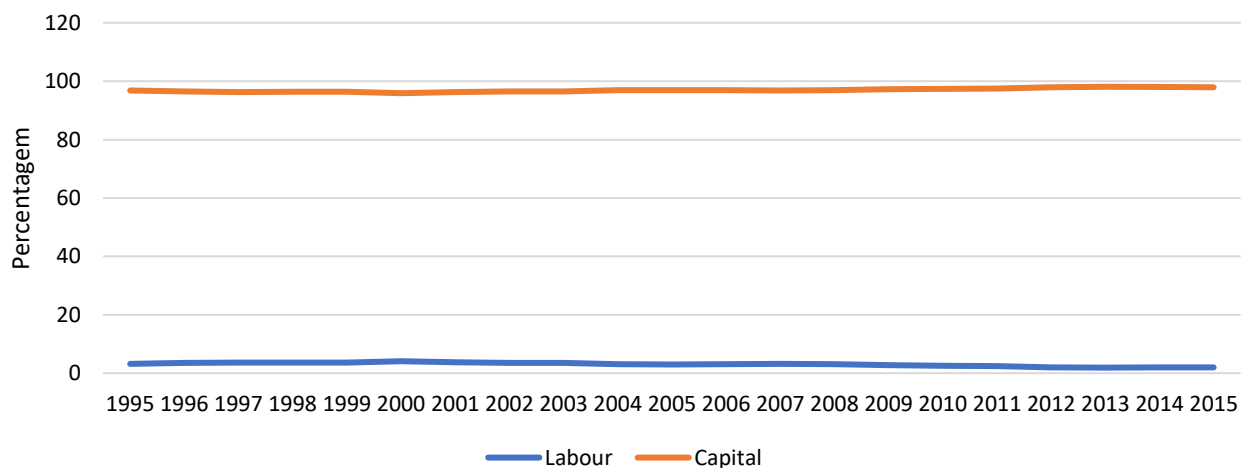
Gráfico 3.1.4 - Distribuição funcional do Rendimento - Serviços Financeiros



Fonte: INE, Contas Nacionais

No que diz respeito ao imobiliário, gráfico 3.1.5, mostra uma discrepância entre a distribuição bastante maior face ao setor financeiro, e, ao mesmo tempo, bastante mais homogêneo, tendo os valores do capital nos 21 anos em análise oscilado entre os 95,90 e os 98,09%, tendo inevitavelmente os valores do trabalho oscilado entre 1,90 e os 4,10%.

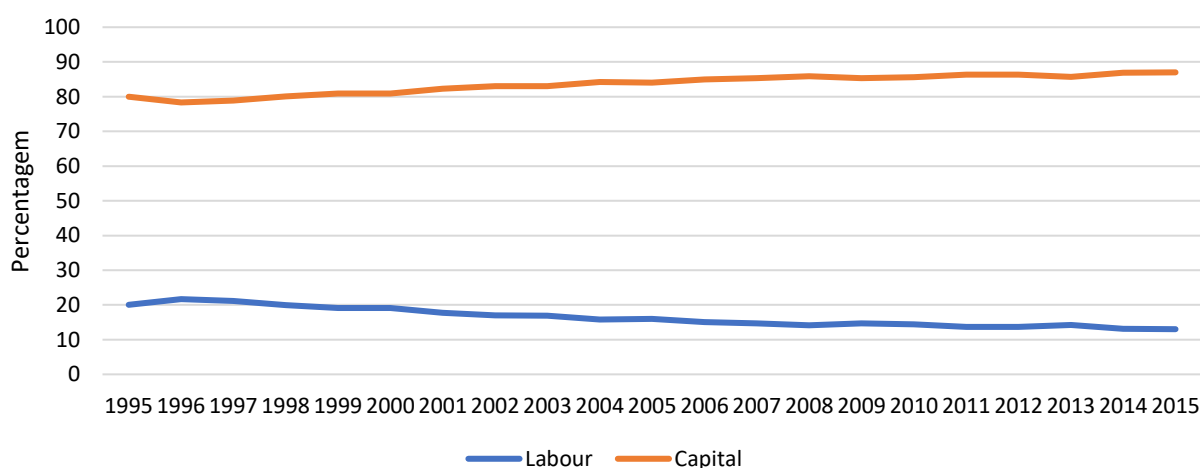
Gráfico 3.1.5 - Distribuição funcional do Rendimento - Imobiliário



Fonte: INE, Contas Nacionais

Quando analisado o FIRE, nota-se que existe uma evolução progressiva crescente no caso dos rendimentos do capital, oscilando entre 78,33 e 86,99% e inversamente os rendimentos do trabalho apresentaram uma evolução progressiva decrescente dos 21,67 aos 13,01%. A junção da evolução claramente positiva dos valores do capital e claramente negativa dos valores do trabalho no setor financeiro com a quase estagnação do setor imobiliário de ambos os valores, resultou numa evolução ligeira positiva para o capital e negativa para o trabalho no FIRE – gráfico 3.1.6.

Gráfico 3.1.6 - Distribuição funcional do Rendimento - FIRE



Fonte: INE, Contas Nacionais

3.2) Evolução do endividamento em percentagem do PIB

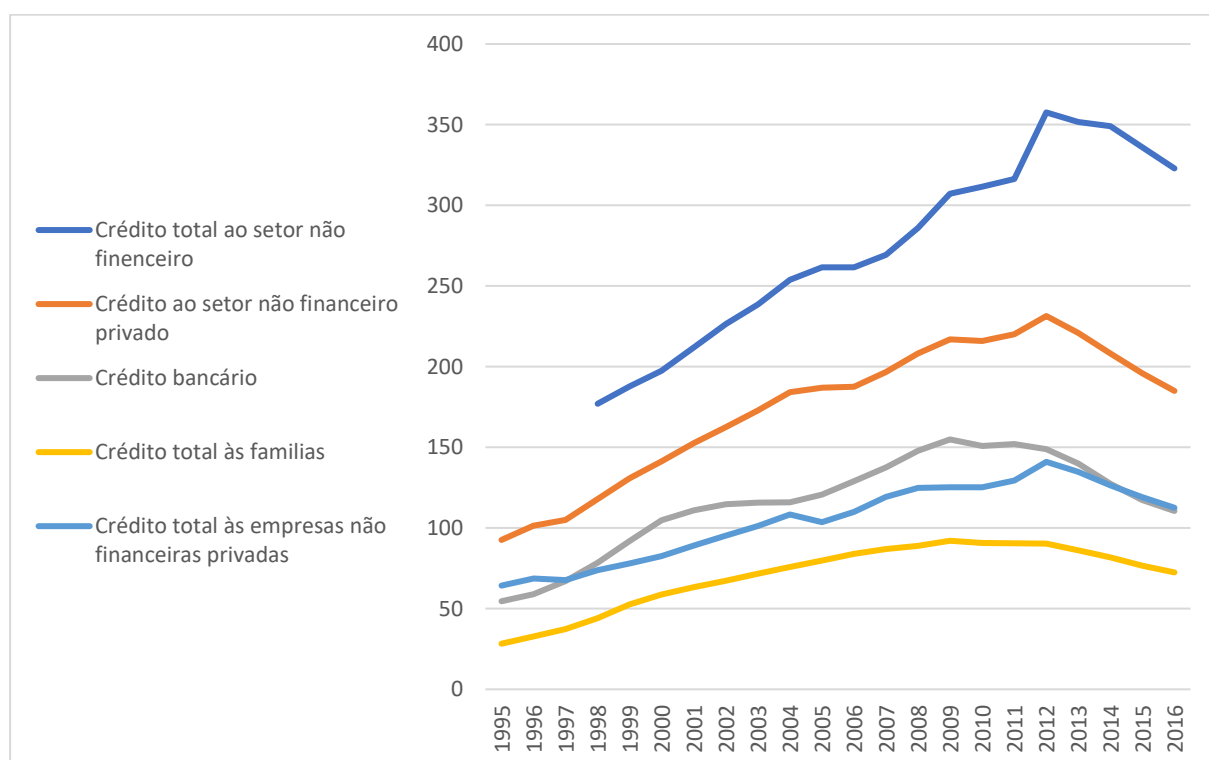
- Crédito Bancário

A financeirização pode ser medida de várias formas, sendo o crédito um dos indicadores mais fiáveis, isto porque, existe uma correlação forte entre nível de crédito concedido a atores privados ou a atores públicos e o nível da financeirização de um país/de uma economia, isto é, quanto maior o volume de crédito concedido por uma ou mais instituições bancárias, maior é o nível de financeirização da economia, pois, a economia passa a ficar dependente do crédito concedido pelo setor financeiro para conseguir crescer, o que por vezes pode resultar no seu contrário. No entanto, esta última parte será abordada com maior pormenor no decorrer deste trabalho científico.

A economia portuguesa sempre foi uma economia que dependeu de certa forma de crédito, porém, sempre se manteve entre a média dos países europeus no que dizia respeito a este tema, no entanto, é com a aproximação da entrada na moeda única que Portugal, numa perspetiva de

uma maior facilidade do acesso ao crédito, tanto burocrática como monetariamente (ou seja, crédito barato), começou uma trajetória cada vez mais crescente da utilização de créditos bancários para os mais variados aspetos do dia a dia da sua população, tendo esta utilização uma maior expressão na população com menores rendimentos, que viu uma oportunidade de conseguir adquirir mais fácil e rapidamente aquilo que outrora seria não tão acessível, e pelas empresas que substituíram a utilização de parte dos seus lucros no reinvestimento pelos empréstimos bancários.

Gráfico 3.2.1 - Evolução do Endividamento – Portugal



Fonte: Bank for International Settlements, Statistics

Segundo o gráfico 3.2.1, em Portugal, de 1995 até 2009 a percentagem de crédito bancário concedido aumentou consecutivamente todos os anos, tendo passado de 54,6 para 154,9 por cento do PIB respetivamente. Em apenas 14 anos o nível de crédito bancário aumentou 100,3 pontos percentuais, o que demonstra sem qualquer espaço para dúvida que Portugal nestes anos passou por uma enorme transformação económica, isto é, a economia portuguesa tornou-se numa economia grandemente dependente de crédito, ou seja, o peso do sistema financeiro tornou-se num fator imprescindível para esta. É só no ano de 2010 que se inicia uma redução do crédito bancário tendo este passado para 150,8 por cento do PIB português, uma das explicações mais óbvias foi sem dúvida a enorme crise financeira de 2009 nos EUA que alastrou

por todo o sistema financeiro mundial, tendo assim criado uma retração, por parte dos bancos, à concessão de crédito e, com isto, efeitos muito negativos nas economias mais dependentes do crédito nacional e internacional, como o caso de Portugal.

A crise obrigou a uma revisão do *modus operandi* do sistema financeiro mundial e à tomada de medidas, em primeiro lugar para a estabilização deste e em segundo lugar para impedir ou retardar acontecimentos como este. Foi na Zona Euro que estas consequências e medidas tiveram uma concretização mais prática. Foi então que Portugal, devido à grave crise financeira de 2011 a 2014, ao ajustamento orçamental e às reformas da União Económica e Monetária, foi vendo o nível de crédito bancário decrescer de 2010 até 2016, tendo passado de 150,8 para 110,6 por cento do PIB português, havendo apenas uma subida de 1,2 pontos percentuais de 2010 para 2011, pois, a entrada da crise forçou vários portugueses a endividarem-se mais para tentarem combater os efeitos negativos das crises que estavam a afetar as suas vidas.

- Total de crédito concedido ao setor não financeiro

O setor não financeiro, como já foi referido anteriormente, foi um dos setores que mais se endividou desde 1998, isto também já referido anteriormente devido à transformação introduzida na economia portuguesa – dependência do sistema financeiro, porém, este, não se pode apenas avaliar pelo crédito bancário utilizado, pois, de acordo com o gráfico 3.2.1, compreendemos que enquanto que o crédito bancário a partir de 2010 decresce a sua concessão, o setor financeiro tem um crescimento contínuo de 1998 até 2015 (177 por cento do PIB em 1998 e 336 por cento do PIB em 2015), havendo diminuído 13,1 pontos percentuais em 2016.

Com estes dados é possível ter-se uma perceção do nível de dependência que um dos setores mais importantes para o crescimento e desenvolvimento económico de um país tem relativamente ao sistema financeiro, isto é, nota-se que o sistema não financeiro português se encontra umbilicalmente ligado e dependente do sistema financeiro, uma das consequências mais visíveis e notáveis que a financeirização produz.

É, portanto, seguro afirmar que o setor não financeiro português está quase única e exclusivamente dependente da evolução e da estabilidade do sistema financeiro nacional e internacional.

- Crédito às famílias

O crédito concedido às famílias, ou a particulares, é também um importante pilar na economia dos países e, ao mesmo tempo, é também um excelente medidor para aferir o nível de dependência que estas têm relativamente ao setor financeiro, resultando inevitavelmente na contribuição para o nível de financeirização da economia de um país.

De acordo com o gráfico 3.2.1, o crédito às famílias em Portugal apresenta uma evolução bastante semelhante ao crédito bancário, isto é, de 1995 até 2009 houve uma evolução crescente todos os anos, tendo assim passado de 28,3 para 92,1 do Produto Interno Bruto de Portugal, influenciada em grande parte pelos mesmos fatores do crédito bancário, maior facilidade burocrática no acesso ao crédito, dinheiro mais barato e a cobertura da UE relativamente aos aspetos financeiros. No entanto, não é apenas até ao ano de 2009 que o crédito a privados acompanha de perto o crédito bancário, é também de 2010 a 2016 onde se observa uma redução gradual de 92,1 em 2009 até 72,5 do PIB.

Mais uma vez foi a crise financeira internacional e mais tarde a crise económica ou financeira da Zona Euro que parece ter levado ao inverter da evolução do crédito particular. No entanto, como se poderá observar nos próximos capítulos deste trabalho, a redução do volume de crédito não significa necessariamente que haja uma trajetória contrária à financeirização, poderá apenas indicar que não existem recursos suficientes (crédito) para o consumo da economia, ou que existem enormes restrições ao acesso a esses recursos, a vontade de utilizar/consumir mantém-se, mas os recursos disponíveis é que se tornaram mais escassos ou de acesso restrito.

- Crédito às empresas não financeira

A análise ao crédito concedido ao sistema não financeiro privado terá como objetivo aferir, tal como já foi abordado na revisão de literatura, a relação entre as empresas de exportação ou de consumo interno, isto é, empresas não financeiras, e o crédito proveniente do sistema financeiro, ou seja, a sua evolução.

