

# Relatório de Estabilidade Financeira

Junho 2018



BANCO DE  
PORTUGAL  
EUROSISTEMA



# Relatório de Estabilidade Financeira

Junho 2018

Em ficheiro anexo  
são disponibilizados os dados subjacentes aos gráficos  
do *Relatório de Estabilidade Financeira*.  
Não são divulgados dados de algumas fontes privadas.



**BANCO DE PORTUGAL**  
EUROSISTEMA

Lisboa, 2018 • [www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)



# Índice

Apreciação global | 5

## I Perspetiva global da estabilidade financeira | 9

1 Vulnerabilidades, riscos e política macroprudencial | 11

1.1 Vulnerabilidades | 11

1.2 Riscos para a estabilidade financeira | 17

1.3 Política macroprudencial | 30

2 Enquadramento macroeconómico e de mercados | 37

2.1 Situação macroeconómica e perspetivas a curto prazo | 37

2.2 Mercados financeiros | 41

2.3 Mercado imobiliário | 45

3 Situação patrimonial das administrações públicas e do setor privado não financeiro | 63

3.1 Administrações públicas | 63

3.2 Setor privado não financeiro | 68

4 Sistema bancário | 86

4.1 Rendibilidade | 86

4.2 Qualidade de ativos | 93

4.3 Critérios de concessão de crédito | 99

4.4 Liquidez e financiamento | 104

4.5 Capital | 108

Caixa 1 • Implementação, a nível europeu, de instrumentos macroprudenciais direcionados aos critérios de concessão de crédito a particulares | 112

Caixa 2 • Relevância do enquadramento legal na recuperação de valor de créditos não produtivos | 116

Caixa 3 • Plano de ação para combater os créditos não produtivos na Europa – principais medidas e ponto de situação sobre a sua implementação | 120

## II Temas em destaque | 125

Monitorização do risco sistémico de liquidez no sistema bancário português – alguns indicadores | 127

Interligações diretas e indiretas no sistema financeiro nacional | 136

Um *safe asset* para a área do euro: a iniciativa de *Sovereign Bond-Backed Securities* (SBBS) | 151



## Apreciação global

A resiliência da economia portuguesa à eventual materialização de riscos para a estabilidade financeira tem vindo a aumentar e teve sequência em 2017. Este processo decorre de dois fatores fundamentais: por um lado, da significativa redução dos rácios de endividamento das empresas e dos particulares, por outro, da maior robustez do setor bancário.

No que diz respeito ao primeiro fator, é de destacar a clara melhoria da autonomia financeira das empresas, em particular das pequenas e médias empresas (PME). Essa melhoria tem coexistido com uma recuperação do investimento empresarial, que tem vindo a ser conduzida pelas empresas com menores rácios de dívida financeira. O esforço financeiro associado aos novos investimentos tem-se repercutido num aumento da dívida das empresas que investem, ainda que os respetivos rácios de endividamento se mantenham abaixo da mediana dos respetivos setores de atividade.

No caso dos particulares, não obstante a muito acentuada redução do rácio de endividamento nos últimos anos, tem-se assistido recentemente a um forte crescimento do crédito ao consumo e das novas operações de crédito à habitação, num contexto de alguma menor restritividade dos critérios de concessão de crédito. Assim, o Banco de Portugal, enquanto Autoridade Macroprudencial, emitiu uma Recomendação tendo em vista mitigar a assunção de riscos excessivos por parte do setor bancário e das sociedades financeiras na concessão de novo crédito às famílias, contribuindo para a resiliência do setor bancário e para promover o acesso das famílias a financiamento sustentável, mitigando o risco de incumprimento.

Importa também realçar o início do processo de redução da dívida das administrações públicas, que todavia permanece num patamar bastante elevado. A prossecução desse processo pressupõe que o ajustamento orçamental que se tem verificado nos últimos anos assuma uma natureza estrutural, por forma a não ser comprometido por um abrandamento da atividade económica e permita uma maior imunização das condições de financiamento das administrações públicas a perturbações nos mercados financeiros internacionais.

No que se refere ao setor bancário, diversos desenvolvimentos positivos contribuíram para a sua estabilização: a recapitalização da CGD; o aumento de capital por parte do BCP e da Caixa Económica Montepio Geral; no caso do BPI, a diminuição da exposição ao Banco de Fomento de Angola e a aquisição do controlo pelo CaixaBank; a conclusão do processo de venda do Novo Banco; e a extensão da maturidade dos empréstimos ao Fundo de Resolução. Estes desenvolvimentos (i) permitiram estabilizar a base acionista em alguns dos principais bancos portugueses, (ii) traduziram-se no reforço dos rácios de capital do setor bancário; e (iii) aumentaram a capacidade das instituições em reduzir significativamente o nível de empréstimos *non-performing* (NPL), num contexto de recuperação económica e de subida dos preços do imobiliário. Mais concretamente, e desde junho de 2016, período em que foi registado o valor máximo, observou-se uma redução do *stock* de NPL de quase 13,5 mil milhões de euros (27%, aproximadamente), correspondendo a uma diminuição de 4,6 pp no respetivo rácio, tendo sido acompanhada de um aumento do rácio de cobertura por imparidades. De salientar, neste contexto, a estratégia nacional de redução de ativos não produtivos, assente (i) na revisão do enquadramento legal, judicial e fiscal; (ii) nas ações de supervisão microprudencial, no âmbito do Mecanismo Único de Supervisão (MUS), com destaque para os planos de redução de NPL submetido pelas instituições ao Banco de Portugal e ao MUS, e (iii) na gestão dos *portfolios* de NPL, onde se inclui a Plataforma de Gestão Integrada de Créditos Bancários atualmente em funcionamento.

A outro nível, refira-se ainda que em 2017 foram desenvolvidas várias ações de supervisão com vista ao reforço dos mecanismos de controlo e de governo interno, bem para a estabilização das equipas de gestão de várias instituições, com base em processos de avaliação particularmente exigentes.

Globalmente, estes desenvolvimentos contribuíram para melhorar a perceção dos investidores internacionais relativamente aos bancos e ao soberano, traduzida na subida dos respetivos *ratings*.

Todavia, urge continuar e, em alguns domínios, aprofundar os progressos já alcançados, na medida em que o *stock* de NPL continua elevado, devendo assim ser cumpridos os planos de redução de NPL submetidos às autoridades de supervisão. Adicionalmente, a rendibilidade, embora em recuperação, mantém-se em níveis relativamente baixos.

No que toca a este último ponto, e apesar dos progressos registados pelo setor bancário mais recentemente, em particular no resultado de exploração, no esforço de redução da estrutura de custos e nos níveis de eficiência, a rendibilidade permanece sob pressão e, no caso do *return on equity*, ainda distante do custo do capital. Esta questão ganha maior acuidade num contexto de um eventual prolongamento do ambiente de baixas taxas de juro e de perspetivas de concorrência acrescida em alguns segmentos de atividade dos bancos, tradicionalmente menos regulados e com maior rendibilidade, com a crescente participação no mercado de novas empresas especializadas na prestação de serviços financeiros por via digital (*Fintech*). Neste contexto, importa que as instituições financeiras se adaptem ao novo ambiente operativo e aos seus desafios, tirando partido das oportunidades por ele criadas.

Adicionalmente, a concentração de exposições do sistema financeiro a algumas classes de ativos, designadamente a dívida pública e ao mercado imobiliário, continua elevada, tornando a posição financeira do setor particularmente sensível a evoluções desfavoráveis nos preços destes ativos.

A necessidade de prosseguir o esforço de ajustamento do setor bancário, apesar dos bons resultados já alcançados, é também premente dada a importância de salvaguardar o acesso aos mercados financeiros internacionais em condições favoráveis, o que pode assumir importância acrescida dada a necessidade de emitir instrumentos financeiros elegíveis para cumprir os requisitos mínimos de passivos e fundos próprios suscetíveis de absorver perdas em caso de resolução (na sigla inglesa MREL).

O ajustamento dos setores residentes tem ocorrido num contexto macroeconómico e financeiro particularmente favorável. A crescer a esta envolvente, os desenvolvimentos no mercado imobiliário, nomeadamente os relacionados com a procura por parte de não residentes e os associados ao crescimento do turismo, têm tido impacto na dinâmica dos preços neste mercado. O crescimento dos preços no segmento residencial tem sido particularmente forte. Na segunda metade de 2017 começaram a surgir alguns sinais, embora muito limitados, de sobrevalorização dos preços neste segmento.

Após uma queda acentuada dos preços do imobiliário comercial no período entre 2007 e 2013, estes apresentam sinais de alguma recuperação, mas de forma mais contida do que no segmento residencial. Em 2017, 80% do investimento no mercado imobiliário comercial português foi efetuado por não residentes, maioritariamente fundos. Muito embora os bancos portugueses não estejam a ser os principais dinamizadores deste mercado, um eventual decréscimo acentuado de preços no mercado imobiliário teria efeitos negativos sobre o setor bancário, condicionando a venda dos imóveis detidos pelas instituições de crédito e dificultando a diminuição dos NPL associados a crédito garantido por imóveis.

As condições de financiamento a nível internacional têm sido benignas por um período prolongado, com os emitentes portugueses a beneficiar de condições favoráveis, em alguma medida refletindo os progressos já alcançados na sua posição financeira.

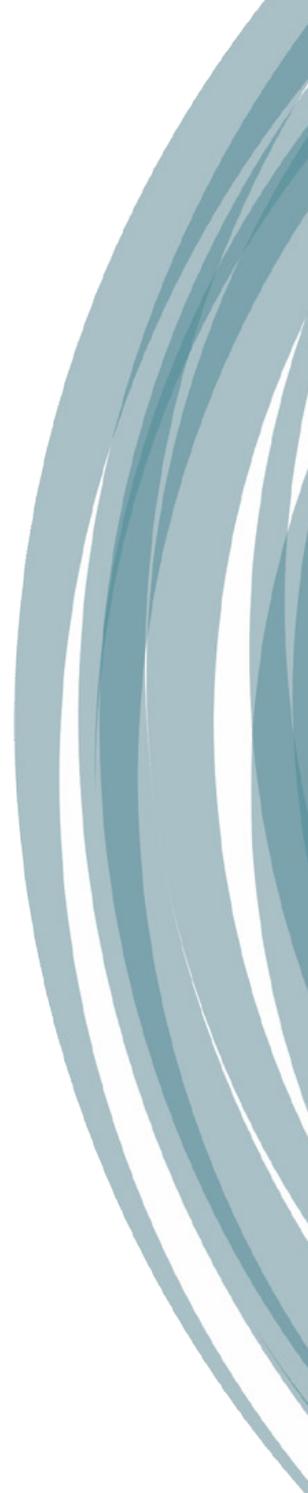
Atendendo também a que o crescimento potencial da economia portuguesa se mantém limitado, este contexto extremamente favorável deve ser visto como conjuntural e propiciador de uma redução mais intensa das vulnerabilidades prevaletentes, e não como um fator promotor de tomada de risco adicional.

A redução das vulnerabilidades é importante atendendo a que não é difícil elencar um conjunto de eventos a nível internacional que podem colocar em causa este contexto favorável. A adoção de medidas protecionistas a nível global e o seu potencial impacto na atividade económica e nos mercados de ativos é apenas um exemplo, mas bastante ilustrativo, desse tipo de eventos. A alteração da apetência pelo risco dos investidores a nível internacional, com impacto na perceção de risco do mercado português, potencia correções do valor dos ativos, que serão mais significativas nos mercados em que a sua participação seja mais relevante.

Finalmente, apesar de no período mais agudo de resposta à crise financeira ter existido um ímpeto inicial, no sentido de reduzir a fragmentação financeira, designadamente através da reforma da arquitetura institucional da área do euro, procurando torná-la mais solidária na partilha de riscos entre os Estados-Membros e capaz de uma resposta firme a futuras crises, este processo permanece claramente incompleto, criando, assim, riscos para a estabilidade financeira.

Os riscos considerados nesta edição do *Relatório de Estabilidade Financeira* são:

- Reavaliação significativa e abrupta dos prémios de risco a nível global;
- Eventual prolongamento do ambiente de taxas de juro muito baixas;
- Menor restritividade dos critérios de concessão de crédito a particulares;
- Sensibilidade dos preços do mercado imobiliário à atuação de não residentes;
- Aprofundamento da componente tecnológica na atividade financeira: ciber-risco e abertura do mercado a novas empresas especializadas na prestação de serviços financeiros por via digital (*Fintech*);
- Transição do setor bancário para o novo quadro regulamentar e institucional europeu.





# I Perspetiva global da estabilidade financeira

1 Vulnerabilidades, riscos e política macroprudencial

2 Enquadramento macroeconómico e de mercados

3 Situação patrimonial das administrações públicas e do setor privado não financeiro

4 Setor bancário



# 1 Vulnerabilidades, riscos e política macroprudencial

## 1.1 Vulnerabilidades

... A economia portuguesa caracteriza-se ainda por elevados níveis de endividamento, conjugados com um baixo crescimento potencial

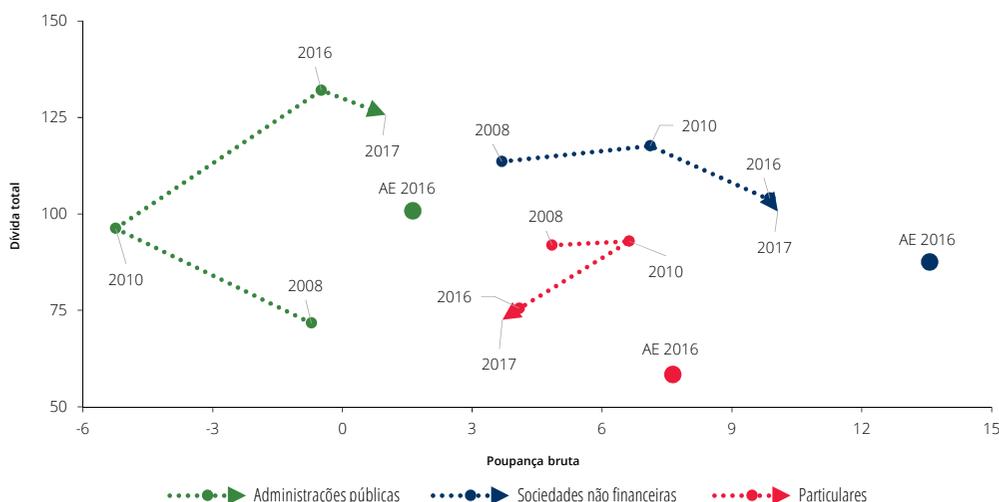
Apesar dos saldos positivos da balança corrente e de capital registados nos últimos anos, a dívida externa líquida de Portugal continua a situar-se entre as mais elevadas da área do euro (cerca de 93% do PIB no final de 2017), refletindo a acumulação de desequilíbrios externos no período anterior à crise financeira, embora registando uma redução de cerca de 14 pontos percentuais (pp) desde o máximo atingido no primeiro trimestre de 2015. A dívida total das sociedades não financeiras (SNF) e dos particulares em percentagem do PIB diminuiu substancialmente desde os máximos registados no passado recente (Gráfico I.1.1). Estas reduções refletem a diminuição do valor da dívida total destes setores, sendo que, a partir de meados de 2013, a desalavancagem beneficiou igualmente da recuperação da atividade económica em termos nominais, tendo este facto assumido o principal contributo desde 2015.

No final de 2017, a dívida total nominal das SNF aumentou ligeiramente em termos homólogos. Esta evolução é consistente com a tendência de abrandamento da desalavancagem que se tem vindo a observar nos últimos anos. Em todo o caso, os empréstimos concedidos pelo setor financeiro residente continuaram a diminuir, a par do aumento do financiamento junto de não residentes, associado, em larga medida, a operações de financiamento intra-grupo de uma empresa do setor da eletricidade, gás e água (3.2 Setor privado não financeiro). No entanto, é de salientar o aumento significativo da autonomia financeira das empresas, em especial das PME, ainda que esta se mantenha baixa no contexto europeu. Adicionalmente, continua a observar-se uma variação positiva do crédito bancário interno concedido às empresas com melhor perfil de risco e mais produtivas, bem como às empresas mais jovens. Por sua vez, as empresas com crédito em incumprimento são as que mais têm contribuído para a redução do *stock* de empréstimos a SNF.<sup>1</sup>

Neste contexto, a evolução do *stock* da dívida das SNF não deve ser dissociada das estratégias de redução dos ativos não produtivos por parte dos bancos, na medida em que tal incluía a liquidação de sociedades insolventes ou a reestruturação de créditos a SNF viáveis, embora em dificuldades financeiras. Em dezembro de 2017, os empréstimos e títulos *non-performing* (NPE) representavam cerca de 13% do total da dívida consolidada das SNF (menos 3 pp do que em dezembro de 2016).

1. Ver secção 3 e caixa 4 “Evolução dos empréstimos concedidos a sociedades não financeiras por instituições de crédito residentes: margem extensiva versus margem intensiva”, *Boletim Económico*, outubro de 2017, e caixa 2 “A evolução recente da exposição das instituições de crédito residentes às sociedades não financeiras”, Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira*, junho de 2017.

**Gráfico I.1.1 • Dívida total e poupança das administrações públicas, sociedades não financeiras e particulares | Percentagem do PIB**



Fontes: Banco de Portugal e Eurostat. | Notas: AE 2016 refere-se às médias da área do euro em 2016. Dívida total (inclui empréstimos, títulos de dívida e créditos comerciais) em base consolidada. Dívida das administrações públicas calculada de acordo com a definição utilizada no Procedimento dos Défices Excessivos (Regulamento (CE) 479/2009, de 25 de maio), isto é, dívida bruta consolidada das administrações públicas ao valor nominal ou facial, denominada dívida de Maastricht.

Nos últimos anos, a redução da dívida das SNF e a sua recomposição em detrimento de instrumentos mais sensíveis a variações da taxa de juro de curto prazo, representam evoluções positivas, na medida em que permitem mitigar a vulnerabilidade do setor a aumentos da taxa de juro.<sup>2</sup>

A dívida total nominal dos particulares aumentou ligeiramente no final de 2017. Não obstante, refletindo um fluxo de amortizações ainda superior ao das novas operações, a taxa de variação anual dos empréstimos para habitação concedidos pelo setor financeiro residente permaneceu ligeiramente negativa (-1,7% em dezembro de 2017). Por sua vez, os empréstimos para consumo e outros fins continuaram a aumentar a um ritmo elevado (5,7% em dezembro de 2017). Esta dinâmica de recuperação do crédito a particulares ocorre num quadro de ainda elevado endividamento no contexto europeu. Assim, a capacidade de serviço da dívida pelos particulares permanece especialmente sensível a choques adversos sobre o rendimento e à variação das taxas de juro de mercado.<sup>3</sup>

Neste sentido, a redução da dívida do setor privado é crucial para tornar a economia mais resiliente à normalização futura das taxas de juro, muito embora esta tenda a ocorrer de forma gradual e num contexto de recuperação económica.

No que diz respeito às administrações públicas, o défice orçamental ascendeu, em 2017, a 3,0% do PIB. Este valor foi muito influenciado pela injeção de capital na Caixa Geral de Depósitos, realizada no início desse ano. Excluindo o efeito de esta e outras medidas temporárias, o défice situou-se em 1,0% do PIB (3.1 Administrações públicas).

Subjacente à melhoria do saldo orçamental excluindo medidas temporárias esteve o maior dinamismo da atividade económica e a manutenção de condições de financiamento favoráveis, com impacto na despesa com juros e a melhoria do saldo primário estrutural. Estes desenvolvimentos positivos refletiram-se também numa redução da dívida pública para 125,7% do PIB no final de 2017,

2. Caixa 2 "Vulnerabilidade das empresas portuguesas à subida da taxa de juro de curto prazo", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira*, dezembro de 2017.

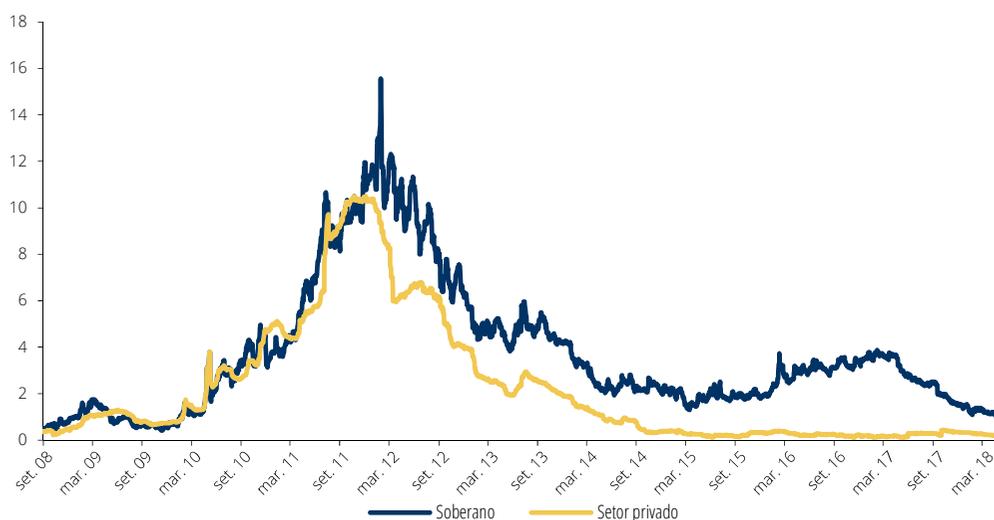
3. Caixa 4 "A vulnerabilidade financeira das famílias portuguesas", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira*, dezembro de 2017.

4,2 pp abaixo do registado em 2016. Porém, a dívida pública portuguesa em percentagem do PIB continua a ser uma das mais elevadas da União Europeia. Assim, do ponto de vista da promoção da estabilidade financeira, nomeadamente da resiliência da economia portuguesa face a choques adversos, importa assegurar um ajustamento do saldo estrutural de acordo com as regras europeias, tirando partido do atual enquadramento macroeconómico especialmente favorável.

Este processo é particularmente importante na medida em que o elevado endividamento das administrações públicas condiciona o prémio de risco do soberano e pode exercer uma externalidade negativa sobre as condições de acesso aos mercados financeiros pelos restantes agentes económicos (Gráfico I.1.2).

### Gráfico I.1.2 • Prémios de risco do soberano e dos emitentes privados domésticos

| Pontos percentuais



Fontes: Thomson Reuters e cálculos de Banco de Portugal. | Notas: O prémio de risco do soberano é representado pelo diferencial entre as *yields* a 10 anos das Obrigações do Tesouro de Portugal e da Alemanha. O prémio de risco do setor privado é representado pelo diferencial entre as *yields* médias implícitas nos índices iBoxx de *covered bonds* emitidas por empresas portuguesas e alemãs. Última atualização: 18-05-2018.

De um ponto de vista mais lato, a redução do endividamento dos setores privado e público deverá contribuir para a melhoria das condições de financiamento, para a redução das restrições ao investimento e para o aumento da competitividade da economia portuguesa, essenciais para garantir um crescimento económico potencial mais elevado. De facto, nos últimos anos, as SNF com menores rácios de endividamento têm sido as principais responsáveis pela recuperação do investimento empresarial em Portugal (3.2 Setor privado não financeiro).

### ... A rendibilidade do setor bancário melhorou em 2017, com destaque para o aumento do resultado de exploração, mas são necessários progressos adicionais

O setor bancário registou desenvolvimentos positivos na capitalização, na redução dos ativos não produtivos, em particular nos empréstimos *non-performing* (na sigla inglesa NPL), e na eficiência operacional. Adicionalmente, foram desenvolvidas várias ações de supervisão com vista ao reforço dos mecanismos de controlo e de governo interno, bem para a estabilização das equipas de gestão de várias instituições, com base em processos de avaliação particularmente exigentes.

No entanto, tendo em vista reduzir adicionalmente as vulnerabilidades do setor, é fundamental que os bancos continuem a cumprir os planos de redução de ativos não produtivos submetidos às autoridades de supervisão, em especial dada a necessidade no curto/médio prazo de emissão nos mercados financeiros internacionais de instrumentos elegíveis para o cumprimento dos requisitos mínimos de passivos e fundos próprios suscetíveis de absorver perdas em caso de resolução (na sigla inglesa MREL). Adicionalmente, é também importante que prossiga o ajustamento das suas estruturas de custos.

A evolução recente da solvabilidade dos principais bancos portugueses, a melhoria da atividade económica e a recuperação do mercado imobiliário têm criado um contexto propício para a redução de ativos não produtivos. De facto, desde meados de 2016 que se observam progressos muito significativos na redução de NPL e no aumento da cobertura destes ativos por imparidades. Em dezembro de 2017, o valor bruto dos empréstimos não produtivos no balanço do setor bancário situava-se 13,5 mil milhões de euros abaixo do máximo registado em junho de 2016, traduzindo-se numa redução de 4,6 pp do rácio de NPL, para 13,3%. No mesmo período, o rácio de cobertura aumentou 6,1 pp, para 49,3%. Estes desenvolvimentos refletem, sobretudo, a evolução no segmento das sociedades não financeiras, cujo rácio de NPL se situou em 25,2%, 5,2 pp abaixo do máximo registado em junho de 2016, correspondendo a uma redução de cerca de 9 mil milhões de euros no valor bruto dos empréstimos não produtivos. No mesmo período, o rácio de cobertura de NPL por imparidades no segmento das SNF aumentou 7,4 pp para 53,8%.

Num contexto de baixas taxas de juro, os desafios à geração de resultados exigem a continuação do processo de melhoria da eficiência operacional. Apesar dos ganhos esperados, este processo implica custos adicionais no curto a médio prazo, associados ao ajustamento dos quadros de pessoal e da rede de balcões e ao investimento inerente à transição tecnológica. A este respeito, refira-se que a adoção de novas tecnologias nas atividades de intermediação financeira coloca desafios ao nível da cibersegurança e do potencial aumento da concorrência por parte de empresas de base tecnológica (*Fintech*).

Em 2017, o nível de eficiência operacional do setor bancário português melhorou face ao ano anterior. O rácio *cost-to-income* cifrou-se em 53% no final de 2017, reduzindo-se cerca de 6,5 pp face ao valor observado em 2016. Expurgando os efeitos relacionados com o acionamento do mecanismo de capitalização contingente previsto nos contratos celebrados no âmbito da venda do NB e com os custos incorridos no âmbito dos planos de reestruturação implementados por vários bancos, estima-se que o *cost-to-income* seria de 54,5% (57% quando ajustado apenas daquele primeiro efeito), em 2017, situando-se na vizinhança da mediana deste indicador para os bancos da área do euro, no terceiro trimestre de 2017. Não obstante os progressos observados, com diferenças significativas entre bancos, os esforços para a melhoria da eficiência operacional devem continuar.

Outras vulnerabilidades do sistema financeiro incluem a concentração de exposições a algumas classes de ativos, designadamente a dívida pública e ao mercado imobiliário.

O sistema bancário português apresenta uma elevada exposição a dívida pública (cerca de 15% do ativo total no final de 2017), sobretudo sob a forma de títulos emitidos pelo soberano doméstico (8% do ativo total). O atual tratamento regulamentar dos títulos de dívida pública ao nível dos rácios de solvabilidade e de liquidez favorece a detenção destes ativos pelos bancos. Adicionalmente, o contexto de baixa rendibilidade no setor e as *yields* mais elevadas dos títulos portugueses tornam-nos relativamente mais atrativos face a outros emitentes soberanos da área do euro.

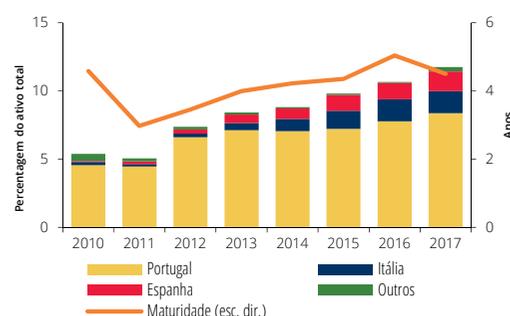
Porém, a concentração de exposições nesta classe de ativos torna os bancos a operar em Portugal especialmente sensíveis à variação das taxas de rendibilidade nos mercados financeiros, uma vez que uma proporção significativa destes títulos são avaliados no balanço ao valor de mercado (Gráfico I.1.3). De acordo com uma análise de sensibilidade do rácio de fundos próprios principais (*Common Equity Tier 1* – CET 1) à subida de 100 pb das *yields* da dívida pública nacional,

o impacto direto negativo é estimado em cerca de 0,58 pp no rácio de capital regulamentar, com referência a dezembro de 2017 (Tema em destaque “Interligações diretas e indiretas no sistema financeiro nacional”). Em 2017 foi concluída a remoção de um filtro prudencial que permitia aos bancos imunizar os rácios de fundos próprios às variações de valor dos títulos de dívida pública classificados em ativos disponíveis para venda. Assim, no presente, as variações de valor destes títulos são integralmente refletidas nos rácios de capital dos bancos.

Desde o final do primeiro trimestre de 2017, a redução das *yields* dos títulos de dívida pública portuguesa, acentuada pela melhoria da notação de risco de crédito da República Portuguesa para um nível de *investment grade* por várias agências de *rating*<sup>4</sup>, teve um efeito benéfico sobre os rácios de capital regulamentar dos bancos.

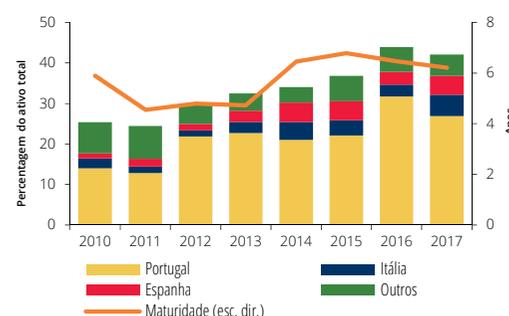
A elevada concentração dos investimentos em dívida pública do setor segurador manteve-se em 2017, tendo estabilizado após um expressivo aumento em 2016 (Gráfico I.1.4). Tal como no setor bancário, esta evolução reflete uma gestão de ativos onde se procura maximizar a rentabilidade da carteira e minimizar, simultaneamente, os requisitos de capital.

**Gráfico I.1.3 • Exposição do setor bancário residente a títulos de dívida pública e maturidade média da carteira**



Fontes: Banco de Portugal e Thomson Reuters. | Nota: Valores em fim de período.

**Gráfico I.1.4 • Exposição do setor segurador residente a títulos de dívida pública e maturidade média da carteira**



Fontes: Banco de Portugal e Thomson Reuters. | Nota: Valores em fim de período.

A exposição a ativos imobiliários representa igualmente uma parte relevante do ativo do setor bancário (38% do ativo total no final de 2017, 2 pp abaixo do valor em 2016). A maior parte desta exposição ocorre de forma indireta, em particular através das garantias imobiliárias associadas ao crédito à habitação, que representa aproximadamente 28% do ativo total (Gráfico I.1.5). A este respeito, importa acrescentar que, no final de 2017, uma percentagem significativa do crédito à habitação apresentava um rácio entre o empréstimo e o valor do imóvel (*loan-to-value*, LTV) abaixo de 90%. Assim, os bancos portugueses deverão beneficiar de alguma margem para acomodar eventuais desvalorizações dos colaterais sem que tal resulte num impacto sobre a perda esperada da carteira de crédito à habitação que implique um aumento significativo das imparidades.

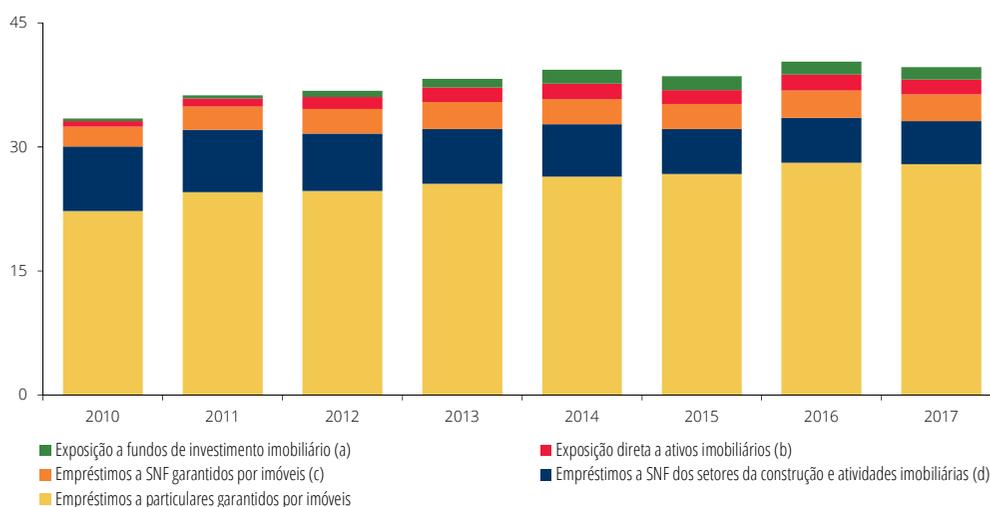
Outra componente da exposição indireta dos bancos ao setor imobiliário refere-se ao crédito concedido a empresas dos setores da construção e das atividades imobiliárias, representando

4. No segundo semestre de 2017, as notações de risco (*rating*) atribuídas à dívida de longo-prazo da República Portuguesa foram revistas em alta pela Fitch e pela Standard & Poor's (S&P) para o patamar de *investment grade*. Em setembro de 2017, a S&P aumentou o *rating* em um nível, de BB+ para BBB-, atribuindo-lhe um *outlook* estável. Em dezembro de 2017, a Fitch reviu a notação em dois níveis, de BB+ para BBB, também com *outlook* estável. Em abril de 2018, a DBRS também aumentou a notação em um nível, de BBB- para BBB, com *outlook* estável. Apenas a Moody's continua a avaliar o soberano português como *non-investment grade*, embora tenha revisto o *outlook* para positivo.

cerca de 5% do ativo total. Apesar de representarem aproximadamente 26% dos empréstimos a SNF, 40% dos NPL de empresas concentra-se nestes setores.

A detenção de imóveis recebidos em reembolso de crédito próprio e de unidades de participação em fundos de investimento imobiliário (alguns dos quais resultantes da transferência dos referidos imóveis)<sup>5</sup> constitui uma fonte de exposição do setor bancário ao mercado imobiliário com uma natureza mais direta. Porém, estes ativos têm um peso pouco significativo no balanço dos bancos portugueses. Adicionalmente, a dinâmica que se observa no mercado imobiliário nos últimos anos tem criado melhores condições para a redução destes ativos, levando a uma ligeira diminuição de ambas as exposições em 2017 (Gráficos I.1.6 e I.1.7).

**Gráfico I.1.5 • Exposição do setor bancário ao setor imobiliário | Em percentagem do ativo total**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: (a) inclui empréstimos e unidades de participação; (b) valores brutos; (c) exclui empréstimos a sociedades não financeiras (SNF) dos setores da construção e das atividades imobiliárias; (d) não exclui empréstimos concedidos para o financiamento de projetos não relacionados com o setor imobiliário, como por exemplo para obras públicas. Valores em fim de período.

Em particular, no que diz respeito aos imóveis recebidos em reembolso de crédito próprio, o aumento expressivo observado entre 2010 e 2013 não pode ser dissociado da crise económica e financeira registada neste período, a qual teve reflexo no elevado nível de incumprimento e, por consequência, na execução das garantias associadas a estes créditos. No final de 2017, o valor bruto dos imóveis detidos pelos bancos representava menos de 2% do ativo total do setor.

A exposição a fundos de investimento imobiliário, quer pela detenção de unidades de participação, quer através de empréstimos concedidos, corresponde a 1,5% do ativo total do setor bancário. Adicionalmente, por dizerem respeito essencialmente a fundos fechados cujas unidades de participação são maioritariamente detidas por bancos, o risco de liquidez associado é diminuto.

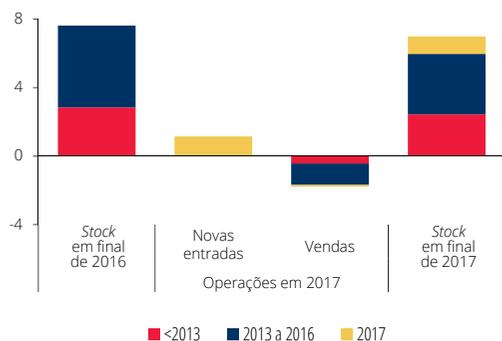
A continuação da redução das vulnerabilidades estruturais do setor bancário é premente, dada a necessidade de aceder aos mercados financeiros internacionais para satisfazer as necessidades associadas ao MREL, a concorrência crescente das empresas *Fintech* e o prolongamento do ambiente de baixas taxas de juro. Estes fatores deverão penalizar a rentabilidade das instituições financeiras,

5. A esta exposição deverão acrescer os empréstimos e as unidades de participação em fundos de investimento fechados dedicados à reestruturação de empresas dos setores da construção e das atividades imobiliárias, embora a sua dimensão seja reduzida no balanço do setor bancário (inferior a 1% do ativo total).

suscitando desafios ao futuro modelo de negócio do setor. Este aspeto é particularmente importante para os bancos a operar em Portugal, onde os empréstimos a particulares para habitação, com taxas indexadas à Euribor, maturidades longas e *spreads* fixos, constituem uma parcela importante da carteira de crédito. Apesar de nas novas operações ativas com clientes os *spreads* atualmente praticados serem mais elevados do que antes da crise financeira, o impacto sobre a taxa de juro média da carteira é gradual, dada a dimensão reduzida dos volumes de novo crédito em comparação com o *stock*. No que diz respeito ao setor de seguros e fundos de pensões, a persistência de taxas de juro muito baixas, por um período prolongado e cobrindo um vasto espectro de maturidades, tem vindo a limitar as opções de investimento que permitem assegurar as responsabilidades de longo prazo assumidas, além de aumentar o valor atualizado dessas mesmas responsabilidades.

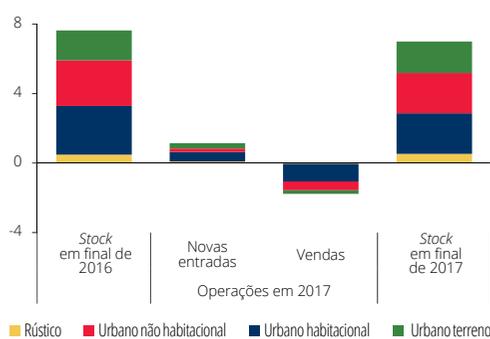
Contudo, à medida que a recuperação económica na área do euro se consolide e se repercuta num ajustamento sustentado da trajetória de inflação, compatível com o objetivo do Banco Central Europeu (BCE), é expectável uma retirada gradual dos estímulos monetários. Apesar de o Conselho do BCE esperar que as taxas de juro diretoras permaneçam nos níveis atuais durante um período alargado e muito para além do horizonte das compras líquidas no âmbito do programa de compra de ativos (APP), é expectável que a normalização a médio-prazo das taxas de juro de mercado beneficie a rentabilidade das instituições financeiras.<sup>6</sup>

**Gráfico I.1.6 • Stock de imóveis no balanço dos bancos, por ano de recebimento**  
| Em milhares de milhão de euros



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Imóveis avaliados ao preço de aquisição.

**Gráfico I.1.7 • Stock de imóveis no balanço dos bancos, por tipologia** | Em milhares de milhão de euros



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Imóveis avaliados ao preço de aquisição.

## 1.2 Riscos para a estabilidade financeira

As condições financeiras da economia portuguesa são, em larga medida, determinadas pelo ambiente macrofinanceiro na área do euro. Por sua vez, o elevado grau de integração económica e financeira entre a área do euro e os principais blocos económicos justifica o carácter global inerente aos riscos identificados neste relatório, no curto/médio prazo (Quadro I.1.1). Os riscos elencados poderão interagir e, em caso de materialização, poderão reforçar-se mutuamente.

6. Muito embora seja expectável que o ciclo de subida das taxas de juro de curto-prazo se inicie no futuro próximo, este tenderá a ser muito gradual, de acordo com as expectativas de mercado. É de realçar que tradicionalmente a margem financeira dos bancos portugueses tende a aumentar (diminuir) com a subida (descida) das taxas de juro de curto-prazo. Esta característica resulta, em larga medida, do facto das taxas de juro dos depósitos à ordem serem próximas de zero, qualquer que seja o nível das taxas de juro de curto-prazo. Desta forma, a transmissão às taxas de juro ativas e passivas dos bancos é assimétrica.