Mediante o gráfico 3.2.1, é possível concluir que, de modo geral, até 2012 o crédito consumido/usado pelas empresas teve uma evolução crescente tendo evoluído de 64,3 por cento em 1995 do PIB até 141 por cento do PIB em 2012, tendo havido apenas uma descida do consumo de crédito em 2005, tendo passado de 108,4 por cento do PIB em 2004 para 103,7 por cento do PIB em 2005.

Esta evolução pode ser explicada pela cada vez maior utilização de produtos financeiros e de crédito por parte das empresas para uma maior obtenção de lucro imediato e distribuição de dividendos para os seus acionistas, como já discutido na revisão de literatura a financeirização por parte das empresas levou a um boom no que toca à distribuição e dividendos, tendo tornado as empresas cada vez mais valiosas aos olhos dos investidores e dos acionistas, pois, tinham cada vez mais lucros por adjudicarem ao sistema financeiro, através de produtos financeiros variados, funções que anteriormente se destinavam ao lucro obtido pelas empresas.

Esta mescla cada vez mais profunda entre o sistema não financeiro e o sistema financeiro foi-se aprofundado a um enorme ritmo nestes anos (1995 a 2009) havendo uma sobrevalorização das empresas, valorização essa que não correspondia de todo ao valor real da empresa, no entanto, a facilidade de acesso a produtos financeiros tornou estes dois sistemas inseparáveis, aprofundado o nível de financeirização, que o sistema não financeiro adquiriu, passando igualmente, para a economia portuguesa, tendo esta assim aprofundado um estado que já vinha adquirido há vários anos, o estado de economia financeirizada.

É, no entanto, a partir de 2013 que é possível observar uma descida do consumo ao crédito por parte das empresas não financeiras, devido a muitos fatores como a redução da disponibilidade de crédito, da facilidade de concessão, do aumento das restrições, entre outros, que obrigou as empresas a realizarem uma reorganização das suas necessidades financeiras, portanto, o nível de financeirização das empresas não reduziu, apenas poderá estar em espera ou a passar para uma nova fase.

- Crédito total ao setor não financeiro privado

A totalidade de crédito concedido ao setor não financeiro privado é obtido pela soma do crédito às famílias, ou pessoal, com o crédito às empresas não financeiras.

É, portanto, natural que este siga a evolução e seja influenciado pelas mesmas circunstâncias que os seus constituintes, ainda para mais quando os seus constituintes têm uma evolução extremamente semelhante, levando a que esta seja um autêntico espelho das anteriores.

Logo, tal como no crédito às famílias e no crédito às empresas não financeiras, existe um crescimento do total de crédito concedido ao setor privado em percentagem do PIB até 2012, tendo evoluído de 92,6 em 1995 para 237,4 em 2012, havendo desde então diminuído constantemente até 2016, onde atingiu 185 por cento do PIB, como é possível observar no gráfico 3.2.1.

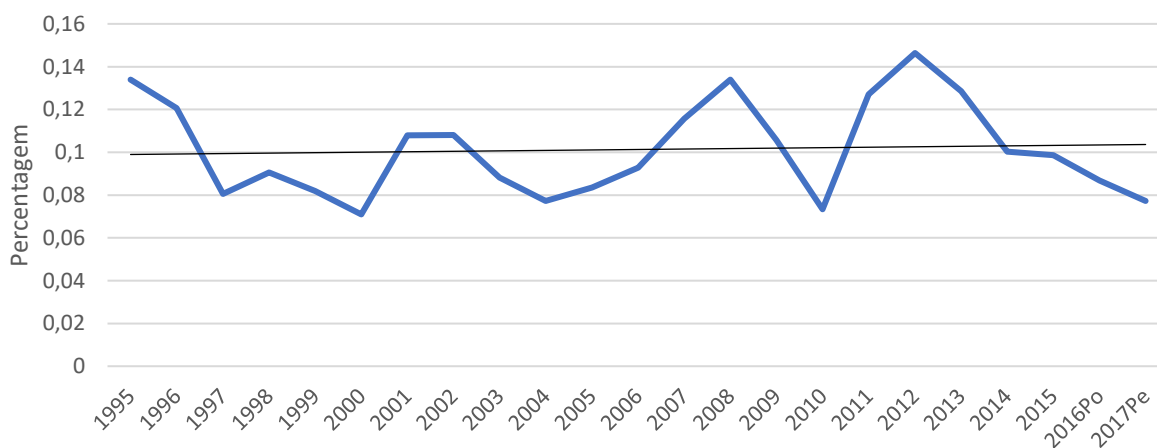
Com esta evolução é possível obter uma visão mais concreta do tamanho e do nível da transformação financeira pela qual tanto as corporações não financeiras como os indivíduos passaram. É indiscutível que o tamanho do sistema financeiro em Portugal atingiu níveis bastante elevados, em linha com muitos outros países da UE e do próprio mundo. Com esta perspetiva consegue-se perceber que Portugal foi um dos países que mais introduziu a cultura da finança na sua economia, tendo esta, adquirido uma fatia cada vez maior na economia portuguesa e nas relações económicas.

3.3) *Evolução da Rentabilidade empresarial, bancária e imobiliária*

A evolução da rentabilidade empresarial, bancária e imobiliária constitui um fator bastante importante para este estudo, no sentido que permite-nos ter uma visão mais alargada e específica da influência do sistema financeiro na economia portuguesa.

Esta evolução é conseguida através da divisão dos juros provenientes dos Rendimentos de propriedade (recebidos pelas sociedades financeiras) pelo excedente de exploração mais o rendimento misto dos saldos/balanços.

Gráfico 3.3.1 – Peso dos juros recebidos pelas sociedades financeiras no Excedente de Exploração e Rendimento Misto



Fonte: INE, Contas Nacionais

Segundo o gráfico 3.3.1, observamos que existe uma tendência crescente muito pouco pronunciada, de cerca de 0,05. No entanto, observando o gráfico como um todo, nota-se que existe ao longo do tempo uma evolução bastante irregular, que por sua vez dá origem à tendência pouco pronunciada anteriormente referida, visto que as evoluções negativas são compensadas pelas positivas.

Perante este gráfico, é possível perceber que as sociedades financeiras recolhem uma percentagem de juros bastante reduzida, em comparação com os EUA, segundo os dados da Reserva Federal dos Estados Unidos da América – FED, o que, desde logo, contraria um dos pressupostos claros do processo de financeirização, um peso substancial da percentagem dos juros na receita das sociedades não financeiras, no entanto, o baixo nível de percentagens de juros cobrada ajuda, igualmente, a aprofundar o processo de financeirização, isto porque baixos juros são sinónimos de maior concessão de crédito, um paradoxo.

Apesar deste indicador, em Portugal, apresentar uma evolução diferente dos restantes países financeirizados, não implica que Portugal não caminhe para uma financeirização mais profunda, pois, tendo em conta o conjunto dos indicadores anteriormente explorados neste estudo, conclui-se que a economia portuguesa é bastante financeirizada.

Quando analisado o total de dívida contraída pelas sociedades não financeiras portuguesas nota-se um enorme volume de dívida, o que contrapõe com o baixo nível de juros cobrados pelas sociedades financeiras, o que torna esta prática, a longo prazo, impossível de continuar acabando com a concessão do crédito às mesmas. No caso americano, existe um enorme peso dos juros nos lucros das sociedades não financeiras, aliado, também, a um elevado volume de dívida o que obriga a estas sociedades não financeiras a procurarem mais e novos produtos financeiros para conseguirem perpetuar as suas atividades de curto e médio prazo.

Não é de todo estranho o que acontece no caso dos EUA, visto que até à crise financeira de 2007/2008 muitas empresas eram suportadas quase única e exclusivamente pelo recurso ao crédito e por produtos financeiros, sendo que o que produziam muitas das vezes não servia para pagar a totalidade dos juros cobrados pelos bancos, rolando deste modo, empréstimos, mas como a perceção económica e financeira antes de a crise era bastante positiva ambos os intervenientes tinham a possibilidade e a vontade de perpetuar estas medidas até à crise financeira internacional que, pelo menos no caso Europeu, nunca tão grave como o americano, obrigou à mudança do *modus operandi* e das mentalidades.

3.4) Evolução recente da estabilidade financeira e do endividamento

- Estabilidade Financeira e Endividamento

De acordo com o “*Post-Programme Surveillance Report – Portugal, Summer 2018*”, o crédito ao setor privado não financeiro tem diminuído ininterruptamente desde 2010, o que resultou numa diminuição de 3,1% da exposição das empresas nacionais aos bancos entre março de 2017

e março de 2018. Segundo a tabela 1, apesar de um, ainda, alto nível de empréstimos não produtivos (“*NPLs*”) nos balanços dos bancos estes parecem não restringir a oferta de novos empréstimos a empresas economicamente saudáveis com modelos de negócios sustentáveis.

No que diz respeito às taxas de juro, estas têm caído em várias frentes como nas hipotecas registando um valor abaixo de 1,5%, estando a diminuir desde 2012 chegam a atingir uma média de 1,5% no primeiro trimestre quando comparando com a média de 1,8% nos primeiros três meses de 2017.

De acordo com o mesmo “*Post- Programme Report*”, a recuperação dos empréstimos ao consumidor continua robusta, isto porque, durante os três anos do programa de assistência financeira, o *stock* de empréstimos ao consumidor caiu um quinto do seu valor. Porém, desde 2016, os empréstimos ao consumidor têm vindo a aumentar, refletindo, em parte, a procura que foi reprimida pelo processo de ajustamento. Apesar das taxas médias de juro dos empréstimos ao consumidor tenham ficado em 7,3% em março de 2018, aproximadamente um terço acima da média da Zona Euro, o *stock* de crédito ao consumidor aumentou 13,5% em comparação a um crescimento de 7,1% na área do euro.

Em sentido contrário encontram-se os empréstimos não produtivos que caíram um quarto desde junho de 2016, permanecendo, no entanto, bastante altos. Este comportamento é explicado, devido a um efeito de denominador, o índice de empréstimos não produtivos subiu de 16,6% em dezembro de 2014 para 17,9% em junho de 2016. Os empréstimos por pagar caíram quando os bancos depois de recapitalizados filtraram os empréstimos ruins, através da venda de carteiras de empréstimos não produtivos e propriedades hipotecadas. À medida que o *stock* total de empréstimos vai aumentando, o efeito denominador reduz a sua relação. Globalmente, os EMP têm um rácio de 60 por 40 entre empréstimos vencidos e categorias improváveis, face à média da Zona Euro que é de 33 por 67.

Tabela 3.4.1 - Indicadores da Estabilidade Financeira

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016			2017				
	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Mar	Jun	Set	Dez	Mar	Jun	Set	Dez
<i>CAR</i>	10.3	9.8	12.6	13.3	12.3	13.3	13.0	13.1	13.2	12.3	13.9	14.4	14.7	15.2
<i>CET1</i>					11.3	12.4	12.1	12.1	12.3	11.4	12.6	13.2	13.5	13.9
<i>NPL</i>	5.3	7.5	9.7	10.6	11.9	17.5	17.9	17.9	17.6	17.2	16.4	15.5	14.6	13.3

<i>RoA</i>	0.4	-0.4	-0.4	-0.8	-1.4	0.2	0.2	0.0	0.1	-0.6	0.3	0.3	0.4	0.3
<i>RoE</i>	6.4	-7.7	-6.2	-12.5	-19.7	2.1	1.9	-0.1	1.0	-7.4	3.5	3.9	4.7	3.5
<i>C/I</i>	61	66	60	72	68	63	68	66	65	62	70	65	64	58

Fonte: Banco de Portugal até 2015 e Autoridade Europeia Bancária para 2016 e 2017 in Post-Programme Surveillance Report – Portugal, Summer 2018

Para o “*Post-Programme Surveillance Report*” de Portugal, os bancos têm altos níveis de depósitos, apesar das taxas de remuneração dos depósitos a um nível baixo em termos absolutos. Ao contrário de outros países que receberam assistência financeira, os depósitos nos bancos portugueses cresceram de forma constante ao longo dos anos do programa de assistência. Ao contrário de outras jurisdições da UE, os bancos portugueses são legalmente proibidos de cobrar taxas de juros negativos, mesmo para grandes empresas. Esta restrição aumenta os incentivos para as multinacionais depositarem liquidez excedentária em Portugal.

Os bancos depois do ajustamento efetuado no pós-crise parecem agora ter a liquidez adequada. A relação empréstimo/depósito do sistema registou 106% em abril de 2018, refletindo uma queda de 71 pontos percentuais em relação ao seu pico em junho de 2010. O índice de cobertura de liquidez (“*LCR*”) ficou nos 173% sendo que em maio, este número indicava 22 bilhões de euros, equivalente a 5,6% do passivo total dos bancos.

Em 2017, o retorno sobre o património líquido (“*ROE*”) foi de 3,4%, enquanto que o retorno sobre o ativo (“*ROA*”) foi de 0,3% em Portugal, em relação às médias da Zona euro com 6,1% e 0,4%, respetivamente, de acordo com a tabela 1. O sistema bancário português assinalou perdas quase contínuas entre 2011 e 2016, apesar de tudo, os credores portugueses conseguiram equilibrar a redução dos custos com a redução das provisões para perdas com empréstimos. Apesar da queda dos *stocks* de empréstimos e do aumento dos depósitos, a receita líquida dos juros aumentou, já que a remuneração dos depósitos caiu quase para zero na maioria dos bancos. Em 2017, o rácio de custo por investimento caiu 6 pontos percentuais para 53%, próximo da mediana da área do euro. Apesar do progresso tangível na redução de custos, esta continuará a ser uma prioridade na agenda dos bancos à medida que o seu modelo de negócios muda e se adapta.

O endividamento privado demonstra uma tendência de queda constante, pois, em termos consolidados, percentagem da dívida privada no PIB baixou de 210,3% no final de 2012 para 163,5% no final de 2017. Houve, portanto, um aproximar ao limiar de 133,3% do PMI relevante, com uma redução média anual de 9,4 pontos percentuais nos últimos cinco anos. Para

2018, confirma-se o ritmo constante da desalavancagem, com apenas uma pequena desaceleração em comparação com os anos anteriores.