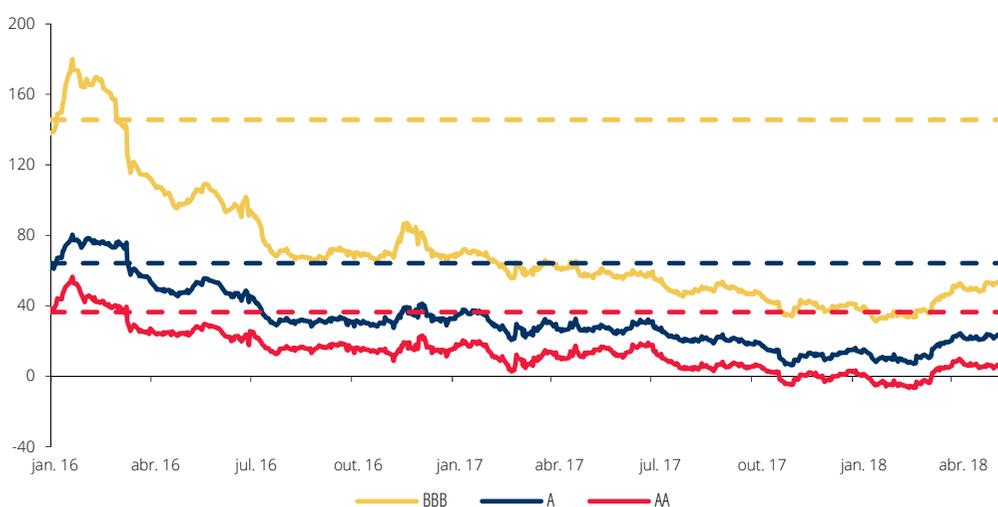
### Quadro I.1.1 • Riscos para a estabilidade financeira

Reavaliação significativa e abrupta dos prémios de risco a nível global.  
Eventual prolongamento do ambiente de taxas de juro muito baixas.  
Menor restritividade dos critérios de concessão de crédito a particulares.  
Sensibilidade dos preços do mercado imobiliário à atuação de não residentes.  
Aprofundamento da componente tecnológica na atividade financeira: ciber-risco e abertura do mercado a novas empresas especializadas na prestação de serviços financeiros por via digital (*Fintech*).  
Transição do setor bancário para o novo quadro regulamentar e institucional a nível europeu.

## Os investidores continuam a demonstrar uma elevada tolerância ao risco nos mercados financeiros internacionais, num contexto de recuperação da economia mundial

Apesar da recuperação robusta e generalizada da atividade económica na área do euro, se bem que em desaceleração, não se observa ainda uma convergência sustentada da inflação para o objetivo de estabilidade de preços do Banco Central Europeu. Deste modo, a orientação da política monetária permanece acomodatória, refletindo-se em níveis de taxas de juro de mercado ainda muito baixos. Este contexto tem sido propício à compressão de prémios de risco em classes de ativos mais arriscados, refletindo a procura de rentabilidade por parte dos investidores (Gráfico I.1.8).

Gráfico I.1.8 • Prémios de risco do setor privado na área do euro | Pontos base

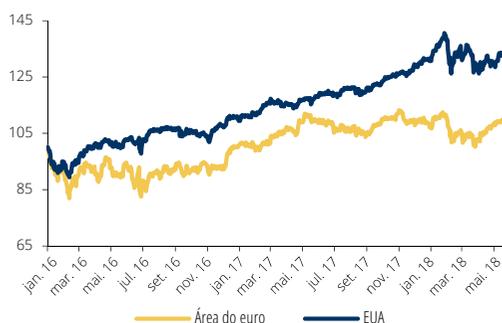


Fonte: Thomson Reuters e cálculos de Banco de Portugal. | Notas: Diferencial entre a *yield* média dos índices *iBoxx* de sociedades não financeiras privadas, por notação de risco de crédito, e a média das taxas *mid-swap* do euro nas maturidades de 1 a 10 anos. Última atualização: 18-05-2018.

Nos EUA, num contexto em que a economia se encontra perto do pleno emprego e o processo de normalização da política monetária prossegue a um ritmo gradual, os mercados financeiros aparentam antecipar a continuação da atual fase de expansão da atividade económica por um período prolongado. De facto, as *yields* dos títulos de dívida pública de longo prazo aumentaram e os índices acionistas voltaram a valorizar-se em 2017, suportados por dados económicos favoráveis e pela melhoria das perspetivas de crescimento económico no curto prazo (Gráficos I.1.9 e I.1.10). A elevada tolerância ao risco ao longo de 2017 tem-se refletido em níveis de volatilidade implícita

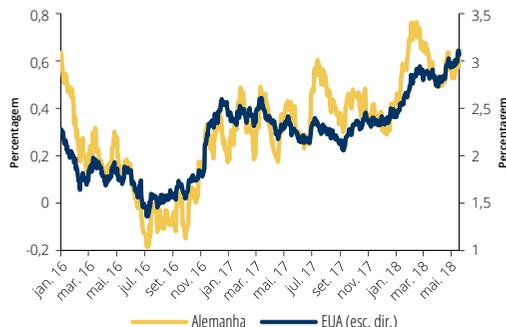
muito baixos (Gráfico I.1.11), os quais poderão manter-se se os investidores os percecionarem como permanentes e responderem com o reforço das suas posições em ativos com valorizações historicamente elevadas.

**Gráfico I.1.9 • Índices acionistas |**  
Janeiro 2016 = 100



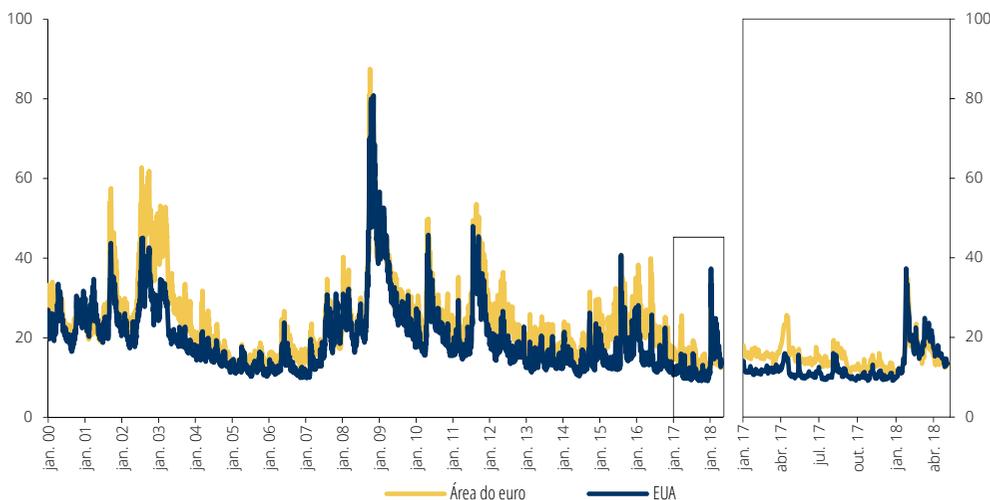
Fonte: Thomson Reuters e cálculos de Banco de Portugal. | Notas: Índices bolsistas representados: EuroStoxx 50 (Área do euro) e Standard & Poor's 500 (EUA). Última atualização: 18-05-2018.

**Gráfico I.1.10 • Taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos**



Fonte: Thomson Reuters e cálculos de Banco de Portugal. | Nota: Última atualização: 18-05-2018.

**Gráfico I.1.11 • Volatilidade implícita nos mercados acionistas | Em percentagem**



Fonte: Thomson Reuters. | Notas: Volatilidade implícita em opções sobre os índices acionistas S&P 500 e EuroStoxx 50, representada pelos índices VIX (EUA) e VSTOXX (Área do euro), respetivamente. Última atualização: 18-05-2018.

No início de fevereiro, os dados sobre o mercado de trabalho nos EUA revelaram uma aceleração dos salários mais forte do que a antecipada, suscitando receios de um aumento das pressões inflacionistas que conduziisse a uma normalização do nível das taxas de juro pela Reserva Federal mais célere do que o antecipado. A reação dos investidores traduziu-se em diminuições acentuadas das cotações nos principais índices acionistas nos EUA e em outras economias (Gráfico I.1.9). Apesar de estes movimentos se terem revertido parcialmente nas semanas seguintes, este episódio evidenciou a sensibilidade das expetativas dos investidores no atual contexto de valorizações elevadas dos ativos financeiros. Assim, o risco de uma reavaliação em alta dos prémios de risco a

nível global permanece elevado, em particular num quadro de riscos geopolíticos e económicos, como por exemplo a adoção de medidas protecionistas. A concretização deste cenário tenderá a ter consequências negativas sobre a economia e o comércio mundiais.

A ocorrência de episódios de maior volatilidade nos mercados financeiros poderá ter impactos no custo de refinanciamento de dívida de curto-prazo, especialmente por parte de alguns agentes económicos com menores reservas de liquidez. Adicionalmente, se o aumento dos prémios de risco se revelar persistente, os custos de financiamento tenderão a agravar-se mesmo para os agentes económicos domésticos com dívida a mais longo prazo, fontes de financiamento mais diversificadas e maior disponibilidade de liquidez, como a República Portuguesa ou as instituições financeiras. Assim, é essencial prosseguir políticas que promovam a sustentabilidade das finanças públicas e o crescimento potencial da economia portuguesa, fatores que influenciam a perceção de risco dos investidores.

Um aumento significativo dos prémios de risco teria impactos sobre o sistema financeiro português através de diversos canais. Por um lado, a procura externa dirigida à economia portuguesa tenderia a reduzir-se, afetando a atividade económica, designadamente as exportações, com possíveis consequências sobre o mercado imobiliário e o incumprimento no crédito. Por outro lado, os rácios de capital das instituições financeiras seriam afetados pela desvalorização das elevadas exposições a títulos de dívida pública. Adicionalmente, o aumento do custo de financiamento nos mercados dificultaria a eventual emissão de instrumentos elegíveis para o cumprimento do MREL. Porém, no período recente, a melhoria da perceção de risco dos investidores quanto às finanças públicas e à economia portuguesa e a estabilização do setor bancário deverão ter contribuído para mitigar o impacto de uma eventual subida abrupta dos prémios de risco a nível internacional. Adicionalmente, o Conselho do BCE mantém a disponibilidade para prolongar o APP na área do euro até que se observe um ajustamento sustentado da trajetória de inflação consistente com o objetivo do BCE. O BCE sinalizou também que as taxas de juro diretoras permanecerão nos níveis atuais durante um período alargado e muito para além do horizonte das compras líquidas de ativos.

### Um eventual prolongamento do atual ambiente de taxas de juro muito baixas condicionaria a rendibilidade do sistema financeiro, podendo gerar incentivos à tomada de risco excessivo e a uma redução mais lenta da dívida do setor não financeiro

Em relação a dezembro de 2017, as taxas de juro implícitas nos futuros da Euribor a 3 meses aumentaram no horizonte 2019-22, a par da recuperação económica robusta e generalizada na área do euro, indicando que esta taxa de juro deverá atingir valores positivos no segundo semestre de 2019 (Gráfico I.1.12).

Num cenário de aumento das taxas de juro de mercado, a capacidade de serviço da dívida dos mutuários mais endividados e com taxas de esforço mais elevadas seria negativamente afetada. Porém, as expectativas quanto à evolução das taxas de juro do mercado monetário continuam a apontar para um aumento gradual e limitado no médio prazo, que deverá ocorrer num contexto de recuperação económica na área do euro e em Portugal. Deste modo, a capacidade de serviço da dívida por parte dos agentes económicos deverá beneficiar do expectável aumento do rendimento disponível dos particulares e dos lucros das empresas.

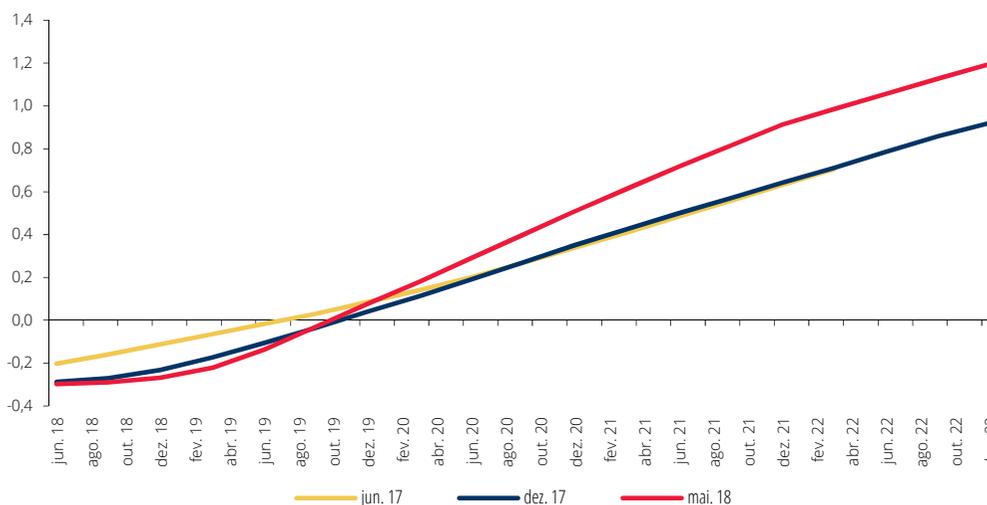
Não obstante a atual fase de recuperação da economia e do comércio mundiais, existem riscos descendentes relacionados, em particular, com a possibilidade de adoção de medidas protecionistas. Adicionalmente, a taxa de inflação na área do euro permanece abaixo do objetivo de médio-prazo

do BCE. Assim, na eventualidade de um abrandamento mais significativo da atividade económica, a subida das taxas de juro poderá revelar-se mais lenta do que o implícito nas atuais expectativas do mercado.

O prolongamento do ambiente de baixas taxas de juro, mesmo que num contexto de menor recuperação da atividade económica, poderia fomentar uma maior procura de crédito, desincentivando a redução da dívida do setor privado não financeiro, que permanece ainda em níveis elevados. Assim, importa salientar que no setor das SNF, apesar da melhoria agregada da sua estrutura de financiamento, prevalece ainda uma elevada heterogeneidade nos níveis de endividamento. No caso dos particulares, as famílias de rendimento intermédio, onde se concentra grande parte da dívida dos particulares, apresentam rácios entre o serviço da dívida e o rendimento (na sigla inglesa DSTI) próximos de níveis críticos.<sup>7</sup> Assim, existe um número significativo de agentes económicos vulneráveis a um aumento futuro das taxas de juro. Importa, assim, que se prossiga na trajetória de redução dos níveis de endividamento, em particular pelos agentes mais vulneráveis a choques no rendimento e/ou a subidas dos encargos financeiros.

Neste sentido, no âmbito da recente recomendação adotada enquanto autoridade macroprudencial nacional, o Banco de Portugal determinou que, para os contratos de crédito a famílias a taxa de juro variável ou mista, as instituições devem avaliar o impacto de um aumento do indexante aplicável na solvabilidade dos mutuários (1.3 Política macroprudencial).<sup>8</sup> Deste modo, é expectável que os critérios de concessão de crédito nas novas operações com famílias reflitam a capacidade de serviço da dívida dos mutuários em caso de uma subida das taxas de juro de mercado.

**Gráfico I.1.12 • Taxa de juro implícita nos contratos de futuros sobre a Euribor a três meses | Em percentagem**



Fonte: Thomson Reuters e cálculos de Banco de Portugal. | Notas: Valores médios a 90 dias das taxas de juro implícitas nos contratos de futuros sobre a Euribor a três meses cotados na London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE). As taxas de juro implícitas em junho de 2017 e em dezembro de 2017 referem-se às médias até ao último dia útil desse mês. Os valores de maio de 2018 correspondem às médias até 18-05-2018.

O ambiente de baixas taxas de juro tem condicionado a recuperação da rentabilidade das instituições financeiras nos últimos anos, via margem financeira, em particular nos países onde

7. É comum considerar-se que rácios de DSTI acima de 30% ou 40% encontram-se em níveis críticos. Ver caixa 4 "A vulnerabilidade financeira das famílias portuguesas", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira*, dezembro de 2017.

8. Instrução n.º 3/2018 do Banco de Portugal, que estabelece, com vista a contribuir para a resiliência do sistema financeiro, os critérios para a ponderação do impacto na solvabilidade dos consumidores de aumentos do indexante aplicável a contratos de crédito a taxa de juro variável ou a taxa de juro mista (<https://www.bportugal.pt/instrucao/32018>).

prevalecem os créditos contratados com taxas de juro indexadas às taxas de juro do mercado monetário, tal como em Portugal. Por um lado, as taxas de juro de curto-prazo repercutem-se de forma assimétrica nas taxas ativas e passivas dos bancos (Nota 6). Por outro lado, existe um limiar inferior de 0% na taxa de juro dos depósitos, o que não sucede nas taxas de juro ativas. Estes factos condicionam a evolução da margem financeira em caso de prolongamento das atuais condições monetárias (4. Setor bancário). Contudo, tenderá a ter um efeito positivo sobre o incumprimento no curto-prazo. Por sua vez, as baixas taxas de juro no segmento longo da curva de rendimentos, proporcionadas pelas medidas não convencionais de política monetária do BCE, tem limitado os rendimentos gerados pelos títulos de dívida detidos por instituições financeiras.

Esta situação pode ser agravada na medida em que os desafios à geração de resultados impostos pelas atuais condições monetárias acomodáticas criam incentivos a uma menor restritividade dos critérios de concessão de crédito, num contexto de maior concorrência entre as instituições de crédito. De facto, nos últimos anos tem-se assistido a uma compressão dos *spreads* nas novas operações de crédito ao setor privado não financeiro. No caso dos novos empréstimos à habitação, os *spreads* têm vindo a diminuir nos últimos anos, apesar de ainda se manterem acima da média anterior à crise financeira. No segmento das SNF, os *spreads* estão já próximos da média anterior à crise (Gráfico I.1.13), embora exista evidência de diferenciação dos *spreads* dos novos empréstimos de acordo com o perfil de risco das empresas.<sup>9</sup>

**Gráfico I.1.13 • *Spreads* das novas operações com o setor privado não financeiro**  
| Pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Diferencial entre a taxa de juro média das novas operações e a Euribor a 3 meses no caso dos empréstimos a sociedades não financeiras, e a Euribor a 6 meses no caso dos empréstimos a particulares para habitação. As linhas a tracejado representam as médias no período 2003-07.

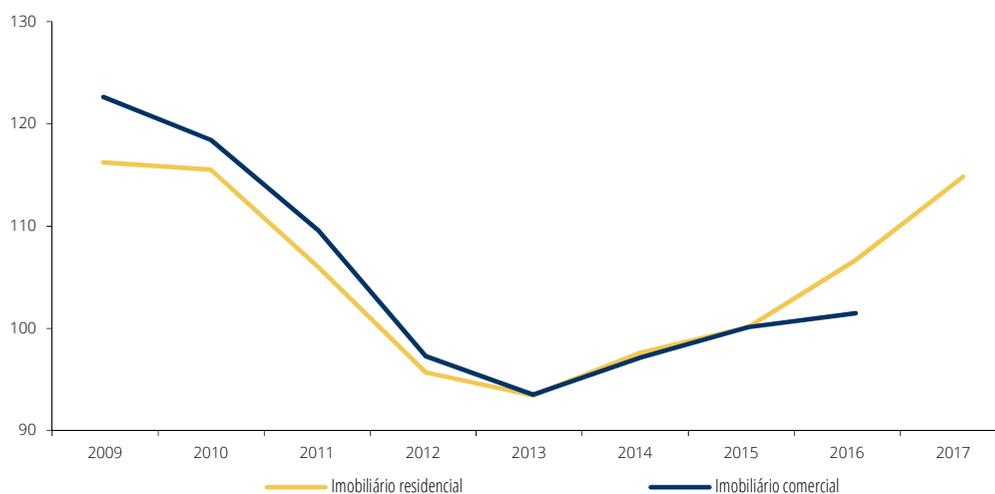
A evolução dos *spreads* de taxa de juro nas operações de crédito deve ser enquadrada na atual fase do ciclo económico, na medida em que tipicamente o preço do risco de crédito tende a ter um carácter pró-cíclico. Por forma a evitar uma excessiva materialização de risco de crédito no futuro, tal como aconteceu no contexto da crise financeira e soberana, e aumentar a resiliência das instituições de crédito, importa que o *pricing* das operações seja feito tendo em conta um horizonte temporal alargado, numa perspetiva que extravase a ótica de curto prazo, de forma a levar em consideração a capacidade de servir a dívida por parte dos mutuários em cenários económicos menos benignos.

9. Tema em destaque "A segmentação do risco nos *spreads* implícitos nas taxas de juro dos novos empréstimos bancários a sociedades não financeiras", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira*, dezembro de 2017.

Uma menor restritividade dos critérios de concessão de crédito à habitação, num contexto de um ainda elevado endividamento e baixa taxa de poupança dos particulares, tenderia a ser reforçada pela recente dinâmica da economia e dos preços no mercado imobiliário residencial

Após acumularem uma redução de 16% em termos reais entre 2010 e 2013, os preços do imobiliário residencial em Portugal registaram taxas de crescimento anuais robustas e crescentes nos anos recentes. Entre o final de 2013 e o final de 2017 os preços cresceram cerca de 23% em termos reais (Gráfico I.1.14). O forte crescimento das atividades de alojamento local associadas à expansão do turismo, e a procura por não residentes, também no contexto de concessão de autorização de residência, deverão estar a contribuir de forma significativa para a atual dinâmica do mercado imobiliário (2.3 Mercados imobiliários).

Gráfico I.1.14 • Índices de preços do imobiliário em termos reais | 2015 = 100



Fontes: Instituto Nacional de Estatística e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: O índice de preços do imobiliário comercial está apenas disponível numa base anual. Índices nominais deflacionados pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor, base 2015.

Existe evidência que sugere que a evolução do crédito não constituirá o fator primordial para a dinâmica recente dos preços do imobiliário residencial (2.3 Mercados imobiliários). De facto, o *stock* de crédito à habitação continua a diminuir, ainda que a uma menor cadência do que a observada nos últimos anos, refletindo-se numa taxa de variação anual de -1,6% em fevereiro de 2018.

Apesar da redução do *stock* de crédito à habitação, o montante das novas operações tem vindo a crescer desde 2013, com aceleração a partir de 2015, embora se mantenha ainda em valores inferiores aos registados antes da crise financeira. Adicionalmente, a percentagem de transações de alojamentos familiares que tem vindo a ser financiada por novas operações de crédito à habitação tem aumentado desde 2015, depois de ter atingido um valor mínimo de cerca de 20%, no final de 2013. Em 2017, o valor médio deste rácio situou-se em 43%, embora ainda aquém dos valores de 2009 (cerca de 65%).

Importa, assim, aferir em que medida a evolução do *stock* de crédito à habitação é acompanhada por uma recomposição por grupos de mutuários com diferentes características. Um estudo do

Banco de Portugal, baseado em dados por devedor, constantes da Central de Responsabilidades de Crédito, conclui que, em 2017, as amortizações totais antecipadas corresponderam a 50% do total de amortizações.<sup>10</sup> Adicionalmente, constata-se que a maior parte dos devedores que efetuaram amortizações totais antecipadas não contraíram novo crédito à habitação nos seis meses subsequentes, inferindo-se que a troca de casa não motivou estas amortizações. Desta forma, o aumento do fluxo de novos créditos, conjugado com a importância das amortizações antecipadas, que se traduz numa ligeira diminuição do saldo, pode indicar que o grupo de mutuários que contraem novos créditos está a aumentar de forma significativa o respetivo endividamento. Assim, muito embora a exposição dos bancos ao crédito à habitação esteja a diminuir ligeiramente, deverá estar a ocorrer uma substituição de devedores cujos empréstimos apresentariam rácios de LTV relativamente baixos, por estarem mais próximos da maturidade, por novos devedores com LTV mais elevados e com preços com maior risco de sobrevalorização.

A recuperação da economia e do mercado imobiliário, conjugada com taxas de juro de curto prazo ainda muito baixas, cria incentivos para uma maior concorrência entre os bancos e para uma menor restritividade dos critérios de concessão de crédito. As atuais condições económicas e financeiras são favoráveis à procura de crédito, tal como evidenciado pelos resultados do último Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito de abril de 2018 (4. Setor bancário). Este contexto poderá fomentar a concessão de crédito a mutuários com um perfil de risco mais elevado, ou seja, com maior probabilidade de incumprimento num cenário de subida das taxas de juro ou de deterioração das condições económicas.

Além da redução dos *spreads* praticados nas novas operações de crédito à habitação, como acima referido, existe evidência de outras práticas menos restritivas na concessão de crédito a particulares, que se podem acentuar no atual contexto. Em particular, tem-se assistido à dilatação da maturidade original praticada nos novos contratos de crédito no período mais recente. Após redução e estabilização entre 2011 e 2014, a maturidade média dos novos contratos de crédito à habitação voltou a aumentar a partir de 2015, atingindo 33 anos em 2016.<sup>11</sup> Esta situação tenderá a ser mais grave se a maturidade dos contratos se estender pelo período de reforma do mutuário, onde é expectável uma redução substancial do rendimento disponível e, assim, da capacidade de serviço da dívida.

Outros indicadores que indiciam um menor grau de restritividade dos critérios de concessão de crédito à habitação aplicados recentemente são os já referidos rácios LTV e DSTI, mas também o rácio entre o montante do empréstimo e o rendimento do mutuário (*loan-to-income*, LTI). Os dados recentes apontam para uma proporção significativa de contratos em que o rácio LTV aplicado à data da concessão do crédito é elevado, apenas parcialmente associado ao financiamento de imóveis na carteira dos bancos. Na ausência de outros fatores que possam atuar como mitigantes de risco de crédito nestes contratos, um estudo do Banco de Portugal conclui que operações de crédito realizadas com condições creditícias menos restritivas (i.e. com valores elevados de LTV, LTI e DSTI) tendem a estar associadas a uma maior taxa de incumprimento.<sup>12</sup>

10. Caixa 2 “Novos empréstimos e reembolsos no crédito à habitação: uma análise com dados microeconómicos”, Banco de Portugal, *Boletim Económico*, maio de 2018.

11. Banco de Portugal, *Relatório de Acompanhamento dos Mercados Bancários de Retalho*, agosto de 2017.

12. Tema em destaque “Exposição do setor bancário ao crédito à habitação: análise dos LTV e LTI/DSTI e implicações para a estabilidade financeira”, Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira*, junho de 2017, e Banco de Portugal, “Medida macroprudencial no âmbito do crédito concedido a consumidores”, fevereiro de 2018.

No segmento do crédito ao consumo e outros fins, apesar de ter um peso menos significativo na dívida dos particulares (cerca de 24% em 2017), observa-se também alguma menor restritividade dos critérios de concessão de crédito, em especial no aumento dos prazos médios das novas operações. Contudo, as taxas de juro, embora denotando alguma redução, mantêm-se em níveis elevados. Adicionalmente, os *stocks* de crédito ao consumo têm registado taxas de crescimento muito elevadas desde 2016.

Assim, importa assegurar que as atuais dinâmicas do crédito às famílias não comprometam, por um lado, a redução do ainda elevado rácio de endividamento dos particulares e, por outro, não promovam a acumulação de risco excessivo no balanço dos bancos, bem como a alocação demasiado elevada de recursos da economia ao setor imobiliário. Neste sentido, atendendo à tendência recente de aumento significativo das novas operações de crédito à habitação, bem como a diminuição dos respetivos *spreads*, acompanhado por um forte crescimento dos *stocks* do crédito ao consumo, o Banco de Portugal emitiu uma Recomendação dirigida aos novos contratos de crédito às famílias. Esta Recomendação pretende, por um lado, incentivar a adoção pelo sistema financeiro português de critérios de concessão de crédito prudentes para reforçar a sua capacidade para absorver potenciais choques adversos. Por outro, promover a obtenção pelas famílias de financiamento sustentável, minimizando o risco de incumprimento. Adicionalmente, com esta medida macroprudencial, o Banco de Portugal pretende prevenir que o setor financeiro assumira riscos excessivos nos novos créditos celebrados com as famílias, num contexto em que se começa a observar uma menor restritividade nos critérios de concessão de crédito e se antecipava que esta tendência se pudesse vir a acentuar (1.3 Política macroprudencial).

... O forte crescimento dos preços do imobiliário residencial e,  
... em menor grau, do comercial, tem sido impulsionado pelo  
... turismo e pelo investimento direto por não residentes,  
... podendo a sua inversão reverter esta dinâmica

Em Portugal, tem-se observado um período continuado de aumento dos preços no mercado imobiliário, apesar de diferentes ritmos de crescimento entre os segmentos residencial e comercial. Após um período de redução dos preços no segmento residencial, começaram a surgir alguns sinais de sobrevalorização destes preços em termos agregados na segunda metade de 2017 (Gráfico I.1.14). No que se refere ao segmento comercial, após uma queda acentuada dos preços no período entre 2007 e 2013, estes apresentam sinais de alguma recuperação, mas de forma mais contida do que no segmento residencial.

Ainda que as indicações de sobrevalorização no mercado imobiliário residencial em termos agregados sejam muito limitadas, a duração e a rapidez do crescimento dos preços podem implicar riscos para a estabilidade financeira em caso de persistência ou reforço desta dinâmica. Estes riscos tenderão a ser amplificados se a atual dinâmica dos preços for financiada com recurso ao crédito, uma vez que ambos se reforçam mutuamente em consequência da valorização do colateral imobiliário. No entanto, existe evidência de que a evolução do crédito interno não será o fator fundamental subjacente à dinâmica de preços no mercado imobiliário em Portugal (2.3 Mercado imobiliário).

Muito embora os bancos portugueses não estejam a ser os principais dinamizadores deste mercado, um eventual decréscimo acentuado de preços no mercado imobiliário residencial teria efeitos negativos sobre o setor bancário. Por um lado, diminuiria o valor dos imóveis dados em garantia dos empréstimos, sendo este efeito tipicamente mais relevante para os empréstimos

mais recentes. Por outro lado, uma diminuição dos preços poderia inverter as atuais condições favoráveis à redução dos imóveis recebidos em dação nos balanços dos bancos e dos NPL, que têm beneficiado da dinâmica deste mercado nos últimos anos. Adicionalmente, a correção dos preços conduz, mesmo no caso em que os ciclos do mercado imobiliário sejam financiados com capital próprio, a reduções da riqueza das famílias e de outros investidores.

A procura de imobiliário por parte de investidores estrangeiros apresenta vantagens para as instituições de crédito domésticas no contexto atual. Por um lado, facilita a venda dos imóveis detidos pelas instituições de crédito e, por outro, contribui para a diminuição dos NPL associados a crédito garantido por imóveis. No entanto, a relevância de investidores não residentes neste mercado aumenta a vulnerabilidade a subidas abruptas e significativas dos prémios de risco a nível internacional, dado o ajustamento mais célere que tende a caracterizar estes investidores. Em particular, uma reversão abrupta e acentuada da procura por parte de investidores internacionais e, conseqüentemente, dos preços dificultaria a redução dos imóveis no balanço das instituições de crédito nacionais.

Em termos dos investidores presentes no mercado imobiliário comercial, importa distinguir entre investidores de longo prazo, como os fundos de pensões, e investidores mais sensíveis às condições financeiras e económicas globais, como os *Real Estate Investment Trust* (REITs). De facto, a presença dos primeiros poderá contribuir para mitigar os efeitos sobre o mercado de um potencial comportamento mais volátil dos outros investidores. No entanto, alterações significativas no quadro regulamentar que afetem as expectativas de rentabilidade futura dos investidores deste mercado poderão ter um efeito amplificador sobre os preços, dadas as características do mercado português em termos de dimensão e de liquidez.

O surgimento de eventos de natureza geopolítica e económica, bem como a eventual imposição de medidas protecionistas, poderá conduzir a uma reavaliação abrupta dos prémios de risco a nível global. Este processo poderia resultar num abrandamento acentuado da atividade económica e do comércio globais e, por consequência, da procura externa dirigida à economia portuguesa. Tal terá efeitos negativos no PIB, no consumo e no investimento e, em especial, nas exportações, designadamente no turismo. Conseqüentemente, o abrandamento da atividade económica nacional, em particular a redução do rendimento motivada pela quebra de receitas associadas ao turismo e à dinâmica do alojamento local, poderá conduzir, numa primeira fase, a dificuldades for parte dos mutuários no cumprimento do serviço da dívida, e, numa segunda fase, a vendas de ativos imobiliários e conseqüente efeito na correção em baixa dos preços.

Por seu turno, a subida futura das taxas de juro no contexto de normalização da política monetária na área do euro tenderá a ter efeitos bastante mais limitados, já que se espera que ocorra de forma gradual e num quadro de recuperação da atividade económica. Assim, na medida em que parte da subida de preços no mercado imobiliário esteja associada ao período prolongado de taxas de juro muito baixas, é expectável, por esta via, uma estabilização dos preços neste mercado.

.....  
A utilização cada vez mais generalizada das novas tecnologias  
na prestação de serviços financeiros deverá ser acompanhada  
por reguladores e supervisores, numa perspetiva de  
.....  
preservação da estabilidade financeira

O fenómeno da digitalização tem fomentado alterações nos comportamentos e nas expectativas dos agentes económicos em vários contextos. A generalização das novas tecnologias veio alterar a forma como os consumidores se relacionam com os prestadores de serviços financeiros.

Em particular para o setor bancário, estas dinâmicas criam simultaneamente desafios e oportunidades ao longo do processo de transição tecnológica.

As novas tecnologias permitem às instituições financeiras uma maior eficiência no tratamento de informação. Por um lado, originam potenciais ganhos no relacionamento com os clientes, ao permitirem uma maior adequação da oferta de produtos e serviços às necessidades identificáveis dos clientes, cada vez mais acessíveis através de canais digitais. Por outro lado, a gestão e tratamento de grandes volumes de informação de base, tanto para fins comerciais como para a avaliação de riscos financeiros, exige a disponibilidade de sistemas de informação adequados e recursos humanos especializados. Assim, a adaptação bem-sucedida do sistema bancário a este novo paradigma requer um elevado investimento inicial em infraestruturas tecnológicas, mas representa também uma oportunidade para os bancos aumentarem a sua eficiência operacional. Por fim, a evolução dos sistemas de gestão da informação das instituições financeiras deverá acautelar uma adequada mitigação do ciber-risco, i.e. salvaguardar a proteção dos dados pessoais dos clientes bancários e a segurança das transações financeiras. Este aspeto reveste-se de particular importância, uma vez que a confiança da população no sistema financeiro é um dos pilares da sua estabilidade.

Porém, existem ainda desafios relacionados com as recentes alterações regulamentares que vieram abrir alguns segmentos de mercado a novas empresas especializadas na prestação de serviços financeiros por via digital (*Fintech*). A este respeito, refira-se a entrada em vigor, em janeiro de 2018, da nova diretiva relativa aos sistemas de pagamento no mercado interno da União Europeia (DSP 2) que permitirá, quando transposta para os ordenamentos jurídicos dos Estados-Membros, que prestadores de serviços sem licença bancária possam fornecer serviços de pagamento específicos, através de aplicações informáticas dedicadas.

A massificação da tecnologia vem contestar o poder de mercado e o modelo de negócio do setor financeiro regulado, em particular do setor bancário, em determinadas áreas da sua atividade. O aumento da concorrência, introduzido pelas empresas *Fintech* nesses segmentos, menos sujeitos a requisitos regulatórios e relativamente rentáveis, acresce às pressões sobre a rentabilidade do sistema financeiro no atual contexto de muito baixas taxas de juro.

Assim, as autoridades competentes deverão acompanhar a inovação tecnológica no sistema financeiro de modo a assegurar (i) um tratamento equitativo entre instituições concorrentes, (ii) a identificação dos riscos colocados pela disponibilização de serviços financeiros de base tecnológica e (iii) a adoção de iniciativas regulatórias e de supervisão adequadas, tanto a nível nacional, como internacional.

... Sem prejuízo do contributo positivo para a estabilidade  
... financeira a médio prazo, existem ainda desafios para o sistema  
... financeiro decorrentes do quadro regulamentar e institucional  
... a nível europeu

Reconhecendo a centralidade do sistema bancário no financiamento da economia dos Estados-Membros que partilham a moeda única, a resposta à crise exigiu a promoção de um sistema financeiro verdadeiramente integrado e resiliente, provido de uma arquitetura mais consistente e unificada para fazer face a choques – vetor indispensável para assegurar a correta transmissão da política monetária única e garantir o financiamento sustentado da economia da área do euro.

O amplo leque de medidas implementadas desde 2012 (de que são exemplo a imposição de requisitos adicionais de capital e de liquidez aos bancos) teve como objetivos, por um lado, reduzir os riscos no sistema financeiro tornando-o mais resiliente para enfrentar desafios futuros e, por outro, tornar a arquitetura institucional da área do euro mais solidária na partilha de riscos entre os Estados-Membros tendo em vista uma resposta firme a futuras crises. No entanto, a ausência de um Mecanismo Europeu de Garantia de Depósitos (EDIS, no acrónimo inglês) continua a enfraquecer a resposta europeia à crise, e a potenciar distorções na concorrência entre os bancos europeus em virtude da cristalização da influência recíproca entre bancos e o soberano.

Embora os dois primeiros pilares da União Bancária já se encontrem em pleno funcionamento – o Mecanismo Único de Supervisão (MUS) desde novembro de 2014 e o Mecanismo Único de Resolução (MUR) desde janeiro de 2016 – cerca de seis anos volvidos desde o compromisso assumido pelos líderes europeus quanto à urgência em se avançar na criação dos três pilares essenciais para uma genuína União Bancária, não foi ainda possível alcançar-se um acordo em aspetos centrais do EDIS – em particular quanto à substância do mecanismo assente na mutualização total de perdas no longo prazo – mas também em relação à ordem de prioridades entre maior partilha de risco (via EDIS) e a introdução de medidas adicionais de redução de risco no setor bancário.

A Comunicação da Comissão Europeia de 11 de outubro de 2017 é reveladora da complexidade das negociações e da dificuldade na obtenção de acordo entre os líderes europeus para uma maior partilha de risco, refletindo a preocupação de alguns Estados-Membros de que os seus sistemas bancários subsidiem de forma sistemática os restantes – questão que o BCE tenta afastar por completo com a publicação, em abril de 2018, de um estudo quantitativo acerca das contribuições baseadas no risco para o EDIS. Através desta iniciativa, a Comissão veio apelar aos líderes europeus para a adoção célere de medidas, tendo em vista o avanço neste pilar decisivo da União Bancária, mas recuando no nível de ambição face à proposta legislativa de novembro de 2015 para a criação do EDIS.

Em primeiro lugar, a implementação nos primeiros anos de um sistema de resseguro, envolvendo unicamente a prestação de financiamento do EDIS para satisfazer uma parte das necessidades de liquidez, após esgotados os meios financeiros disponíveis nos fundos de garantia nacionais, para reembolsar os depositantes, seria um mecanismo que em nada contribuiria para dirimir a correlação entre risco bancário e risco soberano. De facto, neste mecanismo, as perdas continuariam a ser integralmente suportadas pelos fundos de garantia de depósitos nacionais e, tendencialmente, a influenciar os orçamentos nacionais e o nível de risco do soberano. Em segundo lugar, e sobretudo, ao pugnar por um mecanismo assente no cosseguro (i.e. apenas com partilha parcial de perdas), afasta-se do único modelo que efetivamente permitiria alcançar uma genuína União Bancária e que afastaria definitivamente eventuais receios dos depositantes, em especial em situações de crise, quanto à segurança dos seus depósitos, independentemente do Estado-Membro onde o banco esteja localizado. Acresce ainda que a possibilidade avançada pela Comissão de se fazer depender a passagem da fase de resseguro para a partilha parcial de perdas na fase de cosseguro, do cumprimento de um conjunto de medidas de redução de risco (de alcance potencialmente disruptivo, como é o caso da diminuição do *stock* de NPL para determinados níveis pré-definidos num potencialmente curto período de tempo), é suscetível de também contribuir para agravar a fragmentação financeira entre os Estados-Membros e aumentar a perceção de risco em relação aos emitentes soberanos, efeito totalmente oposto ao objetivo da União Bancária e do desejável aprofundamento da União Económica e Monetária (UEM).

Promove-se, assim, que o contexto atual, em que as responsabilidades pela supervisão e resolução das instituições foram elevadas para a esfera europeia, mas os eventuais custos decorrentes dessas decisões continuam a recair nas “redes de segurança” nacionais, perdure no tempo.

Os desequilíbrios resultantes da própria arquitetura institucional europeia e os riscos que lhe estão inerentes continuam a colocar desafios acrescidos ao sistema financeiro, cuja atividade continua, nesta medida, diretamente exposta à percepção dos agentes de mercado relativamente à situação das finanças públicas de cada Estado-Membro e a alterações abruptas dessa percepção de risco, com potencial impacto nos custos de financiamento e na sua competitividade no mercado único.