Tanto o setor empresarial, como o setor familiar, estão a contribuir para o processo de desalavancagem, visto que, no final de 2017, a dívida consolidada das empresas representava cerca de 94,1% do PIB e o endividamento das famílias cerca de 69,5% do PIB. Contudo, o processo de desalavancagem deverá abrandar, em particular no sector das famílias, onde os empréstimos ao consumo mantêm um ritmo de crescimento significativo. Por outro lado, as projeções favoráveis de crescimento económico deverão ter um impacto substancial no sentido da descida dos rácios da dívida do sector privado, mantendo assim um ritmo global adequado de redução do endividamento do sector privado.

Segundo o “*Post-Programme Surveillance Report*”, a participação dos títulos de dívida no PIB aumentou de 17,3% no final de 2016 para 17,8% no final de 2017, enquanto que a parcela de empréstimos bancários caiu de 41,4% para 38,0% no mesmo período. A crescente participação do IED na posição de investimento internacional líquido também indica um melhor acesso a empréstimos de empresas controladoras de propriedade estrangeira. O alto endividamento, no entanto, ainda representa restrições para as empresas mais pequenas, empresas em situação financeira difícil, bem como para novas empresas, com acesso limitado a financiamento alternativo.

- Setores Financeiros e Corporativos

“O índice de incumprimento em Portugal permanece entre os mais altos da Zona Euro, apesar de uma queda de mais de um quarto no *stock* de incumprimento desde junho de 2016” (“*Post-Programme Surveillance Report*”, 2018).

Para este *Post report programme*, o declínio foi impulsionado pela implementação de uma estratégia baseada em três medidas: um conjunto de reformas legais e judiciais que permita aos bancos vender, amortizar ou maximizar a recuperação de créditos em incumprimento; uma supervisão prudencial "intrusiva" ancorada nas metas de redução de MNP do SSM para os bancos; e, na plena utilização de soluções de gestão de crédito em atraso, como a plataforma de coordenação de credores, uma *joint venture* entre três grandes bancos portugueses, que visa acelerar a redução de créditos de liquidação duvidosa através do trabalho conjunto sobre exposições não produtivas.

No entanto, apesar de os progressos já alcançados, o nível de empréstimos por pagar em Portugal ainda é substancial, e tanto as autoridades como os bancos deverão manter o ritmo de redução do não pagamento.

Pelo seu lado, o Banco de Portugal introduziu uma medida macroprudencial baseada no mutuário que cobre os novos empréstimos hipotecários e de consumo, com o objetivo de evitar a tomada excessiva de riscos pelo setor financeiro, num contexto em que os padrões de crédito foram atenuados nos últimos trimestres com perspectivas que continue a baixar.

A medida visa promover a adoção de critérios de crédito prudentes nos empréstimos concedidos às famílias, a fim de aumentar a sustentabilidade das finanças das famílias e, assim, reforçar a estabilidade financeira e mitigar o risco sistémico. Mais especificamente, a medida introduz limites superiores para a relação entre empréstimo e valor; para o rácio serviço da dívida/rendimento; para o vencimento dos empréstimos; e para a exigência de pagamentos regulares de juros e capital ao longo da duração do empréstimo.

4. Comparações Internacionais

- Indicadores setoriais do setor financeiro, do setor imobiliário e seu conjunto

Analisando comparativamente estes indicadores na Alemanha, Reino Unido e Espanha com os mesmo em Portugal observa-se que na maior parte dos indicadores estes países têm uma evolução muito semelhante em termos gerais, isto é haverá alguns anos em que haja alguma disparidade, mas quando analisado de 1995 a 2014 a tendência é bastante semelhante.

No entanto, são nos indicadores, número de empregados e remuneração do capital, que se notam as maiores diferenças entre estes países. No indicador número de empregados, ao contrario da maior parte dos restantes indicadores existe uma diminuição, quando tendo em conta uma visão geral do indicador, isto é o valor de 1995 é menor que o de 2014, apesar de haver vários aumentos e vários recuos ao longo destes anos, é possível, no entanto, perceber que a evolução de Portugal é muito semelhante à de Espanha neste indicador, enquanto que a Alemanha aproxima-se mais ao Reino Unido.

O Indicador Remuneração do Capital, apesar de numa visão geral existir um aumento relativamente ao início do período em análise, este indicador foi aquele que maior irregularidade teve relativamente aos outros indicadores, havendo largos períodos de decréscimo dos valores entre 3 a 4 anos e igualmente outros de aumento, tal como é possível observar no gráfico A 4.4.

Analisando os restantes indicadores, observa-se que Portugal, Reino Unido e Alemanha têm evoluções muito semelhantes, havendo unicamente algumas diferenças nos períodos entre 2009 e 2011, onde as tendências se distinguiram umas das outras, mas nada que possa ser classificado como muito importante ou relevante. No entanto, é a Espanha que apresenta a partir de 2010, inclusive, uma quebra e um total afastamento dos valores e tendências apresentados pelos demais países, havendo em todos os indicadores uma inversão da tendência, isto é, de 1995 Espanha, tal como todos os restantes países em análise, teve uma tendência, ou uma evolução, positiva, acompanhando de uma maneira geral os restantes países, porém, em 2010 todos os indicadores revelam um decréscimo, diminuição, dos seus valores, tendo em conta os anos anteriores, mas também comparados aos restantes países em análise.

Neste sentido, Espanha adotou medidas bastantes mais disruptivas para a sua tendência anterior, enquanto que os demais países demonstram alguma diminuição nos seus valores, que rapidamente são “acertados” continuando com a tendência de crescimento, esta apresenta valores que sugerem uma tomada de medidas mais eficiente ou de longo prazo, corroboradas pelos gráficos A 4.1 a A 4.5 que demonstram uma consolidação dessa tendência que já atinge cinco anos (de 2010 a 2014).

Analisando, agora, os dados relativamente ao imobiliário é possível verificar que, existem apenas dois indicadores que apresentam uma evolução díspar aos restantes, são estes a remuneração laboral e o número de empregados no setor.

Estes indicadores, de modo geral, apresentam uma subida consolidada nos seus valores até 2009, de acordo com os gráficos A 4.6 a A 4.10. A Alemanha, por sua vez, demonstrou uma evolução díspar também no número de empregados por setor, tendo assinalado um crescimento constante no número de empregados neste setor, à exceção de 2001, 2007, 2009 e 2011 onde registou pequenos decréscimos e no ano de 2003, tendo apenas uma estagnação.

Todos os restantes países apresentaram nestes indicadores uma tendência global de crescimento até 2009, seguida de um decréscimo dos valores a partir de 2010.

Em todos os restantes indicadores a tendência geral foi de crescimento por parte de todos os países.

Quando analisado o FIRE, conseguimos perceber que existem algumas diferenças entre os vários países, apesar de ser possível separar alguns grupos, isto é, Portugal e Espanha são os que têm as evoluções mais semelhantes, tanto a Alemanha como o Reino Unido, têm evoluções diferentes entre eles e de Portugal e Espanha.

O indicador mais estável é sem dúvida a remuneração do capital, pois, apresenta uma evolução positiva constante em todos os países, segundo o gráfico A 4.14, em contrapartida, o indicador, número de empregados é aquele de possui a maior disparidade de evoluções entre os países de todos os indicadores, onde a Alemanha a partir de 2006 até 2009, invertendo esta tendência em 2010 com uma ligeira subida, voltando no ano seguinte a diminuir o número e empregados acabando por aumentar, pouco, e por estabilizar nos anos seguintes, pelo seu lado, Espanha a partir de 2009 mostra uma evolução negativa constante, o Reino Unido, por sua vez tem uma quebra significativa em 2009 e 2010, voltando à evolução positiva seguida dos anos anteriores, por fim Portugal apresenta um decréscimo dos números apenas nos últimos 3 anos em análise (gráfico A 4.15).

No indicador, remuneração laboral a Alemanha demonstra uma evolução positiva consolidada, de acordo com gráfico A 4.13, enquanto que de 2010 a 2013 o Reino Unido apresenta um decréscimo nos seus números, seguido de uma recuperação em 2014, Portugal a Espanha apresentam uma evolução semelhante sendo que Espanha de 2009 a 2014 exibe uma redução consistente face a Portugal que só a partir de 2010 segue os paços de Espanha.

Nos restantes indicadores é possível observar que tanto o Reino Unido como a Alemanha têm um progresso positivo, no geral, enquanto que Espanha apresenta evoluções bastante dispares de 2010 até 2014 com vários avanços e recuos e, por fim, Portugal acompanha a evolução de Espanha no indicador, Produção Bruta da Indústria a preços básicos atuais, enquanto que no indicador Valor acrescentado bruto a preços de base correntes, mostra haver um pequeno recuo nos anos de 2009, 2012 e 2013.

Quando comparando a percentagem do setor financeiro nas economias, percebe-se que é no Reino Unido que o peso do setor financeiro na economia é maior em todos os indicadores, depois de 2003, justificando deste modo o facto de Londres ser a capital financeira da União Europeia, os restantes vão mudando a sua posição mediante o indicador em causa, não havendo deste modo uma posição estática.

Tendo em conta os gráficos A 4.16 a A 4.20, destaca-se a diferença entre a remuneração do capital e a remuneração do trabalho, tendo no caso do Reino Unido chegado a uma diferença de, aproximadamente, 11% entre ambos em 2009. No caso da Alemanha, só em 1996 e 1997 é que a remuneração do capital foi superior ao do trabalho. Em Espanha de 1995 a 1999 a remuneração do trabalho foi superior ao do Capital, bem como em 2013, este tipo de evolução demonstra que em Espanha a financeirização deu-se mais fortemente, no caso do setor financeiro, a partir de 2000. Portugal, pelo seu lado, sempre teve a remuneração do capital

superior ao do trabalho, tendo a diferença alcançado, o seu pico em 2009 com, sensivelmente, 8% de diferença.

Quando observados os gráficos A 4.21 a A 4.25, é no setor do imobiliário onde se encontra uma maior dimensão face aos restantes setores da economia. Neste setor, só na remuneração do trabalho e no número de trabalhadores é que ficam abaixo do setor financeiro, com percentagens bastante residuais.

É notório que este setor, nos países em análise, é dos que mais peso tem na economia, o que aliado ao setor financeiro (FIRE) segue e comprova as teorias na revisão de literatura, bem como os dados dos gráficos A 4.26 a A 4.30, isto é, os países foram fomentando o crescimento destes setores o que leva à financeirização económica dos próprios países.

É inequívoco que, ao contrário do setor financeiro, o setor imobiliário tem uma maior preponderância no todo da economia na Alemanha, com exceção da remuneração do trabalho e no número de trabalhadores. Existe, portanto, uma mudança no “pódio” entre os dois setores, chegando em 2009 a atingir 36% no caso da remuneração do capital, enquanto que a remuneração do trabalho não chega aos 1%.

- Evolução do endividamento em percentagem do Produto Interno Bruto

Fazendo a análise comparativa à evolução do endividamento, baseada nos gráficos A 4.31 a A 4.35, conclui-se que apenas a Alemanha se diferencia dos restantes países, principalmente a partir de 2001 nos indicadores, total de crédito aos agregados familiares e crédito bancário, pelo seu lado no indicador total de crédito ao setor privado não financeiro a Alemanha mostra ter uma trajetória diferente dos restantes a partir de 2004, pelo seu lado o indicador e o total de crédito ao setor não financeiro assemelha-se ao indicador anterior, no entanto, diverge a partir de 2005, tendo reduzido o volume de crédito até 2007, aumentando no ano seguinte até 2010, voltando a aumentar novamente 2012.

Quando analisado o indicador total de crédito às empresas-não financeiras nota-se haver uma maior diversidade no que diz respeito à evolução deste endividamento havendo uma evolução positiva até 2004, um decréscimo em 2005 e 2006, novamente uma evolução positiva em 2007 e 2008, um decréscimo em 2009 seguida de uma estagnação em 2010, novo decréscimo em 2011, novamente um aumento em 2012 e 2013, decréscimo em 2014, estagnação em 2015 e ligeira subida em 2016.

Todos os restantes países têm em todos os indicadores uma evolução muito mais linear e pronunciada, isto é, na maioria dos indicadores existe um aumento, quase, constante de 1995 até 2009 do volume de crédito, seguido de uma diminuição quase constante até 2016. No entanto, no indicador total de crédito ao setor não financeiro o aumento vai até 2014 no caso de Espanha, 2012 no caso de Portugal e do Reino Unido, tendo o Reino Unido uma nova subida em 2014, todos os restantes anos o volume da dívida foi sendo reduzido.

No caso do indicador total de crédito às empresas não financeiras o aumento do volume de crédito vai apenas até 2008, havendo uma descida em 2009, seguida de uma estagnação em 2010, um decréscimo em 2011 seguido de um aumento em 2012 e, por fim, novamente um decréscimo nos anos seguintes, quando analisado o Reino Unido. Portugal e Espanha têm um aumento do volume de crédito até 2009, seguido de uma estagnação até 2010 e um aumento em 2011 e 2012, no caso de Portugal, sendo que em Espanha a diminuição do volume de crédito inicia-se logo em 2012, seguindo, assim Portugal, esta tendência em 2013 até 2016.

5. Ponto de situação da reforma da UEM: Importância

A crise financeira de 2007 e a crise da dívida soberana de 2010/2013 trouxeram a necessidade de aumentar a estabilidade do sector bancário ao nível europeu, mas também a necessidade de diminuir a interdependência entre o sector bancário e os soberanos e de eliminar a diferença de regras na supervisão nos estados-membros.

A união bancária caracteriza-se por ser um sistema de supervisão e resolução bancárias ao nível da EU, este sistema opera baseado em regras comuns a todos os países da EU assentando em três pilares: o Single Supervisory Mechanism, o Single Resolution Mechanism e o Deposit Guarantee Scheme.

A união bancária foi formada com o objetivo de garantir que o setor bancário na área do euro e na UE era dotado dos instrumentos necessários para resistir a futuras crises, ao mesmo tempo, que os bancos que demonstrassem não ser viáveis seriam objeto de resolução não sendo utilizado o dinheiro dos contribuintes, resultando num impacto reduzido na economia real, aumentar a harmonização do mercado, reforçar as regras do setor financeiro e a estabilidade financeira na área do euro e na UE.

O Mecanismo Único de Supervisão ficaria encarregue pela supervisão dos bancos, onde o Banco Central Europeu tem a supervisão das instituições financeiras, em conjunto com as

autoridades nacionais de supervisão, garantindo, desta maneira, a estabilidade do setor financeiro Europeu, através de controlos regulares e exaustivos da saúde dos bancos.

O Mecanismo Único de Resolução assegura a resolução eficiente dos bancos em situação de incumprimento, com o mínimo de custos para os contribuintes e para a economia real. As medidas de resolução serão pagas recorrendo a um fundo único de resolução, financiado por contribuições dos bancos.

Apesar de as importantes reformas efetuadas neste setor ao nível da UE, existe ainda uma falha geral, mas crucial na construção destas reformas, sendo o facto de apesar de se ter implementado estas regras e mecanismos ao nível Europeu, os mesmos não são financiados pela UE como um todo, ficando este encargo na esfera dos estados-membros. Portanto, países saídos de programas de recuperação económica ou que fora grandemente afetados por crises financeiras são aqueles que, pelo menos no imediato, menos capacidade terão para cumprir estas regras e assegurar os Mecanismos, e, ao mesmo tempo, serão aqueles que mais precisarão destes (Quaglia, 2014).

É necessário, para que estas importantes reformas possam ser plenamente cumpridas e para que produzam os feitos desejados, que haja uma partilha e uma participação Europeia nestes mecanismos e não uma participação individual de cada estado para o seu setor financeiro (Barucci, Bassanini & Messori, 2014).

6. Conclusões

A presente dissertação teve dois objetivos principais e um auxiliar: por um lado quantificar a financeirização da economia portuguesa nas últimas 2 décadas, comparando-a com outros países da União Europeia, tentar perceber até que ponto o sistema financeiro auxilia as empresas não financeiras portuguesas no seu desenvolvimento económico-financeiro e, por fim, perceber até que ponto a financeirização das economias contribui para o crescimento das mesmas.

É notório que Portugal e os restantes países em análise, nos anos observados, passaram por um forte processo de financeirização, tendo havido apenas um pequeno retrocesso durante a crise financeira internacional, porém, grande parte dos indicadores já se encontram ao nível que se observava antes da crise.

O crescente endividamento das famílias, empresas não financeiras públicas e privadas e a concessão de crédito são e foram dos primeiros sinais desta financeirização, pois, representaram um aumento significativo da atividade do setor financeiro, e imobiliário, no dia a dia dos

processos económicos de cada país, a dívida aumentou em percentagem do PIB a uma velocidade enorme levando a que as economias ficassem bastante dependentes da finança.

Outro dos sinais foi o aumento do capital share vs labour share, isto é, o capital foi aumentando a sua quota face ao trabalho que foi diminuindo, indicador claro, mais uma vez da financeirização da economia, isto aliado a muitos outros indicadores como a percentagem do FIRE do rendimento do Capital na economia, representando em todos os países uma percentagem nunca inferior a 20%, o reforço constante do número de trabalhadores, apenas interrompido pela crise financeira e pela adesão dos bancos às plataformas digitais, o valor acrescentado bruto de ambos os setores (FIRE) que demonstrou ter uma evolução claramente positiva.

Relativamente aos ganhos que o sistema financeiro proporcionou às empresas não financeiras, revelaram-se ganhos bastante pequenos, comparado com as possibilidades que o sistema financeiro consegue proporcionar, um dos argumentos mais fortes acerca da teoria da financeirização é que o sistema financeiro serviria como auxílio às empresas para que estas conseguissem alcançar patamares mais elevados de crescimento e de desenvolvimento, que se estenderiam à economia como um todo, porém, observam-se, porém, que o nível de juros cobrados pelo sistema financeiro não pode ser considerado como um dos principais entraves a estes ganhos, visto que os juros não ultrapassam 0,146%.

O baixo nível de ganhos financeiros aliados ao enorme endividamento a que as empresas não financeiras estão sujeitas demonstra que não foi alcançado o objetivo desejável ou esperado, chegando até em vários casos conseguirem-se o contrário, a falência ou a inviabilidade a médio e curto prazo de várias empresas não financeiras.

A utilização do sistema financeiro como agente que complementa e impulsiona a economia é uma ideia que está correta como já foi comprovada nos primeiros anos de financeirização das economias, porém, o sistema financeiro não deve ser o substituto da economia, mas sim o seu complemento, quando se chega ao ponto de este se tornar no centro do crescimento e desenvolvimento económico estamos perante um risco de falência, ou crise, do sistema a curto-médio prazo, foi isto que aconteceu na crise de 2007/2008 o sistema financeiro estava a prejudicar a economia.

É necessário encontrar o equilíbrio para a coexistência e simbiose de ambos, é necessário perceber até que nível devemos financeirizar a economia sem que esta seja prejudicada pelo que deveria impulsioná-la.

A análise empírica implicou uma recolha de estatísticas e dados económicos para o horizonte temporal pré-definido, tendo como base as variáveis mencionadas na revisão teórica.

As principais limitações foram de natureza estatística. A primeira limitação depara-se com o facto de não ser possível, conseguir dados para além de 2014 oficiais e credíveis para todos os indicadores, principalmente para os países usados na comparação com Portugal. A segunda limitação, depara-se com a enorme dificuldade e inexistência no acesso aos dados relativos à Evolução da Rentabilidade empresarial, bancária e imobiliária, ou que permitam conseguir chegar a este resultado nos restantes países europeus.

De modo a aprofundar e maior completar este estudo, sugere-se uma análise econométrica que permita medir o peso e a importância dos indicadores na economia dos países, como a regressão multilinear, ou seja, para medir quais os indicadores que mais contribuíram para a financeirização das economias.

Referência Bibliográficas

Arrighi, G. (2010). *“The long twentieth century: Money, power, and the origins of our times”*, London; New York: Verso. XVI, 416.

Barucci, E., Bassanini, F., & Messori, M. (2014). *“Banking Union achievements and problems”*, Rome: Astrid Foundation.

Bebchuk, L. & Grinstein, Y. (2005). *“The growth of Executive Pay”*, Oxford Review of Economic Policy, 21, 283-303.

Bernis, G. (1998). *“El Capitalismo Contemporáneo. México: Editorial Nuestro Tiempo, 1988.*

Briscoe, F., & Murphy, C. (2012). *“Sleight of hand? Practice opacity, third-party responses, and the interorganizational diffusion of controversial practices”* Administrative Science Quarterly 57: 553-584.

Carruthers, G. & Ariovich L. (2010). *“Money and Credit: A Sociological Approach”*, Polity.

Cecchetti, S., & Kharroubi, E. (2012). *“Reassessing the impact of finance on growth”*, Bank for International Settlements – Monetary and Economic Department.

Cobb, J. (2012). *“From the ‘treaty of detroit’ to the 401 (k): The development and evolution of privatized retirement in the united states”*, The University of Michigan, Ann Arbor, MI.

Correa, E., Vidal, G., & Marshall, W. (2013). *“Financialization in Mexico: Trajectory and Limits”*, Journal of Post Keynesian Economics 35, No. 2 (Winter): 255-75.

Crotty, J. (2003). *“The neoliberal paradox: The impact of destructive product market competition and impatient finance on nonfinancial corporations in the neoliberal era”*, Review of Radical Political Economics 35: 271-279.

Davis, G., & Kim, S. (2015). *“Financialization of the Economy”*, Ross School of Business - The University of Michigan.

Dew-Becker, I., & Gordon, R. (2005). *“Where did the Productivity growth go? Inflation Dynamics and the Distribution of Income”*, Brookings Papers on Economic Activity 36, No. 2, 67-127.

Dore, R. (2008). *“Financialization of the Global Economy”*, Industrial and Corporate Change, 17(6): 1097-1112.

Dunhaupt, P. (2016). *“Financialization and the Crises of Capitalism”*, Institute for the international Political Economy Berlin, No. 67/2016.

Dutta, S., & Thomson, F. (2015). *“Financialization”*, Transnational Institute.

Epstein, G. (2005). *“Financialization and the World Economy”*, Cheltenham: Edward Elgar.

European Commission – Directorate-General for Economic and Financial Affairs. (2018). Post-Programme Surveillance Report – Portugal, Summer 2018. Disponível em: https://ec.europa.eu/info/publications/economic-and-financial-affairs-publications_en

Fligstein, N., & Goldstein, A. (2012). *“The Emergence of a Finance Culture in American Households, 1989-2007”*, Socio-Economic Review. Oxford.

Fligstein, N., & Shin, T. (2007). *“Shareholder value and the transformation of the US Economy, 1984-2001”*, Sociological Forum 22: 399-424.

Hacker, S. (2006). *“The great risk shift: The assault on American jobs, families, health care and retirement and how you can fight back”*, Oxford University Press, USA.

Hein, E. (2015b). *“Finance-dominated capitalism and re-distribution of income – a Kaleckian perspective”*, Cambridge journal of Economics, 39, 907-934.

Hein, E. (2017). *“Financialization and tendencies towards stagnation: the role of macroeconomic regime changes in the course of and after the financial and economic crisis 2007-09”*, Institute for the international Political Economy Berlin, No. 90/2017.

Hein, E., & Mundt, M. (2012). *“Financialization and the requirements and potentials of wage-led recovery – a review focussing on the G20”*, Conditions of work and employment series No. 37, 2012, Geneva: ILO.

Hein, E., Dodig, N. (2015). “*Financialization, distribution, growth and crises – Long-run tendencies*”, in Hein, E., Detzer, D., Dodig, N. (eds), “*The demise of Finance-dominated capitalism: Explaining the financial and economic crises*”, Cheltenham: Edward Elgar.

Kaplan, N. & Rauh, J. (2010). “*Wall street and main street: What contributes to the rise in the highest incomes?*”, *Review of Financial Studies* 23: 1004-1050.

Krippner, G. (2005). “*The Financialization of the American Economy*”. *Socio-economic Review*, 3 (2). 173-208.

Krippner, G. (2011). “*Capitalizing on Crisis*”, Harvard University Press.

Levine, R. (2004). “*Finance and growth: Theory and Evidence*”, National Bureau Of Economic Research – Massachusetts, No. 10766.

Lin, H., & Tomaskovic-Devey, D. (2013). “*Financialization and us income inequality, 1970-2008*”, *American Journal of Sociology* 118: 1284-1329.

Mishel, L., Bernstein, J., & Allegreto, S. (2007). “*The State of Working America 2006/2007*”, Ithaca, NY; Cornell University Press.

Nau, M. (2013). “*Economic elites, investments, and income inequality*”, *Social Forces* 92: 437-461.

Orhangazi, O. (2014). “*Financial deregulation and the 2007-2008 US financial crises*”, *Financialization, Economy, Society and Sustainable Development*, No. 49.

Palley, T. (2007). “*Financialization: What It Is and Why It Matters*”, The Levy Economics Institute and Economics for Democratic and Open Societies Washington, D.C., No. 525.

Polillo, S., & Guillén, F. (2005). “*Globalization pressures and the state: The worldwide spread of central bank independence*”, *American journal of Sociology* 110:1764-1802.

Quaglia, L. (2014). “*The politics of an asymmetric Banking Union*”, York: University of York.

Sawyer, MC. (2014). “*What is Financialization?*”, *International Journal of Political Economy: A Journal of translations*, 42 (4). 1. 5-18 (14). ISSN 0891-1916.

Sherman, M. (2009). *"A Short History of Financial Deregulation in the United States"*, Center for Economic and Policy Research.

Stockhammer, E. (2004). *"Financialization and the slowdown of accumulation"*, Cambridge Journal of Economics 28: 719-741.

Sweezy, P. & Magdoff, H. (1987). *"Stagnation and the financial explosion"*, New York: Monthly Review.

Tomaskovic-Devey, D., & Lin, H. (2011). *"Income dynamics, economic rents, and the financialization of the US. Economy"*. American Sociological Review 76: 538-559.

Van Treeck, T. & Sturns, S. (2012). *"Income inequality as a cause of the Great Recession? A survey of Current debates, Conditions of Work and employment series No. 39, Geneva: ILO.*

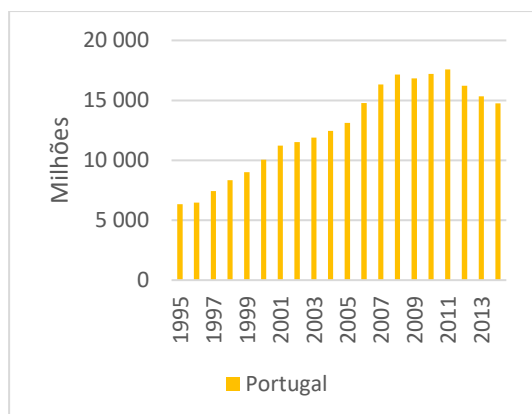
Volscho, W., & Kelly, J. (2012). *"The rise of the super-rich: Power resources, taxes, financial markets, and the dynamics of the top 1 percent, 1949 to 2008"*, American Sociological Review 77: 679-699.

Zuckerman, W. (1999). *"The categorical imperative: Securities analysts and the illegitimacy discount"*, American journal of Sociology 104: 1398-1438.

Zwan, N. (2014). *"Making sense of financialization"*, Socio-Economic Review 12: 99-129.