A necessidade de prosseguirem as reformas na área do euro com vista a promover uma maior integração transfronteiriça do setor bancário e do mercado de capitais, tem inclusivamente vindo a ser realçada em algumas publicações desde a última edição do *Relatório de Estabilidade Financeira*. A título de exemplo, num artigo publicado em janeiro de 2018, por sete economistas alemães e sete economistas franceses<sup>13</sup>, é abordado um conjunto de propostas de reforma da arquitetura da área do euro, abrangendo tanto medidas de redução de risco como de partilha de risco no setor bancário, procurando, em certa medida, conciliar as posições alemã e francesa no que respeita às prioridades tendentes ao aprofundamento da UEM, sem secundarizar o alinhamento de incentivos à promoção de políticas prudentes de disciplina fiscal em cada Estado-Membro. Este documento suscitou inúmeras reações e críticas, de que são exemplo os artigos de opinião publicados por Lorenzo Bini Smaghi<sup>14</sup> e por Peter Bofinger<sup>15</sup>.

Para além das vulnerabilidades da atual arquitetura europeia decorrentes, em certa medida, mas não exclusivamente, da ausência de um EDIS, as medidas de resolução recentemente aplicadas (nomeadamente ao Banco Popular Español) vieram alertar para as insuficiências estruturais do MUR no que se refere à disponibilização de apoio de liquidez a instituições em contexto de resolução.

Apesar de uma das motivações centrais do MUR consistir na reintrodução da disciplina de mercado (em particular através da aplicação da recapitalização interna, visando a partilha de risco no setor privado e, de um modo geral, uma afetação de riscos mais eficiente no setor financeiro) e de a correspondente arquitetura institucional se afigurar teoricamente adequada para atingir esse fim, tornou-se evidente que, na prática, quando é aplicada uma medida de resolução a uma instituição de crédito, a sua solvabilidade é restabelecida, mas as suas necessidades de liquidez poderão não ser total e/ou imediatamente restabelecidas (e.g. continuação do movimento de saída de depósitos ou impossibilidade de acesso ao mercado interbancário), colocando assim em risco a eficácia da própria medida.

De facto, não poderá ser excluído um cenário em que, mesmo com um Fundo Único de Resolução (na sigla inglesa SRF) totalmente mutualizado e em pleno funcionamento (a partir de 2024), a dimensão dos respetivos meios financeiros disponíveis se revelar insuficiente para acorrer às necessidades de liquidez de um banco de grande dimensão em resolução, ou no caso de uma crise sistémica. Ademais, mesmo considerando a existência de uma *common fiscal backstop* (i.e. um mecanismo de segurança orçamental comum a título de último recurso, para a União Bancária) por parte do Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE) ao SRF, a operacionalidade e procedimentos de governação da estrutura poderão não ser compatíveis com a necessidade de fornecer rapidamente liquidez às instituições em causa, podendo assim comprometer o retorno

13. "Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform", *CEPR Policy Insight* No. 91, 2018: [https://cepr.org/sites/default/files/policy\\_insights/PolicyInsight91.pdf](https://cepr.org/sites/default/files/policy_insights/PolicyInsight91.pdf).

14. "A stronger euro area through stronger institutions", *VoxEU.org*, 9 abril: <https://voxeu.org/article/stronger-euro-area-through-stronger-institutions>.

15. "Euro area reform: No deal is better than a bad deal"; *VoxEU.org*, 15 maio: <https://voxeu.org/article/cepr-policy-insight-91-no-deal-better-bad-deal>.

das mesmas a uma situação de viabilidade e a prestação de funções críticas à economia. Por isso, a criação de um instrumento de apoio à liquidez como complemento do MUR afigura-se central para reforçar a confiança no setor bancário e para promover a estabilidade financeira.

Deste modo, a efetividade da atuação do MUR continua dependente da criação de um mecanismo de financiamento intercalar para o período de transição do Fundo Único de Resolução (i.e. período até 2024, ao longo do qual deverão ser progressivamente constituídos os meios financeiros do fundo comum até ao nível objetivo e à mutualização total) e de uma *common fiscal backstop* a vigorar para o longo prazo e assente no MEE, elementos cruciais para dotar o MUR da credibilidade e efetiva capacidade de atuação na aplicação de medidas de resolução sem influenciar os orçamentos nacionais.

Ambos os elementos – mecanismo de financiamento intercalar e *common fiscal backstop* – são igualmente fulcrais no âmbito da criação do terceiro pilar da União Bancária (EDIS) e da credibilidade do fundo comum de garantia de depósitos para fazer face a choques de natureza sistémica e assegurar um nível elevado e homogéneo de proteção dos depositantes.

Por fim, serão de salientar, ainda no contexto regulamentar, (i) os riscos inerentes a alguma incerteza quanto às regras e/ou orientações que poderão vir a ser definidas no que toca ao provisionamento para fins prudenciais de novos NPL e sobre o *stock* de NPL e (ii) os desafios inerentes à emissão de instrumentos elegíveis para o cumprimento do MREL, cujo custo tenderá a ser mais elevado devido, designadamente, ao nível de subordinação dos instrumentos em causa, e conseqüente necessidade de um período de transição para o seu cumprimento.<sup>16</sup>

### 1.3 Política macroprudencial

Os instrumentos macroprudenciais incluem não só os definidos no quadro regulatório Europeu, designados harmonizados, mas também instrumentos que podem ser implementados por iniciativa nacional. A atuação com base nestes últimos cabe exclusivamente à autoridade macroprudencial de cada país, não estando atualmente previstas definições comuns e uma implementação harmonizada entre países na regulamentação europeia.<sup>17</sup>

As crises sistémicas associadas à expansão excessiva de crédito à habitação e a um crescimento exagerado dos preços do imobiliário residencial, podem originar custos para a economia particularmente significativos.<sup>18</sup> Com o objetivo de mitigar os riscos associados ao crescimento excessivo do crédito concedido às famílias, em particular empréstimos garantidos por imóveis, diversos países têm vindo a implementar instrumentos macroprudenciais que limitam as condições de concessão destes empréstimos.

16. Caixa 2 “Requisito mínimo de fundos próprios e de créditos elegíveis inerentes ao novo enquadramento de resolução”, Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira*, novembro de 2015.

17. A recomendação do Comité Europeu de Risco Sistémico (CERS) relativa ao preenchimento de lacunas de dados sobre bens imóveis (CERS/2016/14) constitui um passo importante para o estabelecimento de definições comuns dos rácios LTV, LTI e DSTI.

18. Para uma análise mais detalhada, consultar a caixa 5 “Evolução dos preços da habitação em Portugal e implicações para a estabilidade financeira”, Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira*, dezembro de 2017.

Entre os instrumentos implementados por iniciativa nacional incluem-se os limites ao rácio entre o montante do(s) empréstimo(s) garantido(s) pelo mesmo imóvel e o valor do ativo (LTV) e os limites ao rácio entre o montante do empréstimo ou do serviço de dívida e o rendimento do mutuário (LTI e DSTI, respetivamente) e restrições à maturidade dos empréstimos. As medidas adotadas pelos diversos países são analisadas em maior detalhe na caixa 1 – Implementação, a nível europeu, de instrumentos macroprudenciais direcionados aos critérios de concessão de crédito a particulares.

⋮ O Banco de Portugal emitiu uma recomendação dirigida aos  
⋮ novos contratos de crédito celebrados com consumidores,  
⋮ designadamente crédito à habitação, crédito com garantia  
⋮ hipotecária ou equivalente e crédito ao consumo

As famílias portuguesas continuam a registar níveis de endividamento elevados, apesar da redução ocorrida a partir de 2010, conjugados com um nível reduzido de poupança. Este endividamento tem como reflexo uma elevada concentração de exposições do sistema financeiro ao crédito à habitação. No período mais recente, tem-se observado um forte aumento das novas operações de crédito à habitação, enquanto o *stock* de crédito ao consumo tem aumentado de forma acentuada. Adicionalmente, a recente recuperação económica, num quadro em que as taxas de juro permanecem em níveis muito baixos e em que se assiste a um aumento significativo dos preços do setor imobiliário, tem sido acompanhada pela redução do grau de restritividade dos critérios de concessão de crédito, num contexto de aumento de concorrência entre as instituições. Tendo em consideração que os fatores enumerados poderão afetar negativamente a resiliência do setor bancário e originar riscos para a estabilidade financeira, o Banco de Portugal emitiu uma recomendação dirigida aos novos contratos de crédito celebrados com consumidores<sup>19</sup>, designadamente crédito à habitação, crédito com garantia hipotecária ou equivalente e crédito ao consumo, introduzindo limites a alguns dos critérios que as instituições devem observar na aferição de solvabilidade dos mutuários (Quadro I.1.2).

19. Entende-se por consumidor a pessoa singular que atua com objetivos alheios à sua atividade comercial ou profissional, nos contratos de crédito abrangidos pelo disposto no Decreto-Lei n.º 133/2009 e no Decreto-Lei n.º 74-A/2017.

Quadro I.1.2 • Súmula da recomendação dirigida aos novos contratos de crédito aos consumidores

<b>A</b> Limites ao LTV	<p>Novos créditos à habitação destinados à aquisição ou à construção de habitação própria e permanente <b>LTV ≤ 90%</b></p> <p>Novos créditos à habitação, créditos com garantia hipotecária ou equivalente destinados a outras finalidades <b>LTV ≤ 80%</b></p> <p>Novos créditos à habitação, créditos com garantia hipotecária ou equivalente para aquisição de imóveis detidos pelas próprias instituições e contratos de locação financeira imobiliária <b>LTV ≤ 100%</b></p>
<b>B</b> Limites ao DSTI	<p>Os contratos de crédito devem apresentar <b>DSTI ≤ 50%</b>, com as exceções do montante total de créditos concedidos por cada instituição, em cada ano:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- até 20% pode ter DSTI até 60%</li><li>- até 5% pode ultrapassar os limites ao DSTI</li></ul> <p>Para o cálculo do DSTI, as prestações mensais do novo contrato de crédito devem ser calculadas assumindo que são constantes ao longo do período de vigência do contrato. No caso de contratos a taxa de juro variável e mista, deve ser considerado o impacto de um aumento da taxa de juro. No cálculo do DSTI, deve ainda ser contabilizada uma redução do rendimento do(s) mutuário(s) quando, no termo previsto do contrato, o mutuário tenha mais de 70 anos de idade, exceto se no momento da avaliação da solvabilidade do(s) mutuário(s) já se encontrar(em) em situação de reforma.</p>
<b>C</b> Limites à maturidade	<p>Nos créditos à habitação, créditos com garantia hipotecária ou equivalente:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- Maturidade de cada novo contrato ≤ 40 anos</li><li>- Maturidade média do conjunto de novos contratos deve convergir, de forma gradual, para 30 anos, até final de 2022</li></ul> <p>Nos contratos de crédito ao consumo:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- Maturidade de cada novo contrato ≤ 10 anos</li></ul>
<b>D</b> Requisitos de pagamentos regulares	<p>Os novos contratos de crédito devem ter pagamentos regulares de capital e juros</p>

O Banco de Portugal procurou atuar de forma preventiva de modo a garantir, por um lado, que as instituições de crédito e sociedades financeiras não assumam riscos excessivos na concessão de novo crédito, contribuindo para a resiliência do setor financeiro e, por outro, que os mutuários tenham acesso a financiamento sustentável, minimizando o risco de incumprimento. A Recomendação abrange todas as instituições autorizadas a conceder as categorias de empréstimos às quais a mesma se refere.

A Recomendação contempla diversas exceções, destacando-se os contratos com montante reduzido, os contratos destinados a prevenir ou a regularizar situações de incumprimento e os contratos sem plano de reembolso definido, incluindo cartões de crédito.<sup>20</sup>

A medida macroprudencial foi implementada sob a forma de uma Recomendação, de acordo com o princípio de “cumprimento ou explicação” (*comply or explain*, na terminologia da língua inglesa). A opção por este tipo de instrumento legal justifica-se por se tratar de uma medida macroprudencial inovadora e que se reveste de alguma complexidade. Portanto, torna-se necessário acumular experiência sobre a forma como irá ser implementada pelas instituições e sobre os seus potenciais impactos. O Banco de Portugal avaliará o grau de cumprimento da Recomendação pelas instituições, com periodicidade mínima anual, bem como aferirá as justificações por elas apresentadas quando a Recomendação não for seguida, podendo o Banco de Portugal tomar medidas adicionais, caso as referidas justificações não sejam consideradas adequadas.

Face à desejada natureza preventiva da ação macroprudencial, atendendo à fase inicial de acumulação de riscos, o Banco de Portugal entendeu que a introdução de limites ao rácio LTV e DSTI, bem como a introdução de limites à maturidade dos empréstimos são instrumentos mais adequados, quando comparados com as reservas adicionais de fundos próprios, dado que os limites máximos definidos atuam apenas sobre os novos créditos a mutuários que tenham um perfil de maior risco. A combinação de limites, por seu turno, tem por objetivo minimizar as limitações de cada um dos instrumentos quando são aplicados individualmente e, assim, intensificar a eficácia da medida. A medida estabelece ainda que os contratos de crédito devem ter pagamentos regulares de juros e capital.

No que concerne ao LTV<sup>21</sup>, o Banco de Portugal definiu limites diferenciados de acordo com a finalidade do empréstimo, considerando um limite menos restritivo no caso dos empréstimos destinados à aquisição ou à construção da habitação permanente (90%) e um limite mais restritivo no caso dos imóveis destinados a outros fins (80%). Adicionalmente, o limite de 100% para o LTV aplica-se apenas a empréstimos destinados à aquisição de imóveis que se encontrem no balanço dos bancos<sup>22</sup> ou a imóveis cuja aquisição é financiada por *leasing* imobiliário<sup>23</sup>, os quais constituem uma parcela reduzida do total de empréstimos abrangidos pelo limite ao LTV.

Os limites ao DSTI consideram no seu numerador, um aumento na taxa de juro, que varia em função do prazo original dos contratos e do regime de taxa de juro, no caso de contratos a taxa de juro variável ou mista, tendo em conta os níveis historicamente muito baixos das taxas de juro. Pretende-se, deste modo, testar se os mutuários são capazes de suportar os efeitos no serviço da dívida resultantes da expectável subida de taxas de juro. O aumento da taxa de juro deverá ser feito de acordo com a Instrução n.º 3 de 2018 que estabelece os aumentos do inde-xante (Quadro I.1.3).

20. As exceções de âmbito consideradas são: i) Ultrapassagens de crédito; ii) Contratos de crédito destinados a prevenir ou a regularizar situações de incumprimento; iii) Contratos de crédito cujo montante seja igual ou inferior a dez vezes a remuneração mínima mensal garantida; iv) Contratos de crédito celebrados ao abrigo do regime de concessão de crédito bonificado à habitação a pessoa com deficiência; e v) Contratos de crédito sob a forma de facilidades de descoberto e outros créditos sem plano de reembolso definido (incluindo cartões e linhas de crédito).

21. Na definição desta medida macroprudencial, o Banco de Portugal adotou como valor de referência do imóvel o mínimo entre o valor da avaliação e o valor de aquisição, de acordo com a recomendação do Comité Europeu de Risco Sistémico (CERS) relativa ao preenchimento das lacunas de dados sobre bens imóveis, disponível em [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/ESRB\\_2016\\_14.pt.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/ESRB_2016_14.pt.pdf).

22. De acordo com o estudo divulgado na caixa 3 “Imóveis recebidos em dação no balanço do setor bancário”, publicada na edição de dezembro de 2017 do *Relatório de Estabilidade Financeira* do Banco de Portugal, em consequência da crise financeira, observou-se até 2014 um aumento significativo da detenção em balanço de imóveis recebidos em dação, em consequência de incumprimento pelos mutuários.

23. Quando a aquisição dos imóveis é financiada através de *leasing* imobiliário, a propriedade do ativo é da instituição que concede o financiamento pelo que os custos associados ao incumprimento do mutuário são menores do que quando o crédito é garantido pelo imóvel.

### Quadro I.1.3 • Aumento do indexante em contratos com regime de taxa de juro variável e mista

Prazo do contrato e aumento do indexante		
≤ 5 anos	> 5 anos e ≤ 10 anos	> 10 anos
+1 pp	+2 pp	+3 pp

Nota: No caso de contratos a taxa de juro mista, a instituição deve considerar a prestação mais gravosa para o cliente entre a que resulta da aplicação do aumento do indexante, tendo em conta o prazo do contrato no período de taxa de juro variável, e aquela que resulta do período de taxa fixa.

Considerando ainda as elevadas maturidades praticadas e dado que as instituições tendem a não considerar, na avaliação da solvabilidade dos mutuários no momento da concessão de crédito, reduções no rendimento que tenderão a ocorrer na passagem da vida ativa para uma situação de reforma, o Banco de Portugal incorporou um corte do rendimento no cálculo do DSTI caso o contrato se estenda para além dos 70 anos de idade.

O Banco de Portugal recomenda um DSTI máximo de 50% do rendimento líquido de impostos e contribuições sociais. No entanto, tendo em conta o conjunto mais alargado de indicadores utilizados pelas instituições de crédito na avaliação de situações concretas de risco, a Recomendação prevê que as instituições possam exceder, em alguns casos, o limite ao DSTI. Desta forma, estas exceções foram introduzidas por forma a prevenir eventuais efeitos disruptivos na atividade de concessão de crédito.

Adicionalmente, a prestação mensal do novo contrato de crédito deve ser calculada assumindo que é constante ao longo do período de vigência do contrato. A exigência de calcular o DSTI pressupondo um regime de prestações constantes tem por fim evitar que, nos casos em que o regime de prestações é distinto deste, ou seja, quando as prestações são crescentes ou existe carência ou diferimento de capital, sejam consideradas as prestações de valor mais reduzido, que implicariam um DSTI mais favorável para o consumidor no curto prazo, podendo criar a ilusão de capacidade de cumprimento da dívida ao longo de todo o horizonte temporal do contrato. Note-se que os contratos com prestações crescentes tendem a ter associados rácios de incumprimento mais elevados.

Por um lado, os limites ao rácio DSTI, ao restringirem a prestação mensal associada ao montante do crédito para determinado nível de rendimento, contribuem para a diminuição da probabilidade de incumprimento do mutuário. Por outro lado, os limites ao rácio LTV, ao exigirem que, no momento inicial do contrato, o valor da garantia seja suficiente para fazer face ao valor em dívida, contribuem para minimizar as perdas do sistema financeiro em caso de incumprimento do crédito. Adicionalmente, os limites ao rácio LTV contribuem também para reduzir a probabilidade de incumprimento do mutuário ao obrigarem à utilização de capital próprio.

A adoção de limites ao prazo original dos empréstimos pode justificar-se para evitar que limites ao rácio DSTI sejam contornados pela extensão do prazo dos empréstimos, mas também devido à sua importância para a determinação do risco associado aos contratos de crédito, em particular porque contratos com maturidade mais elevada acarretam mais risco. Acresce que, em empréstimos com um menor prazo, será mais fácil estender a maturidade, em caso de dificuldades de cumprimento por parte dos mutuários, facilitando a reestruturação dos empréstimos.

Os limites correspondem a valores máximos e, como tal, não substituem a obrigatoriedade das instituições aferirem a adequação dos valores dos diferentes indicadores e outros critérios usados na avaliação da solvabilidade de cada mutuário. Os limites máximos definidos ao nível

de cada instrumento atuam apenas sobre os mutuários que apresentam um perfil de risco mais elevado, sem contudo afetar a generalidade da concessão de crédito.

Esta medida macroprudencial aplica-se a novos créditos concedidos a partir de 1 de julho de 2018. Informação adicional relativa à implementação da medida, incluindo a resposta a perguntas frequentes, encontra-se disponível no sítio da internet do Banco de Portugal.<sup>24</sup>

Por fim, esta medida macroprudencial complementa e articula-se com as recentes iniciativas regulatórias no âmbito do crédito hipotecário e da proteção ao cliente bancário, já mencionadas na edição anterior do *Relatório de Estabilidade Financeira*.<sup>25</sup>

## ... No segundo trimestre de 2018, o Banco de Portugal manteve inalterada a reserva contracíclica de capital em 0% do montante total das posições em risco

O Banco de Portugal decidiu manter a percentagem de reserva contracíclica em zero por cento do montante total das exposições em risco no segundo trimestre de 2018. A redução do saldo de crédito, acompanhada do crescimento nominal do PIB, tem levado a que o rácio do crédito em relação ao PIB apresente uma evolução abaixo da respetiva tendência de longo prazo.

Acresce que a generalidade dos indicadores utilizados na determinação da reserva contracíclica de capital não aponta para a acumulação de risco sistémico cíclico, com exceção da dinâmica dos preços da habitação, os quais mantiveram o crescimento acentuado já verificado em trimestres anteriores.<sup>26</sup>

## ... As reservas de conservação de capital e para outras instituições de importância sistémica continuaram a ser implementadas de forma faseada

A reserva de conservação de capital continuou a ser introduzida de forma faseada, tendo atingido 1,875% do montante total de exposições em risco em janeiro de 2018. A mesma deverá estar integralmente constituída em 1 de janeiro de 2019, atingindo nessa altura 2,5% do montante total dessas exposições.

24. <https://www.bportugal.pt/page/limites-ao-racio-ltv-ao-dsti-e-maturidade>.

25. Em junho de 2017, foi publicado o Decreto-Lei n.º 71-A/2017 que transpõe parcialmente para o ordenamento jurídico nacional a Diretiva n.º 2014/17/EU relativamente aos contratos de crédito hipotecário. Entre outras disposições, a Diretiva Europeia e a transposição nacional da mesma estabelecem que deve ser efetuada a avaliação ex-ante da capacidade e propensão do consumidor para o cumprimento do contrato de crédito. No âmbito da avaliação da solvabilidade e resiliência financeira dos consumidores, o Aviso n.º 4/2017 do Banco de Portugal estabelece quais os elementos relativos aos rendimentos e despesas desses consumidores que devem ser tidos em conta no decurso da avaliação de solvabilidade.

26. Para uma análise detalhada da dinâmica de preços, consultar a secção 2.3 Mercado imobiliário.

Também a reserva para outras instituições de importância sistémica, imposta aos grupos bancários considerados sistemicamente mais relevantes a nível nacional, começou a ser introduzida de forma faseada a partir de janeiro de 2018. Esta reserva, incluída no conjunto de instrumentos harmonizados a nível europeu, é específica a cada instituição, conforme se encontra divulgado no sítio de internet do Banco de Portugal e deverá ser cumprida integralmente a partir de janeiro de 2021.<sup>27</sup>

## ... O Banco de Portugal decidiu reciprocitar a medida ... macroprudencial imposta pela autoridade Finlandesa

Na sequência de uma Recomendação do Comité Europeu de Risco Sistémico (CERS), emitida em fevereiro de 2018, o Banco de Portugal decidiu reciprocitar a medida macroprudencial imposta pela autoridade Finlandesa (Finanssivalvonta) em 2017. A medida engloba exposições garantidas por imóveis residenciais localizados na Finlândia, impondo um ponderador de risco médio mínimo de 15% a estas exposições, por instituição. Este limite será aplicado aos bancos que utilizam o método de notações internas (IRB) para a estimativa do referido ponderador, com posições em risco situadas na Finlândia, quer diretamente quer através de sucursais a operar no referido Estado-Membro.

O Banco de Portugal avaliou a materialidade das exposições do setor financeiro português à Finlândia, tendo concluído que estas exposições não são significativas. Não obstante a atual inexistência de exposições materiais, o Banco de Portugal decidiu aplicar a reciprocidade da medida por uma questão de princípio, tal como previsto no ponto 15 da Recomendação do CERS n.º 2015/2.

27. <https://www.bportugal.pt/page/reserva-de-o-sii>.

## 2 Enquadramento macroeconómico e de mercados

### 2.1 Situação macroeconómica e perspetivas a curto prazo

... A atividade económica em Portugal acelerou  
... significativamente em 2017, beneficiando de um  
... enquadramento externo particularmente favorável

Em 2017, a economia Portuguesa cresceu 2,7% em termos reais, ligeiramente acima do crescimento da área do euro, e manteve um excedente da balança corrente e de capital, que se situou em 1,4% do PIB. Esta evolução da atividade económica representa uma aceleração significativa face ao crescimento de 1,6% registado em 2016, tendo subjacente um maior crescimento das exportações, do investimento e, em menor grau, do consumo privado.<sup>28</sup> Por sua vez, o consumo público manteve-se virtualmente inalterado. A evolução anual do PIB tem implícita, contudo, uma ligeira desaceleração, em termos homólogos, na segunda metade do ano, refletindo o menor dinamismo das exportações.

As condições no mercado trabalho continuaram a melhorar. O emprego cresceu 3,3% em 2017 e a taxa de desemprego média diminuiu 2,2 pp para 8,9% (7,9%, em dezembro), com destaque para a redução acentuada do desemprego de longa duração. Por sua vez, a taxa de inflação aumentou 1 pp para 1,6%, refletindo em particular a evolução do preço dos bens energéticos e dos serviços relacionados com o turismo.<sup>29</sup>

A nível mundial, o crescimento económico foi robusto e em aceleração na generalidade das economias avançadas e de mercado emergentes. O comércio mundial cresceu acima da atividade económica, contrariamente ao observado em 2015 e 2016. As condições monetárias e financeiras mantiveram-se favoráveis, num contexto de baixa volatilidade na generalidade dos mercados financeiros e geografias, observando-se uma melhoria nos países mais afetados pela crise da dívida soberana. Apesar dos processos de normalização das taxas de juro diretoras e de redução do estímulo através de medidas não convencionais em curso em algumas das principais economias, a política monetária manteve-se globalmente acomodaticia. A atividade económica na área do euro acelerou de forma significativa e registou o crescimento mais forte dos últimos 10 anos, refletindo o maior dinamismo das exportações e a robustez da procura interna. Esta aceleração foi transversal à generalidade dos setores.

28. Refira-se que os dados de Contas Nacionais relativos a 2017 têm um carácter preliminar.

29. Para uma análise mais detalhada do economia portuguesa em 2017 ver Banco de Portugal, *Boletim Económico*, maio 2018.

## Em Portugal, a aceleração da atividade económica foi transversal à generalidade dos setores, com destaque para as melhorias nos setores da indústria e da construção

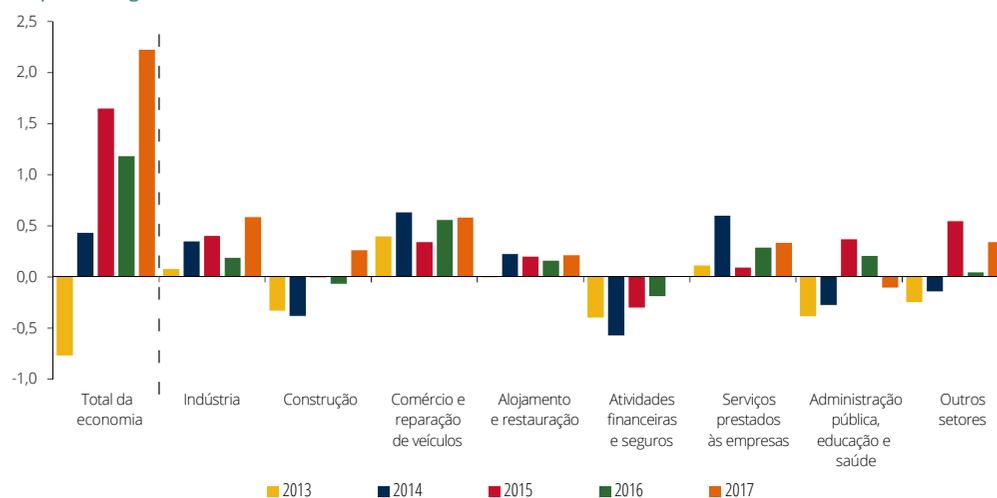
A evolução do consumo privado em Portugal em 2017 teve subjacente um crescimento mais acentuado do consumo corrente e uma desaceleração do consumo de bens duradouros, em particular da componente de automóveis, que, ainda assim, continuou a crescer acima do consumo total. Em termos nominais, o consumo privado cresceu ligeiramente acima do rendimento disponível das famílias, o que se traduziu numa redução ligeira da taxa de poupança. A taxa de poupança das famílias em Portugal situa-se em níveis bastante reduzidos em termos históricos.

A aceleração do investimento refletiu, em grande medida, a evolução da FBCF em construção, que registou um crescimento de 9,2%, após uma virtual estabilização em 2016. Em particular, a componente de habitação registou um crescimento de 6,3%, que compara com 1,7% em 2016. Num quadro de melhoria generalizada dos níveis de confiança e das perspetivas quanto à evolução futura dos preços do imobiliário e de condições de financiamento mais favoráveis, a recuperação do investimento em construção terá beneficiado de (i) aumento da procura de habitação pelas famílias portuguesas, num contexto de melhoria do rendimento disponível e de diminuição da taxa de desemprego, (ii) aumento da procura de habitação por não residentes, num quadro de forte crescimento do turismo residencial, incluindo a procura por alojamento local, (iii) aumento da procura de imobiliário residencial por parte de investidores residentes e não residentes, como alternativa a ativos financeiros que oferecem rendibilidades esperadas inferiores, e (iv) em menor grau, aumento do investimento em imobiliário comercial, em larga medida por não residentes.

A evolução da atividade económica por setor de atividade foi relativamente homogénea, tendo a generalidade dos setores contribuído positivamente para o crescimento do VAB da economia (Gráfico I.2.1). A indústria transformadora registou um crescimento significativo, em forte aceleração face a 2016, o mais elevado desde 2010. O crescimento no setor do comércio e reparação de veículos estabilizou, enquanto o setor de alojamento e restauração registou uma ligeira aceleração. De forma consistente com o crescimento significativo da FBCF em construção, o VAB do setor da construção deu um contributo positivo para a variação do VAB total, o que não se observava desde 2007. A recuperação no setor da construção foi observável na maior parte das economias da área do euro, ainda que seja mais recente no caso português, após um período prolongado de queda do setor. No mesmo sentido, o VAB do setor das atividades financeiras e de seguros interrompeu um período prolongado de queda, a refletir as melhorias no setor bancário, tendo registado uma virtual estabilização.

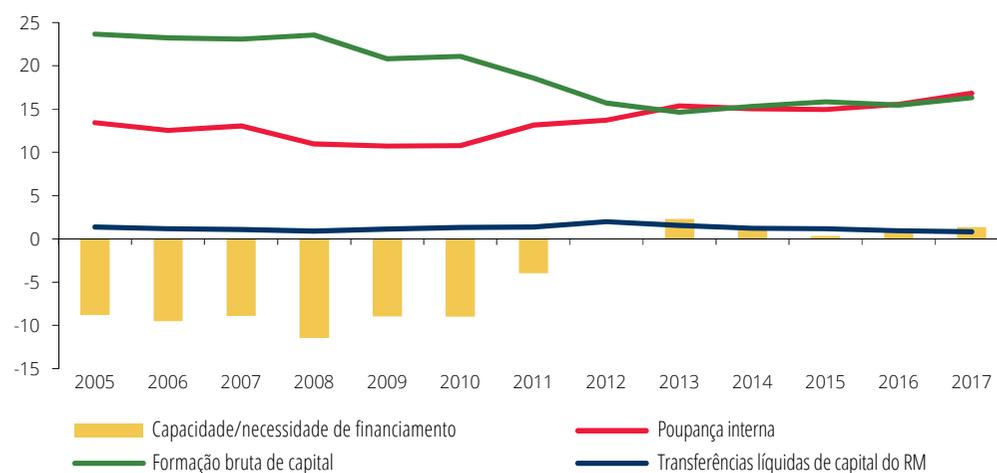
A capacidade de financiamento da economia aumentou para 1,4% do PIB, refletindo um crescimento da poupança interna ligeiramente superior ao do investimento (Gráfico I.2.2). No que diz respeito às operações com o exterior, refira-se a deterioração do saldo da balança de bens e o aumento do excedente da balança de serviços relacionados com viagens e turismo, a menor entrada de fundos comunitários e o aumento das remessas de emigrantes. Apesar do saldo positivo da balança corrente e de capital e do forte crescimento do valor nominal do PIB, a posição de investimento internacional (PII) registou apenas uma ligeira melhoria, para -105,7% do PIB, refletindo em particular o contributo negativo da valorização dos passivos de residentes, com destaque para a valorização das obrigações do Tesouro português associada à descida das *yields* no mercado secundário. Ainda assim, é de salientar que a posição devedora da economia portuguesa face ao exterior se reduziu significativamente nos últimos anos, após o mínimo de -122,4% do PIB registado na PII, em 2014.

**Gráfico I.2.1 • Crescimento real do VAB em Portugal e contributo dos setores de atividade**  
| Em percentagem



Fonte: INE.

**Gráfico I.2.2 • Poupança, investimento e capacidade/necessidade de financiamento da economia**  
| Em percentagem do PIB



Fonte: INE.

... O crescimento económico, embora em desaceleração, deverá manter-se robusto e acima do potencial, em Portugal e na área do euro

No primeiro trimestre de 2018, os principais indicadores de atividade económica e de confiança permaneceram em níveis elevados. Contudo, o indicador coincidente para a atividade económica manteve a trajetória de diminuição iniciada em setembro de 2017. Por sua vez, a taxa de desemprego continuou a reduzir-se (7,4%, em março)<sup>30</sup>, enquanto a taxa de inflação registou valores inferiores à média de 2017.

30. Corresponde à estimativa provisória divulgada pelo INE no final de abril.

As projeções para a economia portuguesa apontam para um crescimento robusto e acima do potencial, ainda que em desaceleração ao longo do horizonte 2018-2020 (Quadro I.2.1), em linha com as projeções para a área do euro. Em particular, projeta-se a manutenção de um forte dinamismo do investimento e das exportações, a par de um crescimento moderado do consumo privado. O abrandamento da economia portuguesa ao longo do horizonte de projeção reflete a desaceleração da procura externa e restrições do lado da oferta, associadas a constrangimentos estruturais a um maior crescimento potencial. Espera-se que a economia mantenha capacidade de financiamento e que a taxa de poupança das famílias continue em níveis historicamente baixos. Os riscos no curto prazo em torno das projeções para a atividade económica são avaliados como equilibrados. No médio prazo são identificados riscos descendentes, relacionados com o recrudescimento de pressões nos mercados financeiros internacionais, o agravamento de tensões geopolíticas e a adoção de medidas protecionistas a nível global.

Os indicadores económicos relativos aos primeiros meses de 2018 apontam para um abrandamento da atividade económica nas principais economias avançadas, incluindo na área do euro. Ainda assim, o Fundo Monetário Internacional (FMI) antecipa um ligeiro aumento do crescimento económico mundial, em 2018, em particular dos EUA, e a manutenção de taxas de crescimento robustas na generalidade das economias avançadas e de mercado emergentes. As previsões apresentadas no *World Economic Outlook* de abril de 2018 representam uma revisão ascendente face à versão de outubro de 2017, refletindo uma melhoria das perspetivas para a área do euro e para os EUA e, neste último caso, refletindo a política orçamental expansionista. As perspetivas para a atividade económica são relativamente consensuais entre instituições. Como fatores de risco são assinalados o aumento da restritividade da política monetária de forma mais intensa do que o esperado, em particular nos EUA, o aumento das restrições ao comércio internacional e a proliferação de políticas nacionalistas.

#### Quadro I.2.1 • Taxa de variação anual do PIB | Em percentagem

	2017	2018p	2019p	2020p
Portugal	2,7	2,3	1,9	1,7
Economia Mundial	3,8	3,9	3,9	-
Economias avançadas	2,3	2,5	2,2	-
EUA	2,3	2,9	2,7	-
Área do euro	2,5	2,4	2,0	-
Alemanha	2,5	2,5	2,0	-
França	2,0	2,1	2,0	-
Itália	1,6	1,5	1,1	-
Espanha	3,1	2,8	2,0	-
Reino Unido	1,8	1,6	1,5	-
Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento	4,8	4,9	5,1	-
China	6,9	6,6	6,4	-
Brasil	1,0	2,3	2,5	-
Rússia	1,5	1,7	1,5	-

Fontes: Banco de Portugal e Fundo Monetário Internacional. | Nota: p – previsão. As projeções para a economia portuguesa referem-se à atualização de março de 2018. Para mais detalhe ver Banco de Portugal, *Projeções da economia portuguesa: 2018-2020*, março de 2018. As projeções para as restantes geografias são as publicados pelo FMI no *World Economic Outlook*, Abril 2018.

## 2.2 Mercados financeiros

Os mercados financeiros mantiveram níveis de volatilidade reduzidos, não obstante a turbulência registada no início de fevereiro de 2018

Em 2017, a atividade nos mercados financeiros internacionais foi caracterizada por níveis reduzidos de volatilidade, num contexto de conjuntura económica favorável a nível mundial e de manutenção de uma política monetária globalmente acomodatória nas principais economias. A importância dos comportamentos de procura de rendibilidade (*search for yield*) manteve-se elevada, o que se refletiu numa valorização generalizada nos mercados acionistas e numa compressão dos prémios de risco associados a dívida soberana e de empresas de menor qualidade creditícia.

No início de fevereiro de 2018, observou-se um aumento significativo da volatilidade e uma desvalorização acentuada nas principais bolsas norte-americanas, que se propagou à escala global. A melhoria de alguns indicadores de atividade económica, nomeadamente dados do mercado de trabalho dos EUA, suscitou a revisão em alta das perspetivas para a inflação e receios quanto a uma normalização mais célere da política monetária nos EUA. Num contexto de valorizações elevadas no mercado americano, observou-se um forte aumento de ordens de venda, potenciado por transações relativas a produtos de investimento que apostavam na manutenção de níveis reduzidos de volatilidade. Este tipo de produtos, tipicamente caracterizados por estratégias de gestão passiva e implementadas com recurso a algoritmos de negociação de alta frequência, assume já uma importância significativa como alternativa de investimento, tendo contribuído para amplificar a queda nos preços e a subida da volatilidade.<sup>31</sup>

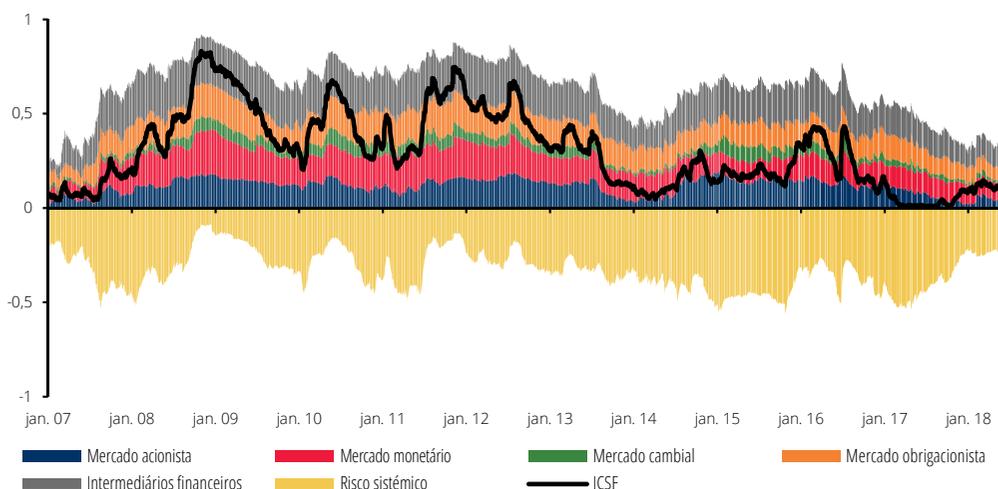
Após uma semana de significativa turbulência, a volatilidade recuou, tendo passado a oscilar em torno de um nível médio superior ao observado em 2017. O episódio de fevereiro interrompeu um período prolongado de aumento continuado dos preços das ações e de reduzida volatilidade em termos históricos. Este desenvolvimento pode ser considerado como positivo de um ponto de vista de estabilidade financeira, na medida em que tenha contribuído um maior alinhamento das valorizações de algumas classes de ativos com os respetivos fundamentais, mas também constitui um alerta quanto ao risco de potenciais fenómenos de turbulência no futuro. O impacto sobre os mercados de dívida soberana e de dívida de empresas de maior qualidade creditícia foi diminuto.

Num contexto de enquadramento internacional globalmente favorável, o nível de tensão nos mercados financeiros portugueses manteve-se baixo. O indicador composto de *stress* financeiro para Portugal (ICSF) registou uma melhoria no início de 2017. Esta evolução traduziu uma diminuição do risco sistémico. No remanescente do ano esta componente voltou a aumentar, tendo sido parcialmente compensada pela redução do *stress* associado aos intermediários financeiros e nos principais mercados (acionista, monetário e obrigacionista). Na sequência da turbulência registada em fevereiro, o ICSF aumentou ligeiramente, mas mantendo níveis próximos dos observados antes de crise financeira internacional de 2007/2008 (Gráfico I.2.3).<sup>32</sup>

31. A 6 de fevereiro o Credit Suisse e o Nomura anunciaram a suspensão e o encerramento de *exchange-traded notes* (ETN) que perderam a quase totalidade do valor na sequência da queda observada nas bolsas no dia anterior.