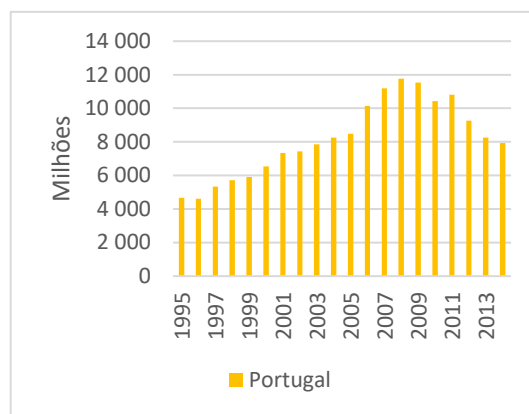
Anexos

Gráfico A 3.1.1 - VBP a Preços de base correntes - Serviços Financeiros



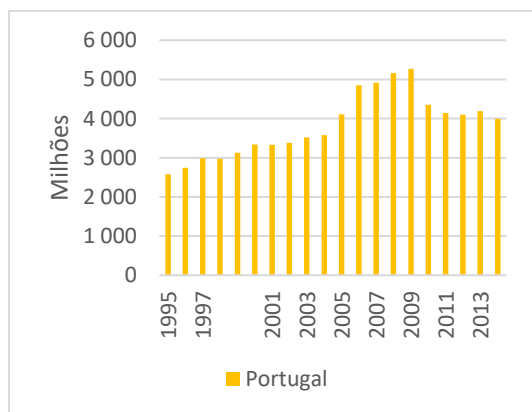
Fonte: WIOD

Gráfico A 3.1.2 - VBP a Preços de base correntes - Serviços Financeiros



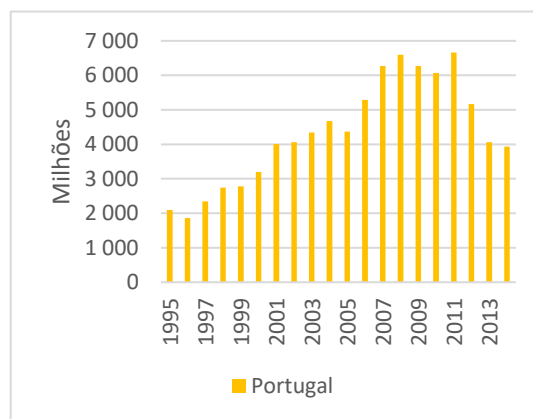
Fonte: WIOD

Gráfico A 3.1.3 - Remuneração do Trabalho - Serviços Financeiros



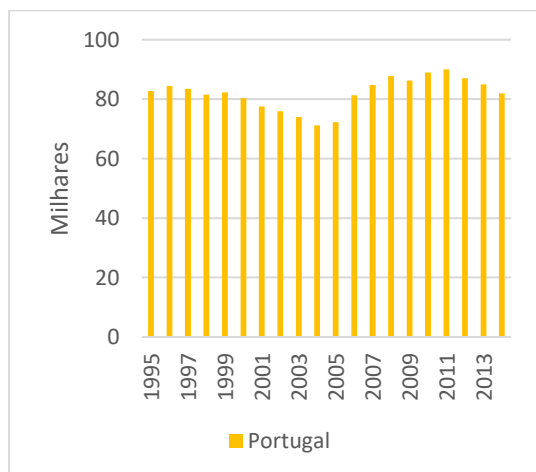
Fonte: WIOD

Gráfico A 3.1.4 - Remuneração do Capital - Serviços Financeiros



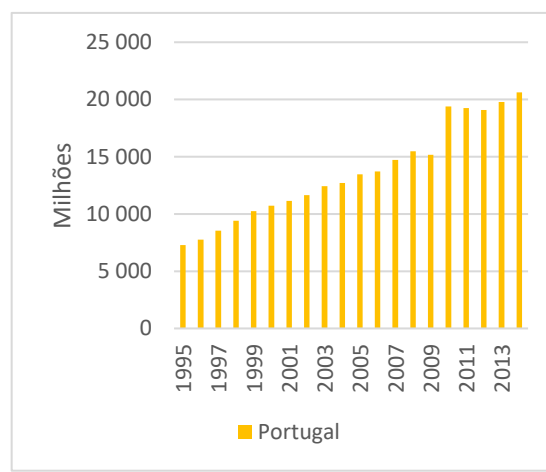
Fonte: WIOD

Gráfico A 3.1.5 - Número de trabalhadores - Serviços Financeiros



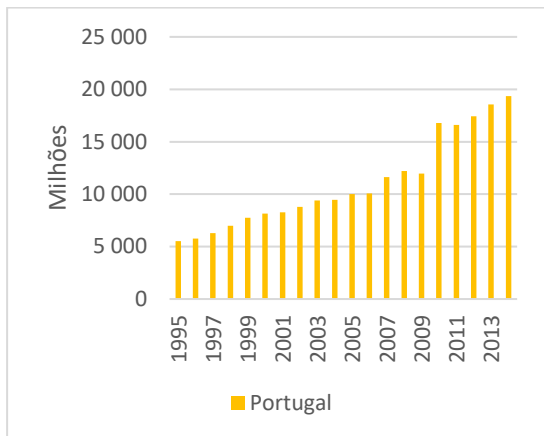
Fonte: WIOD

Gráfico A 3.1.6 - VBP a Preços de base correntes - Imobiliário



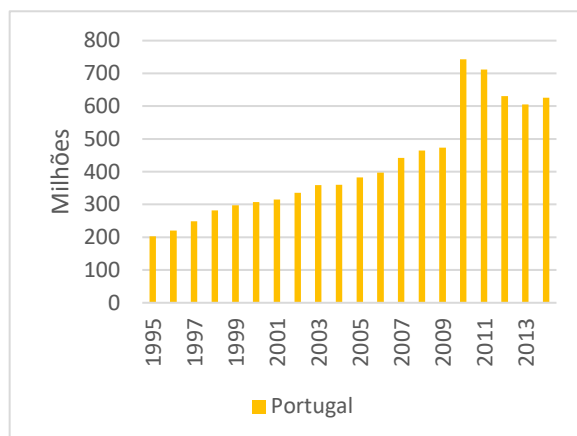
Fonte: WIOD

Gráfico A 3.1.7 - Valor Acrescentado Bruto a preços base - Imobiliário



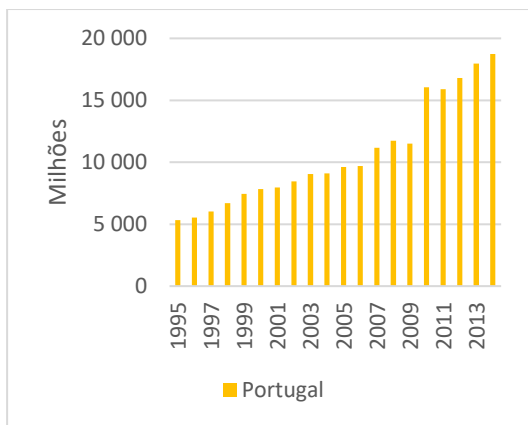
Fonte: WIOD

Gráfico A 3.1.8 - Remuneração do Trabalho - Imobiliário



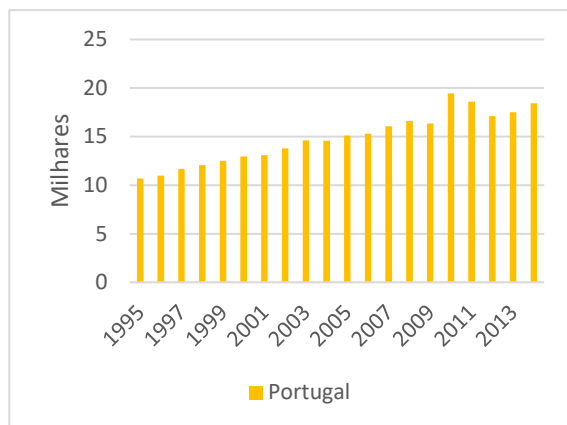
Fonte: WIOD

Gráfico A 3.1.9 - Remuneração do Capital – Imobiliário



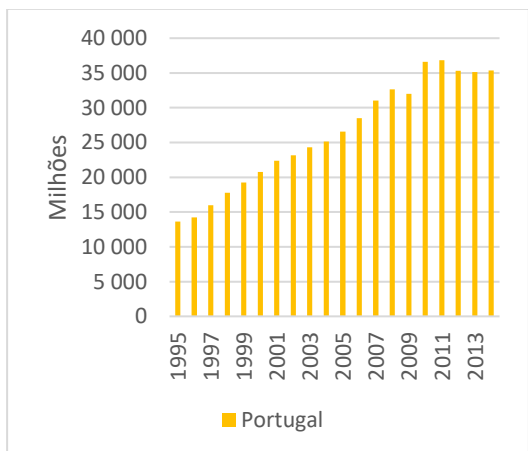
Fonte: WIOD

Gráfico A 3.1.10 - Número de trabalhadores - Imobiliário



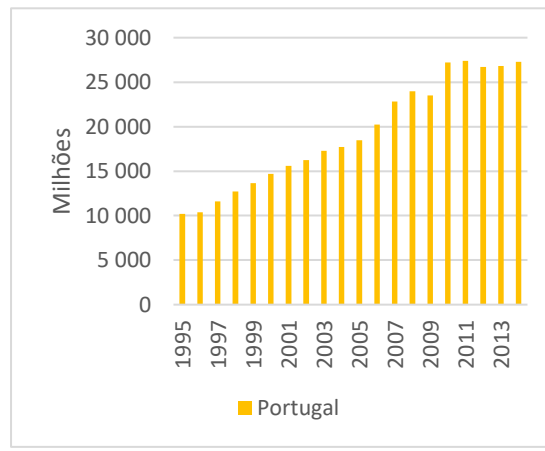
Fonte: WIOD

Gráfico A 3.1.11 - VBP a Preços de base correntes – FIRE



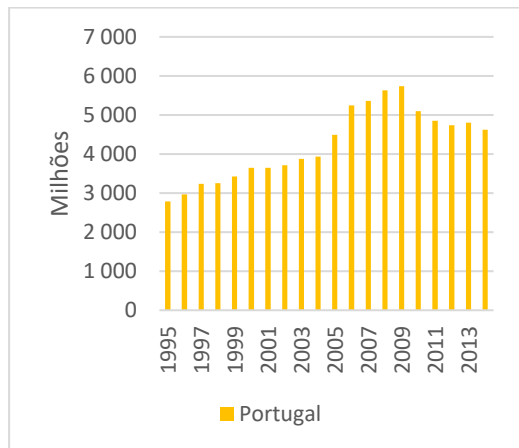
Fonte: WIOD

Gráfico A 3.1.12 - Valor Acrescentado Bruto a preços base - FIRE



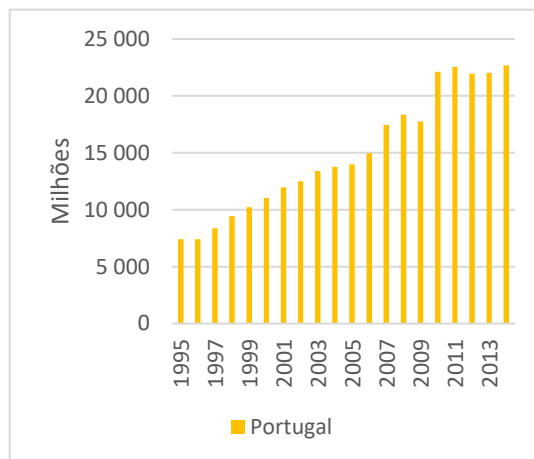
Fonte: WIOD

Gráfico A 3.1.13 - Remuneração do Trabalho – FIRE



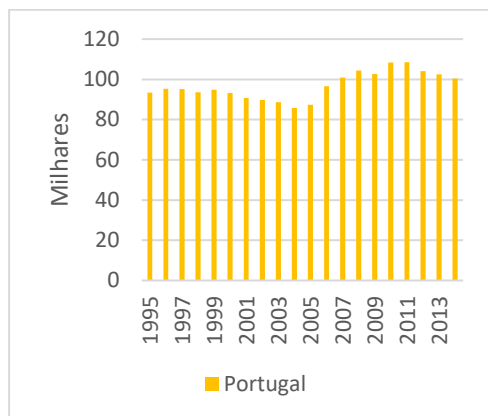
Fonte: WIOD

Gráfico A 3.1.14- Remuneração do Capital - FIRE



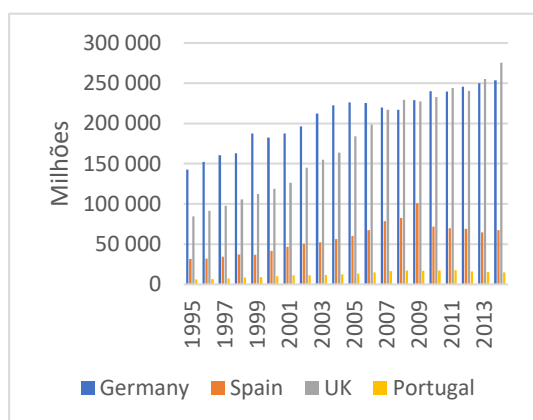
Fonte: WIOD

Gráfico A 3.1.15 - Número de trabalhadores – FIRE



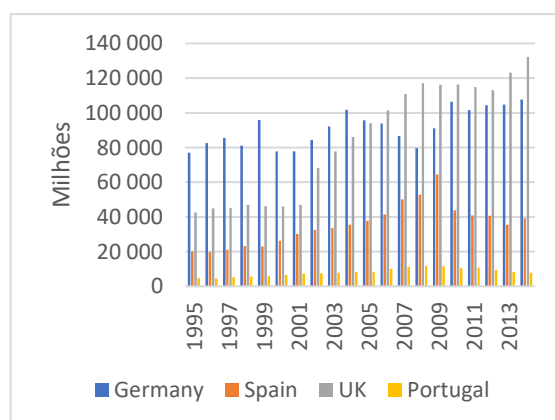
Fonte: WIOD

Gráfico A 4.1 - VBP a Preços de base correntes - Serviços Financeiros



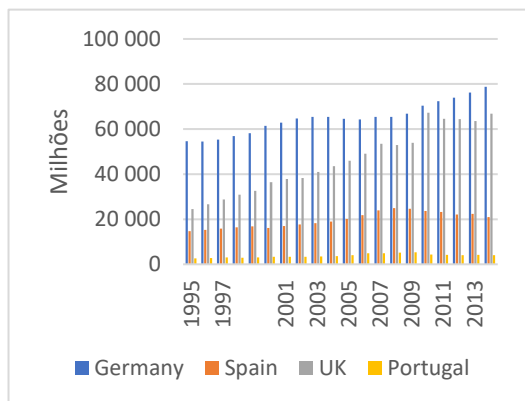
Fonte: WIOD

Gráfico A 4.2 - Valor Acrescentado Bruto a preços base - Serviços Financeiros



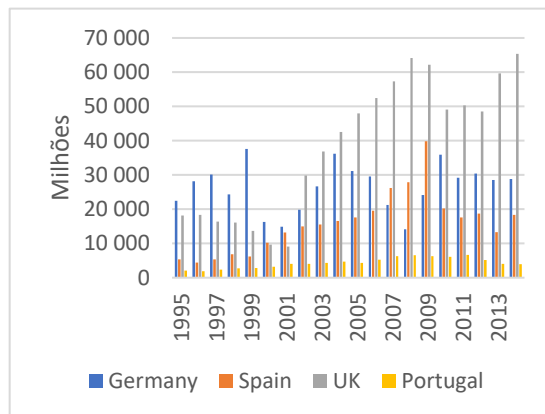
Fonte: WIOD

Gráfico A 4.3 - Remuneração do Trabalho - Serviços Financeiros



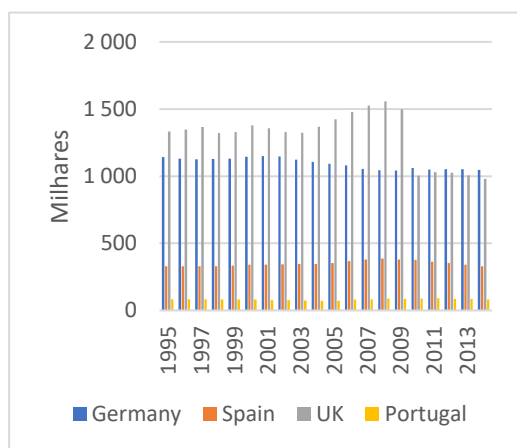
Fonte: WIOD

Gráfico A 4.4 - Remuneração do Capital - Serviços Financeiros



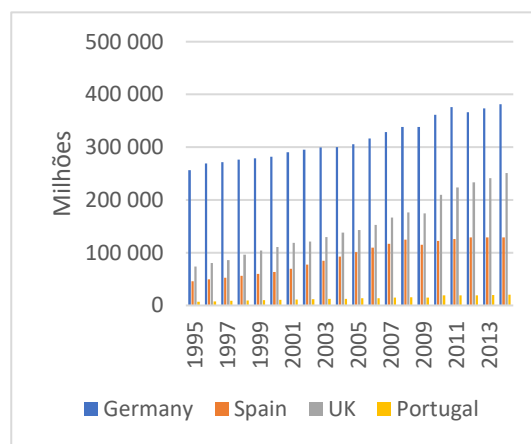
Fonte: WIOD

Gráfico A 4.5 - Número de trabalhadores - Serviços Financeiros



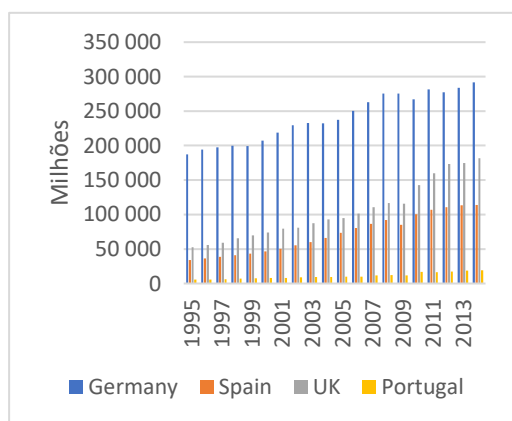
Fonte: WIOD

Gráfico A 4.6 - VBP a Preços de base correntes – Imobiliário



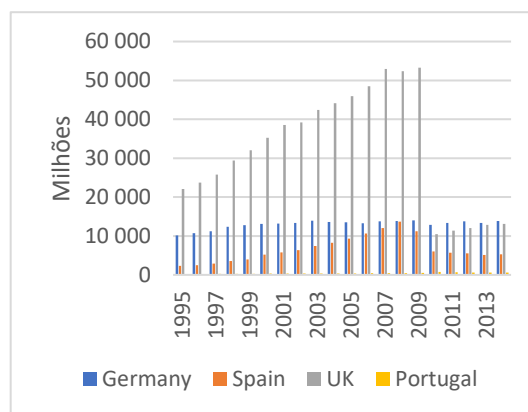
Fonte: WIOD

Gráfico A 4.7 - Valor Acrescentado Bruto a preços base – Imobiliário



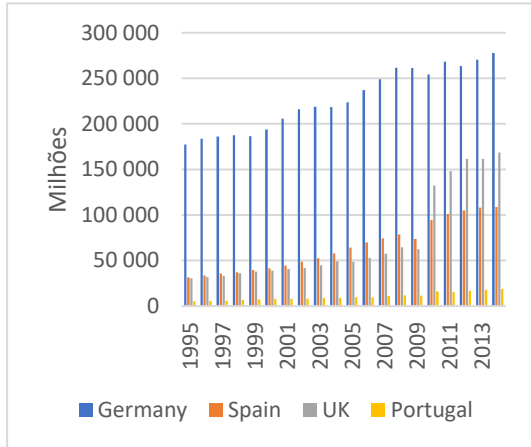
Fonte: WIOD

Gráfico a 4.8 - Remuneração do Trabalho – Imobiliário



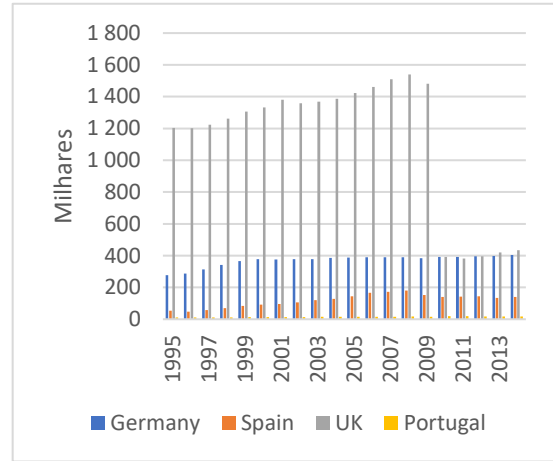
Fonte: WIOD

Gráfico A 4.9 - Remuneração do Capital – Imobiliário



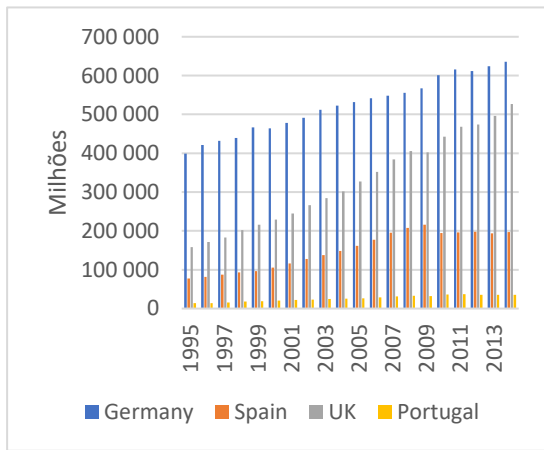
Fonte: WIOD

Gráfico A 4.10 - Número de trabalhadores - Imobiliário



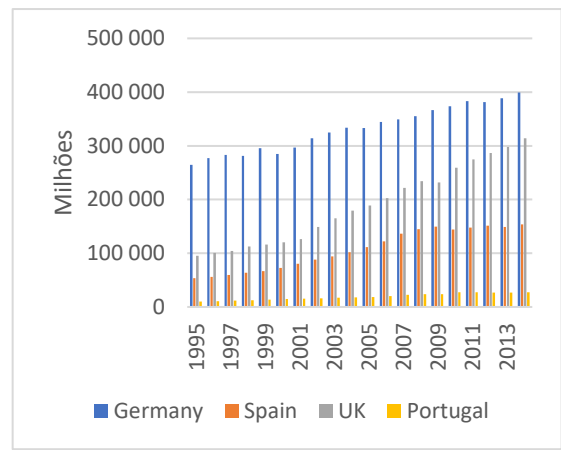
Fonte: WIOD

Gráfico A 4.11 - VBP a Preços de base correntes – FIRE
FIRE



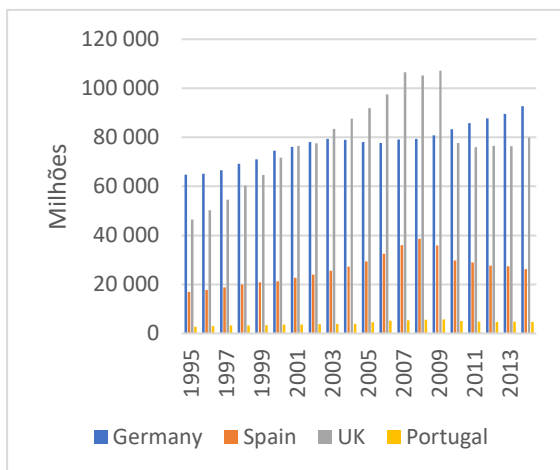
Fonte: WIOD

Gráfico A 4.12 - Valor Acrescentado Bruto a preços base –



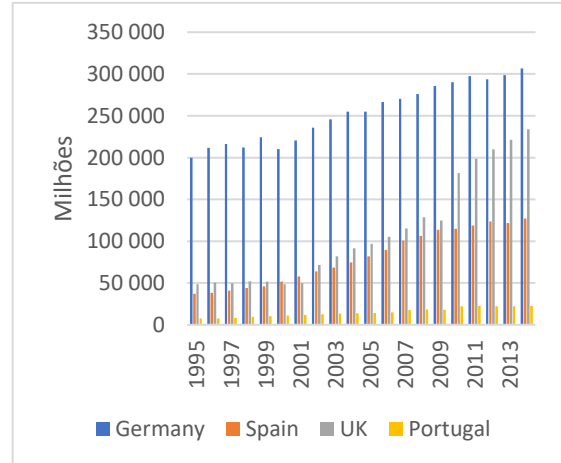
Fonte: WIOD

Gráfico A 4.13 - Remuneração do Trabalho – FIRE



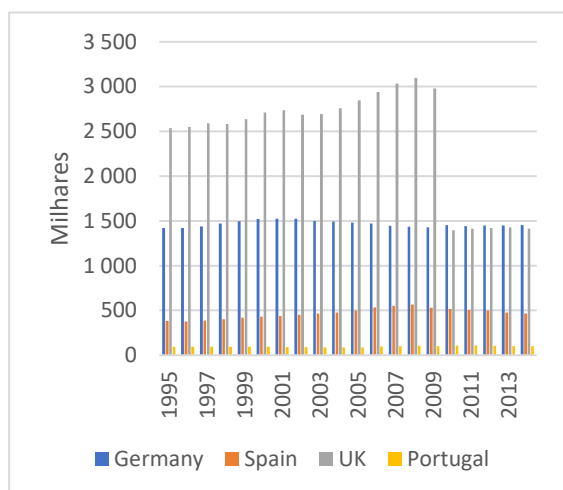
Fonte: WIOD

Gráfico A 4.14 - Remuneração do Capital – FIRE



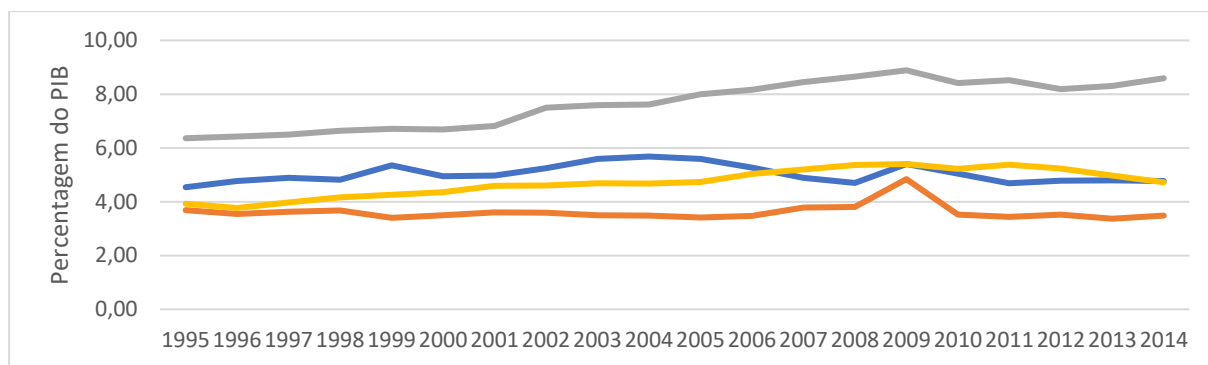
Fonte: WIOD

Gráfico A 4.15 - Número de trabalhadores - FIRE



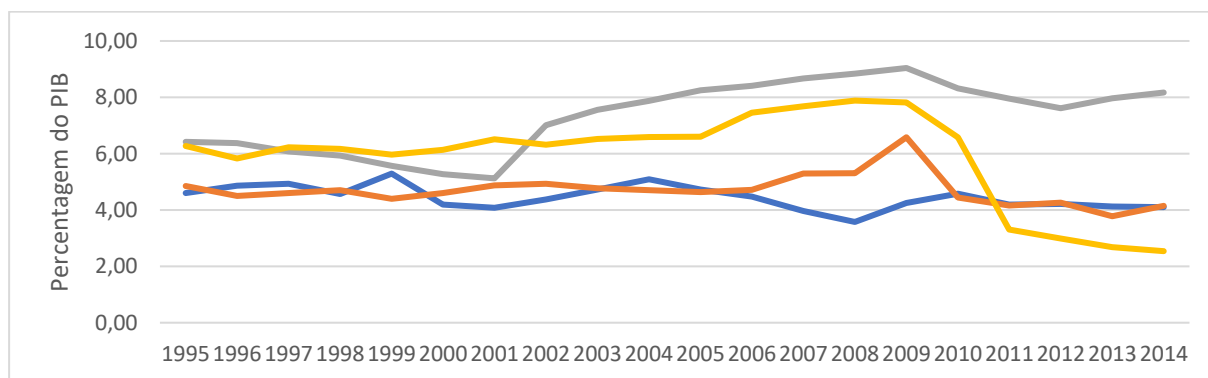
Fonte: WIOD

Gráfico A 4.16 - Valor Bruto da Produção a preços de base corrente - Setor Financeiro