32. Para maior detalhe acerca deste indicador ver "Indicador composto de *stress* financeiro para Portugal", Artigo de estabilidade financeira, Banco de Portugal, 2014.

**Gráfico I.2.3 • Indicador composto de stress financeiro (ICSF) para Portugal e contributo dos segmentos de mercado**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Dados diários. Última observação: 18 de maio de 2018. A componente de risco sistémico é calculada com base nas correlações entre os diferentes segmentos de mercado.

## A política monetária manteve-se globalmente acomodatória, apesar da normalização em curso em algumas das principais economias

A Reserva Federal Norte-Americana (FED) deu continuidade ao processo de normalização da política monetária e aumentou por duas vezes as taxas de juro diretoras em 25 pb, no final de 2017 e em março de 2018. No período, os participantes nos mercados ajustaram gradualmente, em alta, as suas expectativas relativamente às subidas das taxas de juro do FED em 2018. Em paralelo, prosseguiu o plano de redução do balanço do FED, anunciado em setembro de 2017, com vista a uma redução gradual do total do ativo para um valor abaixo de 3 biliões de dólares no final de 2020. Este valor será contudo bastante superior ao registado em 2007, antes da crise financeira internacional. O ritmo de redução mensal deverá estabilizar em torno de 50 mil milhões de dólares a partir de outubro deste ano.

O Banco de Inglaterra (BoE) manteve a taxa de referência inalterada, em 0,50%, após a subida de 25 pb decidida em novembro de 2017, a primeira desde 2007. Também em novembro de 2017, o BoE sinalizou que futuros aumentos de taxa de juro seriam graduais e limitados. No decurso de 2018, a expectativa de nova subida da taxa de juro foi aumentando por parte dos agentes de mercado, tendo sido posteriormente refreada após a divulgação da estimativa de crescimento do PIB no primeiro trimestre de 2018 (1,2% em termos homólogos), que evidenciou uma forte desaceleração, e a comunicação mais cautelosa, por parte do BoE, relativamente às perspetivas para atividade económica no Reino Unido.

Na área do euro, as taxas de juro de referência mantiveram-se inalteradas. O BCE continua a sinalizar que estas devem manter-se nos níveis atuais por um período prolongado e muito para além do horizonte de compras líquidas de ativos. Relativamente ao programa de compra de ativos (APP – *Asset Purchase Programme*), materializou-se a redução do volume de compras líquidas de 60 mil milhões de euros para 30 mil milhões de euros em janeiro deste ano, medida anunciada em outubro de 2017. O BCE continuou a sinalizar que pretende que o atual ritmo de compras prossiga até ao final de setembro de 2018, ou até mais tarde, se necessário, mas deixou de fazer referência à possibilidade

de aumentar a duração e volume destas operações caso se justifique. Apesar do forte dinamismo da atividade económica na área do euro, ainda que tendo abrandado no período mais recente, a inflação não tem convergido de forma consistente para um valor próximo de 2%. Em abril, a taxa de variação homóloga do IHPC reduziu-se para 1,2% (a variação do IHPC subjacente desceu para 0,7%), e que compara com uma taxa de variação do deflator do consumo privado<sup>33</sup> nos EUA de 2,0% em março. As projeções de inflação na área do euro encontram-se globalmente alinhadas entre diferentes instituições internacionais.<sup>34</sup> Em particular, as projeções subjacentes ao exercício de projeção macroeconómica de março do BCE apontam para que a inflação medida pelo IHPC se situe, em média, em 1,4% em 2018 e 2019 e aumente para 1,7% em 2020. Neste contexto, as expectativas implícitas nos instrumentos de mercado<sup>35</sup> são de uma ligeira subida da taxa da facilidade permanente de depósito, atualmente com uma probabilidade superior a 50% para um aumento até junho de 2019.

## ⋮ A perceção de risco associado aos países mais afetados ⋮ pela crise da dívida soberana continuou a melhorar

No último trimestre de 2017 e no decurso de 2018, as taxas de juro do mercado monetário do euro permaneceram negativas e virtualmente inalteradas nas diferentes maturidades, incluindo no prazo a 12 meses, que tinha registado uma redução não negligenciável nos três primeiros trimestres de 2017. Por sua vez, a curva de rendimentos da área do euro, estimada a partir de obrigações do Tesouro com *rating* AAA, registou uma deslocação ascendente mais acentuada nos prazos intermédios da curva.

As taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos dos países menos afetados pela crise das dívidas soberanas aumentaram no final de 2017 e início de 2018, refletindo as perspetivas de um crescimento robusto, mas tendo posteriormente recuado ligeiramente face à desaceleração registada em alguns indicadores económicos no primeiro trimestre de 2018. Por sua vez, nos países mais afetados pela crise continuou a observar-se uma redução das taxas a 10 anos, em alguns casos para valores inferiores aos registados no início de 2010. A perceção de risco destes países melhorou significativamente, o que se traduziu em revisões ascendentes nos respetivos *ratings*. Neste contexto, continuou a observar-se um estreitamento do diferencial face aos países menos afetados pela crise das dívidas soberanas, em particular face à Alemanha, nas diversas maturidades, num quadro de manutenção do programa de compras de ativos do setor público (na sigla inglesa PSPP) e de procura de ativos com maior rendibilidade por parte dos investidores.

## ⋮ O custo de financiamento da República Portuguesa reduziu-se ⋮ significativamente desde o início de 2017

Em Portugal, a taxa de rendibilidade da dívida pública a 10 anos continuou a reduzir-se de forma continuada e mais acentuada do que em Espanha e em Itália (penalizada pela incerteza política) (Gráfico I.2.4). Este desenvolvimento deverá estar associado à recuperação económica, à melhoria das finanças públicas, assim como às medidas conducentes à estabilização do setor bancário. A *yield* da Obrigações de Tesouro (OT) a 10 anos registou valores abaixo de 1,5% no mercado secundário

33. Índice PCE (Personal Consumption Expenditure) na designação oficial.

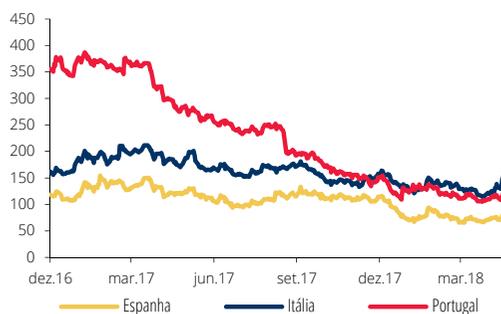
34. BCE, OCDE, Comissão Europeia, FMI, entre outros.

35. Com base nas probabilidades de subida implícitas nos contratos de *swap* sobre a taxa de juro *overnight* na área do euro.

e o diferencial face à Alemanha aproximou-se dos 100 pb, o que não se observava desde março de 2010. O diferencial das taxas das obrigações a 10 anos, de Portugal face a Itália, tornou-se positivo. O Estado português tem mantido uma presença regular no mercado primário de dívida soberana de médio e longo prazo, através de emissões sindicadas ou de leilões de OTs. Em janeiro deste ano foi realizada uma emissão sindicada de OT a vencer em outubro de 2028, a um custo próximo de 2%, cerca de 2 pp abaixo da emissão de maturidade similar realizada em janeiro de 2017. Esta série foi posteriormente admitida a leilão e colocados montantes adicionais a um custo inferior, em linha com os desenvolvimentos no mercado secundário. Nos leilões de Bilhetes do Tesouro, com maturidade até 1 ano, continuaram a registar-se taxas negativas, entre -0,5% e -0,3%, consoante os prazos. Refirase ainda o aumento considerável da liquidez dos títulos do Tesouro em mercado secundário desde o final de 2017, em particular de OTs. Esta evolução deverá estar associada ao aumento da base investidores institucionais na sequência das revisões do *rating* da República Portuguesa para nível de investimento, por parte da S&P e da Fitch, em setembro e dezembro, respetivamente.

Não obstante a redução do risco país e a melhoria do sentimento de mercado, a emissão de dívida privada transacionável manteve-se num nível residual e limitada a um conjunto de grandes empresas, que conseguiram garantir financiamento a médio e longo prazo com custos reduzidos nos mercados internacionais. Por seu turno, os bancos portugueses, após uma ausência de emissões em 2016, voltaram a realizar emissões de obrigações hipotecárias em mercado, mantendo o carácter esporádico nas emissões de dívida senior ou subordinada, com destaque para a emissão de AT1 de 500 milhões de euros por parte da CGD em março de 2017 (Gráfico I.2.5), cuja taxa de rendibilidade em mercado secundário se reduziu de forma significativa, e a emissão de dívida subordinada *Tier 2* de 300 de milhões de euros pelo BCP em novembro de 2017. Ao nível da área do euro, o financiamento através de títulos de dívida apresenta um maior dinamismo do que em Portugal, mas mantém níveis inferiores aos registados antes da crise financeira. Os custos de financiamento dos bancos europeus têm vindo a reduzir-se de forma significativa, em particular para a dívida subordinada, de maior risco, observando-se também uma redução de dispersão entre geografias. No período recente tem havido uma alteração do tipo de emissões, a favor de instrumentos AT1 e *Tier 2* com capacidade de absorção de perdas. Ao desafio de emissão de instrumentos elegíveis com vista ao cumprimento dos requisitos de MREL, crescem necessidades significativas de refinanciamento em mercado dos bancos europeus nos próximos anos.

**Gráfico I.2.4 • Obrigações do Tesouro a 10 anos – Diferenciais face à Alemanha | Em pontos base**



Fonte: Thomson Reuters. | Notas: Dados diários. Última observação: 18 de maio de 2018.

**Gráfico I.2.5 • Taxas de rendibilidade de títulos AT1 e *Tier 2* em mercado secundário | Em percentagem**



Fontes: Bloomberg e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: Dados diários. Última observação: 18 de maio de 2018. A taxa de rendibilidade da amostra AT1 (*Tier 2*) corresponde a uma média ponderada das taxas de rendibilidade, em mercado secundário, de 8 (21) títulos de dívida AT1 (*Tier 2*) de bancos europeus, emitida em euros, com maturidade até à data da opção de amortização antecipada próxima dos títulos da CGD – março de 2022 (do BCP – dezembro de 2022).

## As ações de empresas Portuguesas registaram ganhos significativos em 2017 mas não se observou a obtenção de novo financiamento via mercado de capitais

No último trimestre de 2017 manteve-se a trajetória ascendente nos índices bolsistas das principais economias avançadas, que se acentuou em janeiro deste ano, refletindo a melhoria transversal nas perspectivas de resultados das empresas. As tensões geopolíticas e a incerteza em torno de alguns processos eleitorais na Europa e das negociações para a saída do Reino Unido da União Europeia tiveram um impacto bastante limitado nos mercados acionistas, tendo sido atingidos novos máximos históricos nos principais índices norte-americanos e em alguns índices europeus (Alemanha e Reino Unido). A já referida turbulência registada no início de fevereiro de 2018 materializou-se em desvalorizações acumuladas de cerca de 10% em poucos dias, tendo os principais índices bolsistas continuado, posteriormente, a transacionar abaixo dos níveis registados no início do ano. As valorizações nos mercados acionistas mantêm-se contudo em níveis bastante elevados em termos históricos, em particular, no mercado norte-americano. O reavivar de tensões geopolíticas e a incerteza em torno da adoção de medidas protecionistas por parte dos EUA e da China contribuiu para a persistência de níveis de volatilidade acima do observado ao longo de 2017.

No último trimestre de 2017 o mercado acionista português seguiu de perto a dinâmica do mercado europeu, tendo registado um desempenho mais favorável no decurso de 2018, em particular com o contributo do setor financeiro.<sup>36</sup> O volume de transações em mercado secundário continua, contudo, em níveis reduzidos, e fortemente concentrado nas ações de 4 grandes empresas. Nos últimos anos, o recurso ao mercado de capitais por parte das empresas portuguesas tem sido diminuto. Esta situação contrasta com o observado noutros países europeus também afetados pela crise da dívida soberana, como Espanha e Itália, onde o mercado primário tem registado algum dinamismo. Em 2017 e no decurso de 2018 não existiu qualquer oferta pública inicial, ou outra forma de admissão à negociação na bolsa portuguesa, tendo sido registada a exclusão de negociação em bolsa de três empresas portuguesas. Neste contexto, o peso do financiamento através de ações cotadas no total dos passivos financeiros das empresas portuguesas manteve-se relativamente estável.<sup>37</sup>

### 2.3 Mercado imobiliário

O mercado imobiliário constitui um importante elemento de interligação entre o sistema financeiro e o setor privado não financeiro, afetando também a evolução das finanças públicas, nomeadamente através do efeito sobre as receitas fiscais associadas ao mercado imobiliário. O sistema bancário português encontra-se exposto aos desenvolvimentos do mercado imobiliário através de diversos canais, designadamente, a exposição direta a imóveis em carteira, a exposição indireta através dos imóveis aceites como colateral e a detenção de unidades de participação em fundos de investimento imobiliário e de reestruturação de empresas, em larga medida

36. O índice setorial PSI Financials é atualmente constituído pelos títulos do Banco Comercial Português, Banco BPI e SONAE Capital, sendo por isso menos representativo do setor financeiro português do que no passado. Adicionalmente, é de referir que o CaixaBank se propôs a iniciar o processo para perda de qualidade de sociedade aberta do Banco BPI, na sequência da aquisição ao grupo Allianz de ações representativas de 8.425% do capital social do Banco BPI. Este processo deverá culminar com a exclusão de negociação em bolsa desta instituição.

37. Em cerca de 11%, considerando apenas sociedades não financeiras.

associados a imobiliário comercial. Também os créditos concedidos a empresas dos setores da construção<sup>38</sup> e atividades imobiliárias constituem uma exposição ao ciclo do mercado imobiliário.

Em Portugal, os imóveis residenciais constituem o maior ativo real das famílias, sendo a sua aquisição maioritariamente financiada por crédito. Em termos agregados, esta situação tem tido como reflexo a elevada exposição do setor bancário residente aos desenvolvimentos no mercado imobiliário residencial, a qual é claramente dominante no que concerne ao mercado imobiliário em geral, tal como analisado no capítulo 1.

Por seu turno, e no período mais recente, no mercado imobiliário comercial os fundos de investimento, sobretudo os não residentes, constituem o setor responsável pela maioria do investimento (cerca de 80% em 2017).

Nos últimos cinco anos tem-se verificado um aumento sustentado dos preços no mercado imobiliário residencial, em termos nominais e reais, bem como dos rácios de preços face ao rendimento e às rendas. Observa-se ainda que as medidas de desvio de preços no mercado imobiliário residencial face aos fundamentos económicos registam valores ligeiramente positivos desde o terceiro trimestre de 2017.

No entanto, os desenvolvimentos no crédito à habitação continuam contidos. Os saldos de crédito à habitação apresentam uma ligeira queda, embora as novas operações continuem a registar um forte crescimento. Desta forma, observa-se um abrandamento da tendência de redução dos níveis de endividamento dos particulares.

A recuperação de preços tem também ocorrido ao nível do mercado imobiliário comercial, embora a um ritmo claramente inferior à recuperação de preços observada no mercado imobiliário residencial. Este aumento dos preços tem sido acompanhado pela redução da taxa de desocupação dos imóveis comerciais e por uma trajetória decrescente da taxa de rendibilidade inicial, que atingiu um mínimo em 2017. Adicionalmente, verifica-se que o crescimento médio dos preços do mercado imobiliário comercial português tem apresentado valores mais baixos do que o observado noutros países da área do euro, contribuindo para que a taxa de rendibilidade inicial, definida como o rácio entre o valor das rendas recebidas e o preço estimado de transação, tenha apresentado uma trajetória decrescente menos acentuada. Em 2017, Portugal foi um dos países com a maior taxa de rendibilidade inicial no mercado imobiliário comercial entre vários países da área do euro.<sup>39</sup>

O ambiente prolongado de baixas taxas de juro e a forte expansão do setor do turismo terão contribuído para o aumento da procura nos dois segmentos do mercado imobiliário.

### 2.3.1 Imobiliário residencial

A dinâmica de preços do mercado imobiliário residencial em Portugal tem sido determinada pela melhoria do rendimento das famílias, pelo baixo nível das taxas de juro e pelo menor grau de restritividade dos critérios de concessão de crédito à habitação. A procura por não residentes, em parte associada a autorizações de residência, tem também dinamizado alguns segmentos deste mercado. Por sua vez, a forte dinâmica do setor do turismo, em particular do alojamento local, tem contribuído para a evolução dos preços do imobiliário residencial.

38. O setor da construção inclui outro tipo de exposição que não para imobiliário comercial e/ou residencial, por exemplo construção de obras públicas.

39. Os países da área do euro considerados foram a Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Irlanda, Itália e Países Baixos.

Por seu turno, o hiato temporal na resposta da oferta a aumentos de procura no curto prazo, a predominância de transações descentralizadas num mercado com informação imperfeita e a magnitude dos custos de transação tendem a condicionar a dinâmica de preços.

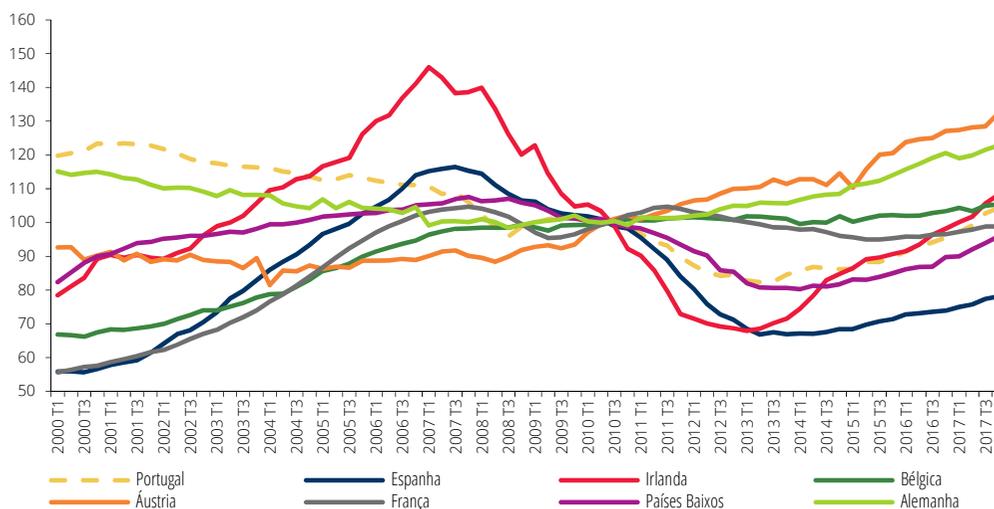
Em termos mais estruturais, as condições demográficas de um país, incluindo os fluxos de migração, são também variáveis determinantes da procura no mercado imobiliário. De igual forma, as características do mercado de arrendamento condicionam a preferência por parte das famílias quanto à detenção de habitação própria e também afetam a procura neste mercado.

### Em Portugal, depois de uma queda entre 2010 e 2013, os preços do imobiliário residencial recuperaram para níveis próximos dos registados em 2008

Nos últimos quatro anos e meio, os preços da habitação aumentaram continuamente em Portugal, em especial em algumas localizações específicas, como Lisboa, Porto e região do Algarve. Este aumento seguiu-se a uma redução significativa de preços ocorrida entre 2010 e 2013, a qual se traduziu em quebras de 15% e 18%, em termos nominais e reais, respetivamente. Em termos acumulados, entre o segundo trimestre de 2013 e o quarto trimestre de 2017, os preços da habitação em Portugal aumentaram 32% (em termos nominais) e 27% (em termos reais).

No período que antecedeu a recente crise económica e financeira, em Portugal não se observou uma sobrevalorização nos preços da habitação, contrariamente ao ocorrido em alguns países da área do euro, nomeadamente Espanha e Irlanda, que registaram afastamentos significativos dos preços face aos respetivos fundamentos económicos. Consequentemente, em Portugal, a queda dos preços ocorrida entre 2010 e 2013 não foi tão acentuada, quando comparada com a daqueles países. Contudo, entre o segundo trimestre de 2013 e o quarto trimestre de 2017, os preços aumentaram, em Portugal, em termos reais, a um ritmo superior ao observado em países como Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França e Países Baixos (Gráfico I.2.6).

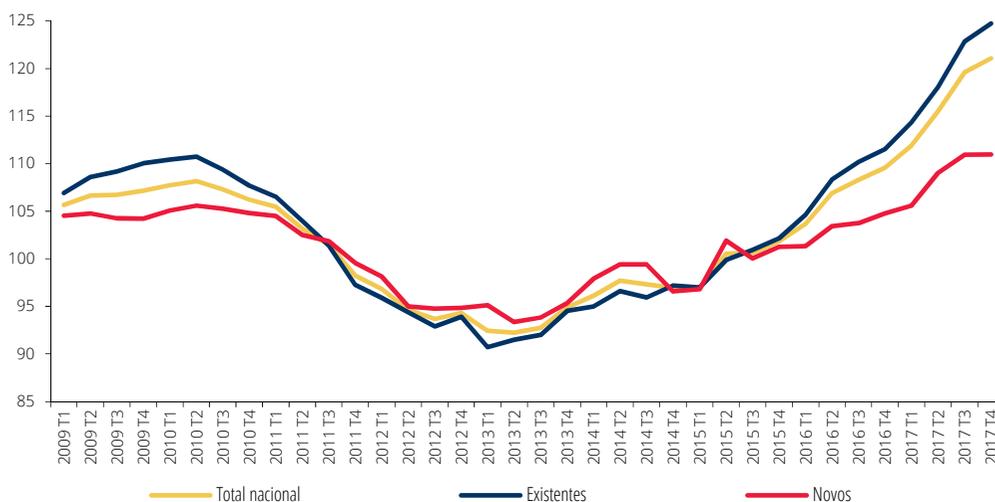
**Gráfico I.2.6 • Preços da habitação em termos reais | Índice 2010=100**



Fonte: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico.

O maior contributo para o aumento registado nos preços da habitação em Portugal continua a estar associado, sobretudo, às transações de imóveis existentes, as quais em 2017 representaram 85% do número total de transações registadas nesse ano. Este peso tem vindo a aumentar ao longo dos anos (em 2009, o número de transações de imóveis existentes rondava 63% do número total de transações). Analisando o índice de preços da habitação<sup>40</sup>, verifica-se que em 2017 o aumento dos preços dos imóveis existentes representou quase o dobro (10,4% em termos médios anuais) do registado nos imóveis novos (5,6%) (Gráfico I.2.7).

**Gráfico I.2.7 • Preços da habitação – Segmentação entre imóveis existentes e imóveis novos**  
| Índice 2015 = 100



Fonte: Instituto Nacional de Estatística.

## Diversos fatores dinamizaram a procura de imóveis residenciais e a recuperação da oferta de habitação não tem sido suficiente para impedir o aumento dos preços

A evolução recente dos preços tem sido suportada por fatores como o aumento do rendimento disponível das famílias e a redução do desemprego, assim como pela dinâmica do turismo, que tem motivado a procura específica relacionada com o alojamento local. A estes fatores acresce a manutenção de condições favoráveis de financiamento, num contexto de permanência das taxas de juro em níveis historicamente baixos, bem como de critérios menos restritivos de concessão de crédito. A persistência de taxas de juro muito baixas por um período prolongado tem também contribuído para um aumento de procura de imobiliário por parte de investidores, como alternativa aos depósitos a prazo ou a outros ativos financeiros.

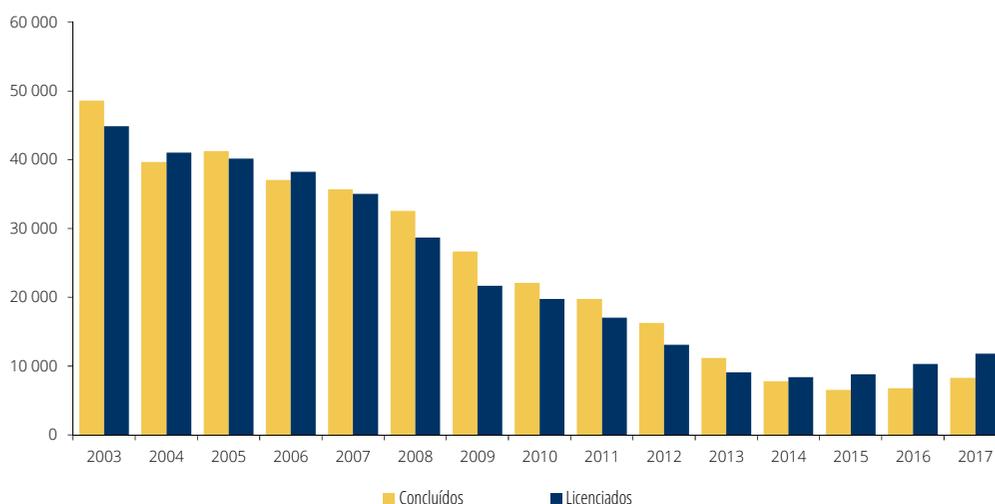
40. O índice de preços da habitação publicado pelo Instituto Nacional de Estatística é um índice de preços encadeado de tipo *Laspeyres*.

Após um aumento pronunciado do alojamento local nos distritos de Lisboa, Porto e Faro em 2014 e 2015, o número de registos para esta atividade<sup>41</sup> continuou a apresentar um crescimento muito forte em 2017, apesar de ocorrer a um ritmo menor (cerca de 60% face ao período homólogo). Esta subida encontra-se associada ao crescimento das exportações de turismo, que aumentaram consistentemente o seu peso no PIB, atingindo 7% em 2017 face a cerca de 5% em 2013. O crescimento do investimento por parte de não residentes, em parte associado à concessão de autorizações de residência, constitui também um fator que tem contribuído para a manutenção da trajetória ascendente dos preços dos imóveis residenciais em Portugal.

No que respeita à oferta de habitação, o número de edifícios concluídos para habitação familiar tem vindo, progressivamente, a recuperar desde 2016, mantendo-se, no entanto, aquém dos valores registados antes de 2013. No que se refere aos edifícios licenciados, a recuperação iniciou-se em 2015, perspetivando-se um aumento da oferta de habitação num futuro próximo (Gráfico I.2.8).

Em termos regionais, verificou-se que, em 2017, os edifícios localizaram-se, sobretudo, nas regiões do Norte e Centro (representando cerca de 70% do total), enquanto a Área Metropolitana de Lisboa (AML) e o Algarve representaram, respetivamente, 13% e 5% do total. A AML regista a maior taxa de variação em 2017, designadamente, 35% face ao período homólogo.

**Gráfico I.2.8 • Reabilitação e construção nova para habitação familiar, edifícios licenciados e concluídos | Em número**

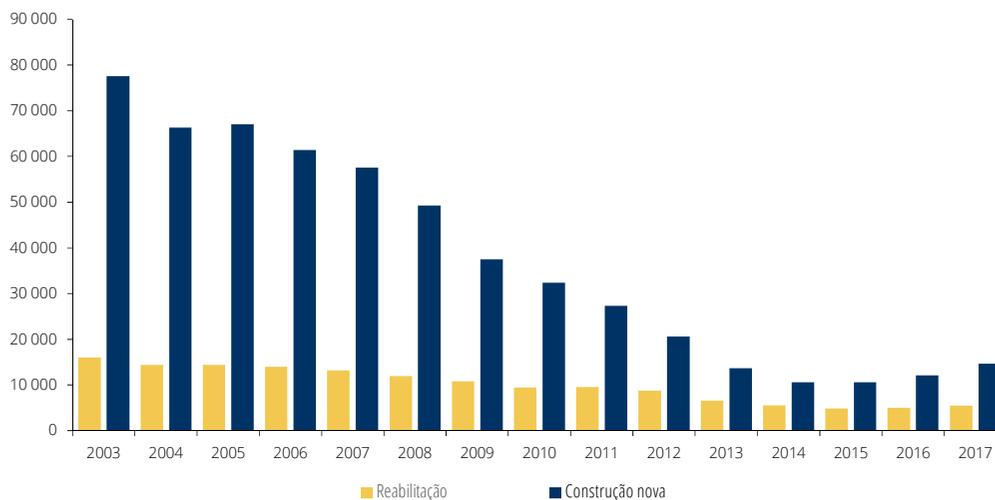


Fontes: Instituto Nacional de Estatística e cálculos do Banco de Portugal.

A construção nova de edifícios licenciados e concluídos para habitação familiar apresentou uma forte quebra até 2015, tendo recuperado lentamente nos últimos dois anos. Por seu turno, a reabilitação de edifícios tem-se mantido essencialmente estável a partir de 2014 e a respetiva importância no total da oferta de habitação familiar tem vindo a reduzir-se no período mais recente (Gráfico I.2.9).

41. De acordo com os dados disponíveis no sítio da internet do Registo Nacional de Alojamento Local (<https://rnt.turismodeportugal.pt/RNAL/Consulta-Registo.aspx?Origem=CP&FiltroVisivel=True>).

**Gráfico I.2.9 • Edifícios licenciados e concluídos para habitação familiar, reabilitação e construção nova | Em número**



Fonte: Instituto Nacional de Estatística e cálculos do Banco de Portugal

## Na segunda metade de 2017 começaram a existir sinais de alguma sobrevalorização dos preços do mercado imobiliário residencial em Portugal

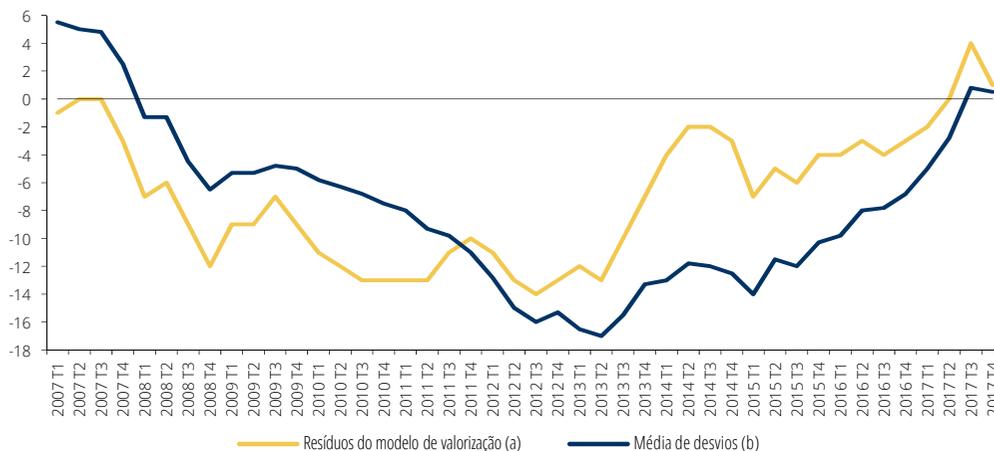
A fim de aferir a existência de sobrevalorização de preços no mercado imobiliário residencial, importa avaliar se estes se encontram em linha com os fundamentos económicos que justificam a oferta e a procura neste mercado. Entre estes podem referir-se a evolução do rendimento, das taxas de juro e da oferta de habitação. Vários métodos têm sido utilizados para estimar a existência de sobrevalorização/subvalorização dos preços no mercado imobiliário residencial, uma vez que esta não é diretamente observável.

O Banco Central Europeu compila e divulga duas medidas de desvio de preços face aos fundamentos económicos no mercado imobiliário residencial em Portugal, designadamente os resíduos de um modelo de valorização estimado com base nos fundamentos económicos referidos acima e a média do desvio de quatro métodos de valorização de preços.<sup>42</sup>

Relativamente a Portugal, verifica-se que estas duas medidas apontam para a existência de uma ligeira sobrevalorização dos preços, em termos agregados, face aos seus fundamentos, desde o terceiro trimestre de 2017 (Gráfico I.2.10).

42. Estas estimativas baseiam-se em quatro métodos de valorização, designadamente, o rácio entre preços de habitação e rendimento disponível *per capita*; o rácio entre os preços da habitação e o valor das rendas; um modelo baseado na teoria de valorização de ativos (*asset pricing approach* na língua inglesa) e um modelo de procura invertida, estimado com base em técnicas *Bayseanas*. Para mais detalhes consultar as edições de junho de 2011 e novembro de 2015 do *Boletim de Estabilidade Financeira* do Banco Central Europeu.

**Gráfico I.2.10 • Medidas de sobrevalorização/subvalorização dos preços no mercado residencial em Portugal | Em percentagem**

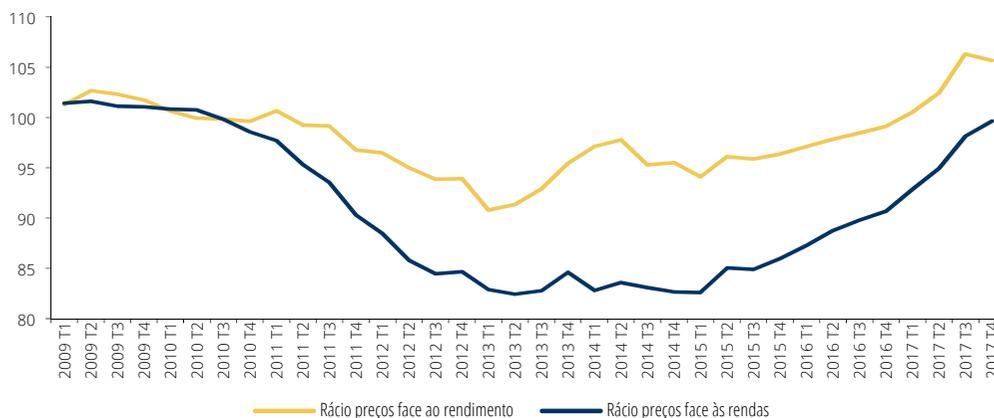


Fonte: Banco Central Europeu – *Statistical Data Warehouse*. | Nota: (a) Os resíduos do modelo de valorização resultam da estimação de um modelo de preços do imobiliário com base nos fundamentos económicos, desvios positivos sinalizam a existência de sobrevalorização. (b) A média de desvios é uma medida síntese que utiliza quatro métricas de valorização de preços, procurando conciliar indicadores sobre a procura de habitação com indicadores relacionados com métodos de valorização de ativos, uma média positiva sinaliza sobrevalorização de preços face aos fundamentos.

Ainda que as indicações de sobrevalorização dos preços no mercado imobiliário residencial em termos agregados sejam muito limitadas, a duração e o ritmo de crescimento dos preços neste mercado (aumentos de 32% e de 27% em termos nominais e reais, respetivamente, desde o segundo trimestre de 2013) pode implicar riscos para a estabilidade financeira, em caso de persistência destas dinâmicas.

No período recente, o aumento continuado dos preços do imobiliário residencial foi apenas parcialmente acompanhado por aumentos do rendimento disponível das famílias. Desta forma, o índice relativo ao rácio entre preços de habitação e rendimento disponível *per capita* tem vindo a aumentar, situando-se acima do observado em 2009. Por sua vez, apesar da forte tendência ascendente dos últimos trimestres, o índice relativo ao rácio entre os preços da habitação e o valor das rendas não atingiu ainda o valor registado em 2009 (Gráfico I.2.11).

**Gráfico I.2.11 • Rácio entre preços e rendimento e Rácio entre preços e rendas | Índice 2010=100**



Fonte: Organização para a cooperação e desenvolvimento económico. | Nota: O rácio entre preços de habitação e rendimento disponível *per capita* é uma métrica síntese da capacidade de aquisição de habitação por parte de potenciais compradores no longo prazo. O rácio entre os preços da habitação e o valor das rendas representa o custo de comprar face ao custo de arrendar uma casa.

Os preços de transação por metro quadrado têm apresentado uma recuperação forte e generalizada nos principais distritos a partir do início de 2013, destacando-se o distrito de Lisboa que iniciou a recuperação de preços, conduzindo ao aumento do valor médio nacional. No quarto trimestre de 2017, Lisboa e Porto (18%) e, em menor grau, a região do Algarve (9%) apresentaram taxas de variação homóloga do valor mediano das vendas de imóveis residenciais, por metro quadrado<sup>43</sup>, superiores ao valor nacional (8%).

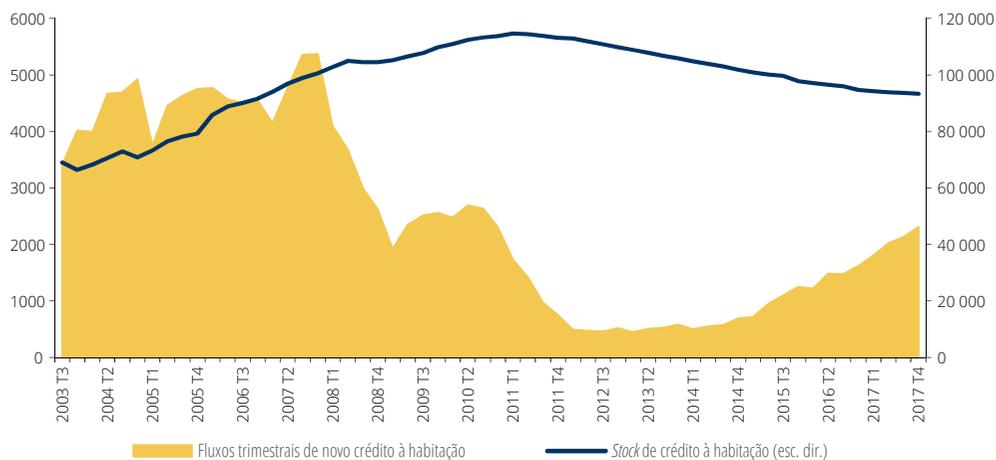
Em 2017 observou-se uma concentração do número de novos contratos de arrendamento na AML e na Área Metropolitana do Porto (AMP), representando mais de 50% do total de contratos celebrados no país neste ano. Em termos dos preços praticados, verifica-se que os valores medianos do arrendamento de habitação na AML, na AMP, Algarve e Região Autónoma da Madeira superaram os valores medianos nacionais.<sup>44</sup>

## ⋮ Não existe evidência de que o crédito bancário esteja a ser o determinante primordial do aumento dos preços no mercado residencial em Portugal

Apesar de as famílias portuguesas terem reduzido de forma muito significativa os seus níveis de endividamento, continuam a apresentar um dos valores mais elevados de entre os países da União Europeia.

O crédito concedido para aquisição de habitação, parcela dominante da dívida das famílias, tem apresentado taxas de variação anuais negativas desde o final de 2011, mas esta tendência tem vindo a abrandar nos períodos mais recentes (Gráfico I.2.12). Paralelamente, tem-se observado um aumento acentuado dos fluxos de novos empréstimos à habitação, embora registando níveis muito inferiores aos atingidos antes da crise económica e financeira, conjugado com o aumento das amortizações antecipadas do valor integral dos empréstimos (para mais detalhes, ver capítulo 3).<sup>45</sup>

**Gráfico I.2.12 • Fluxos e stocks de crédito à habitação | Em milhões de euros**



Fonte: Banco de Portugal.

43. Dados disponíveis a partir do primeiro trimestre de 2016, no sítio da internet do Instituto Nacional de Estatística em: [https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_indicadores&indOcorrCod=0009490&contexto=bd&selTab=tab2](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&indOcorrCod=0009490&contexto=bd&selTab=tab2). Os dados apresentados não se enquadram no âmbito dos modelos probabilísticos de preços hedónicos, ou seja, não são controladas as diferenças qualitativas das habitações transacionadas.

44. Os dados relativos ao mercado de arrendamento disponibilizados pelo Instituto Nacional de Estatística no sítio da internet em [https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_indicadores&indOcorrCod=0009631&contexto=bd&selTab=tab2](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&indOcorrCod=0009631&contexto=bd&selTab=tab2) referem-se apenas a 2017.

45. A edição de maio de 2018 do *Boletim Económico* do Banco de Portugal inclui uma caixa dedicada à análise dos novos empréstimos e reembolsos no crédito à habitação, baseada em dados microeconómicos (Caixa 2).

Desde 2015, a percentagem de transações de alojamentos familiares financiadas com recurso ao crédito tem vindo a aumentar, depois de ter atingido um mínimo de cerca de 20% em 2013. No último trimestre de 2017, esta proporção situava-se em 41%, embora ainda aquém dos valores registados em 2009 (cerca de 65%). Simultaneamente, regista-se um aumento muito forte das transações de alojamentos familiares, as quais registam valores bastante superiores aos observados em 2009 (Gráfico I.2.13).

**Gráfico I.2.13 • Transações de alojamentos familiares e percentagem financiada com recurso ao crédito**



Fontes: Instituto Nacional de Estatística e Banco de Portugal.

No que se refere ao crédito concedido para construção e para promoção das atividades imobiliárias, observa-se um aumento dos empréstimos bancários, o qual é compensado pela redução nos títulos de dívida em carteira. Contudo, existe evidência de diferentes dinâmicas nestes dois ramos de atividade. No que concerne ao crédito à construção, em 2017, manteve-se a tendência decrescente iniciada em 2010, embora a um ritmo menor. Verificou-se, no entanto, uma recuperação no crédito concedido para promoção das atividades imobiliárias no último trimestre de 2017.