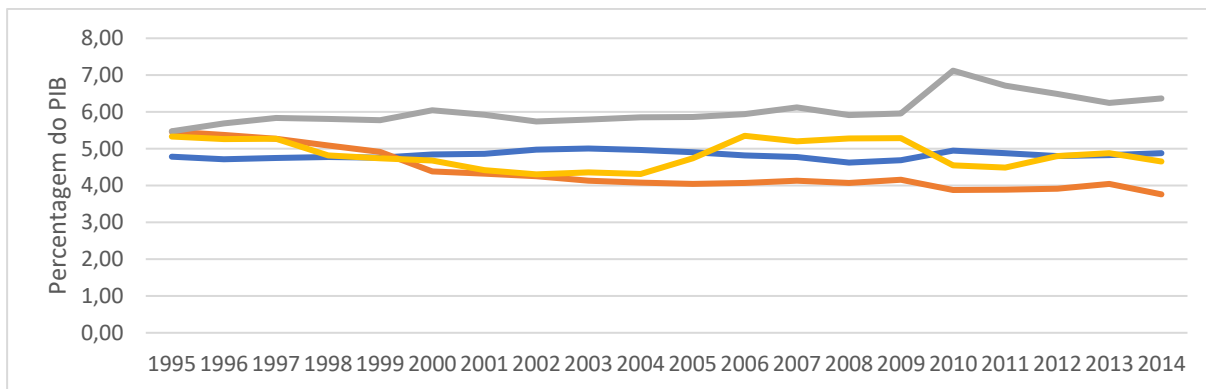
Fonte: WIOD e cálculos próprios

Gráfico A 4.17 - Valor Acrescentado Bruto a preços base - Setor Financeiro



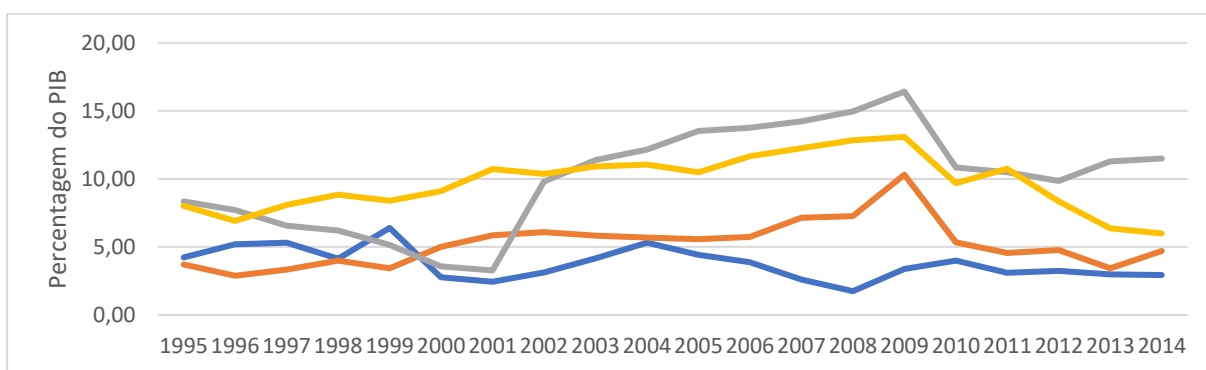
Fonte: WIOD e cálculos próprios

Gráfico A 4.18 - Remuneração do Trabalho - Setor Financeiro



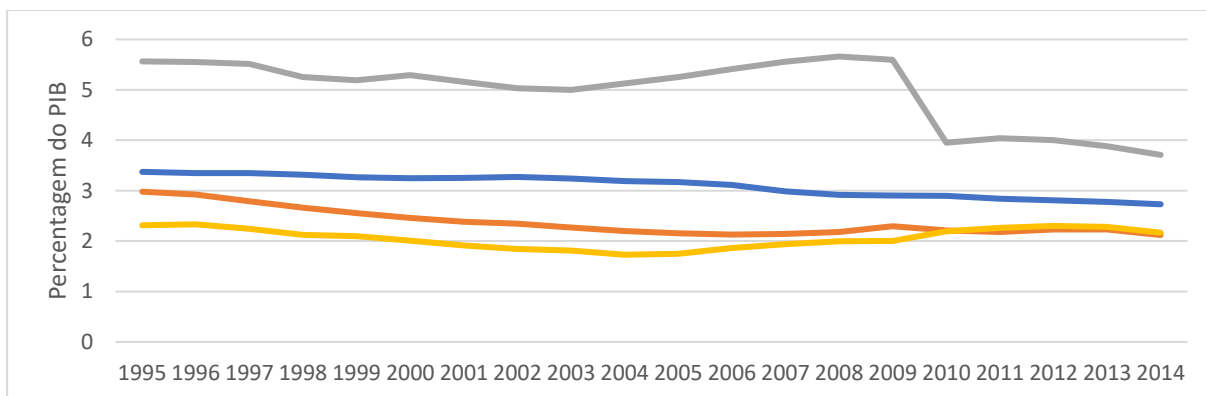
Fonte: WIOD e cálculos próprios

Gráfico A 4.19 - Remuneração do Capital - Setor Financeiro



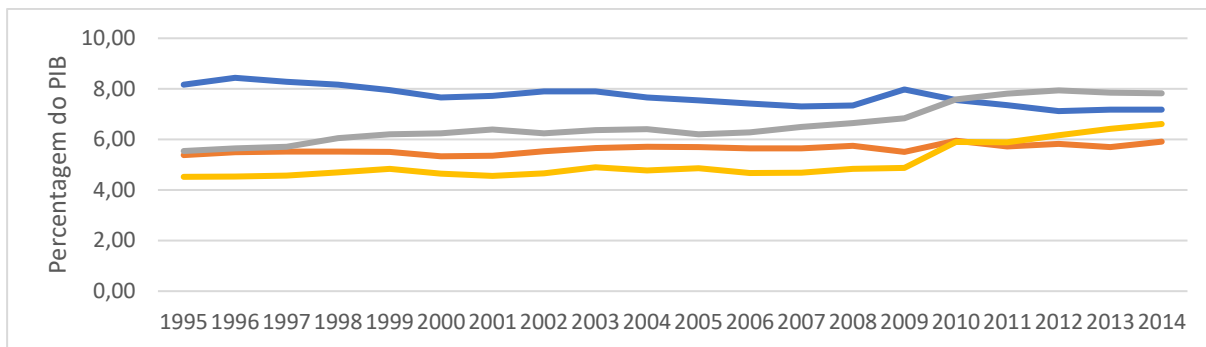
Fonte: WIOD e cálculos próprios

Gráfico A 4.20 - Número de Trabalhadores - Setor Financeiro



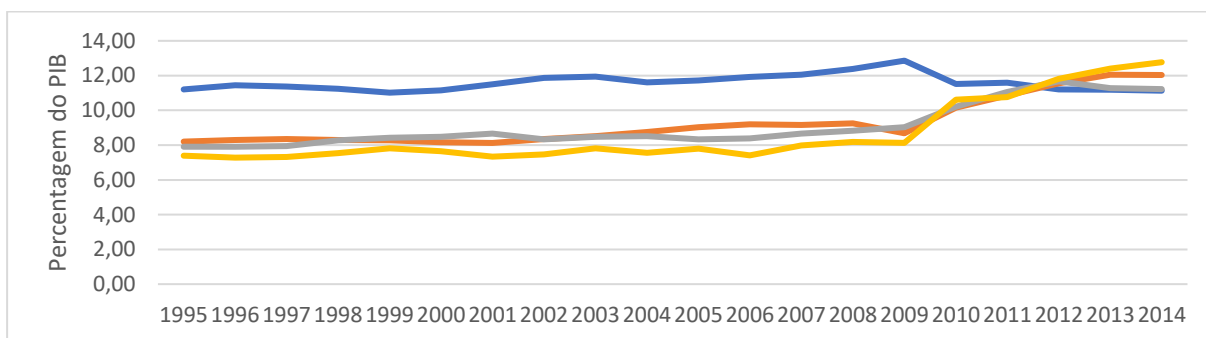
Fonte: WIOD e cálculos próprios

Gráfico A 4.21 - Valor Bruto da Produção a preços de base correntes - Imobiliário