Relativamente às condições de oferta por parte do setor bancário na concessão de crédito à habitação, no período mais recente têm sido observados sinais de menor restritividade dos critérios de concessão de crédito, designadamente com o alargamento de maturidades. Observa-se ainda a descida continuada dos *spreads* praticados, bem como das taxas de juro efetivamente contratadas. Tendo em consideração a menor restritividade nos critérios de concessão de crédito, que poderá afetar negativamente a resiliência do setor bancário e originar riscos para a estabilidade financeira, o Banco de Portugal emitiu uma Recomendação aplicável a partir de julho de 2018, introduzindo limites a alguns dos critérios que as instituições devem observar na aferição de solvabilidade dos mutuários.<sup>46</sup>

46. Recomendação dirigida aos novos contratos de crédito celebrados com consumidores, designadamente crédito à habitação, crédito com garantia hipotecária ou equivalente e crédito ao consumo, disponível no sítio da internet do Banco de Portugal, em [https://www.bportugal.pt/sites/default/files/recomendacao\\_contratoscredito.pdf](https://www.bportugal.pt/sites/default/files/recomendacao_contratoscredito.pdf).

### 2.3.2 Imobiliário comercial

O mercado imobiliário comercial<sup>47</sup> tem um conjunto de características que o distingue de outros mercados de ativos, nomeadamente no que respeita à multiplicidade dos imóveis transacionados. Esta heterogeneidade contribui para uma segmentação do mercado não só em termos de finalidade, mas também em termos de localização e qualidade do imóvel. O mercado encontra-se organizado em cinco segmentos: Escritórios, Retalho<sup>48</sup>, Industrial, Residencial<sup>49</sup> e Outros, sendo esta última uma categoria residual que engloba os imóveis para outras finalidades, tais como Hotéis e Saúde e Educação. No que se refere ao segmento geográfico, os imóveis distinguem-se entre localizações privilegiadas<sup>50</sup> e não privilegiadas. Em termos de qualidade, os imóveis de qualidade elevada são, geralmente, agrupados pelos participantes de mercado numa categoria independente devido a serem ativos com maior liquidez. De forma semelhante ao imobiliário residencial, o mercado imobiliário comercial é caracterizado pela utilização intensiva de capital, uma vez que os projetos de desenvolvimento imobiliário requerem volumes de capital significativos. Adicionalmente, a oferta de imóveis tende a reagir de forma lenta a alterações da procura no curto e médio prazo em resultado do longo ciclo de produção associado ao mercado imobiliário. Por último, em Portugal, decorrente da dimensão específica do mercado imobiliário comercial, ocorre anualmente um número de transações reduzido, o que se repercute na respetiva liquidez.

A monitorização da evolução do mercado imobiliário comercial é efetuada com base em informação maioritariamente proveniente de fontes privadas<sup>51</sup> contrastando com o mercado imobiliário residencial. Neste contexto, é importante realçar um conjunto de limitações associadas à utilização deste tipo de informação. Com efeito, estes dados fornecem uma imagem incompleta do mercado em Portugal, na medida em que têm como referência as carteiras de imóveis comerciais de um conjunto de empresas privadas, as quais tenderão a não cobrir a totalidade do mercado. Além disso, a composição da carteira de imóveis destas empresas é também variável ao longo do tempo. Em geral, a informação destas fontes privadas cobre essencialmente as cidades de Lisboa e Porto e imóveis de elevada qualidade com localização privilegiada. A frequência dos dados é na grande maioria anual e não existem séries temporais longas. Por último, comparações entre países devem ser efetuadas com particular precaução, na medida em que, mesmo utilizando a mesma fonte de dados, a cobertura de mercado poderá ser bastante diferente.

47. De acordo com a Recomendação do Comité Europeu de Risco Sistémico CERS/2016/14 relativa ao preenchimento das lacunas de dados sobre bens imóveis, designa-se por imóvel comercial todo o bem imóvel, já existente ou em fase de desenvolvimento, gerador de rendimento excluindo-se deste conceito habitações sociais, os imóveis para habitação própria e os imóveis destinados ao arrendamento habitacional. Esta definição engloba, entre outros, edifícios multifamiliares, hotéis, restaurantes, centros comerciais, lojas de comércio de rua, escritórios e imóveis para fins de produção, distribuição e logística.

48. O segmento de retalho inclui lojas de comércio de rua e centros comerciais.

49. De acordo com a definição dos participantes no mercado imobiliário comercial, o segmento residencial inclui os imóveis destinados ao arrendamento habitacional. Esta definição contrasta com a definição proposta na Recomendação CERS/2016/14.

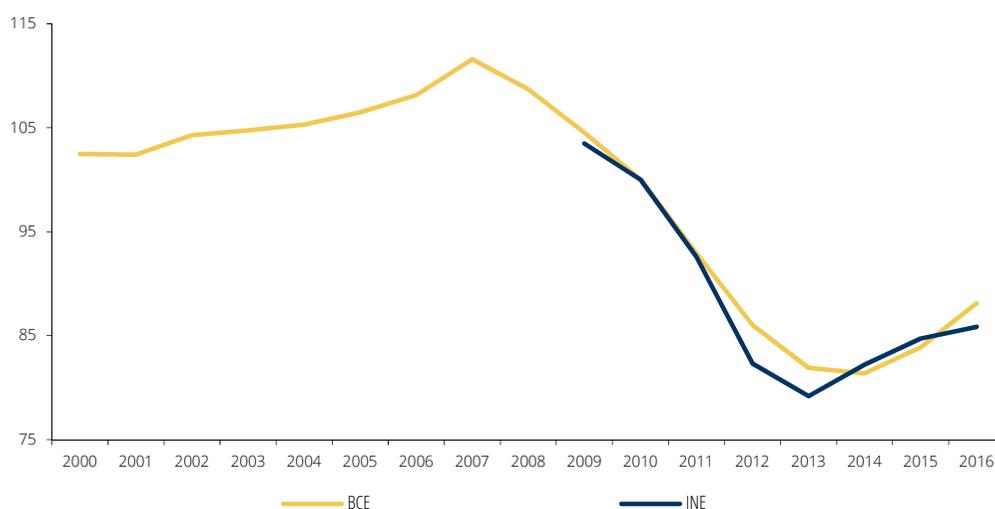
50. Designada por *Prime* na terminologia inglesa.

51. As fontes privadas englobam empresas de consultoria, prestação de serviços e promoção imobiliária.

Depois de uma queda bastante acentuada observa-se, desde 2014, uma recuperação dos preços do mercado imobiliário comercial, embora a um ritmo claramente inferior ao dos preços do mercado imobiliário residencial

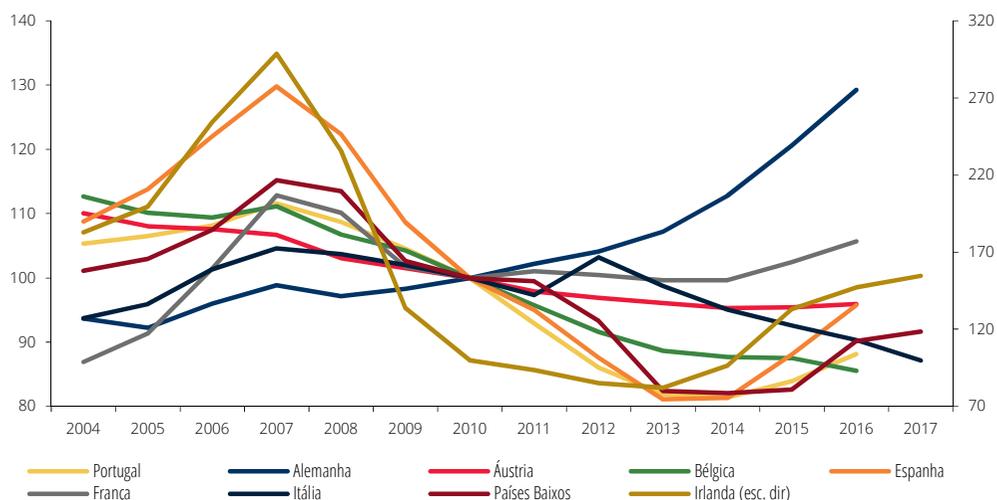
Os preços do imobiliário comercial atingiram um máximo em 2007 e um mínimo em 2014, registando-se neste período uma queda dos preços de 21% em termos reais, de acordo com os dados do Banco Central Europeu (BCE) baseados em valores de avaliação de propriedades comerciais (Gráfico I.2.14). De salientar que esta queda dos preços foi mais acentuada do que a observada nos preços do mercado imobiliário residencial no mesmo período. A partir de 2014, registou-se uma recuperação da procura no mercado imobiliário comercial português decorrente do crescimento económico global, da maior dinâmica no setor do turismo, do aumento da confiança dos consumidores e empresários nacionais e do nível reduzido das taxas de juro, o qual terá potenciado a procura por parte dos investidores de ativos com maior rentabilidade. Neste contexto, os preços do imobiliário comercial em Portugal cresceram 8,3% de acordo com os dados do BCE e 4,4% de acordo com os dados do Instituto Nacional de Estatística (INE), em termos reais, entre 2014 e 2016. Porém, esta recuperação dos preços ocorre a um ritmo claramente inferior à recuperação observada nos preços do imobiliário residencial. De realçar ainda que o padrão de evolução dos preços do mercado imobiliário comercial português, entre 2007 e 2016, é igualmente observado em alguns outros países da área do euro (Gráfico I.2.15), destacando-se a Espanha, a Irlanda e os Países Baixos. No entanto, o crescimento médio dos preços no mercado imobiliário comercial português, em termos reais, no período entre 2014 e 2016 é mais baixo do que o crescimento observado na Alemanha, em Espanha, na Irlanda e nos Países Baixos.

**Gráfico I.2.14 • Preços do imobiliário comercial em Portugal, em termos reais**  
| Índice 2010 = 100



Fontes: Banco Central Europeu e Instituto Nacional de Estatística. | Notas: Índices nominais deflacionados pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor. O índice de preços divulgado pelo Banco Central Europeu é baseado em valores de avaliação de imóveis comerciais disponibilizados pela Morgan Stanley Capital International, para mais detalhes ver *ECB Monthly Bulletin*, February 2014, Box 7, "Experimental Indicators of Commercial Property Prices". O índice de preços de propriedades comerciais divulgado pelo Instituto Nacional de Estatística é baseado em valores de transação e está disponível numa base anual a partir de 2009.

Gráfico I.2.15 • Preços do imobiliário comercial, em termos reais | Índice 2010 = 100



Fonte: Banco Central Europeu. | Notas: Índices nominais deflacionados pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor. Os índices para a Irlanda, a Itália, os Países Baixos e a Alemanha são baseados em valores de transação. Não existem dados para os restantes países da área do euro.

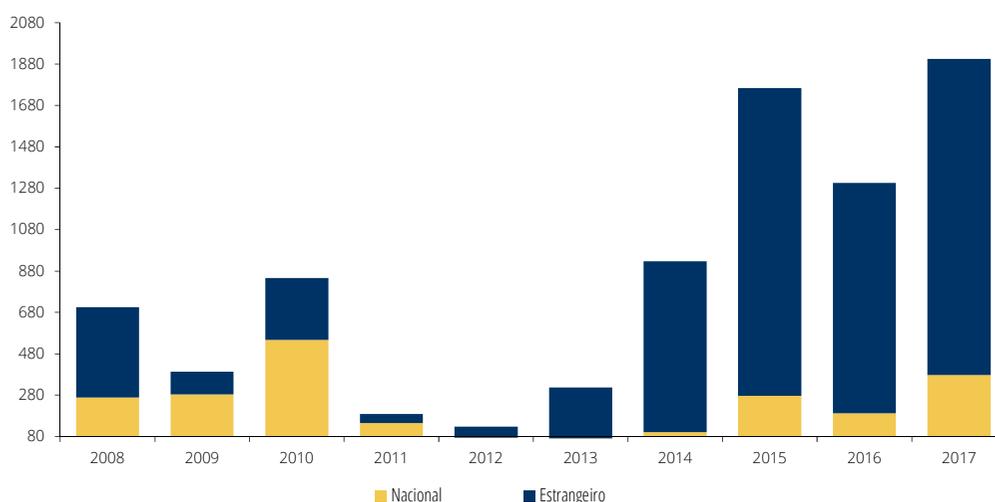
## Em 2017, cerca de 80% do investimento no mercado imobiliário comercial português foi efetuado por não residentes

Desde 2013, além do crescimento do volume de investimento e correspondente recuperação dos preços, registou-se também uma alteração da origem dos capitais investidos no mercado imobiliário comercial português (Gráfico I.2.16). Em 2017, 80,2% do investimento total neste mercado foi proveniente de não residentes, situando-se cerca de 42 pp acima do valor médio registado no período entre 2008 e 2012. Apesar de não existir informação sobre as fontes de financiamento destes investidores, a dinâmica observada no volume de investimento de não residentes poderá ser explicada parcialmente pela evolução diferenciada da rentabilidade total no mercado imobiliário comercial a nível internacional (Gráfico I.2.17). Entre 2007 e 2013, a rentabilidade total acumulada do mercado imobiliário comercial nacional apresentava uma estabilização, em contraste com a evolução da rentabilidade total acumulada em outras economias da área do euro. A Alemanha, a Áustria, a Bélgica e a França apresentavam uma trajetória clara de crescimento, enquanto países como a Espanha e a Irlanda registavam uma rentabilidade total acumulada bastante negativa. Neste contexto, Portugal registava a terceira menor rentabilidade total acumulada do mercado imobiliário comercial entre 2007 e 2013, com cerca de 10%. Todavia, importa salientar que neste período a rentabilidade foi sobretudo proveniente da componente renda, dado que entre 2007 e 2013 observou-se um decréscimo dos preços no mercado imobiliário comercial nacional (Gráfico I.2.18). O contributo da componente renda para a rentabilidade total de investimentos em propriedades comerciais em Portugal é positivo e manteve-se relativamente estável, em torno de 6%, ao longo de todo o período temporal considerado (2007-2017).

A baixa rentabilidade total acumulada do mercado imobiliário comercial português até 2013 e, a partir desta data, a melhoria da confiança dos investidores na economia portuguesa explicam o aumento da participação de investidores estrangeiros em Portugal. Este crescimento

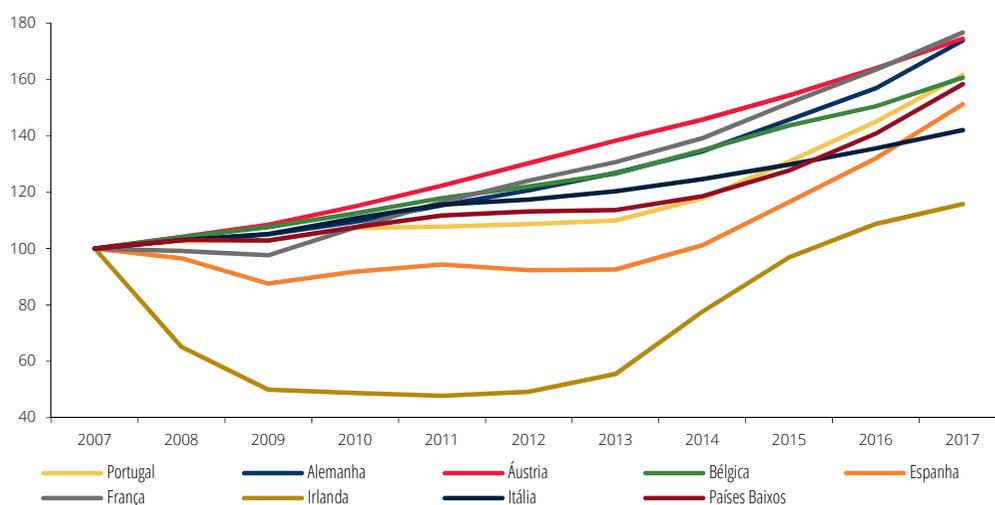
do investimento estrangeiro terá impulsionado o aumento dos preços do mercado imobiliário comercial. Assim, a partir de 2014 o contributo da componente preço para a rendibilidade total passou a ser positivo, representando cerca de metade da rendibilidade total a partir de 2015. Em 2017, a rendibilidade total no mercado imobiliário comercial português foi cerca de 11%, com a variação de preço a contribuir 5,4 pp e as rendas 5,7 pp. Em termos de comparação internacional, verificou-se que a partir de 2014 Portugal apresentou um ritmo de crescimento da rendibilidade total acumulada do mercado imobiliário comercial semelhante ao da Áustria, da França, da Alemanha, dos Países Baixos, da Espanha e da Irlanda, embora o ponto de partida fosse bastante distinto do da maioria dos países analisados.

**Gráfico I.2.16 • Investimento no mercado imobiliário comercial português por origem do investidor | Em milhões de euros**



Fonte: Jones Lang LaSalle. | Nota: O valor de investimento é igual ao valor total das transações ocorridas no ano.

**Gráfico I.2.17 • Rendibilidade total acumulada no mercado imobiliário comercial | Em euros**



Fontes: Morgan Stanley Capital International e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: A rendibilidade total é a soma da componente preço (*capital growth*) e da componente renda (*income return*). O gráfico simula o valor total acumulado de um investimento de 100 euros em 31 de dezembro 2007.

**Gráfico I.2.18 • Desagregação da rentabilidade total do mercado imobiliário comercial português | Em percentagem**



Fonte: Morgan Stanley Capital International. | Notas: A rentabilidade total é a soma da componente preço (*capital growth*) e da componente renda (*income return*). A rentabilidade refere-se aos imóveis considerados na carteira *standing investments* que inclui os investimentos diretos e permanentes em propriedades concluídas e arrendáveis e exclui qualquer propriedade que tenha sido sujeita a transação no período de valorização de 12 meses.

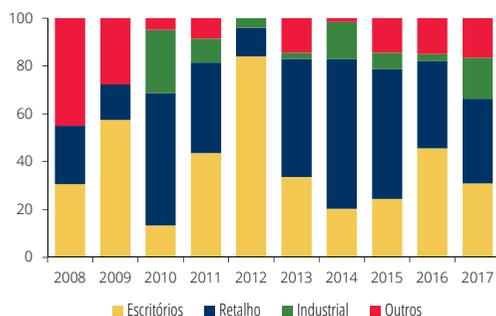
Em 2017, o investimento nos segmentos de escritórios e retalho foi impulsionado pelo crescimento económico global e pelo maior dinamismo do turismo. Os principais investidores no mercado imobiliário comercial são os fundos de investimento e de pensões e *Real Estate Investment Trusts*

Apesar da trajetória positiva, mas ainda pouco expressiva, dos preços no mercado imobiliário comercial, estes parecem estar em linha com a evolução registada na taxa de desocupação, no valor das rendas e nos custos de financiamento. O preço de propriedades comerciais depende positivamente do crescimento económico e do valor das rendas e negativamente dos custos de financiamento.

O processo de recuperação da economia portuguesa, iniciado em 2013, tem sido suportado, sobretudo, pelo desempenho das exportações e do investimento. No que se refere às exportações, o turismo tem dado um contributo crescente, em termos reais, para o crescimento económico. Esta recuperação traduz-se no aumento da procura por espaços de lazer e de comércio, levando a que o segmento de retalho apresentasse o maior volume de investimento em 2017, captando cerca de 35% do valor total das transações ocorridas no ano (Gráfico I.2.19). De acordo com alguns dos participantes de mercado, a procura de espaços de escritórios por empresas nacionais e internacionais está associada à recuperação económica global. O aumento da qualificação da mão-de-obra e uma maior flexibilização do mercado de trabalho português explicam a maior capacidade de atração de Portugal, em particular de Lisboa, como centro de localização de novas empresas do setor dos serviços. Em resultado, o segmento de escritórios apresentou o segundo maior volume de investimento em 2017, representando 30% do valor total das transações do ano.

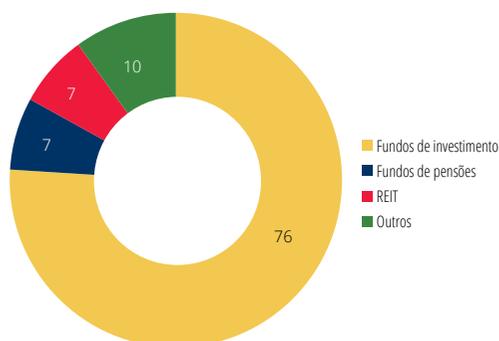
Conforme referido anteriormente, em 2017 o investimento no mercado imobiliário comercial português foi dominado por não residentes. Por tipo de investidor, é de destacar a participação dos fundos de investimento, os quais representaram 76% do volume de transações totais. De destacar ainda a participação dos fundos de pensões e dos veículos de investimento não residentes designados por *Real Estate Investment Trusts*<sup>52</sup> (Gráfico I.2.20).

**Gráfico I.2.19 • Investimento no mercado imobiliário comercial português por segmento | Em percentagem**



Fonte: Jones Lang LaSalle. | Notas: O valor de investimento é igual ao valor total das transações ocorridas no ano. O segmento Outros inclui os segmentos de Residencial, Hotéis e Uso misto ou Alternativos, tais como hospitais, residências de estudantes e residências sénior.

**Gráfico I.2.20 • Investimento no mercado imobiliário comercial português por investidor em 2017 | Em percentagem**



Fonte: Jones Lang LaSalle. | Notas: A categoria Outros é composta por Governos, *Corporate*, Privados, *Family Offices*, Sociedades Imobiliárias e Desconhecidos. O volume de investimento por tipo de investidor engloba o investimento nacional e estrangeiro. REIT designa *Real Estate Investment Trust*.

## Redução da taxa de desocupação associada à recuperação económica

Observou-se a partir de 2013, o início de uma tendência de redução da taxa de desocupação dos segmentos com maior volume de investimento em 2017 (escritórios e retalho) (Gráfico I.2.21). No segmento de escritórios localizados em Lisboa, esta evolução é observada em todas as zonas<sup>53</sup>, embora a um ritmo diferenciado. Em 2017, a taxa de desocupação de escritórios situou-se em 19,8%, valor que se encontra acima da taxa de desocupação total do mercado imobiliário comercial (10,3%). Esta situação pode ser explicada pelo facto da oferta existente de escritórios não ser adequada à procura em termos de qualidade e de localização. Assim, nos últimos anos, parte da oferta existente no segmento de escritórios tem sido requalificada para outras finalidades, em particular, hotéis ou residências multifamiliares. O segmento de retalho beneficiou não só da recuperação económica, designadamente do aumento do rendimento disponível dos consumidores, mas também da dinamização observada no setor do turismo. Em resultado, a descida na taxa de desocupação no segmento de retalho ocorreu não só na vertente de comércio de rua mas também de centros comerciais, situando-se em 4,2% em 2017.

52. No ordenamento jurídico nacional não existe a figura *Real Estate Investment Trust*, sociedade que detém e gere ativos imobiliários com a finalidade de gerar rendimento, sendo habitualmente as suas participações sociais transacionadas em bolsa.

53. A área de Lisboa no segmento de escritórios encontra-se dividida em seis zonas: *Central Business District* com localização privilegiada, *Central Business District*, Nova Zona de Escritórios, Parque das Nações, Zona Histórica Ribeirinha e Corredor Oeste.

**Gráfico I.2.21 • Taxa de desocupação no mercado imobiliário comercial português**  
| Em percentagem



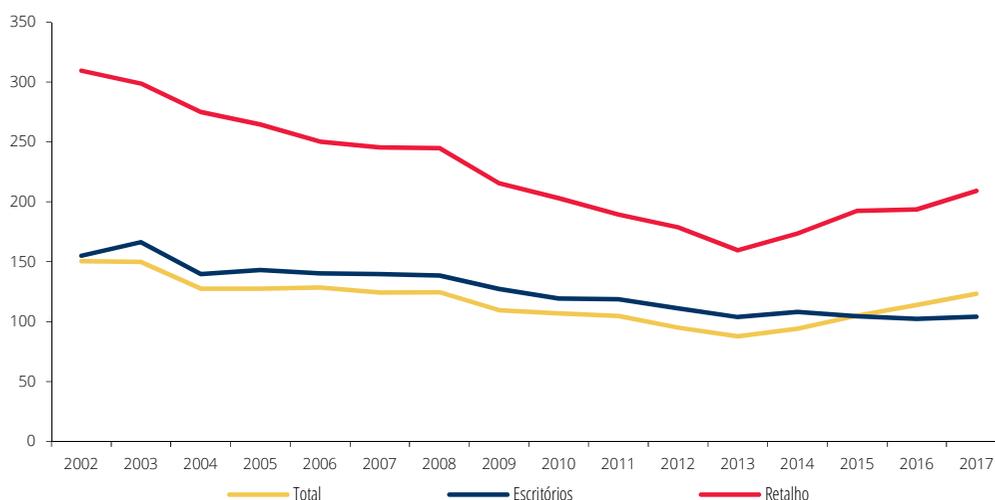
Fonte: Morgan Stanley Capital International. | Nota: A taxa de desocupação é definida como o rácio entre a área, em metros quadrados, disponível para arrendamento e a área total dos imóveis considerados na carteira *standing investments* que inclui os investimentos diretos e permanentes em propriedades concluídas e arrendáveis e exclui qualquer propriedade que tenha sido sujeita a transação no período de valorização de 12 meses. Só foram considerados os segmentos de escritórios e retalho porque são os segmentos com maior cobertura na base de dados da Morgan Stanley Capital International.

## Desde 2013, observa-se um aumento do valor das rendas no mercado imobiliário comercial, impulsionado pelo segmento de retalho

A diminuição no número de imóveis comerciais disponíveis no mercado, decorrente do aumento da procura, e as restrições existentes do lado da oferta deverão ter criado alguma pressão sobre o valor das rendas. A partir de 2013, o valor das rendas registou uma tendência de crescimento, em particular no segmento de retalho (Gráfico I.2.22).<sup>54</sup> Neste segmento, o valor médio das rendas cresceu 31,4% em termos acumulados entre 2013 e 2017. No final de 2012, a alteração à lei do arrendamento urbano possibilitou a atualização de rendas, principalmente nas zonas históricas, onde os contratos de arrendamento do comércio tradicional eram mais antigos, e fomentou a crescente presença das marcas internacionais, sobretudo nas áreas mais expostas à presença de turistas. A existência de uma maior taxa de desocupação no segmento de escritórios explica a contenção na evolução do valor das rendas, a qual é bastante diferenciada nas áreas de escritórios de Lisboa.

54. Em Portugal, o arrendamento de propriedades comerciais é realizado através de contratos que definem a duração do aluguer – em geral, de períodos longos – e os determinantes de atualização do valor da renda habitualmente indexada à taxa de inflação. Neste contexto, é provável que o valor das rendas recebidas demore algum tempo a refletir o valor das rendas praticadas em novos contratos de arrendamento de propriedades comerciais.

**Gráfico I.2.22 • Valor das rendas no mercado imobiliário comercial português**  
| Em euros por metro quadrado



Fonte: Morgan Stanley Capital International. | Nota: O valor das rendas por metro quadrado é definido como o rácio entre o valor das rendas efetivamente recebidas em determinado período e a área total dos imóveis considerados na carteira *same store* que inclui os ativos presentes na carteira tanto no início como no final do período de valorização e que não sofreram quaisquer transformações ou transações. Só foram considerados os segmentos de escritórios e retalho porque são os segmentos com maior cobertura na base de dados da Morgan Stanley Capital International.

Dada a dinâmica de crescimento menos acentuada das rendas face aos preços, a taxa de rentabilidade inicial<sup>55</sup> associada a imóveis comerciais apresenta uma trajetória de redução desde 2014, atingindo um mínimo de 5,8% em 2017 (Gráfico I.2.23). Um ajustamento significativo da oferta ao aumento da procura poderia provocar uma queda do valor médio das rendas e, por conseguinte, dos preços de mercado. Contudo, a nova construção é ainda pouca expressiva no mercado imobiliário comercial. De acordo com alguns participantes de mercado existem essencialmente dois fatores que explicam esta situação. Por um lado, o aumento das rendas ainda não alcançou um valor para o qual os projetos de desenvolvimento sejam considerados suficientemente rentáveis e, por outro lado, a construção de empreendimentos residenciais é ainda mais rentável do que a construção de imóveis comerciais.

Apesar da taxa de rentabilidade inicial no mercado imobiliário comercial português apresentar uma trajetória decrescente, este mercado oferece um diferencial de rentabilidade significativo relativamente aos títulos de dívida pública Portuguesa a 10 anos. Em 2017, o *spread* entre o retorno dos imóveis comerciais e os títulos de dívida pública Portuguesa a 10 anos foi de 270 pb, o que compara com uma média de 134 pb para o período entre 2002 e 2017. Em 2017, Portugal e Bélgica foram os países com a maior taxa de rentabilidade inicial no mercado imobiliário comercial entre vários países da área do euro (Gráfico I.2.24). Entre 2014 e 2016, observou-se um crescimento das rendas nestes dois países, no entanto registou-se um crescimento dos preços no mercado imobiliário comercial português e uma queda de preços no mercado imobiliário comercial belga. Esta evolução dos preços explica as diferenças na trajetória da rentabilidade total inicial do mercado comercial português face ao mercado belga entre 2014 e 2016. Neste período, verificou-se ainda uma evolução pouco expressiva das rendas para os restantes países. Assim, a trajetória decrescente das rentabilidades iniciais observada em alguns países é dominada pelo ritmo de crescimento dos preços do imobiliário comercial (Gráfico I.2.15). O mercado imobiliário comercial português apresenta, contudo, uma diferença importante de rentabilidade inicial face aos mercados de imobiliário comercial espanhol e irlandês, os quais registaram as menores rentabilidades totais

55. A taxa de rentabilidade inicial (*net initial yield*) para o mercado imobiliário comercial é definida como o rácio entre o valor de rendas recebidas e outros rendimentos líquidos de custos operacionais não recuperáveis no final do período e o preço estimado de transação no mercado líquido de custos de transação.

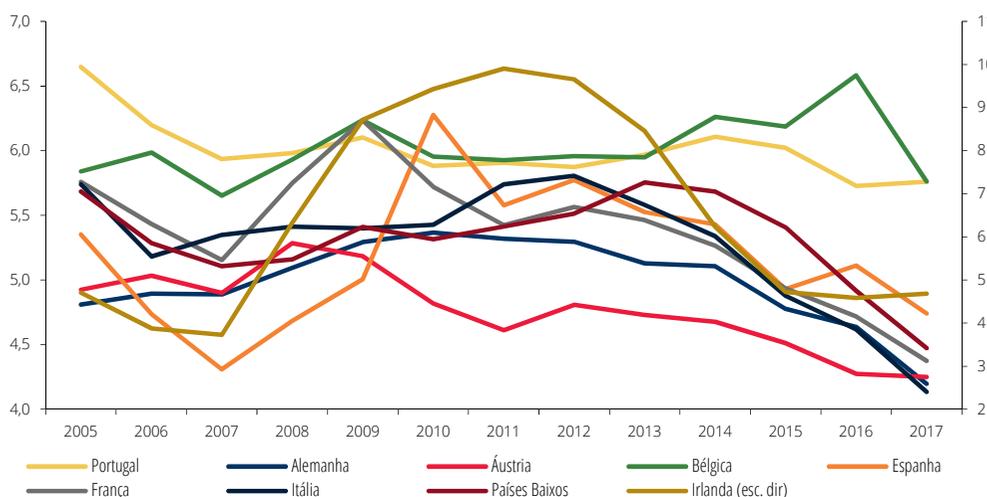
acumuladas no período posterior à crise financeira internacional. Em 2017, a diferença entre a taxa de rentabilidade inicial do mercado imobiliário comercial português e a taxa de rentabilidade inicial destes dois mercados foi cerca de 1 pp. Este diferencial de rentabilidades iniciais justifica-se pelo crescimento bastante distinto dos preços em Portugal, Espanha e Irlanda. No período entre 2014 e 2016, o crescimento médio dos preços do mercado imobiliário comercial português, em termos nominais, foi de 2,8%. Comparativamente, no mesmo período, o mercado imobiliário comercial irlandês e espanhol registaram crescimentos médios dos preços nominais de 22% e 5,3%, respetivamente.

**Gráfico I.2.23 • Taxas de rentabilidade | Em percentagem**



Fontes: Morgan Stanley Capital International e Thomson Reuters. | Notas: A taxa de rentabilidade inicial (*net initial yield*) para o mercado imobiliário comercial é definida como o rácio entre o valor de rendas recebidas e outros rendimentos líquidos de custos operacionais não recuperáveis no final do período e o preço estimado de transação no mercado líquido de custos de transação. A rentabilidade refere-se aos imóveis considerados na carteira *standing investments* que inclui os investimentos diretos e permanentes em propriedades concluídas e arrendáveis e exclui qualquer propriedade que tenha sido sujeita a transação no período de valorização de 12 meses.

**Gráfico I.2.24 • Taxas de rentabilidade inicial do mercado imobiliário comercial, por país | Em percentagem**



Fonte: Morgan Stanley Capital International. | Notas: A taxa de rentabilidade inicial (*net initial yield*) para o mercado imobiliário comercial é definida como o rácio entre o valor de rendas recebidas e outros rendimentos líquidos de custos operacionais não recuperáveis no final do período e o preço estimado de transação no mercado líquido de custos de transação. A rentabilidade refere-se aos imóveis considerados na carteira *standing investments* que inclui os investimentos diretos e permanentes em propriedades concluídas e arrendáveis e exclui qualquer propriedade que tenha sido sujeita a transação no período de valorização de 12 meses.

# 3 Situação patrimonial das administrações públicas e do setor privado não financeiro

## 3.1 Administrações públicas

Em 2017 e no decurso do primeiro trimestre de 2018, o financiamento das administrações públicas beneficiou de uma conjuntura económica favorável, em Portugal e na área do euro, e de uma melhoria no sentimento de mercado. Estes desenvolvimentos ocorreram num quadro de procura de ativos com maior rendibilidade e de manutenção do programa de compras de títulos do setor público do BCE, apesar da redução do montante de compras líquidas mensais, em particular de títulos de dívida pública portuguesa.<sup>56</sup> A situação nos mercados de dívida soberana da área do euro ajustou-se para níveis similares aos registados antes da crise financeira internacional.<sup>57</sup> Esta evolução foi transversal à generalidade dos Estados-Membros, que em geral beneficiaram de uma diminuição nos custos de financiamento. A maior parte dos países da área do euro registou uma melhoria no saldo orçamental, e uma redução do rácio da dívida pública no PIB. No conjunto da área do euro, o saldo orçamental situou-se em -0,9% do PIB em 2017, o que representa uma melhoria de 0,6 pp face a 2016. Por sua vez, o rácio da dívida pública reduziu-se 2,3 pp, para 88,8%<sup>58</sup> do PIB, no final do ano.

### ... O défice orçamental aumentou em resultado da injeção de capital na CGD

Em Portugal, o défice das administrações públicas na ótica da contabilidade nacional ascendeu a 3,0% do PIB em 2017, refletindo em larga medida o impacto da injeção de capital na CGD (2,0 pp do PIB). Excluindo este efeito e o de outras medidas temporárias, o défice ascendeu a 1,0% do PIB, tendo beneficiado da evolução positiva da atividade económica, de uma melhoria do saldo (excedente) primário ajustado do ciclo e da redução da despesa com juros.<sup>59</sup> A receita total das administrações públicas aumentou 3,9% em 2017, refletindo, em particular, o aumento da receita de contribuições sociais e de IVA. A despesa das administrações públicas foi fortemente influenciada pela injeção de capital na CGD. Excluindo este efeito, a despesa primária aumentou 2%. Por sua vez, a despesa com juros diminuiu 3,7%. A redução da despesa com juros continuou a refletir emissão de nova dívida de mercado com condições de preço mais favoráveis que a dívida reembolsada, como é o caso do empréstimo do FMI, relativamente ao qual têm vindo a ser realizados reembolsos parciais antecipados desde 2015.

56. Para mais detalhe acerca dos desenvolvimentos no mercado de dívida soberana ver secção 2.2, deste relatório.

57. Avaliada com base num indicador sintético que agrega informação de prémios de risco, volatilidade e condições liquidez em mercado secundário. Para mais detalhe ver Banco Central Europeu, *Financial Stability Review*, May 2018.

58. Rácio agregado para área do euro numa ótica não consolidada, i.e. inclui empréstimos entre Estados-Membros no contexto dos programas de assistência financeira.

59. Para mais detalhe acerca do financiamento das administrações públicas em 2017 ver Banco de Portugal, *Boletim Económico*, maio 2018.

As projeções da Primavera da Comissão Europeia apontam para que, em 2018, o défice orçamental se situe em 0,9% do PIB. Esta estimativa inclui o impacto da injeção de fundos no NB, por parte do Fundo de Resolução, ao abrigo do Mecanismo de Capitalização Contingente previsto nos contratos celebrados no âmbito da venda do NB à Lonestar. No seu conjunto, as medidas temporárias consideradas pela Comissão Europeia têm um impacto de 0,3 pp do PIB no sentido da deterioração do défice. Em 2019, a Comissão prevê uma redução do défice para 0,6% do PIB, o que corresponde a uma trajetória de redução ligeiramente menos acentuada do que a apresentada pelo Governo no Programa de Estabilidade para o período de 2018-2020 (PE/2018). Na generalidade dos países da área do euro, o saldo orçamental deverá continuar a melhorar, ainda que de forma moderada, tendo como principal determinante o efeito favorável do ciclo económico.

## ... O financiamento obtido através de instrumentos de retalho aumentou e o financiamento junto de bancos e de sociedades de seguros e fundos de pensões permaneceu relativamente estável

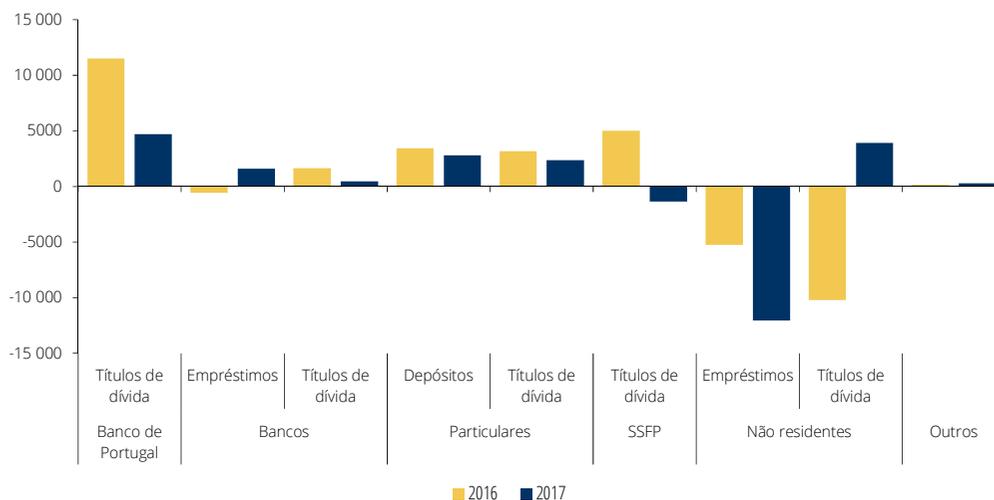
Em 2017, continuou a observar-se um aumento do financiamento líquido das administrações públicas através de instrumentos de retalho, a maioria dos quais colocados junto de particulares<sup>60</sup> (Gráfico I.3.1). As novas emissões de Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável ascenderam a 3,5 mil milhões de euros, valor semelhante ao observado em 2016. Adicionalmente, registou-se um ligeiro aumento das subscrições líquidas de certificados do Tesouro, que ascenderam a 3,8 mil milhões de euros. Por sua vez, nos certificados de aforro registaram-se reembolsos líquidos de aproximadamente mil milhões de euros. No conjunto destes produtos, o financiamento junto de particulares aumentou 2,7% do PIB. No final de 2017, os particulares detinham cerca de 13%<sup>61</sup> do total da dívida pública, representando aproximadamente 9% dos ativos financeiros do setor. Este peso não é particularmente elevado em termos históricos, retomando valores registados no início dos anos 2000, mas agora no contexto de um nível de endividamento total bastante superior e de uma taxa de poupança das famílias historicamente baixa.

O financiamento obtido junto de bancos residentes não se alterou de forma significativa por comparação com o passado recente. Por sua vez, o financiamento junto de sociedades de seguros e Fundos de Pensões registou uma ligeira diminuição, o que contrasta com o aumento significativo registado em 2016. Num contexto de redução da magnitude das compras líquidas mensais ao abrigo do programa de aquisição de títulos do setor público do BCE, o aumento de dívida pública portuguesa na carteira do Banco de Portugal foi menor do que em 2016.

60. As Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável são colocadas junto de um universo mais diversificado de investidores, não apenas destinadas a captar poupança das famílias.

61. Com base nos conceitos de Contas Nacionais (SEC 2010).

**Gráfico I.3.1 • Financiamento das Administrações públicas por setor de contraparte e instrumento | Em milhões de euros**



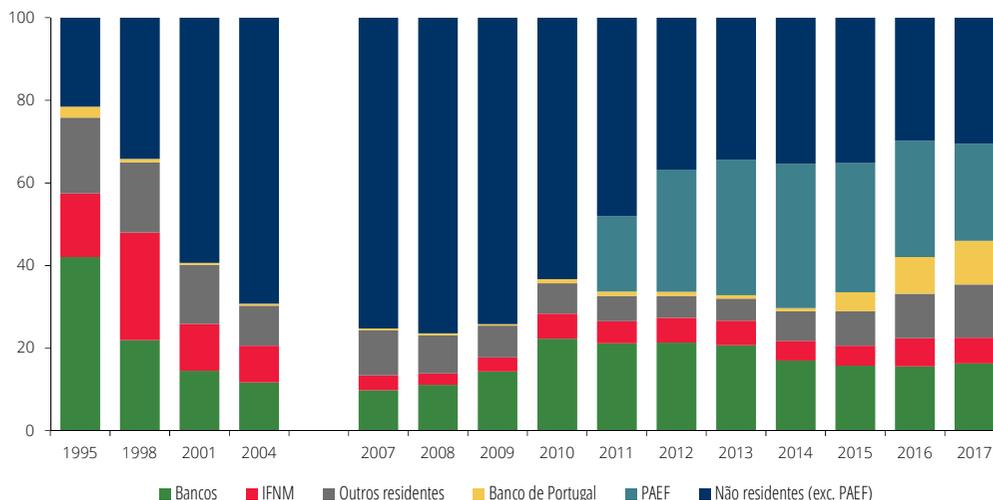
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os depósitos de particulares em administrações públicas compreendem certificados do aforro e certificados do Tesouro. A sigla SAFP refere-se a sociedades de seguros e fundos de pensões.

## ... O financiamento de mercado junto de não residentes aumentou, mas o seu peso mantém-se bastante abaixo do registado antes da crise

No que se refere ao financiamento obtido junto de não residentes, é de destacar a amortização antecipada do empréstimo do FMI, de cerca de 10 mil milhões de euros ao longo do ano, e o aumento do financiamento através de títulos de dívida (3,9 mil milhões de euros), essencialmente de longo prazo, o qual contrasta com a redução significativa registada em 2016.

O financiamento das administrações públicas junto de não residentes, excluindo os empréstimos do PAEF, diminuiu significativamente desde 2009 (Gráfico I.3.2). O peso de não residentes correspondia a cerca de 30% no final de 2017, um valor próximo do observado antes do início da área do euro. Trata-se de um nível bastante baixo em termos históricos e em comparação com outros países da área do euro. Este desenvolvimento é uma consequência da crise da dívida soberana na área do euro e do menor apetite por risco associado a Portugal, e teve como contrapartida aumentos de dívida pública na carteira do BCE e, no período mais recente, na carteira do Banco de Portugal. Por um lado, o menor peso de não residentes torna as condições de financiamento do Estado menos vulneráveis a alterações das condições e do grau de aversão ao risco nos mercados. Por outro, a manutenção de uma base diversificada de investidores, conjugada com a continuação do processo de consolidação orçamental, é importante para assegurar o refinanciamento regular da dívida em condições de preço favoráveis, em particular num contexto de redução do ritmo de compras do programa de compras de ativos do setor público (na sigla inglesa PSPP) e do seu possível termo, até ao final de 2018.

**Gráfico I.3.2 • Estrutura de detentores de dívida pública portuguesa | Em percentagem, dados em fim de período**



Fontes: Banco de Portugal, BCE e IGCP. | Nota: Dívida pública na ótica de Maastricht. A sigla IFNM refere-se a instituições financeiras não monetárias. A sigla PAEF refere-se a programa de assistência económica e financeira.

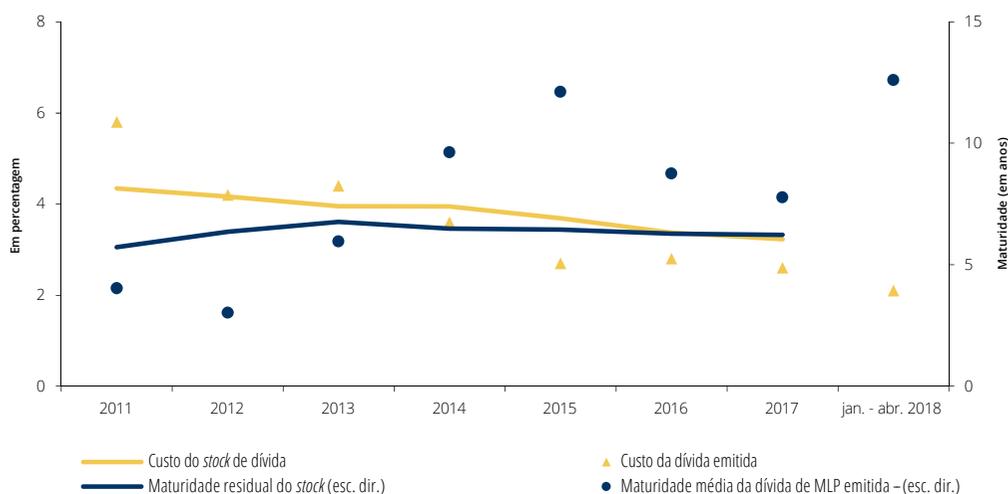
## As condições de financiamento nos mercados de dívida soberana foram relativamente favoráveis em 2017

Em 2017, o custo médio da dívida emitida manteve-se abaixo do custo médio do *stock* (Gráfico I.3.3), tendo registado uma trajetória descendente ao longo do ano. A taxa de colocação média nos leilões de Obrigações do Tesouro (OT) com maturidade aproximada de 10 anos ascendeu a 2,8%, menos 0,3 pp do que o observado em 2016.<sup>62</sup> A trajetória de descida manteve-se ao longo dos primeiros meses de 2018, tendo a taxa de colocação média de OT comparáveis diminuído para 1,8%, nos leilões realizados até maio. No plano de financiamento da República Portuguesa para 2018, o IGCP contempla uma emissão bruta de OT de 15 mil milhões euros, tendo sido assegurado até maio cerca de 70% deste montante. Por sua vez, nos leilões de Bilhetes do Tesouro, a taxa de colocação média situou-se em -0,25% em 2017, após 0,02% em 2016, reduzindo-se para -0,38% no conjunto dos leilões realizados em 2018, no mesmo período. Em linha com estes desenvolvimentos, o Estado continuou a ajustar a remuneração das novas subscrições de instrumentos de retalho, em particular de obrigações do Tesouro de rendimento variável e certificados do Tesouro.<sup>63</sup>

62. Compreende leilões de obrigações do Tesouro com maturidade residual entre 9 e 11 anos. Não inclui montantes colocados na fase não competitiva dos leilões, nem montantes associados a emissões sindicadas.

63. Em outubro de 2017, foi suspensa a subscrição de Certificados do Tesouro Poupança Mais e criado o instrumento Certificados do Tesouro Poupança Crescimento, com taxas de remuneração e prémios em função do crescimento PIB inferiores.

Gráfico I.3.3 • Custo e maturidade da dívida pública



Fontes: Banco de Portugal, BCE, IGCP e INE. | Notas: O custo da dívida emitida é ponderado por montante e maturidade e compreende BT, OT, OTRV e MTN emitidos no ano correspondente. A maturidade média da dívida de médio e longo prazo (MLP) emitida compreende OT e MTN emitidas no ano correspondente.

Em 2017, registou-se uma redução da maturidade média da dívida de médio e longo prazo emitida, face a 2016, que por sua vez tinha sido bastante inferior à observada em 2015. Este padrão contribuiu para uma ligeira redução da maturidade residual da dívida sob a forma de títulos e também da dívida total das administrações públicas, uma evolução contrária à observada na maioria dos países da área do euro. Em 2018, nas emissões de OT realizadas até maio, a maturidade média aumentou significativamente, para um valor próximo do observado em 2015 e mais em linha com a generalidade dos países da área do euro. Contudo, este aumento reflete-se apenas marginalmente na maturidade média residual do *stock*.

As necessidades de amortização de dívida de médio e longo prazo são relativamente contidas até 2020, por comparação com os anos seguintes. No final de 2017, o perfil de amortização de títulos de dívida das administrações públicas não diferia significativamente do perfil na maior parte dos países da área do euro. A menor maturidade residual média dos títulos Portugueses decorria essencialmente de uma maior concentração de vencimentos entre os 5 e os 10 anos.

### ∴ O rácio de dívida pública diminuiu em 2017

Apesar do perfil ascendente na primeira metade do ano, o rácio da dívida pública reduziu-se 4,2 pp em 2017, para 125,7% do PIB refletindo, em parte, uma significativa desacumulação de depósitos no último trimestre do ano. No conjunto do ano, o crescimento do PIB nominal foi superior ao custo implícito na dívida, o que resultou num contributo de 1,2 pp para a redução do rácio (traduzindo-se num efeito dinâmico favorável). A melhoria do rácio da dívida pública refletiu também o excedente primário.<sup>64</sup> Em termos nominais, a dívida pública aumentou cerca de 1800 milhões de euros.

64. O contributo do excedente do primário foi inferior ao registado em 2016, devido ao impacto da injeção de capital na CGD no défice em Contas Nacionais, operação que terá sido financiada no final de 2016.

Os objetivos de redução do rácio de dívida pública apresentados no PE/2018 são ambiciosos<sup>65</sup>, e assentam, em larga medida, num cenário macroeconómico favorável. Em particular, a projeção assume a manutenção de excedentes primários ao longo do horizonte, associada a uma redução significativa do rácio da despesa primária no PIB. Assume-se igualmente a manutenção de um diferencial negativo entre a taxa de juro implícita no *stock* da dívida e a taxa de crescimento do PIB nominal, num contexto de aumento muito gradual do nível de taxas de juro e de manutenção de um crescimento robusto da atividade económica.

O Conselho das Finanças Públicas e as instituições internacionais<sup>66</sup> continuam a sinalizar riscos ascendentes para a evolução dos rácios de dívida pública, relacionados com o aumento do nível geral das taxas de juro, o recrudescimento de tensões nos mercados de dívida soberana, com a desaceleração da atividade económica e com a tendência de envelhecimento demográfico. Face aos riscos assinalados, Portugal deve manter os esforços de ajustamento orçamental em termos estruturais e de promoção de políticas indutoras do crescimento, no sentido de assegurar a redução do nível de endividamento das administrações públicas e promover a sustentabilidade das finanças públicas.

### 3.2 Setor privado não financeiro

Em 2017, a capacidade de financiamento do setor privado não financeiro (SPNF) foi 0,3% do PIB, diminuindo face ao ano anterior (1,1% do PIB), o que traduziu sobretudo o aumento do investimento das sociedades não financeiras (SNF) e a ligeira diminuição da poupança dos particulares.

Num contexto de recuperação do investimento empresarial e de aumento do consumo privado, registou-se, em 2017, uma interrupção da trajetória de amortização de dívida financeira<sup>67</sup> por parte de empresas e particulares. No setor das SNF, esta evolução refletiu sobretudo um aumento significativo do financiamento concedido por não residentes, enquanto no setor dos particulares o crescimento da dívida esteve associado à aceleração do crédito ao consumo, determinado em larga medida pela entrada de novos mutuários no mercado de crédito. Ainda assim, os rácios de endividamento das empresas e dos particulares, medidos em percentagem do PIB e do rendimento disponível, respetivamente, continuaram a reduzir-se. De referir também que, em 2017, continuou a observar-se um reforço dos capitais próprios na estrutura de financiamento das empresas portuguesas, por via essencialmente da incorporação de resultados, tendo esse reforço sido particularmente evidente nas pequenas e médias empresas.

A recuperação do investimento empresarial tem vindo a ser conduzida pelas empresas com menores rácios de dívida financeira. O esforço financeiro associado aos novos investimentos tem-se repercutido num aumento da dívida das empresas com investimento, ainda que os respetivos rácios de endividamento se mantenham abaixo da mediana do setor. O rácio de endividamento das empresas e famílias portuguesas mantém-se entre os mais elevados da área do euro pelo que um agravamento dos custos de financiamento, ainda que gradual e associado a uma recuperação do rendimento, poderá ter efeitos na capacidade de servir a dívida das empresas e famílias mais vulneráveis. Neste sentido, é fundamental que a trajetória de redução da alavancagem não seja comprometida, de forma a garantir uma maior resiliência face a possíveis choques adversos no futuro.

65. No total, uma redução de 23,7 pp para 102% do PIB, no final de 2022.

66. FMI, Banco Central Europeu e Comissão Europeia.

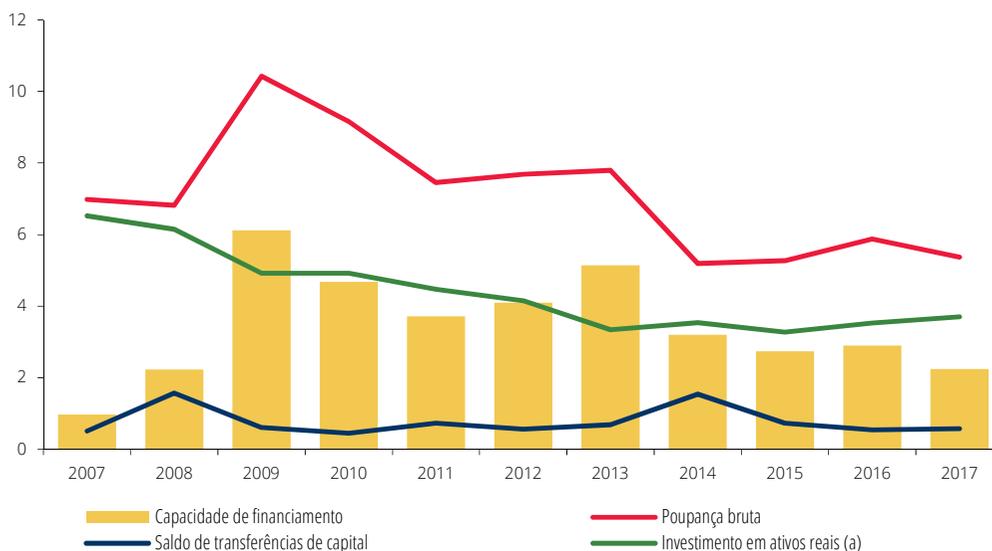
67. Na dívida financeira consideram-se os títulos de dívida e os empréstimos.

### 3.2.1 Particulares

Em 2017 a taxa de poupança dos particulares registou um valor ligeiramente inferior ao observado no ano anterior e próximo do mínimo histórico

A capacidade de financiamento dos particulares situou-se em 2,2% do rendimento disponível em 2017, cerca de 0,7 pp abaixo da registada em 2016 e próxima dos valores observados nos anos anteriores à crise financeira de 2008. Esta evolução traduziu a redução da taxa de poupança e o aumento do investimento em ativos reais. A taxa de poupança dos particulares não tem registado oscilações significativas desde 2014, ano em que atingiu um mínimo histórico (5,2% do rendimento disponível), o que tem refletido o crescimento do consumo privado, em média, superior ao do rendimento disponível (Gráfico I.3.4).<sup>68</sup> A taxa de poupança das famílias portuguesas encontra-se abaixo, quer da média da área do euro, quer de muitos Estados-Membros, tais como Espanha, Irlanda e Países Baixos. Em Portugal a baixa taxa de poupança constitui uma fragilidade importante para a estabilidade financeira num contexto de envelhecimento da população, de um sistema público de segurança social que tem associado uma expectável redução significativa do rendimento no momento da reforma e de um endividamento das famílias ainda elevado e, em grande parte, associado a maturidades longas que ultrapassam a vida ativa dos mutuários. A reduzida taxa de poupança em termos agregados indicia que existirá um número significativo de famílias com poupança muito reduzida ou mesmo negativa, o que as torna especialmente vulneráveis a choques que afetem o seu rendimento (como sejam a reforma, o desemprego ou um aumento das taxas de juro).<sup>69</sup>

**Gráfico I.3.4 • Poupança, investimento e capacidade de financiamento dos particulares**  
| Em percentagem do rendimento disponível



Fonte: INE. | Nota: (a) Corresponde à soma de formação bruta de capital fixo, variação de existências, aquisições líquidas de cessões de objetos de valor e aquisições líquidas de cessões de ativos não financeiros não produzidos.

68. A taxa de poupança corresponde ao rácio entre a poupança bruta e o rendimento disponível bruto ajustado pela participação das famílias nos fundos de pensões.

69. A vulnerabilidade financeira das famílias portuguesas foi analisada na caixa 4 do *Relatório de Estabilidade Financeira* de dezembro de 2017.

Em 2017 a poupança financeira<sup>70</sup> dos particulares refletiu-se, em parte, num aumento das aplicações em ativos financeiros de maior rentabilidade relativa e na quase estabilização do fluxo líquido de passivos financeiros

Em 2017, as aplicações líquidas<sup>71</sup> dos particulares em ativos financeiros aumentaram significativamente face ao observado desde 2011, tendo as respetivas transações ascendido a 3,4% do rendimento disponível. Adicionalmente, registou-se um fluxo líquido de empréstimos contraídos na ordem dos 0,3% do rendimento disponível, sobretudo destinados ao financiamento de despesas de consumo, interrompendo a amortização líquida de dívida financeira deste setor que se vinha observando desde 2011 (Gráfico I.3.5).

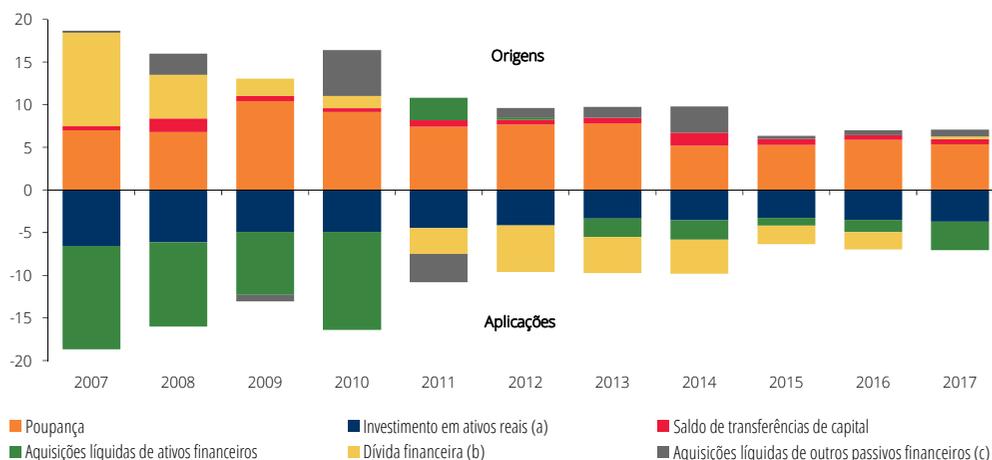
No que se refere às aplicações em ativos financeiros, continuaram a destacar-se as aplicações líquidas em dívida pública portuguesa, essencialmente em certificados do Tesouro e obrigações do Tesouro de rendimento variável, as quais totalizaram 3,9% do rendimento disponível. Adicionalmente, observou-se um aumento das aplicações líquidas em fundos de investimento não residentes e, em menor grau, em fundos de investimento residentes e fundos de pensões, tendo as transações líquidas ascendido a 1,0%, 0,6% e 0,3% do rendimento disponível, respetivamente. Este padrão traduziu uma maior preferência por aplicações de maior rentabilidade relativa, no espetro de ativos financeiros percecionados como tendo um risco ainda assim limitado, num contexto em que o elevado nível de confiança dos consumidores se terá traduzido numa menor aversão ao risco. Refletindo o nível historicamente reduzido das taxas de juro associadas aos depósitos bancários, observou-se, em 2017, uma redução significativa das novas aplicações líquidas neste instrumento financeiro que representaram apenas 0,4% do rendimento disponível (Gráfico I.3.6).

Entre as aplicações de fundos dos particulares destacaram-se ainda as aquisições líquidas de ativos reais, em particular ativos imobiliários, à semelhança do observado em anos anteriores. A atratividade do investimento nestes ativos estará a ser influenciada pela significativa valorização dos imóveis residenciais, para o qual terá contribuído o dinamismo do turismo, e pelas baixas taxas de juro (ver secção 2.3).

70. A poupança financeira corresponde ao saldo da conta financeira e iguala a diferença entre as transações líquidas de ativos financeiros e as transações líquidas de passivos financeiros. Esta pode divergir do saldo de capacidade/necessidade de financiamento, apurado nas contas económicas, devido a discrepâncias estatísticas.

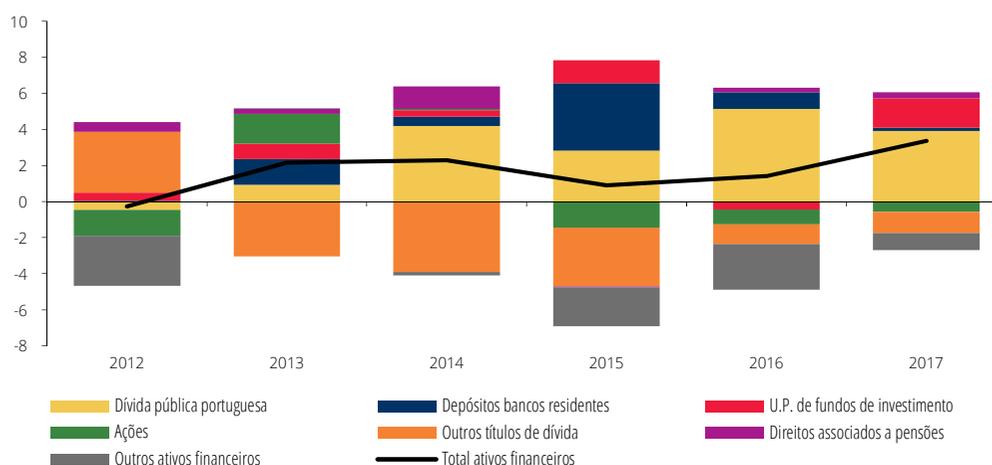
71. As aplicações são líquidas de vendas, resgates e outras transações que contribuem para a redução dos respetivos ativos.

**Gráfico I.3.5 • Origens e aplicações de fundos de particulares | Em percentagem do rendimento disponível**



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (a) Corresponde à soma da formação bruta de capital fixo, variação de existências, aquisições líquidas de cessões de objetos de valor e aquisições líquidas de cessões de ativos não financeiros não produzidos. (b) Corresponde à soma de empréstimos e de títulos de dívida. (c) Inclui outros débitos e créditos.

**Gráfico I.3.6 • Transações em ativos financeiros de particulares | Em percentagem do rendimento disponível**



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: UP: Unidades de participação.

Em 2017, observou-se um fluxo líquido positivo de empréstimos a particulares, interrompendo o processo de amortização líquida de dívida financeira do setor iniciado em 2011

A dívida total<sup>72</sup> dos particulares registou no final de 2017 uma taxa de variação anual de 0,4%, interrompendo o ciclo de contração que se observava desde meados de 2011 (queda acumulada

72. A dívida total inclui empréstimos e créditos comerciais concedidos pelo setor financeiro residente, por outros setores residentes (excluindo particulares) e por não residentes. As taxas de variação anual são calculadas com base num índice construído a partir de transações ajustadas, i.e. variações de saldos em fim de período corrigidas de reclassificações, abatimentos ao ativo, reavaliações cambiais e de preço e, quando relevante, ajustados do efeito de operações de titularização e vendas.

de cerca de 14%). O ligeiro crescimento observado em 2017 refletiu o dinamismo que continuou a observar-se nos empréstimos ao consumo, num enquadramento em que o crédito para habitação apresentou ainda uma taxa de variação anual negativa. Não obstante, o crédito para habitação tem apresentado alguma recuperação desde 2013, com taxas de variação anual gradualmente menos negativas (a variação de -1,7% no final de 2017 compara com -2,7% no final de 2016). O fluxo bruto de novos empréstimos bancários para habitação tem também vindo a aumentar, tendo, em 2017, superado significativamente o observado em 2016, embora se mantenha em níveis claramente inferiores aos registados antes da crise financeira. É igualmente de destacar o montante crescente de reembolso antecipados de crédito à habitação e conexo, maioritariamente reembolsos totais, os quais deverão estar associados a novos empréstimos contraídos.<sup>73</sup>

Em 2017, o crescimento da dívida dos particulares deveu-se essencialmente à aceleração do crédito ao consumo, prosseguindo uma tendência observada desde final de 2012. Esta situação contrasta com o observado antes da crise financeira, quando a dinâmica da dívida total do setor foi determinada essencialmente pela evolução dos empréstimos para habitação (Gráfico I.3.7).

No final de 2017, o total de crédito ao consumo apresentou uma taxa de variação anual de 12%, 3 pp acima da observada no final de 2016, o que corresponde a um crescimento elevado. Este desenvolvimento ocorreu num contexto de melhoria das condições no mercado de trabalho, de aumento da confiança dos consumidores para níveis historicamente elevados e de crescimento continuado do consumo privado, o que terá contribuído para uma maior procura deste tipo de crédito. Em linha com a fase ascendente do ciclo económico, o rácio entre novos empréstimos ao consumo e o consumo não alimentar de famílias residentes continuou a aumentar, situando-se em cerca de 6% nos dois últimos anos, o que corresponde ao dobro do valor mínimo observado em 2012, praticamente ao nível do início da crise financeira internacional.<sup>74</sup> Neste segmento, destaca-se o crédito concedido para aquisição de automóveis usados, que tem apresentado uma taxa de crescimento superior à observada pelo total (representando, em 2017, cerca de 30% do montante total de novos contratos de crédito aos consumidores<sup>75</sup>). Também a redução das taxas de juro, a menor restritividade dos critérios de concessão de empréstimos ao consumo e a intensificação da atividade de instituições de crédito especializadas neste segmento do mercado terão impulsionado a aceleração observada.

O crescimento do crédito ao consumo poderá, em parte, refletir a maior concorrência no segmento do mercado de crédito a particulares em que as taxas de juro são mais elevadas. Esta evolução tem sido determinada, em larga medida, pela entrada de novos mutuários no mercado de crédito, i.e. de particulares que, no ano anterior não possuíam qualquer crédito do sistema financeiro residente. Também a entrada no segmento do crédito ao consumo de particulares que, no ano anterior, só tinham empréstimos à habitação teve um contributo positivo, se bem que em menor escala, para o crescimento do crédito com esta finalidade. Pelo contrário, a generalidade

73. Sobre este assunto ver caixa 2 “Novos empréstimos e reembolsos no crédito à habitação: uma análise com dados microeconómicos”, *Boletim Económico*, maio de 2018, e *Relatórios de Acompanhamento dos Mercados Bancários de Retalho*, Banco de Portugal.

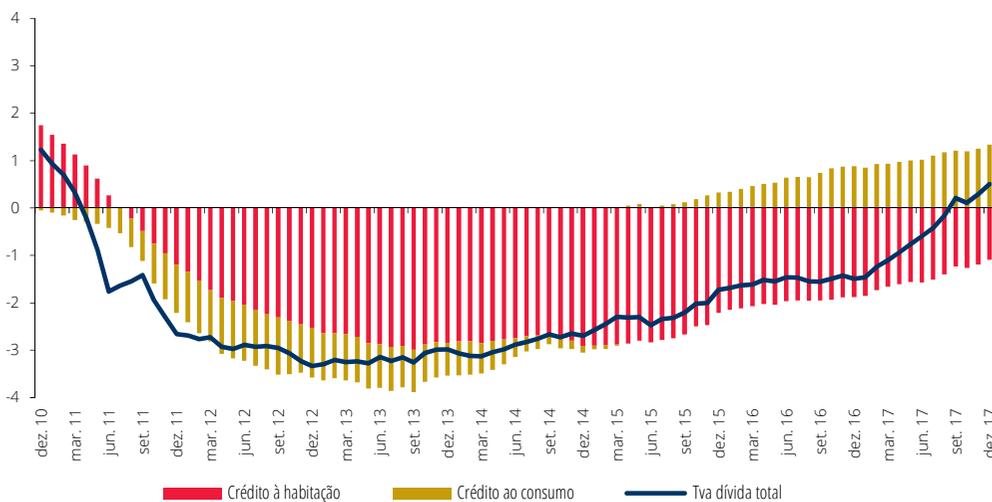
74. Este rácio foi calculado com base no montante de novos créditos aos consumidores (disponível em <https://clientebanuario.bportugal.pt/pt-pt/evolucao-dos-novos-creditos>), excluindo os montantes contratados de cartões de crédito, linhas de crédito, contas correntes bancárias e facilidades de descoberto, e o valor a preços correntes de despesas de consumo final de famílias residentes exceto bens alimentares. Para estimar uma *proxy* da evolução deste rácio no período anterior a 2012, utilizou-se para esse período, o montante de novos empréstimos bancários ao consumo (que representavam 89% e 75% do montante referido de novos créditos aos consumidores em, respetivamente 2012 e 2017) como numerador.

75. Excluindo cartões de crédito, linhas de crédito, contas correntes bancárias e facilidades de descoberto, em que o montante de crédito contratado se refere ao limite máximo de crédito colocado à disposição do cliente (*plafond*) e não ao montante de crédito efetivamente utilizado.

dos particulares que já participavam neste segmento do mercado de crédito terão continuado a amortizar, em termos líquidos, os respetivos empréstimos (Gráfico I.3.8). Note-se que o crédito ao consumo tem sido concedido essencialmente por bancos e sociedades financeiras especializadas neste tipo de créditos e pertencentes a grupos internacionais.

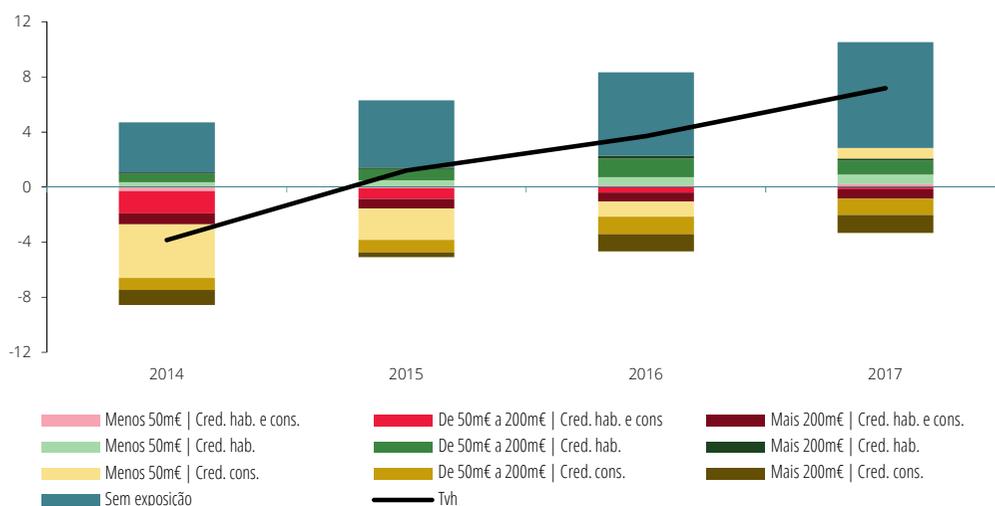
Apesar da evolução registada pelo crédito ao consumo desde 2012, o peso dos empréstimos para habitação no total da dívida dos particulares continua a ser muito elevado (cerca de 72% em 2017).

**Gráfico I.3.7 • Contributos para a tva da dívida total de particulares | Em pontos percentuais**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Dívida total inclui empréstimos e créditos comerciais concedidos pelo setor financeiro residente, por outros setores residentes (excluindo particulares) e por não residentes. As taxas de variação anual são calculadas com base num índice construído a partir de transações ajustadas, i.e. variações de saldos em fim de período corrigidas de reclassificações, abatimentos ao ativo, reavaliações cambiais e de preço e, quando relevante, ajustados do efeito de operações de titularização e vendas. A tva resulta das transações ajustadas relativas a empréstimos para habitação e consumo (cujo contributo é apresentado no gráfico) bem como de transações ajustadas relativas a empréstimos para outros fins que não habitação ou consumo, e a créditos comerciais.

**Gráfico I.3.8 • Contributos para a tvh do saldo de crédito ao consumo | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: As categorias são definidas de acordo com o montante e tipo de crédito no ano anterior ao ano de referência. A categoria “sem exposição” agrega os mutuários que, no final do ano anterior ao ano de referência, não possuíam qualquer crédito junto do sistema financeiro residente. As saídas, i.e. mutuários que amortizam integralmente os seus créditos ao consumo junto do sistema financeiro residente no ano de referência, estão incluídas nas restantes categorias.

## Apesar da interrupção observada na amortização líquida da dívida dos particulares, o respetivo rácio de endividamento continuou a reduzir-se em 2017, refletindo o crescimento do valor nominal do rendimento disponível

No final de 2017, a dívida total dos particulares era de 106% do rendimento disponível, que compara com 109% no final do ano anterior. A redução deste rácio refletiu essencialmente o aumento do valor nominal do rendimento disponível, uma vez que, tal como referido anteriormente, ocorreu um fluxo líquido positivo de novos empréstimos concedidos às famílias. Em 2017, observou-se um aumento da parcela do saldo de dívida afeta a consumo e outros fins que não habitação, o que refletiu o dinamismo que se continuou a observar neste segmento (Gráfico I.3.9). O rácio de endividamento dos particulares, em Portugal, mantém-se acima da média da área do euro (avaliado em termos, quer do rendimento disponível do setor, quer do PIB). No entanto, o peso da componente de empréstimos destinados a consumo e outros fins é inferior ao que se verifica em alguns países da área também com rácios de endividamento elevados, tais como Irlanda e Países Baixos. Outros países, como por exemplo Espanha e França, apresentam uma situação idêntica à de Portugal em termos de endividamento e importância relativa do crédito ao consumo (Gráfico I.3.10).

O facto dos empréstimos à habitação terem uma importância relativa muito elevada na dívida total dos particulares e da maturidade contratual destes ser significativa torna mais lento o ritmo de redução do endividamento do setor.<sup>76</sup> O elevado nível da dívida dos particulares continua assim a constituir uma vulnerabilidade importante na economia portuguesa, quer em termos macroeconómicos, quer de estabilidade financeira, particularmente num contexto de baixa inflação.

O facto da maior parte do saldo em dívida das famílias portuguesas estar contratada a taxas indexadas às do mercado monetário constitui uma vulnerabilidade relevante, dada a elevada sensibilidade do rendimento disponível das famílias a alterações das taxas de juro de curto prazo. No entanto, tal tem permitido reduzir o esforço com o serviço da dívida que atualmente se situa em níveis historicamente reduzidos. A tendência de redução do serviço de dívida observada em Portugal foi mais acentuada do que a registada em outros países da área tais como Espanha, França e Itália (Gráfico I.3.11). A este propósito é de referir que se estima que as prestações associadas a empréstimos concedidos a particulares (para o financiamento de habitação e consumo) pelo setor financeiro residente representem cerca de 7,5% do rendimento disponível do setor dos particulares. Este peso será substancialmente mais elevado no caso das famílias mais endividadas e/ou de menores rendimentos.<sup>77</sup> Em termos da repartição por tipo de crédito, o montante de prestações totais associadas ao crédito ao consumo representava, no final de 2017, metade do montante total estimado de juros e amortizações regulares de capital, ainda que a prestação média daquele tipo de crédito fosse inferior à do crédito à habitação.<sup>78</sup> O efeito de uma subida de 200 pontos base (pb) nos indexantes dos contratos de crédito à habitação acarretará, para o *stock* de crédito à habitação vivo em dezembro de 2017, uma redução do rendimento disponível dos particulares superior a 1 por cento, *ceteris paribus*, apenas por via dos juros a pagar.<sup>79</sup> Refira-se, no entanto, que se observa uma importância relativa crescente de novas operações de crédito à habitação contratadas a taxa fixa ou com prazo de fixação inicial da taxa de juro igual ou superior a

76. Aqui entendido como o rácio entre a dívida total e o rendimento disponível.

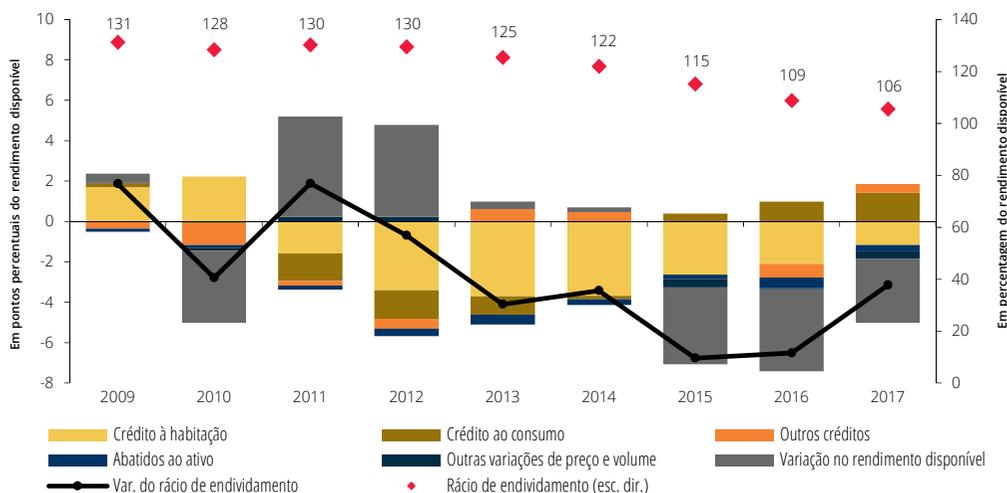
77. Caixa 4 "A vulnerabilidade financeira das famílias portuguesas", *Relatório de Estabilidade Financeira*, dezembro de 2017.

78. A prestação média mensal nos contratos de crédito ao consumo era, no final de 2017, de quase 182 euros, ao passo que a do crédito à habitação era próxima de 237 euros. No primeiro caso, em que os contratos são primordialmente a taxa fixa, a parcela de juros correspondia a ¼ da prestação média, enquanto que, no crédito à habitação, era inferior a ⅓ da prestação média, num contexto em que a generalidade dos indexantes utilizados registava níveis negativos.

79. Caixa 4 "A vulnerabilidade financeira das famílias portuguesas", *Relatório de Estabilidade Financeira*, dezembro de 2017.

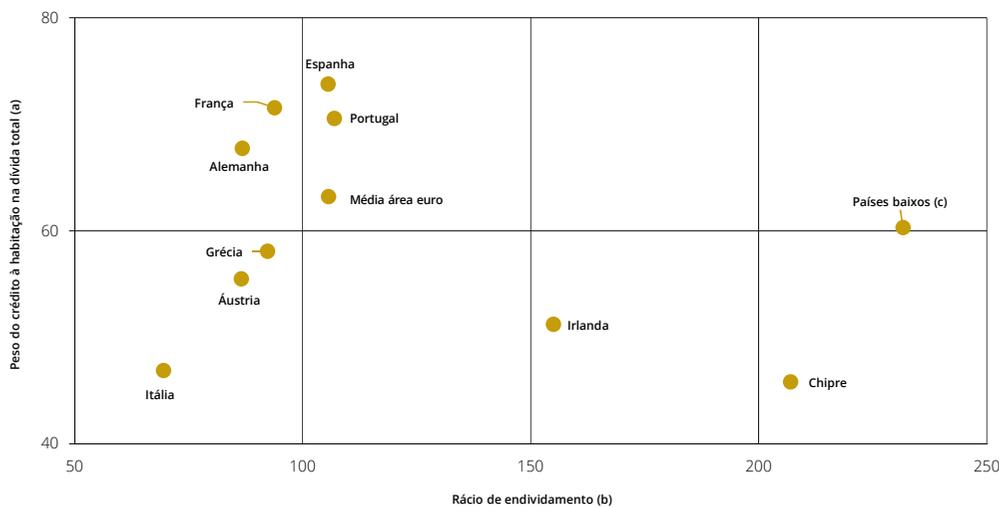
1 ano (ainda que bastante inferior à maturidade contratual dos empréstimos), o que tenderá a mitigar a vulnerabilidade das famílias portuguesas endividadas face a subidas das taxas de juro no curto prazo.

**Gráfico I.3.9 • Rácio de endividamento de particulares e contributos para a sua variação**



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: O contributo de cada segmento de crédito é calculado com base no respetivo fluxo líquido. Os outros créditos incluem os empréstimos para outros fins que não habitação ou consumo e os créditos comerciais.