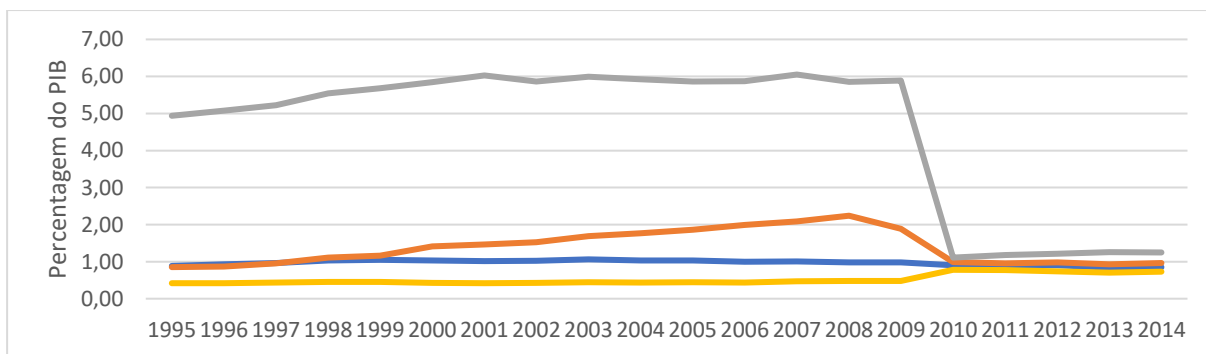
Fonte: WIOD e cálculos próprios

Gráfico A 4.22 - Valor Acrescentado Bruto a preços base - Imobiliário



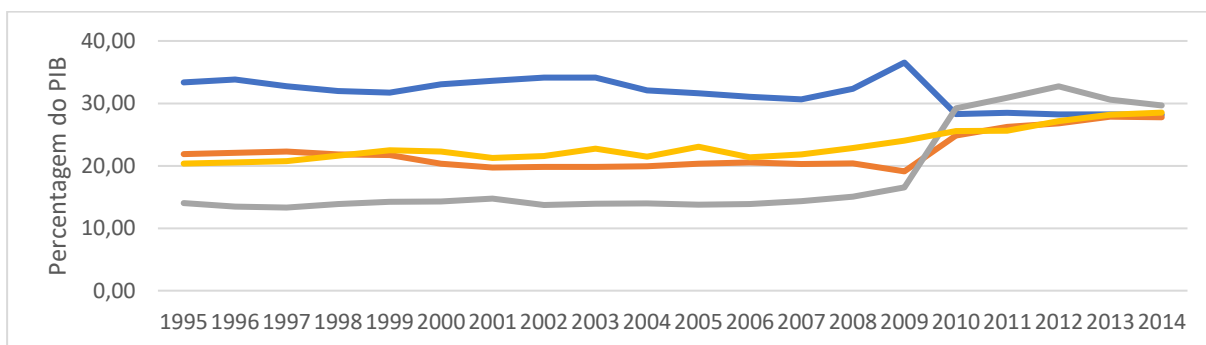
Fonte: WIOD e cálculos próprios

Gráfico A 4.23 - Remuneração do Trabalho - Imobiliário



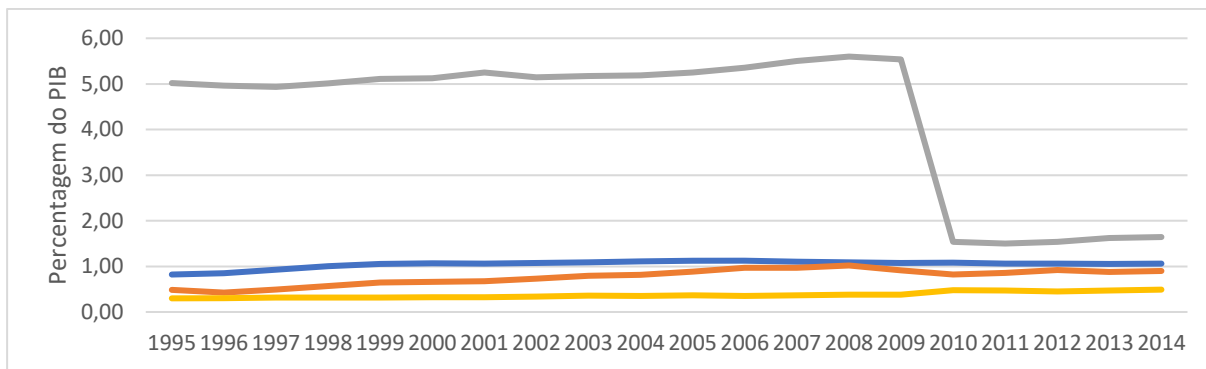
Fonte: WIOD e cálculos próprios

Gráfico A 4.24 - Remuneração do Capital - Imobiliário



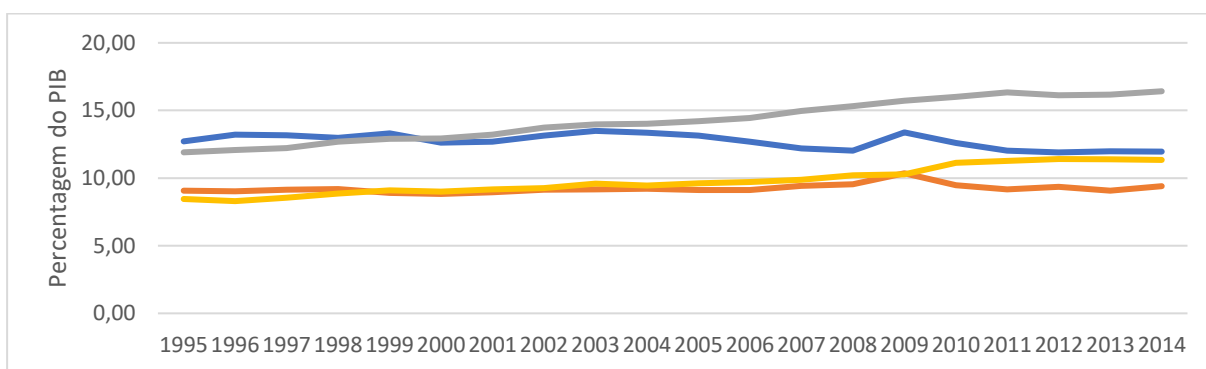
Fonte: WIOD e cálculos próprios

Gráfico A 4.25 - Número de Trabalhadores - Imobiliário



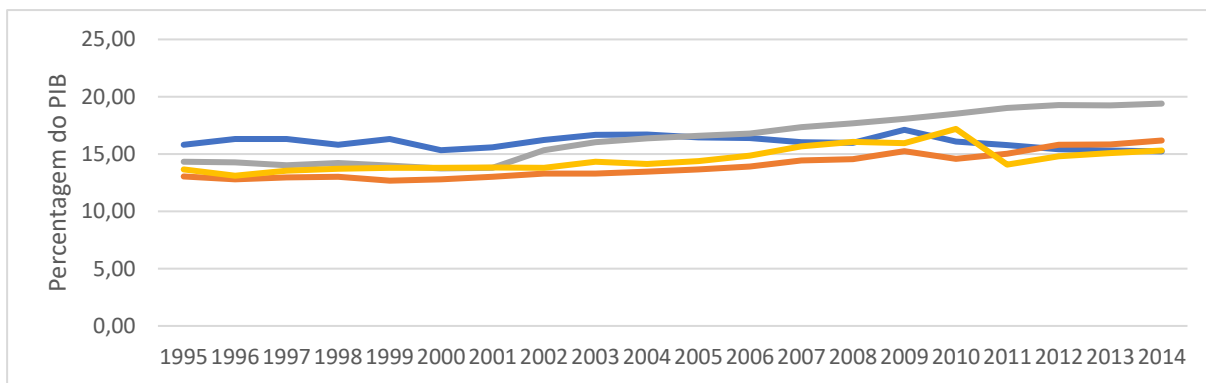
Fonte: WIOD e cálculos próprios

Gráfico A 4.26 - VBP a Preços de base correntes - FIRE



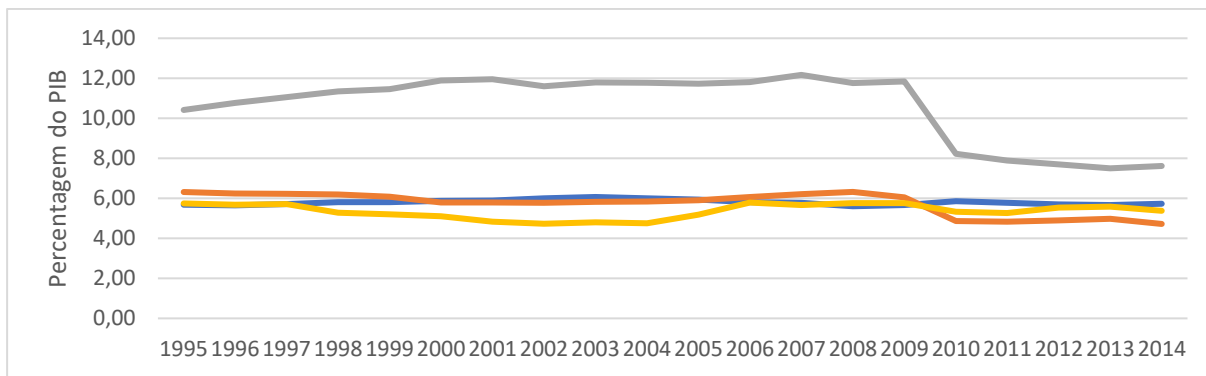
Fonte: WIOD e cálculos próprios

Gráfico A 4.27 - Valor Acrescentado Bruto a preços base - FIRE



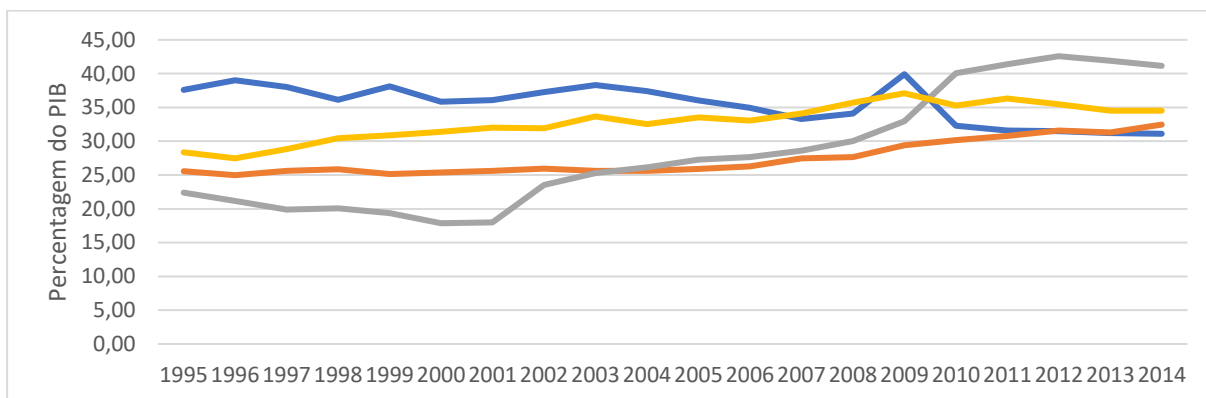
Fonte: WIOD e cálculos próprios

Gráfico A 4.28 - Remuneração do Trabalho - FIRE



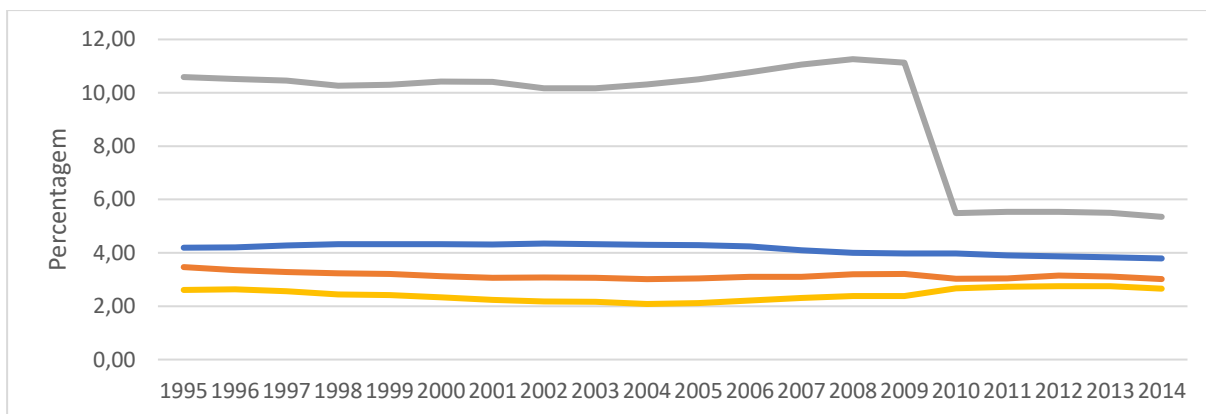
Fonte: WIOD e cálculos próprios

Gráfico A 4.29 - Remuneração do Capital - FIRE



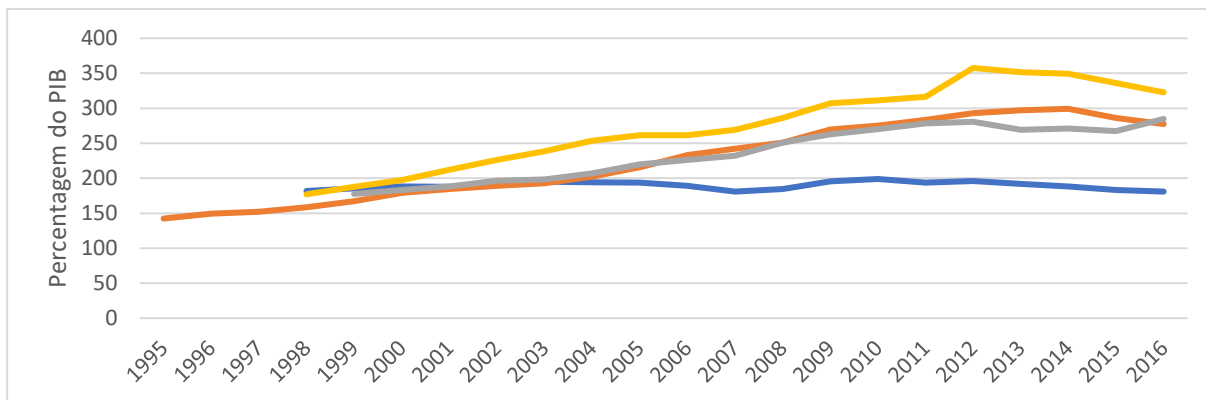
Fonte: WIOD e cálculos próprios

Gráfico A 4.30 - Número de trabalhadores - FIRE



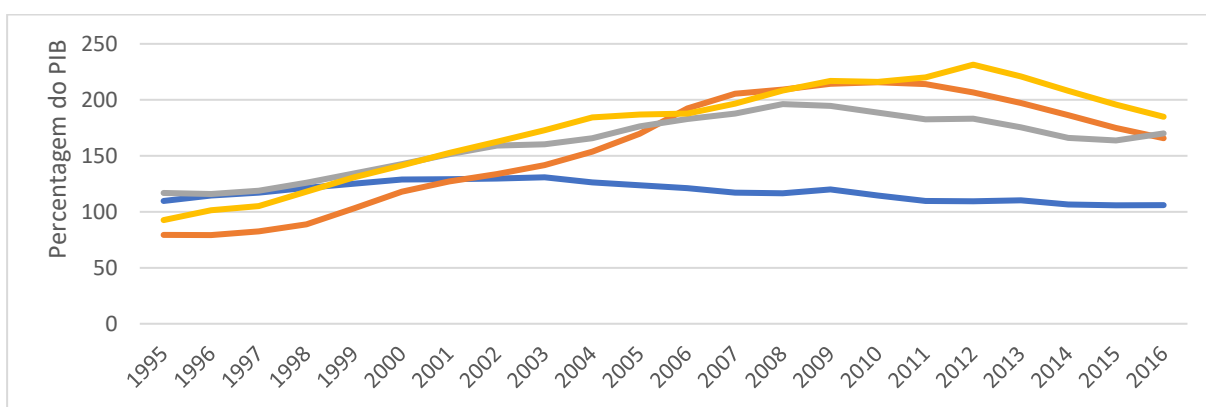
Fonte: WIOD e cálculos próprios

Gráfico A 4.31 - Crédito total ao sistema não financeiro



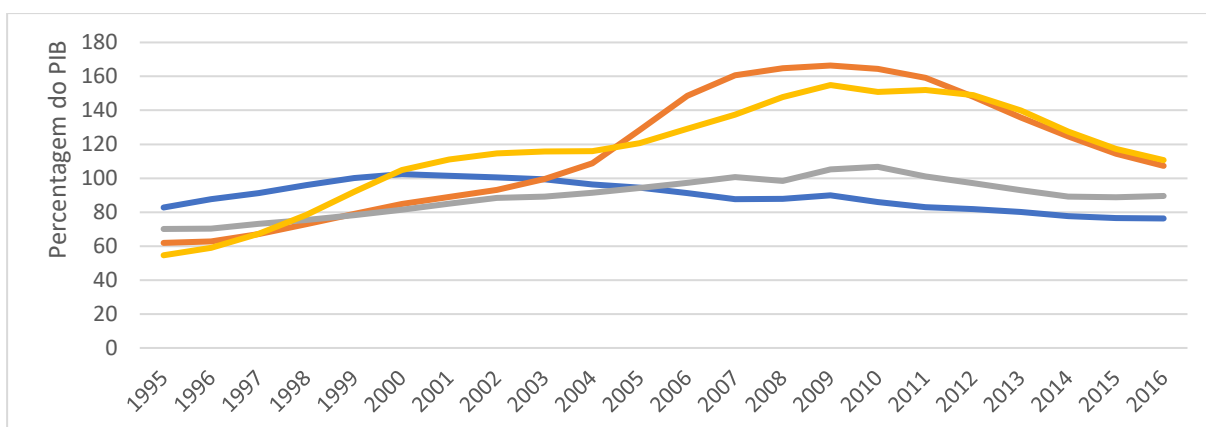
Fonte: Bank for International Settlements, Statistics

Gráfico A 4.32 - Crédito total ao setor não financeiro privado



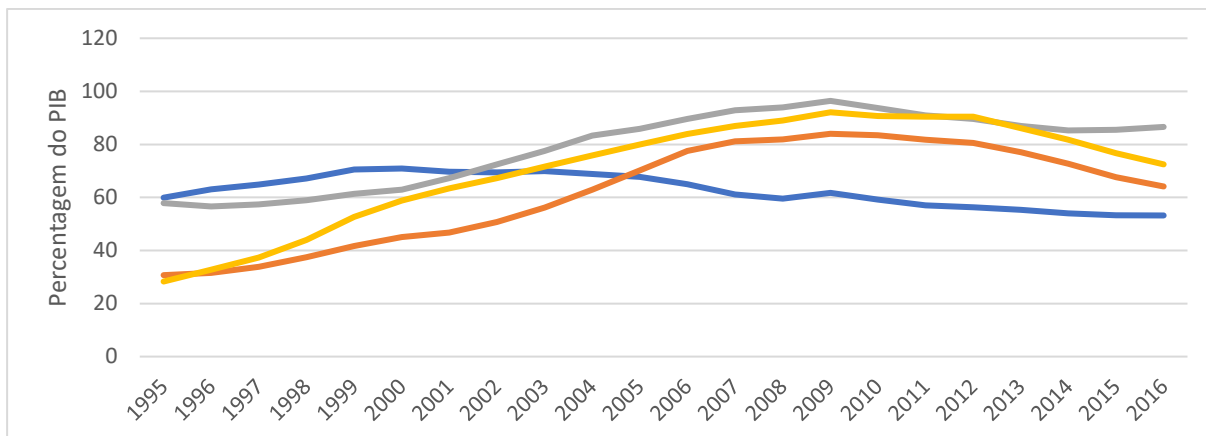
Fonte: Bank for International Settlements, Statistics

Gráfico A 4.33 – Crédito bancário



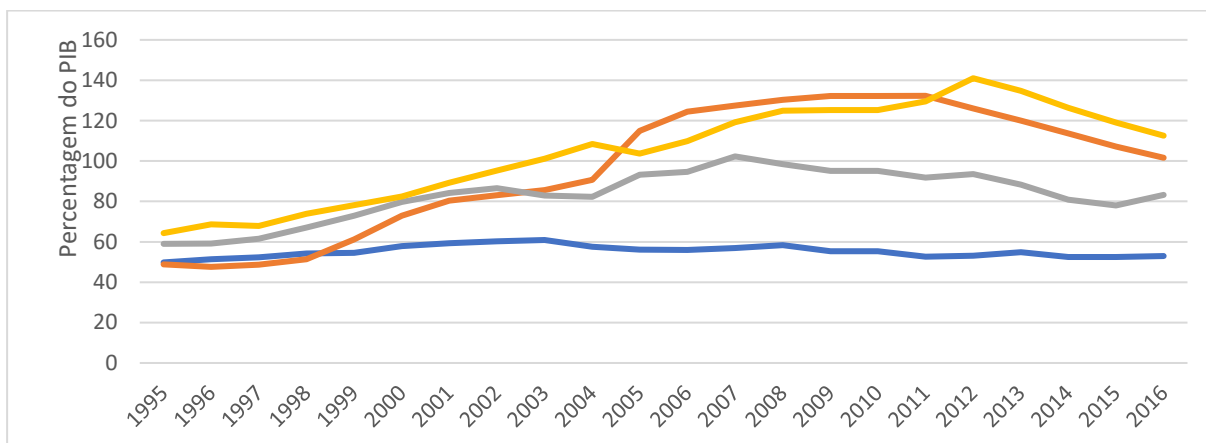
Fonte: Bank for International Settlements, Statistics

Gráfico A 4.34 - Total de crédito concedido ao setor não financeiro



Fonte: Bank for International Settlements, Statistics

Gráfico A 4.35 - Total de crédito concedido ao setor não financeiro



Fonte: Bank for International Settlements, Statistics