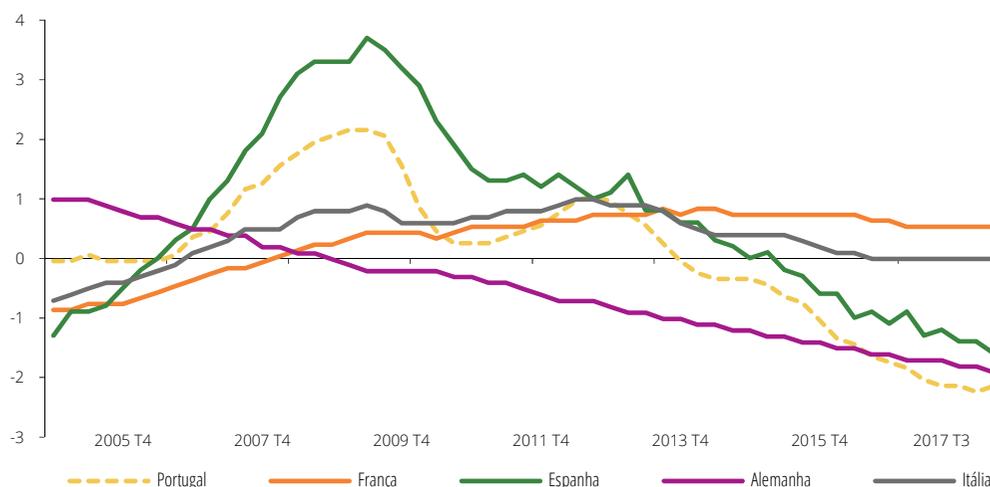
**Gráfico I.3.10 • Rácio de endividamento e peso dos empréstimos para habitação de particulares | Em percentagem**



Fontes: Eurostat e BCE/SDW. | Notas: Valores por referência a final de 2016. (a) Empréstimos para habitação concedidos por instituições financeiras monetárias (IFM) sobre o total de dívida de particulares. Em alguns países os particulares apresentam montantes relevantes de empréstimos para habitação concedidos por outras instituições que não IFM. (b) Rácio entre dívida total e rendimento disponível. Dívida total inclui empréstimos e créditos comerciais. (c) Refira-se que, no caso dos Países Baixos, apesar do nível de endividamento dos particulares ser muito elevado, este setor apresenta uma taxa de poupança acima da média da área do euro, em torno de 13% do rendimento disponível, que estará associada ao peso que os regimes de seguro social com constituição de provisões têm neste país.<sup>80</sup>

80. De acordo com o Sistema Europeu de Contas Nacionais, neste caso, os direitos das famílias devem ser registados à medida que se vão acumulando. Um aumento dos direitos devido a um excesso de contribuições em relação às prestações é apresentado como pago pelo regime de seguro social às famílias. A justificação para tal é que, dado que este aumento dos direitos afeta diretamente o património líquido das famílias, deve ser incluído na poupança do setor das famílias (ver Regulamento (UE) n.º 549/2013 do Parlamento europeu e do conselho de 21 de maio de 2013 relativo ao sistema europeu de contas nacionais e regionais na União Europeia, §17.29 a §17.39).

**Gráfico I.3.11 • Rácio de serviço da dívida dos particulares | Desvio face à média de cada país, em pontos percentuais**



Fonte: BIS. | Nota: O rácio de serviço da dívida corresponde ao quociente entre a soma do pagamento de juros e reembolso de capital e o rendimento. O rendimento dos particulares é estimado como a soma do rendimento disponível bruto do setor com os juros pagos. A média do rácio de serviço da dívida é calculada, para cada país, para o período 1999 T1 – 2017 T3.

### 3.2.2 Sociedades não financeiras

... A necessidade de financiamento das sociedades não financeiras agravou-se ligeiramente em 2017, o que refletiu um aumento da taxa de investimento e a estabilização da taxa de poupança do setor ...

Em 2017, a necessidade de financiamento das sociedades não financeiras (SNF) cifrou-se em 1,2% do PIB, aumentando ligeiramente face ao ano anterior (0,9% do PIB). Esta evolução refletiu sobretudo o aumento do investimento, para 11,9% do PIB (11,4% do PIB em 2016), num contexto em que a taxa de poupança se manteve praticamente estabilizada em torno de 10% do PIB e as transferências líquidas de capital não se alteraram face ao ano anterior (cifrando-se em cerca de 0,6% do PIB) (Gráfico I.3.12).

A estabilização da taxa de poupança das SNF verifica-se após um aumento significativo ocorrido entre 2008 e 2014 (Gráfico I.3.13), o que refletiu o crescimento do excedente bruto de exploração e, em menor grau, a redução dos saldos de rendimentos distribuídos e de juros a pagar. Este desenvolvimento foi observado a nível europeu e terá estado associado a uma tendência de maior retenção de lucros por parte das empresas, no período da crise financeira e da dívida soberana, marcado por grande incerteza em termos globais e por critérios de concessão de crédito mais exigentes por parte do setor financeiro. Neste período, a poupança das SNF portuguesas em percentagem do rendimento empresarial líquido de impostos<sup>81</sup> registou o maior aumento entre os países da área do euro (de 29%, em 2008, para 61%, em 2014). No caso das empresas portuguesas, a maior retenção de lucros desde 2014, tem estado, em larga medida, associada a pequenas e médias empresas. Por fim, refira-se que, em 2016, a poupança das SNF em percentagem do rendimento empresarial líquido de impostos se cifrava em 57% em Portugal, ligeiramente abaixo da média dos países da área do euro (61%).<sup>82</sup>

81. O rendimento empresarial líquido de impostos corresponde ao saldo de rendimentos primários menos os empregos relativos a rendimentos distribuídos de sociedades e a resultados reinvestidos de empresas de investimento estrangeiro (rendimento empresarial) e é líquido de impostos sobre o rendimento e património.

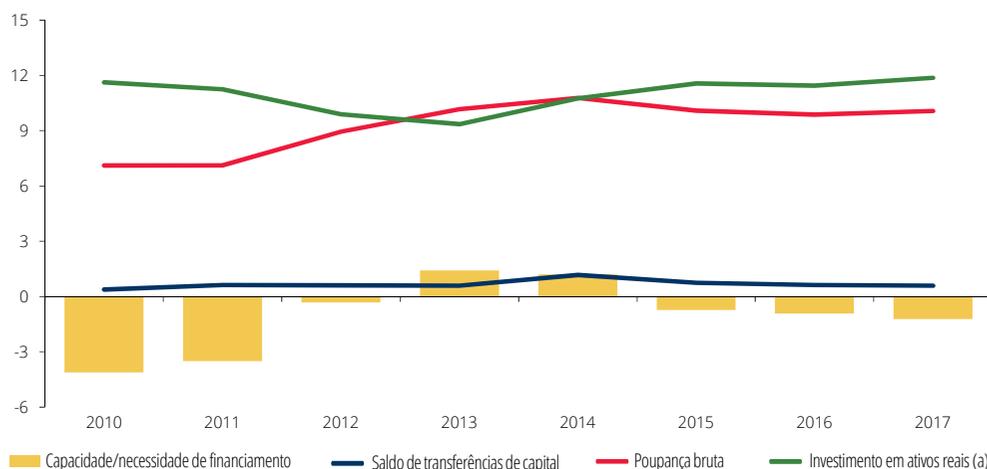
82. Em 2016, nos países da área do euro, a poupança das SNF em percentagem do rendimento empresarial líquido de impostos situava-se entre 42%, na Lituânia, e 83%, na Eslovénia.

Desde 2014, tem-se registado uma quase estabilidade do excedente bruto de exploração e do saldo dos rendimentos distribuídos de sociedades, ao mesmo tempo que a diminuição do saldo de juros a pagar tem sido compensada por uma redução do saldo de resultados reinvestidos de empresas de investimento estrangeiro<sup>83</sup>, traduzindo-se, em conjunto, numa relativa estabilização da poupança bruta do setor em percentagem do PIB (Gráfico I.3.14). Refira-se que, apesar de a taxa de poupança das SNF portuguesas ter atingido um nível historicamente elevado, encontra-se ainda significativamente abaixo da média da área do euro (Gráfico I.3.15).

## ⋮ A recuperação do investimento das SNF tem vindo a ser conduzida ⋮ pelas empresas com os menores rácios de dívida financeira

Em 2017, prosseguiu a trajetória de recuperação do investimento empresarial, observada desde 2013 e associada sobretudo à aquisição de máquinas e equipamento de transporte. A recuperação do investimento das empresas portuguesas, em percentagem do PIB, aproximou Portugal da média da área do euro, embora se mantenha abaixo de países como Espanha e França (Gráfico I.3.16). O aumento do investimento empresarial até 2016 (último ano com informação disponível) verificou-se em empresas que apresentavam menores rácios de dívida financeira, comparativamente à mediana do setor (Gráfico I.3.17).<sup>84</sup> Por seu turno, o esforço financeiro envolvido com novos investimentos tem-se repercutido num aumento do montante total de dívida financeira associado a essas empresas, ainda que os respetivos rácios de endividamento se mantenham abaixo da mediana. Este padrão é visível na indústria transformadora e no comércio. No setor da construção, as variações positivas do investimento também têm estado associadas a empresas menos endividadas, apesar de ser menos evidente, neste setor de atividade, um maior recurso a dívida financeira por parte das empresas que investem, o que poderá estar associado ao menor investimento realizado por este setor.

**Gráfico I.3.12 • Poupança, investimento e capacidade/necessidade de financiamento das SNF | Em percentagem do PIB**

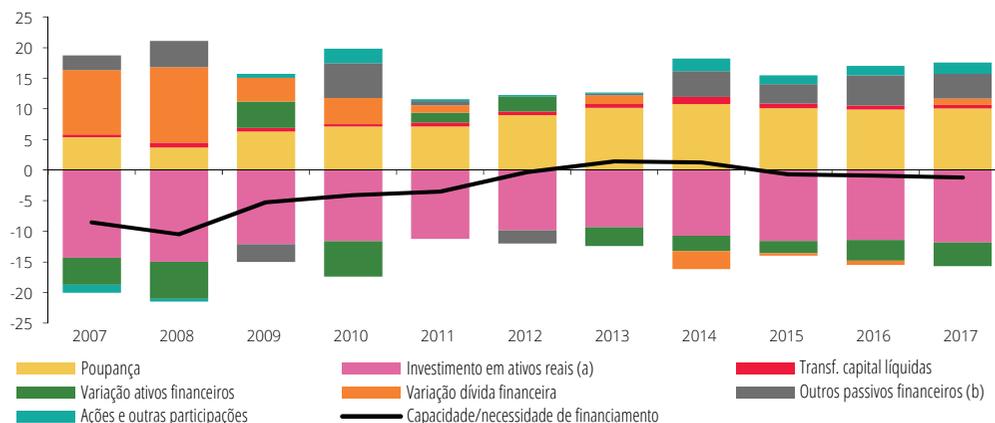


Fonte: INE. | Nota: (a) Corresponde à soma de formação bruta de capital fixo, variação de existências, aquisições líquidas de cessões de objetos de valor e aquisições líquidas de cessões de ativos não financeiros não produzidos.

83. Segundo a metodologia de Contas Nacionais, por convenção, os lucros não distribuídos das empresas de investimento direto estrangeiro assumem-se como integralmente distribuídos e transferidos para os investidores diretos estrangeiros proporcionalmente à respetiva participação no capital da empresa e depois por estes reinvestidos por meio de acréscimos de capital na conta financeira.

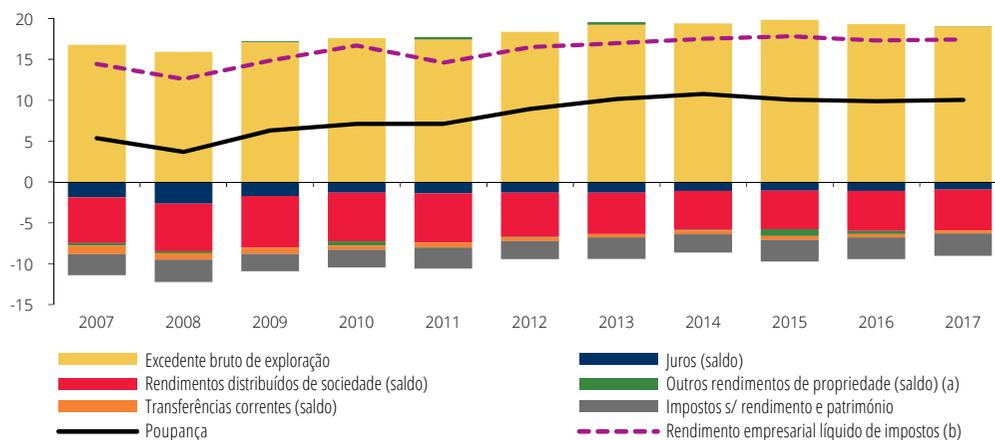
84. Para mais detalhes sobre a relação entre a redução da alavancagem e o investimento das SNF ver caixa 1 "A redução da alavancagem e o investimento das SNF em Portugal", *Relatório de Estabilidade Financeira*, dezembro de 2017.

**Gráfico I.3.13 • Origens a aplicações de fundos das SNF | Em percentagem do PIB**



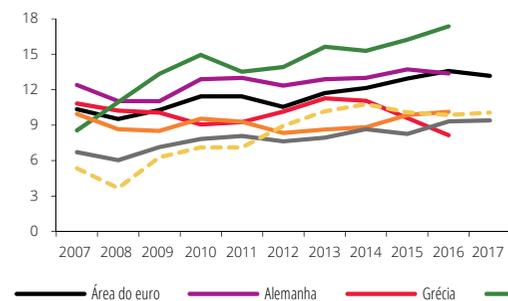
Fonte: Banco de Portugal e INE. | Notas: Valores consolidados. (a) Corresponde à soma da formação bruta de capital fixo, variação de existências, aquisições líquidas de cessões de ativos de objetos de valor e aquisições líquidas de cessões de ativos não financeiros não produzidos. (b) Inclui a discrepância estatística entre os saldos da capacidade/necessidade de financiamento apurada no âmbito da conta de capital e da conta financeira.

**Gráfico I.3.14 • Aplicação do excedente bruto de exploração das SNF | Em percentagem do PIB**



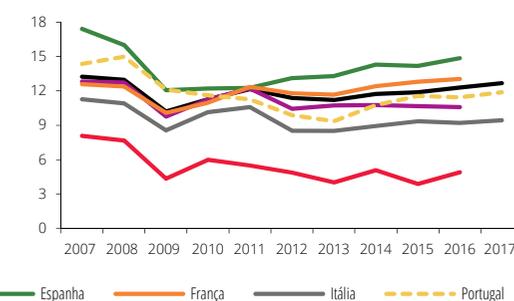
Fonte: INE. | Notas: A designação “saldo” refere-se à diferença entre recursos e empregos. (a) Inclui resultados reinvestidos de empresas de investimento estrangeiro e rendas. (b) Corresponde ao saldo de rendimentos primários menos os empregos relativos a rendimentos distribuídos de sociedades e a resultados reinvestidos de empresas de investimento estrangeiro (rendimento empresarial) e é líquido de impostos sobre o rendimento e património.

**Gráfico I.3.15 • Poupança das SNF – Comparação internacional | Em percentagem do PIB**



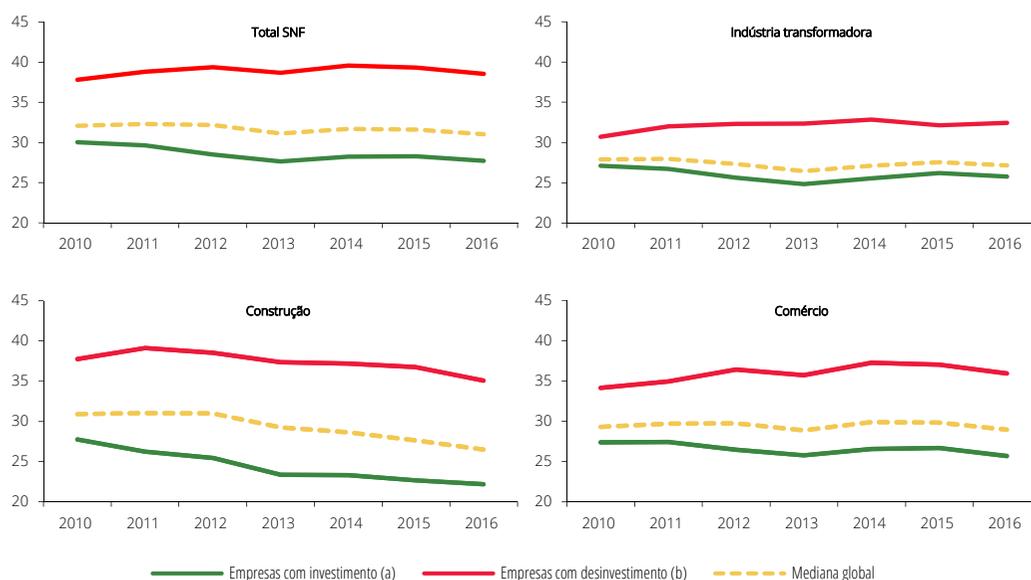
Fonte: Eurostat.

**Gráfico I.3.16 • Investimento das SNF em ativos reais – Comparação internacional | Em percentagem do PIB**



Fonte: Eurostat. | Nota: O investimento em ativos reais corresponde à soma da formação bruta de capital com as aquisições líquidas de cessões de ativos não financeiros não produzidos.

Gráfico I.3.17 • Mediana do rácio de dívida financeira | Em percentagem do ativo



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Investimento calculado a partir de uma *proxy* da formação bruta de capital fixo (FBCF) estimada para cada empresa. (a) Consideram-se empresas com investimento no ano  $t$  aquelas cuja FBCF foi positiva no ano  $t$ . (b) Consideram-se empresas com desinvestimento no ano  $t$  aquelas cuja FBCF foi negativa no ano  $t$ .

## Em 2017, foi interrompida a trajetória de amortização líquida de dívida financeira das SNF observada desde 2014

Em 2017, o fluxo líquido de dívida financeira<sup>85</sup> das SNF foi positivo (1% do PIB), interrompendo a trajetória de amortização líquida que se registava desde 2014. Esta evolução refletiu sobretudo um aumento significativo do financiamento concedido por não residentes (2,6% do PIB), associado, em larga medida, a operações de financiamento intra-grupo de uma empresa do setor da eletricidade, gás e água. Excluindo estas operações ter-se-ia registado uma amortização, em termos líquidos, ainda que reduzida, da dívida financeira das SNF.

A amortização líquida de empréstimos concedidos pelo setor financeiro residente às SNF (representando 1,2% do PIB), ainda que em menor grau do que em 2016 (2,1% do PIB), compensou parcialmente o aumento do financiamento concedido por não residentes. Refira-se que esta evolução foi diferenciada conforme a dimensão das empresas, registando as microempresas uma taxa de variação anual positiva, com todas as outras dimensões de empresa a apresentarem taxas de variação anual mais negativas do que no ano anterior. Por setor de atividade, registaram-se taxas de variação anual positivas nos empréstimos concedidos pelo setor financeiro residente aos setores do comércio, atividades imobiliárias e alojamento e restauração, para o qual terá contribuído o dinamismo da atividade turística e do mercado imobiliário em Portugal; em sentido oposto, observou-se uma diminuição mais acentuada do que em 2016 nos empréstimos concedidos pelo setor financeiro residente aos setores da construção e da eletricidade, gás e água. A taxa de variação anual dos empréstimos concedidos ao setor indústria transformadora e extrativa foi próxima de zero em 2017.

85. A dívida financeira corresponde à soma de empréstimos e títulos de dívida.

A diminuição do recurso das empresas a empréstimos bancários internos é patente também na diminuição do fluxo bruto de novos empréstimos bancários a SNF, que atingiu em 2017 um valor mínimo desde 2003. No entanto, esta evolução estará, em parte, associada a um aumento do prazo das novas operações de empréstimos.<sup>86</sup> Refira-se que, segundo os bancos portugueses participantes no Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito<sup>87</sup>, a procura de empréstimos bancários para financiamento do investimento continuou a aumentar em 2017, a qual envolverá, em princípio, maturidades mais longas.

O menor recurso a financiamento bancário, no período mais recente, ocorreu num contexto de aumento do peso da poupança das empresas como fonte de financiamento do setor. Não obstante, parece estar em curso um processo gradual de desintermediação financeira a nível doméstico, ou seja, as empresas portuguesas têm vindo a reduzir o recurso a empréstimos junto de bancos residentes, apesar de esta continuar a ser a sua principal fonte de financiamento (ver Tema em destaque do *Boletim Económico* de maio de 2018: “As decisões de financiamento das empresas portuguesas: factos estilizados e desenvolvimentos recentes”).

## ... O aumento da emissão de títulos de dívida das SNF em 2017 continuou a beneficiar de condições monetárias e financeiras favoráveis

Em 2017, registou-se uma emissão líquida de títulos de dívida pelas SNF que ascendeu a 1,1% do PIB (em 2016 houve amortização líquida representando 0,4% do PIB), tendo estes sido adquiridos sobretudo por não residentes (1,3% do PIB). O aumento do recurso à emissão de títulos de dívida em 2017 verificou-se quer nas grandes quer nas pequenas e médias empresas (neste último caso, essencialmente papel comercial).

O processo de desintermediação financeira a nível doméstico tem sido também visível na redução gradual do peso do setor financeiro residente enquanto investidor em títulos de dívida de SNF, por contrapartida do aumento de peso dos não residentes. Não obstante, o setor financeiro residente continua a ser o principal detentor de títulos de dívida de PME portuguesas. Refira-se que, no caso das empresas de menor dimensão, a emissão de títulos respeita sobretudo a papel comercial detido essencialmente por bancos, sendo um substituto próximo dos empréstimos bancários.

A par do maior recurso das SNF à emissão de dívida titulada, tem-se observado uma progressiva substituição de papel comercial por obrigações<sup>88</sup>, a qual tem beneficiado, sobretudo no período mais recente, das condições monetárias e financeiras especialmente favoráveis propiciadas pelo programa de aquisição de títulos de dívida de empresas do Eurosistema (*Corporate Sector Purchase Programme*, em inglês). Esta evolução sugere que as empresas portuguesas com acesso aos mercados internacionais de dívida têm aproveitado as condições favoráveis para alongar as maturidades da sua dívida e, desta forma, precaver condições de financiamento mais adversas no futuro. Importa referir que, apesar do reduzido número de SNF portuguesas cujos títulos são elegíveis para este programa de aquisição de títulos de dívida de empresas do Eurosistema, a dívida de mercado destas empresas

86. Devido à contabilização do fluxo anual de novos empréstimos, o aumento do prazo contratual dos empréstimos traduz-se numa redução do montante anual de empréstimos concedidos: se um banco conceder um empréstimo de 100€ que é renovado semestralmente, o montante anual de novos empréstimos concedidos por esse banco totaliza 200€; se o mesmo banco conceder um único empréstimo do mesmo montante mas com prazo contratual de um ano, o montante anual de novos empréstimos concedidos pelo banco totaliza 100€, sendo o financiamento disponível à empresa durante todo o ano de 100€, em qualquer dos casos.

87. Para mais detalhes sobre o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito ver: <https://www.bportugal.pt/publications/banco-de-portugal/all/114>.

88. O peso das obrigações no *stock* de dívida titulada emitida por SNF aumentou de cerca um terço, no final de 2011, para cerca de dois terços, no final de 2017.

representava, no final de 2016, cerca de 42% do total da dívida titulada emitida por SNF residentes e cerca de 10% da dívida total do setor.<sup>89</sup> Adicionalmente, este programa tem contribuído para uma diminuição generalizada das *yields* associadas aos títulos de dívida das empresas na área do euro, o que deverá ter beneficiado tanto as empresas elegíveis para este programa como as não elegíveis.

## Desde 2012, a redução do rácio de endividamento das SNF ocorreu a par de um aumento de liquidez

A dívida total das SNF registou um decréscimo de cerca de 3 pp do PIB em 2017, cifrando-se em 101% do PIB no final do ano, mantendo-se entre as mais elevadas da área do euro. A redução do rácio de endividamento do setor, num contexto em que o respetivo fluxo líquido de dívida aumentou, deveu-se ao crescimento do valor nominal do PIB e, embora em menor grau, ao abatimento ao ativo de créditos bancários (Gráfico I.3.18). Paralelamente à redução do rácio de endividamento das SNF registada desde 2012, ocorreu, em termos agregados, um aumento da liquidez (avaliada pelo saldo de numerário e depósitos) neste setor (em 4 pp do PIB), atingindo, no final de 2017, um máximo histórico de 22% do PIB (Gráfico I.3.19). A eventual falta de oportunidades de investimento com retorno satisfatório, o custo de oportunidade baixo que está atualmente associado à detenção de ativos líquidos ou mesmo uma procura de liquidez por motivo de precaução<sup>90</sup>, poderão estar a contribuir para uma acumulação de liquidez por parte das empresas não financeiras. Refira-se que este desenvolvimento tem sido também evidenciado em vários outros países da área do euro, nomeadamente em França e Itália. Se, por um lado, esta evolução sugere que as empresas portuguesas terão, em termos agregados, capacidade para utilizar recursos internos para financiar novos investimentos ou amortizar dívida, por outro lado, a ausência de um maior ritmo de desalavancagem em coexistência com saldos elevados de liquidez estará a refletir a heterogeneidade significativa na distribuição da dívida financeira e de saldos expressivos de ativos líquidos entre as empresas portuguesas. Com efeito, a evidência analisada sugere que as empresas menos endividadas tenderão a ter mais liquidez do que a média do setor, tendo esta aumentado de forma expressiva entre 2013 e 2016 (Gráfico I.3.20). Com exceção do setor da eletricidade, gás e água, observa-se também que o aumento da liquidez foi transversal aos setores de atividade que apresentam uma maior exposição ao setor financeiro residente<sup>91</sup>, sendo mais pronunciado nos setores das atividades imobiliárias, das indústrias transformadoras e do alojamento e restauração.

## A capitalização das SNF superou o valor da sua dívida financeira pela primeira vez desde o ano 2000

Em 2017, continuou a registar-se um reforço da capitalização das SNF portuguesas, em resultado da emissão líquida de ações e outras participações (1,9% do PIB), adquiridas sobretudo por não residentes, e da valorização de ações e outras participações já existentes (4,3% do PIB).<sup>92</sup>

89. A dívida financeira não consolidada das empresas portuguesas elegíveis pelo programa de aquisição de títulos de dívida de empresas do Eurosistema foi obtida a partir de informação da IES.

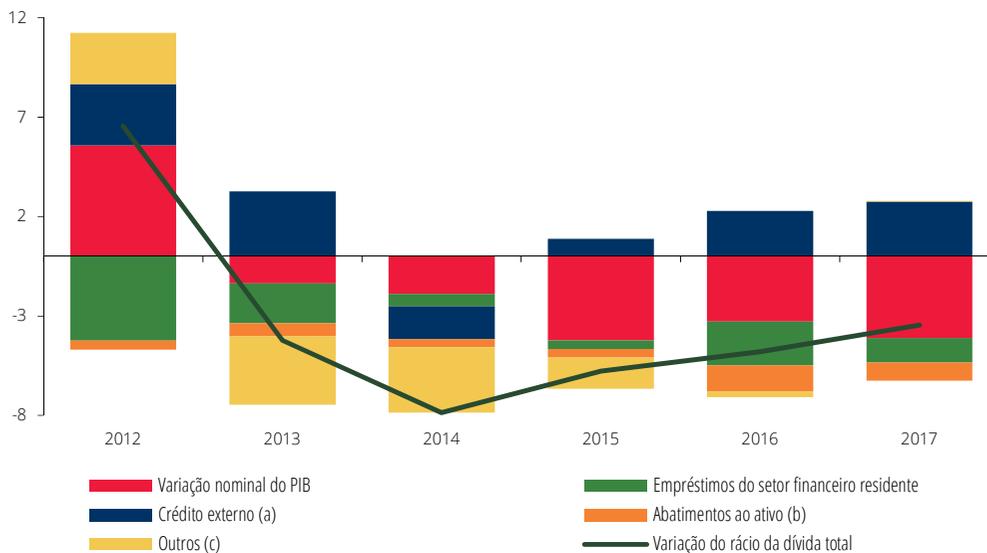
90. Num artigo recente, Armenter e Hnatkovska (2017) argumentaram que as empresas mais endividadas, e portanto mais dependentes do financiamento alheio, podem preferir aumentar os seus níveis de liquidez através da maior retenção de resultados de forma a mitigar o risco associado a um acesso limitado a fontes de financiamento alheio na eventualidade de um enquadramento mais adverso.

91. Foi analisada a evolução da liquidez (avaliada pelo saldo de numerário e depósitos) nos setores do comércio, indústrias, construção, atividades imobiliárias, eletricidade, gás e água e alojamento e restauração.

92. A variação de valor das ações e outras participações já existentes corresponde à valorização em bolsa das empresas cotadas e à incorporação de resultados no caso das empresas não cotadas.

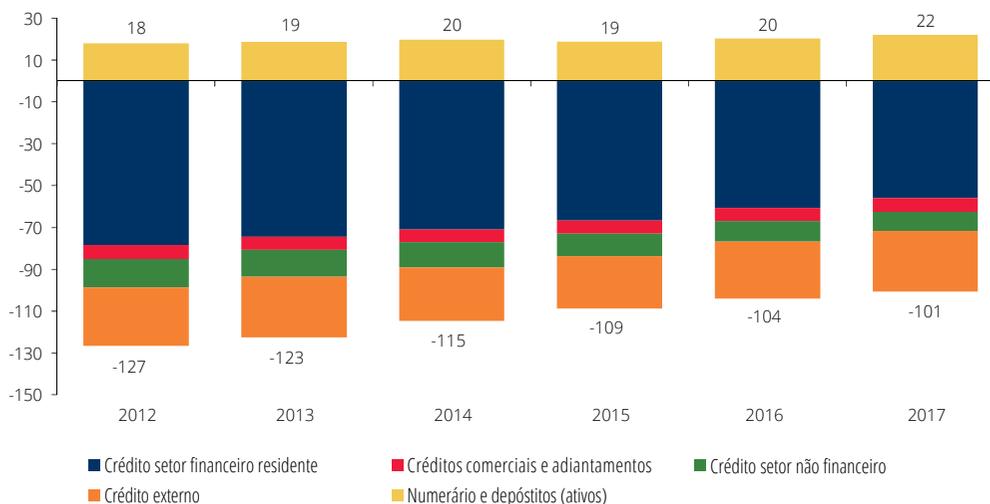
O aumento da capitalização, a par da redução da dívida financeira, tem permitido uma diminuição progressiva do rácio dívida-capital das SNF portuguesas desde 2011. Refira-se que, em 2017, pela primeira vez desde 2000, o valor de mercado do capital das SNF portuguesas superou o valor da sua dívida financeira. Ainda assim, a alavancagem das SNF em Portugal, medida com base no rácio entre dívida e capital, continua significativamente acima do verificado no conjunto da área do euro (Gráfico I.3.21).

**Gráfico I.3.18 • Contributos para a variação do rácio da dívida total das SNF**  
| Em pontos percentuais do PIB



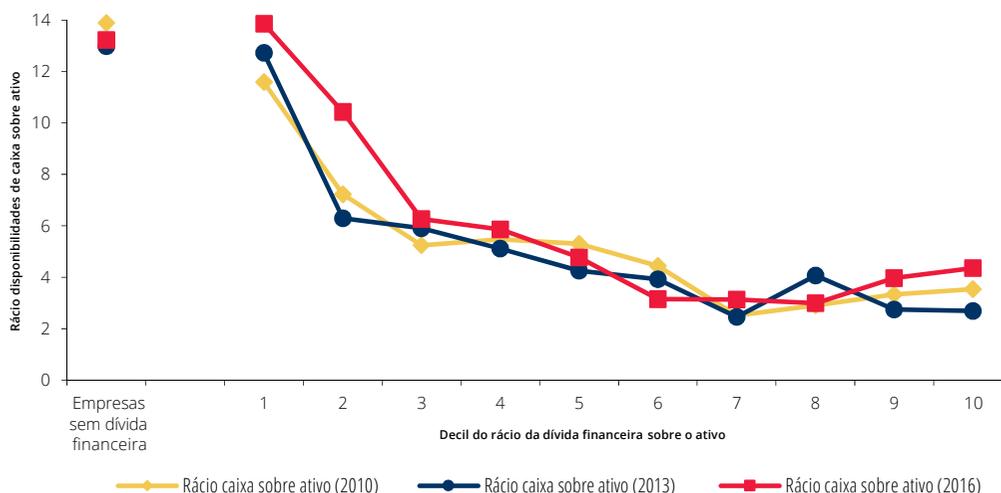
Fonte: Banco de Portugal e INE. | Notas: (a) Consideram-se no crédito externo os passivos relativos a empréstimos e a títulos de dívida na posse de não residentes. (b) Corresponde a créditos abatidos ao ativo no balanço de instituições financeiras monetárias residentes. (c) Inclui títulos de dívida em carteira de residentes, empréstimos de particulares, créditos comerciais e adiantamentos e outras variações de volume e valor.

**Gráfico I.3.19 • Dívida total e ativos em numerário e depósitos de SNF** | Em percentagem do PIB



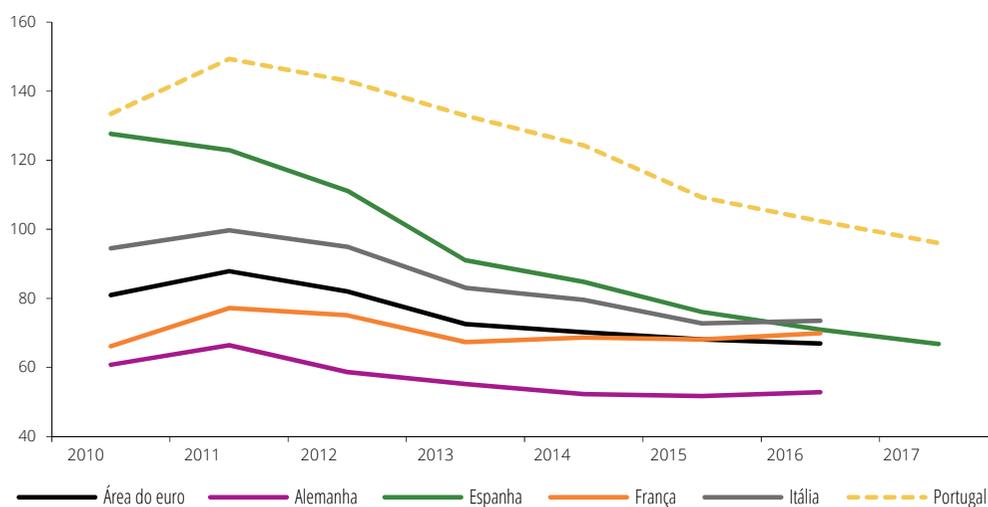
Fonte: Banco de Portugal e INE.

**Gráfico I.3.20 • Disponibilidades de caixa das SNF, por decil do rácio de dívida financeira**  
| Em percentagem do ativo



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: O rácio das disponibilidades de caixa sobre o ativo corresponde ao quociente entre os ativos financeiros líquidos da empresa (caixa e depósitos bancários) e o ativo total da empresa. O rácio da dívida financeira sobre o ativo corresponde ao quociente entre a dívida financeira da empresa e o ativo total da empresa. O decil 1 inclui as empresas menos endividadas (com menor rácio entre dívida financeira e ativo), enquanto o decil 10 inclui as empresas mais endividadas.

**Gráfico I.3.21 • Rácio da dívida financeira sobre o capital das SNF** | Em percentagem



Fonte: Eurostat. | Nota: O valor do capital corresponde ao *stock* de ações e outras participações (passivos) das SNF apurado com base nas Contas Nacionais Financeiras.

Apesar da redução da alavancagem das SNF e da melhoria das condições de financiamento, em geral, o setor permanece vulnerável a um agravamento dos custos de financiamento

A continuação da melhoria da situação financeira das sociedades não financeiras em 2017, num contexto do crescimento significativo da atividade económica, foi evidenciada pelo aumento do

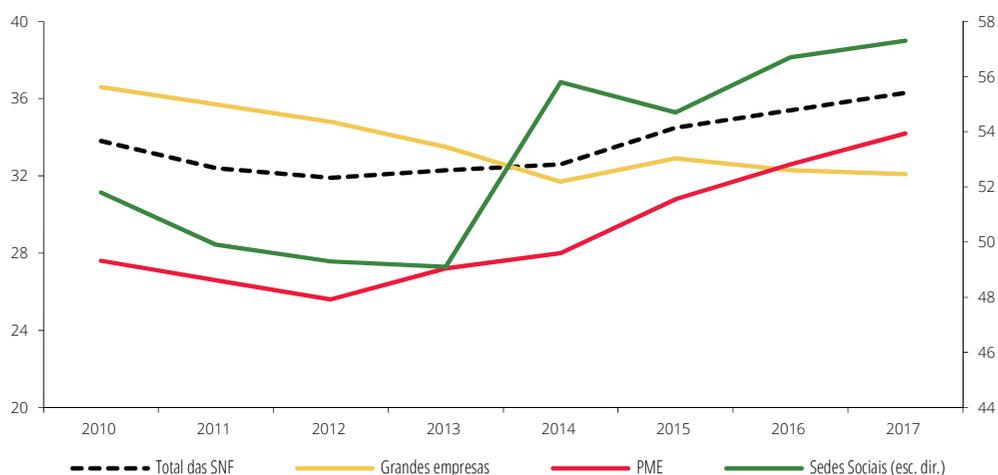
rácio de rentabilidade<sup>93</sup> (de 9,6%, em 2016, para 10,1% em 2017) e do rácio de cobertura de juros<sup>94</sup> (de 5,6, em 2016, para 6,7 em 2017). Esta evolução favorável foi registada na maioria dos setores de atividade e, sobretudo, no segmento das pequenas e médias empresas.

A recomposição da estrutura de financiamento das empresas portuguesas, desde 2012, tem favorecido os capitais próprios em detrimento dos capitais alheios. Em 2017 manteve-se esta tendência, tendo o rácio de autonomia financeira, definido como o quociente entre capital próprio e ativo, atingido o valor mais elevado da série histórica (36,3%). Este reforço dos capitais próprios ocorreu essencialmente por via da incorporação de resultados, e esteve sobretudo associado às pequenas e médias empresas (Gráfico I.3.22).

A redução do saldo da dívida, entre 2012 e 2016, e a descida das taxas de juro têm contribuído para aliviar os encargos associados ao serviço de dívida das empresas portuguesas. Com efeito, o rácio de serviço da dívida, calculado como o quociente entre juros e reembolsos de capital e o rendimento bruto das empresas<sup>95</sup>, encontrava-se, no final de 2017, significativamente abaixo da sua média histórica (Gráfico I.3.23).<sup>96</sup>

O menor recurso das empresas a instrumentos de financiamento sensíveis a flutuações da taxa de juro de curto prazo tem permitido reduzir a percentagem de empresas vulneráveis à subida das taxas de juro. Não obstante, cerca de um terço da exposição do sistema financeiro residente a SNF continuava, no final de 2016, associada a empresas com rácio de cobertura de juros inferior a dois, o que não pode ser dissociado dos ainda elevados níveis de *non-performing loans* (NPL) do setor.<sup>97</sup>

**Gráfico I.3.22 • Rácio do capital próprio sobre o ativo, por dimensão de empresa**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

93. O rácio de rentabilidade é definido como o quociente entre o EBITDA (resultado antes de depreciações e amortizações, juros suportados e impostos) e os capitais próprios mais financiamentos obtidos.

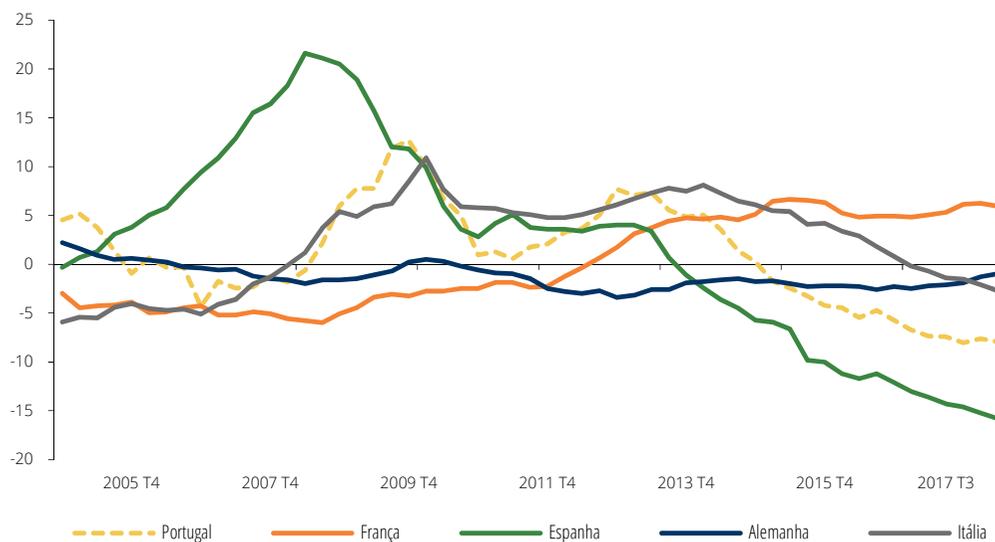
94. O rácio de cobertura de juros é definido como o quociente entre o EBITDA (resultado antes de depreciações e amortizações, juros suportados e impostos) e os juros suportados.

95. O rendimento bruto das empresas foi calculado como a soma do rendimento disponível bruto das SNF com os juros e dividendos pagos.

96. Um rápido aumento do rácio de serviço da dívida é apresentado na literatura económica como um indicador avançado de crises bancárias com impacto sistémico. Sobre este tema ver Drehmann and Juselius (2014), "Evaluating early warning indicators of banking crises: Satisfying policy requirements", *International Journal of Forecasting*, 30(3), 759-780.

97. Ver, a este propósito, caixa 2 "Vulnerabilidade das empresas portuguesas à subida da taxa de juro de curto prazo", *Relatório de Estabilidade Financeira*, dezembro de 2017.

**Gráfico I.3.23 • Rácio de serviço da dívida das SNF | Desvio face à média de cada país, em pontos percentuais**



Fonte: BIS. | Notas: O rácio de serviço da dívida corresponde ao quociente entre a soma do pagamento de juros e reembolso de capital e o rendimento. O rendimento das SNF é calculado como o rendimento disponível bruto do setor acrescido dos juros pagos e dividendos distribuídos pelas empresas. A média do rácio de serviço da dívida é calculada, para cada país, para o período 1999 T1 – 2017 T3.

### ... A redução da vulnerabilidade da economia portuguesa a choques adversos requer a continuação da trajetória de redução da alavancagem das empresas e dos particulares

A redução do rácio de endividamento do setor privado não financeiro, observada desde o início da crise da dívida soberana, e a descida das taxas de juro para níveis historicamente baixos têm contribuído para diminuir os encargos associados ao serviço de dívida das empresas e das famílias em Portugal. Não obstante, o rácio de endividamento destes setores mantém-se elevado pelo que um agravamento dos custos de financiamento poderá ter efeitos na capacidade de servir a dívida das empresas e famílias mais vulneráveis. Neste sentido, a redução da vulnerabilidade da economia portuguesa a choques adversos requer a continuação da trajetória de redução da alavancagem das empresas e dos particulares.

## 4 Sistema bancário

Em 2017 o sistema bancário português apresentou um conjunto de desenvolvimentos positivos, que incluíram o aumento da rentabilidade acompanhado de um aumento da eficiência operacional, a redução muito significativa do elevado *stock* de empréstimos *non-performing*<sup>98</sup> (NPL), e o aumento dos rácios de capital. Estes desenvolvimentos ocorreram no contexto da conclusão do processo de venda do Novo Banco (NB) à *Lone Star*, das operações de reforço de fundos próprios das principais instituições do setor, e da desconsolidação do Banco de Fomento Angola (BFA) pelo Banco BPI e a estabilização do seu governo societário. Contudo, o setor bancário apresenta ainda algumas vulnerabilidades, nomeadamente a elevada exposição ao soberano e ao setor imobiliário, bem como o nível dos ativos não produtivos, não obstante as melhorias significativas observadas recentemente. A melhoria da capitalização das principais instituições, aliada à recuperação da economia portuguesa e ao aumento dos preços do imobiliário, criam um contexto favorável para a continuação da redução do nível de NPL, com consequências positivas para a obtenção de financiamento nos mercados financeiros internacionais. No entanto, o contexto macroeconómico e financeiro favorável combinado com uma maior pressão concorrencial entre bancos, poderá contribuir para uma menor restritividade dos critérios de concessão de crédito, com potencial impacto negativo na rentabilidade futura. É, assim, fundamental que as instituições cumpram a Recomendação do Banco de Portugal relativa aos novos contratos de crédito celebrados com consumidores, designadamente crédito à habitação, crédito com garantia hipotecária ou equivalente e crédito ao consumo aplicável a partir de 1 de julho de 2018. O atual enquadramento deve ser encarado pelas instituições como uma oportunidade para continuar a realizar ajustamentos de caráter estrutural, nomeadamente ao nível dos seus custos operacionais, que contribuam para aumentar a sua resiliência e permitam responder melhor aos desafios que se antecipam, tais como, a futura normalização da política monetária, as crescentes exigências regulatórias, e o aumento da concorrência por parte de novas empresas especializadas na prestação de serviços financeiros por via digital (*Fintech*).

### 4.1 Rentabilidade

⋮ Em 2017 a rentabilidade voltou a ser positiva refletindo,  
⋮ principalmente, um menor valor de imparidades

Em 2017, a rentabilidade do sistema bancário português retomou valores positivos<sup>99</sup> (Quadro I.4.1). Esta evolução resulta de um valor de novas imparidades substancialmente menor do que o observado em 2016. Recorde-se que em 2016 se observou um registo expressivo de provisões e imparidades, em particular por parte da Caixa Geral de Depósitos (CGD). A redução do fluxo de imparidades foi atenuada pelo aumento das provisões e imparidades registadas em 2017 pelo NB. O impacto deste aumento no NB sobre a rentabilidade foi compensado pelo acionamento do

98. Empréstimos *non-performing* de acordo com a definição da Autoridade Bancária Europeia (EBA, no acrónimo inglês). Note-se, contudo, que a mesma não se encontra ainda completamente harmonizada na União Europeia. Para mais detalhe ver “Conceitos utilizados na análise da qualidade do crédito”, *Relatório de Estabilidade Financeira* de novembro de 2016, e “Estratégia para lidar com o elevado *stock* de *non-performing loans* (NPL)”, *Relatório de Estabilidade Financeira* de dezembro de 2017.

99. A rentabilidade é calculada considerando os resultados antes de impostos.

mecanismo de capitalização contingente previsto nos contratos celebrados no âmbito da venda do NB. Os proveitos inerentes ao acionamento deste mecanismo estão refletidos na rubrica de outros proveitos de exploração. No que concerne às principais instituições do sistema bancário que têm atividade internacional de dimensão relevante<sup>100</sup>, a evolução da sua rentabilidade refletiu também um maior contributo dessa atividade quando comparado com 2016.

#### Quadro I.4.1 • Demonstração de resultados do sistema bancário

	Valores em milhões de euros			Em percentagem do ativo médio			Contributo p/ Δ ROA (pp)	
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015-16	2016-17
1. Margem financeira	5948	5886	6109	1,42	1,48	1,59	-0,01	0,06
2. Rendimentos de serviços e comissões líquidos	3038	2714	2854	0,73	0,68	0,74	-0,08	0,04
3. Resultados de op. financeiras	1868	791	842	0,45	0,20	0,22	-0,26	0,01
4. Outros resultados de exploração	-160	87	1002	-0,04	0,02	0,26	0,06	0,23
5. Custos operacionais	6517	5628	5712	-1,56	-1,41	-1,49	0,21	-0,02
6. Provisões e imparidades	4153	6791	4225	-0,99	-1,70	-1,10	-0,63	0,64
7. Outros resultados	660	600	355	0,16	0,15	0,09	-0,01	-0,06
Resultado antes de impostos	685	-2340	1225	0,16	-0,59	0,32	-0,72	0,89
Por memória:								
Resultado de exploração [=1+2-5]	2468	2972	3251	0,59	0,75	0,85	0,12	0,07
Produto bancário [=1+2+3+4]	10 694	9478	10 807	2,56	2,38	2,81	-0,29	0,33
Imparidades para crédito	3265	4700	2436	0,78	1,18	0,63	-0,34	0,57
Ativo médio	418 050	398 469	384 561				-0,03	0,01

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: A rentabilidade do ativo (ROA) é calculada considerando os resultados antes de impostos, em percentagem do ativo médio.

Os exercícios de 2016 e 2017 foram afetados por um conjunto de eventos não relacionados com a atividade principal das instituições<sup>101</sup> devido aos processos de ajustamento e conclusão do processo de venda do NB. Estes eventos estão relacionados com um processo de ajustamento do sistema bancário com vista a aumentar a sua rentabilidade futura e a estar em melhores condições para exercer a sua função primordial de intermediação financeira. Estas alterações em curso incluem o redimensionamento das estruturas de custo das instituições, o aumento da sua capitalização, em alguns casos com a entrada de novos acionistas, e planos de redução de NPL. As principais rubricas afetadas por estes ajustamentos foram os “outros proveitos de exploração” e os “custos operacionais”. É de realçar que as instituições se encontram em fases de ajustamento diferentes pelo que se tem observado alguma heterogeneidade nos resultados por elas apresentados. Expurgando os efeitos destes eventos dos resultados das principais instituições, o sistema bancário continuaria a apresentar uma rentabilidade positiva, mas menor

100. Por relevante entenda-se um peso da exposição não doméstica superior a 10% da exposição total.

101. Os eventos considerados nos ajustamentos foram: i) as revisões dos Acordos Coletivos de Trabalho, que diminuiram os “custos operacionais” (com impacto em 2016 e 2017); ii) os processos de reestruturação, que aumentaram os “custos operacionais” (2016 e 2017); iii) o acionamento do mecanismo de capitalização contingente associado à venda do NB, com impacto positivo na rubrica de “outros proveitos de exploração” (2017).

do que a registada. A diminuição do fluxo de provisões e imparidades continuaria a ser o principal determinante do aumento da rentabilidade, apesar do aumento significativo das provisões e imparidades registadas pelo NB, enquanto os custos operacionais passariam a ter um contributo favorável e bastante relevante para o aumento da rentabilidade.

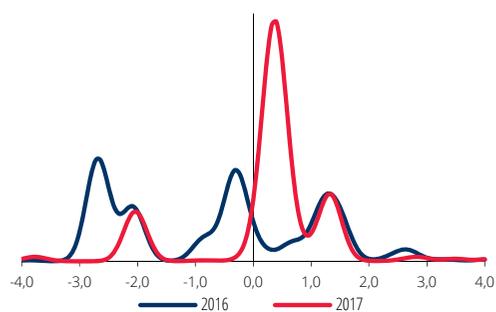
Em 2017, a rentabilidade do ativo (ROA) do sistema bancário registou valores semelhantes aos observados antes do PAEF, o mesmo não sendo válido para o ROE (Gráfico I.4.1). Este nível do ROE deve-se a menores níveis de alavancagem (medida pelo ativo médio sobre o capital próprio), o que deverá significar uma maior resiliência do sistema bancário a choques adversos.

**Gráfico I.4.1 • ROE e ROA**  
| Em percentagem



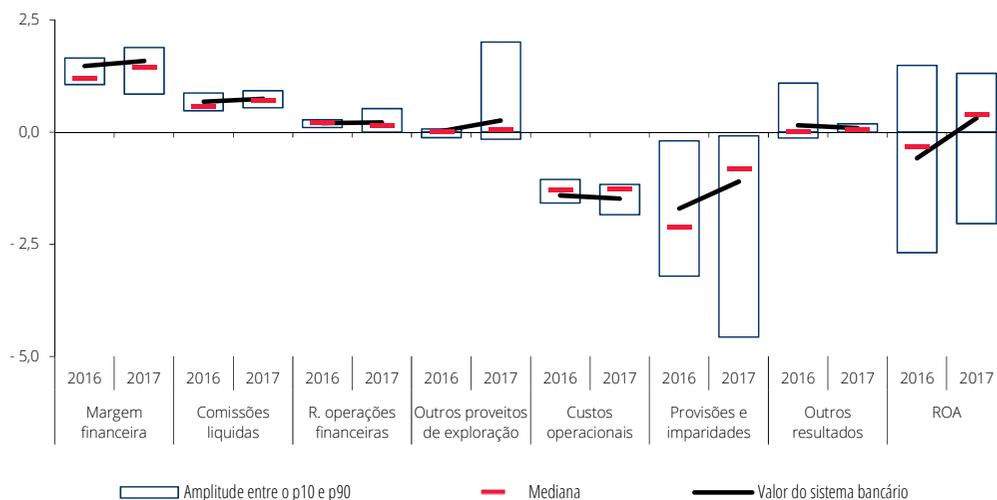
Fonte: Banco de Portugal. | Nota: No cálculo da rentabilidade são considerados os resultados antes de impostos.

**Gráfico I.4.2 • ROA – distribuição empírica**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Distribuição empírica obtida recorrendo a um *kernel* gaussiano que pondera as instituições pelo seu ativo.

**Gráfico I.4.3 • ROA – dispersão dos contributos** | Em percentagem do ativo médio



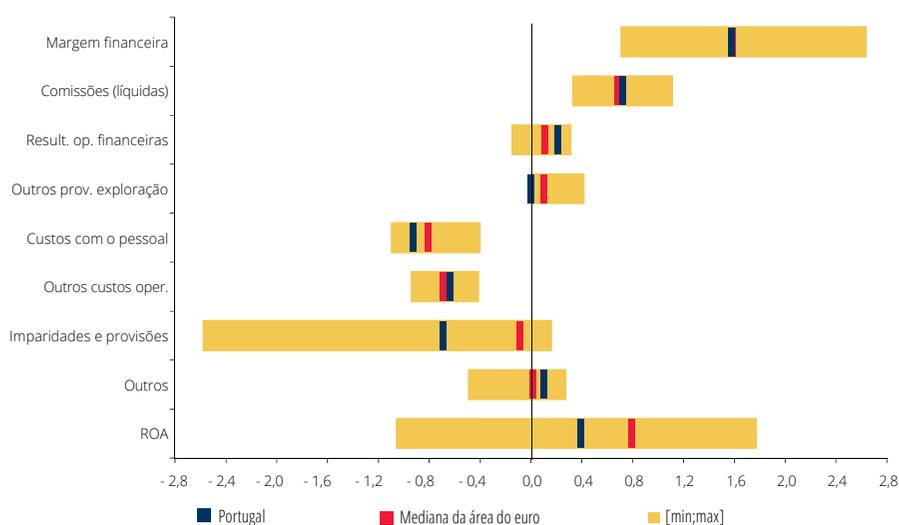
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: p10 – percentil 10; p90 – percentil 90. As estatísticas de dispersão foram ponderadas pelo ativo médio das instituições. Os valores do sistema bancário correspondem aos presentes no quadro I.4.1.

Para além da rentabilidade do sistema bancário ter sido positiva em 2017, um maior número de instituições obteve resultados positivos, ou seja, observou-se uma deslocação da distribuição do ROA para a direita face a 2016 (Gráfico I.4.2). Ainda assim, algumas instituições apresentaram resultados negativos. A mediana do contributo da margem financeira para o ROA

aumentou consideravelmente (0,3 pp), embora uma parte do sistema bancário tenha registado uma diminuição deste contributo para valores inferiores a 2016 (Gráfico I.4.3). O aumento do contributo das comissões líquidas para o ROA foi generalizado, tendo-se mantido um nível de dispersão semelhante ao observado em 2016. Tal como referido anteriormente, o acionamento do mecanismo de capitalização contingente previsto nos contratos celebrados no âmbito da venda do NB teve um impacto muito significativo no aumento do contributo dos outros proveitos de exploração e no aumento da dispersão do mesmo. Os processos de ajustamento em curso e, principalmente, o facto de as instituições se encontrarem em fases de ajustamento diferentes, refletiu-se no aumento da dispersão do contributo dos custos operacionais para o ROA, num quadro de estabilização da respetiva mediana. O contributo do fluxo de provisões e imparidades evoluiu favoravelmente ao nível do sistema bancário e do contributo mediano. O aumento da dispersão deste contributo resultou do aumento significativo das provisões e imparidades registadas pelo NB. A heterogeneidade observada a este nível é também resultado dos diferentes modelos de negócio e dos diferentes riscos assumidos pelas instituições no período anterior à crise.

A evolução futura da rentabilidade está dependente dos processos de ajustamento em curso, nomeadamente do reconhecimento de perdas por imparidades, do redimensionamento das estruturas de custo e bem como da potencial necessidade das instituições acederem ao mercado financeiro para emitirem instrumentos passíveis de absorver perdas (MREL) com custos superiores às restantes fontes de financiamento. Adicionalmente, outros desafios se colocam à rentabilidade do sistema bancário, tais como o eventual prolongamento do ambiente de taxas de juro muito baixas e possíveis ajustamentos do modelo de negócio dos bancos com a entrada das *Fintech* (Capítulo 1. “Vulnerabilidades, riscos e política macroprudencial”).

**Gráfico I.4.4 • ROA – comparação internacional dos contributos (1T-3T 2017)**  
| Em percentagem do ativo médio



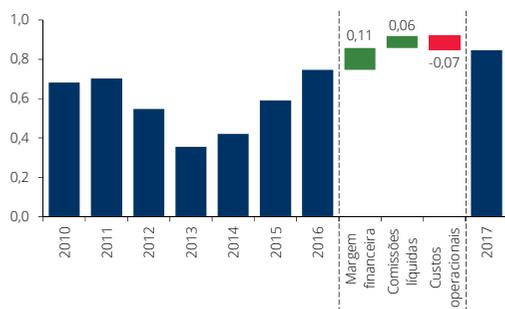
Fonte: Banco Central Europeu (*Consolidated Banking Data*). | Notas: A componente Outros inclui *goodwill* negativo, apropriação de resultados de filiais, *joint-ventures* e associadas e resultados de ativos não correntes classificados como detidos para venda e não qualificados como operações descontinuadas. Não se encontram disponíveis dados de alguns países para determinadas rubricas, ainda assim, crê-se que a análise não se altere substancialmente à luz dos mesmos.

Considerando os resultados até ao 3.º trimestre de 2017, a rentabilidade do sistema bancário português foi inferior à mediana da área do euro (Gráfico I.4.4).<sup>102</sup> Esta posição face aos sistemas bancários da área do euro deve-se, principalmente, ao elevado nível de imparidades e provisões registadas pelo sistema bancário português. Nas restantes componentes da rentabilidade, o sistema bancário português esteve em linha com a mediana da área do euro.

## • O resultado de exploração melhorou num contexto de aumento da margem financeira e, em menor grau, das comissões líquidas

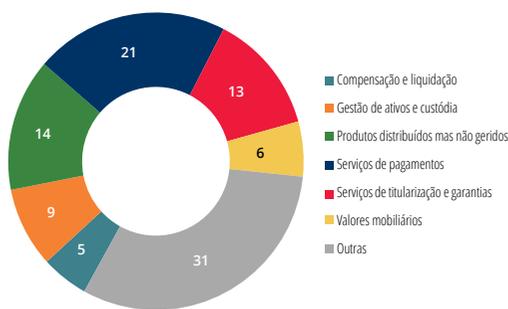
O resultado de exploração em percentagem do ativo médio, definido pelo agregado da margem financeira e das comissões líquidas subtraído dos custos operacionais, aumentou 9,4%, o que representa um aumento do contributo para o ROA de 0,1 pp (Gráfico I.4.5). Esta evolução resulta do aumento da margem financeira e das comissões ser superior ao aumento dos custos operacionais. Refletindo a diminuição do ROA registada entre 2011 e 2013, observou-se uma diminuição do resultado de exploração nesse período, seguida de um aumento consecutivo e superando em 2016 o valor registado em 2011. Quando se consideram os custos operacionais ajustados dos eventos especiais mencionados anteriormente, o contributo do resultado de exploração para o ROA é maior (estima-se um contributo superior em 0,2 pp face a 2016), uma vez que os custos operacionais ajustados passam a contribuir favoravelmente para a variação do resultado de exploração.

**Gráfico I.4.5 • Resultado de exploração**  
| Em percentagem do ativo médio



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O resultado de exploração é o agregado da margem financeira e das comissões líquidas subtraído dos custos operacionais. Este resultado não inclui os Outros proveitos de exploração, ou seja, não incorpora o mecanismo de capitalização contingente associado à venda do NB. As barras azuis dizem respeito ao resultado de exploração em percentagem do ativo médio, as barras vermelhas correspondem a contributos para a diminuição do rácio enquanto as barras verdes correspondem a contributos para o aumento do mesmo.

**Gráfico I.4.6 • Comissões recebidas**  
- composição em 2017 | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

A margem financeira aumentou 3,8% e o seu contributo para o ROA aumentou 0,11 pp. Depois da diminuição observada até 2013, a margem financeira recuperou sendo que, em 2017, o contributo para a rentabilidade situou-se ao nível do observado antes do PAEF. A melhoria da margem financeira, em 2017, reflete um aumento do *spread* entre a taxa de juro implícita

102. A data de disseminação dos dados relativos a dezembro de 2017 da *Consolidated Banking Data* é posterior à publicação deste relatório.

do ativo e a do passivo, devido a uma diminuição da taxa de juro passiva superior à redução da taxa de juro ativa. Adicionalmente, observou-se ainda um contributo ligeiramente positivo da estrutura de financiamento do ativo refletindo, entre outros, o aumento do peso dos depósitos de clientes e a diminuição do peso das responsabilidades representadas por títulos (Secção 4.4 Liquidez e financiamento), uma vez que o custo associado aos depósitos de clientes é menor do que o das responsabilidades representadas por títulos. Estes efeitos foram parcialmente compensados pela diminuição dos ativos subjacentes aos juros recebidos, principalmente, pela diminuição da carteira dos empréstimos a sociedades não financeiras.

Em 2017, os rendimentos de serviços e comissões (líquidos) aumentaram 5,2% tendo sido este aumento transversal às instituições. Este refletiu o aumento das comissões recebidas superior ao aumento das comissões pagas. O crescimento das comissões recebidas refletiu, principalmente, o aumento das comissões relativas à comercialização de produtos distribuídos mas não geridos e aos serviços de pagamentos prestados pelas instituições, que constituem as principais componentes das comissões recebidas (Gráfico I.4.6).

Tal como referido no capítulo 1. “Vulnerabilidades, riscos e política macroprudencial”, com a transposição da DSP2 (*Revised Payment Service Directive*) para o ordenamento jurídico português é previsível que a concorrência no segmento da prestação de serviços de pagamento aumente, condicionando as comissões inerentes a este serviço. Sendo as comissões provenientes de serviços de pagamentos a principal rubrica de comissões, a transposição da DSP2 poderá limitar o crescimento global das comissões no futuro.

## ⋮ A eficiência do sistema bancário, medida pelo *cost-to-income*, ⋮ melhorou em 2017

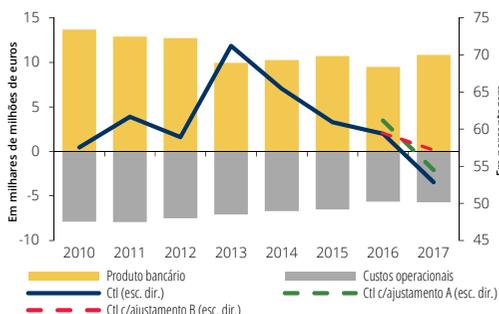
Os custos operacionais aumentaram cerca de 1,5% face a 2016, sendo de notar a subida dos custos com pessoal e a diminuição dos gastos gerais e administrativos. Como mencionado anteriormente, estes desenvolvimentos são condicionados por um conjunto de eventos não relacionados com a atividade principal das instituições, nomeadamente os processos de reestruturação ocorridos em 2017 e 2016, que elevaram os custos operacionais. Expurgando estes efeitos em 2017 e em 2016, os custos operacionais diminuiriam face a 2016 (estima-se uma diminuição de 5,8%).

Para a evolução dos custos operacionais contribuiu a diminuição na atividade doméstica do número de trabalhadores e de balcões. Em 2017 na atividade doméstica, o número de trabalhadores cifrou-se aproximadamente em 50 mil, o que representa uma diminuição de 1,8% relativamente ao ano anterior, enquanto o número de balcões diminuiu 7%. Esta dinâmica de ajustamento das estruturas operativas das instituições tem sido continuada ao longo dos últimos anos. Desde 2010, cumulativamente o número de trabalhadores diminuiu 19% e o número de balcões reduziu 33%, o que, entre outros fatores, permitiu que os custos operacionais tivessem decrescido 27% no mesmo período.

A eficiência do sistema bancário, medida pelo rácio *cost-to-income*, aumentou em 2017, traduzindo um aumento do produto bancário superior ao aumento dos custos operacionais (Gráfico I.4.7). O *cost-to-income* cifrou-se em 53%, ou seja, diminuiu 6,5 pp em 2017, tendo esta evolução sido influenciada favoravelmente pelos eventos especiais acima mencionados. Excluindo estes efeitos, o *cost-to-income* situar-se-ia em 54,5%, refletindo uma diminuição dos custos operacionais e um aumento do produto bancário. Quando se ajusta apenas do acionamento do mecanismo de

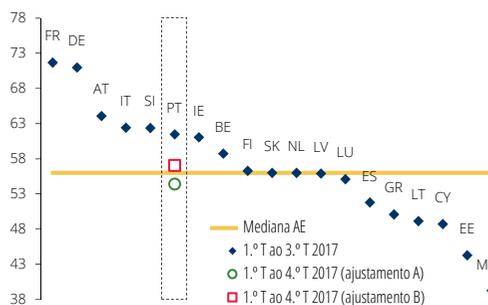
capital contingente do NB, observa-se também uma redução face a 2016 para 57%. Estes valores ajustados de 2017 do sistema bancário português situam-se próximos da mediana do valor acumulado até ao 3.º trimestre de 2017 do *cost-to-income* da área do euro, o que indicia perspetivas favoráveis para a evolução deste indicador para o sistema bancário português (Gráfico I.4.8). Como referido anteriormente, nos últimos anos as instituições têm efetuado ajustamentos às suas estruturas de custo, o que se tem refletido numa diminuição continuada do rácio *cost-to-income*.

**Gráfico I.4.7 • *Cost-to-income* (Cti), custos operacionais e produto bancário**



Fontes: Banco de Portugal e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: O *cost-to-income* com o ajustamento A (linha verde a tracejado) encontra-se ajustada dos processos de reestruturação, revisão dos ACT e do acionamento do mecanismo de capitalização contingente associado à venda do NB. O *cost-to-income* com o ajustamento B (linha vermelha a tracejado) encontra-se apenas ajustado do acionamento do mecanismo de capitalização contingente associado à venda do NB.

**Gráfico I.4.8 • *Cost-to-income* (Cti) – Comparação internacional (1T-3T 2017) | Em percentagem**



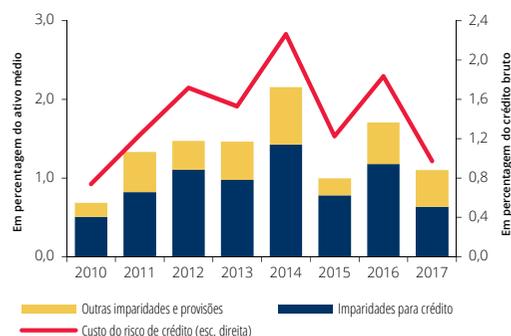
Fontes: Banco Central Europeu (*Consolidated Banking Data*) e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: A estimativa do *cost-to-income* para Portugal do acumulado do 1.º trimestre ao 4.º trimestre de 2017 com o ajustamento A (símbolo verde) encontra-se ajustada dos processos de reestruturação, revisão dos ACT e do acionamento do mecanismo de capitalização contingente associado à venda do NB. A estimativa do *cost-to-income* para Portugal do acumulado do 1.º trimestre ao 4.º trimestre de 2017 com o ajustamento B (símbolo vermelho) encontra-se apenas ajustada do acionamento do mecanismo de capitalização contingente associado à venda do NB.

## ..... O custo do risco de crédito atingiu o valor mais baixo desde 2011, devido principalmente à redução das imparidades para crédito

Em 2017, o custo do risco de crédito diminuiu 0,9 pp face a 2016 e 0,3 pp face a 2015, situando-se em 1%. Esta evolução deveu-se, principalmente, à redução do montante de imparidades registado em 2017 face aos últimos dois anos (Gráfico I.4.9). Não obstante, o aumento significativo das imparidades para crédito por parte do NB, a comparação com os valores de 2016 é afetada por um efeito de base, que se deveu ao registo de um montante expressivo de imparidades para crédito por parte da CGD. Em 2017, o nível do custo do risco de crédito foi ainda superior ao observado em 2010, mas inferior aos valores observados desde então. Refira-se ainda que, em 2017, se observou um aumento significativo das provisões essencialmente associados aos processos de reestruturação das instituições, em especial, da CGD e do NB.

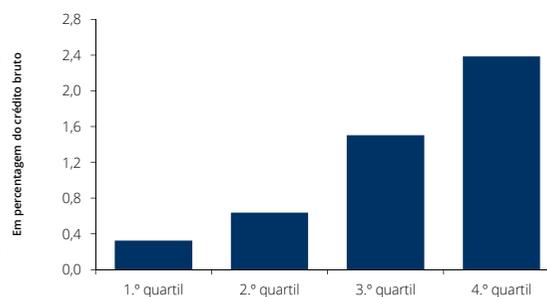
O registo de imparidades para crédito é heterogéneo entre as instituições, uma vez que está correlacionado com a qualidade do crédito em carteira (Gráfico I.4.10). De facto, o fluxo de imparidades acumulado para crédito entre 2016 e 2017 em percentagem do ativo médio foi muito superior para as instituições que em dezembro de 2015 apresentavam um maior rácio de NPL líquido de imparidades sobre o ativo médio.

**Gráfico I.4.9 • Imparidades, provisões e custo do risco**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: O custo do risco de crédito corresponde ao fluxo das imparidades para crédito em percentagem do total do crédito bruto médio concedido a clientes.

**Gráfico I.4.10 • Imparidades para crédito por quartil do NPL líquido de imparidades – fluxo acumulado de 2016 e 2017 | Em percentagem do ativo médio**



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal. | Notas: Os quartis dividem as instituições do sistema bancário consoante o nível de NPL líquido de imparidades em percentagem do ativo, em 2015. O 1.º quartil representa as instituições com o nível de NPL líquido de imparidades mais baixo. Cada barra representa a soma dos fluxos de imparidades para crédito de 2016 e de 2017, em percentagem do ativo médio para cada quartil.

## 4.2 Qualidade de ativos

Em 2017 observou-se uma evolução favorável da qualidade dos ativos do sistema bancário, refletindo fundamentalmente a redução do *stock* de NPL

À semelhança dos últimos anos, os bancos residentes procuraram reduzir o risco da sua carteira de empréstimos. Com efeito, em 2017, continuou a observar-se uma diminuição do montante de novos empréstimos concedidos às sociedades não financeiras (SNF) pertencentes ao quartil de risco de crédito mais elevado<sup>103</sup>, tendo sido privilegiada a concessão de empréstimos a empresas pertencentes ao quartil de risco de crédito mais reduzido<sup>104</sup>. Por sua vez, a manutenção de uma elevada exposição do setor bancário a determinadas classes de ativos, nomeadamente a títulos de dívida pública e a ativos imobiliários, continua a constituir uma vulnerabilidade do sistema bancário. Para mais detalhes, ver secção 1.1 “Vulnerabilidades”.

A qualidade dos ativos do sistema bancário melhorou em 2017, tendo se observado uma forte diminuição do rácio de NPL e, simultaneamente, um aumento do rácio de cobertura por imparidades. Esta evolução continuou a ser fortemente marcada pelos desenvolvimentos nas SNF, que representam cerca de 65% do montante total de NPL. A dinâmica de redução dos NPL resulta das estratégias desenvolvidas pelas entidades bancárias, num contexto em que as autoridades nacionais e europeias têm implementado planos de ação especialmente direcionados para este tema (Caixa 2 e 3). Adicionalmente, a redução dos NPL não pode ser dissociada do maior dinamismo da atividade económica, da manutenção de condições de financiamento favoráveis, bem como da recuperação dos preços e da atividade imobiliária.

103. Risco de crédito avaliado com base no *z-score*, estimado de acordo com a metodologia apresentada no artigo de Antunes, Gonçalves e Prego (2016) “Revisitando probabilidades de incumprimento de empresas”, Banco de Portugal, *Revista de Estudos Económicos*, vol. 2, n.º 2, abril de 2016.

104. Para mais detalhes ver o *Boletim Económico*, maio de 2018.

## Quadro I.4.2 • Qualidade da carteira de empréstimos – síntese

	Notas	Unidades	dez. 2015	jun. 2016	dez. 2016	jun. 2017	dez. 2017	Δ jun. 2016 dez. 2017	Δ dez. 2016 dez. 2017
<b>Empréstimos <i>non-performing</i> (NPL)</b>									
Todos os setores									
NPL		10 <sup>6</sup> €	49 818	50 459	46 361	42 276	37 005	-13 455	-9356
d.q. <i>Unlikely-to-pay</i>		10 <sup>6</sup> €	19 586	18 747	18 046	15 661	14 493	-4254	-3553
d.q. Vencido		10 <sup>6</sup> €	30 232	31 713	28 315	26 615	22 541	-9172	-5774
Rácio de NPL	(a)	%	17,5	17,9	17,2	15,5	13,3	-4,6 pp	-3,9 pp
Sociedades não financeiras									
NPL		10 <sup>6</sup> €	32 024	33 151	30 160	27 232	24 215	-8 936	-5 945
Rácio de NPL	(a)	%	28,3	30,3	29,5	27,5	25,2	-5,2 pp	-4,3 pp
Particulares									
NPL		10 <sup>6</sup> €	12 914	12 865	12 030	11 154	9825	-3039	-2205
NPL – habitação		10 <sup>6</sup> €	8111	8297	7929	7232	6297	-2000	-1633
NPL – consumo e outros		10 <sup>6</sup> €	4803	4568	4101	3922	3529	-1039	-573
Rácio de NPL	(a)	%	9,4	9,2	8,7	8,1	7,1	-2,1 pp	-1,5 pp
Rácio de NPL – habitação	(a)	%	7,2	7,2	7,0	6,5	5,7	-1,5 pp	-1,3 pp
Rácio de NPL – consumo e outros	(a)	%	19,2	19,0	16,2	15,0	13,1	-5,9 pp	-3,1 pp
<b>Cobertura dos NPL</b>									
Todos os setores									
Rácio de cobertura por imparidade	(b)	%	40,8	43,2	45,3	45,9	49,3	6,1 pp	4,0 pp
Rácio de cobertura total (imparidades, colateral e garantias)	(c)	%	92,0	85,9	87,2	88,5	90,4	4,5 pp	3,2 pp
Sociedades não financeiras									
Rácio de cobertura por imparidade	(b)	%	44,4	46,4	48,9	49,1	53,8	7,4 pp	5,0 pp
Rácio de cobertura total (imparidades, colateral e garantias)	(c)	%	84,9	84,1	85,0	87,0	88,9	4,8 pp	3,9 pp
Particulares									
Rácio de cobertura por imparidade	(b)	%	36,2	36,7	35,4	36,5	37,1	0,3 pp	1,6 pp
Rácio de cobertura por imparidade – habitação	(b)	%	23,5	23,9	21,0	21,9	22,8	-1,1 pp	1,8 pp
Rácio de cobertura por imparidade – consumo e outros	(b)	%	57,6	60,0	63,2	63,5	62,4	2,4 pp	-0,8 pp
Rácio de cobertura total (imparidades, colateral e garantias)	(c)	%	n.d.	97,9	96,3	96,3	95,8	-2,1 pp	-0,6 pp

Fonte: Banco de Portugal | Notas: Valores em fim de período. NPL na definição da EBA, onde os empréstimos incluem disponibilidades e aplicações em bancos centrais e em outras instituições de crédito, contrariamente ao conceito de empréstimos a clientes. "n.d." – dados não disponíveis. (a) – corresponde ao montante de empréstimos *non-performing* em relação ao total de empréstimos (b) – corresponde ao montante de imparidades acumuladas sobre empréstimos *non-performing* em relação ao total de empréstimos *non-performing* (c) – corresponde ao montante de imparidades acumuladas, colateral e garantias associadas aos empréstimos *non-performing* em relação ao total de empréstimos *non-performing*.

Em dezembro de 2017, o rácio total de NPL cifrou-se em 13,3%, o que representa uma diminuição de 3,9 pp face ao final de 2016, acentuando assim a tendência decrescente que se observa desde o pico registado em junho de 2016 (Quadro I.4.2). Face a esta última data, o *stock* total de NPL caiu, aproximadamente, 13,5 mil milhões de euros (27%) enquanto o rácio total de NPL diminuiu 4,6 pp. Note-se que algumas das principais instituições do sistema bancário estão sujeitas ao cumprimento de planos de redução de NPL, submetidos às autoridades de supervisão, sendo que as metas de redução estipuladas inicialmente para o ano de 2017 foram, em geral, superadas.

A variação do rácio total de NPL registada em 2017 deveu-se, em larga medida, à redução do *stock* de NPL, tendo beneficiado ainda do aumento dos empréstimos considerados no

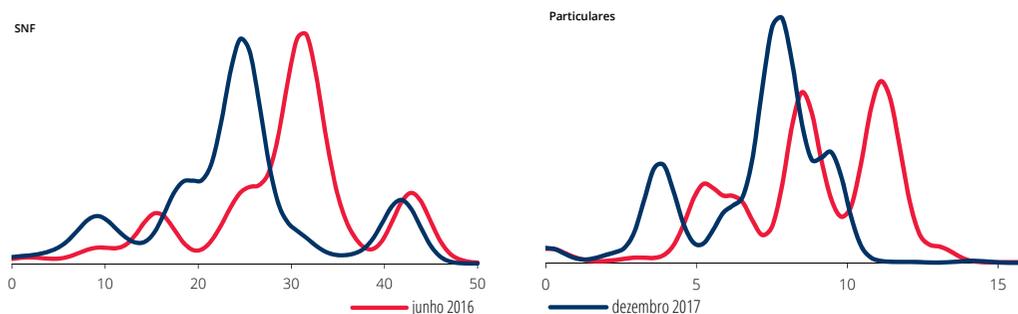
denominador<sup>105</sup>. Por sua vez, o rácio de NPL do setor privado não financeiro situou-se em 14,6% no final de 2017, tendo diminuído 3,0 pp face ao período homólogo. Esta variação refletiu, essencialmente, a redução do *stock* de NPL deste setor.

Na mesma linha, os rácios de NPL das SNF e dos Particulares diminuíram face ao final de 2016, 4,3 pp e 1,5 pp, respetivamente. Em ambos os casos, a redução foi transversal à maioria das instituições e traduz os progressos alcançados pelas instituições com rácios de NPL mais elevados, com destaque para as mais significativas (Gráfico I.4.11). Observou-se, ainda, uma redução da heterogeneidade entre instituições no que concerne ao rácio de NPL dos Particulares.

Em 2017, a redução do rácio de NPL no segmento das SNF, conjugada com o reforço do rácio de cobertura de NPL por imparidade, foi transversal às pequenas e médias empresas e às empresas de maior dimensão (Gráfico I.4.12). Esta dinâmica foi mais pronunciada nas pequenas e médias empresas, onde se observou a maior queda do rácio de NPL e o maior incremento do rácio de cobertura de NPL por imparidade face ao final de 2016.

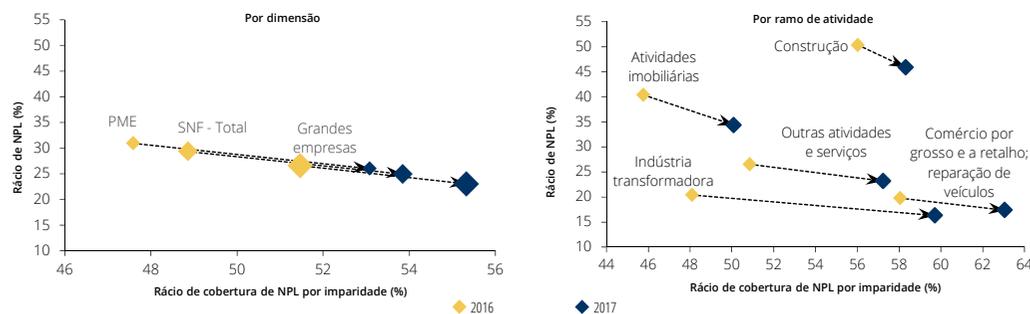
Na mesma linha, verificou-se uma diminuição do rácio de NPL e um reforço do rácio de cobertura por imparidade em todos os ramos de atividade económica face ao final de 2016. São de destacar os ramos das atividades imobiliárias e da indústria transformadora, que apresentaram, respetivamente, a maior redução do rácio de NPL e o maior reforço do rácio de cobertura por imparidades.

**Gráfico I.4.11 • Rácios de NPL das SNF e dos particulares – distribuição | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Distribuição empírica obtida recorrendo a um *kernel* gaussiano que pondera as instituições pelo seu ativo. NPL na definição da EBA.

**Gráfico I.4.12 • Rácios de NPL e de cobertura por imparidade das SNF – por dimensão e ramo de atividade**



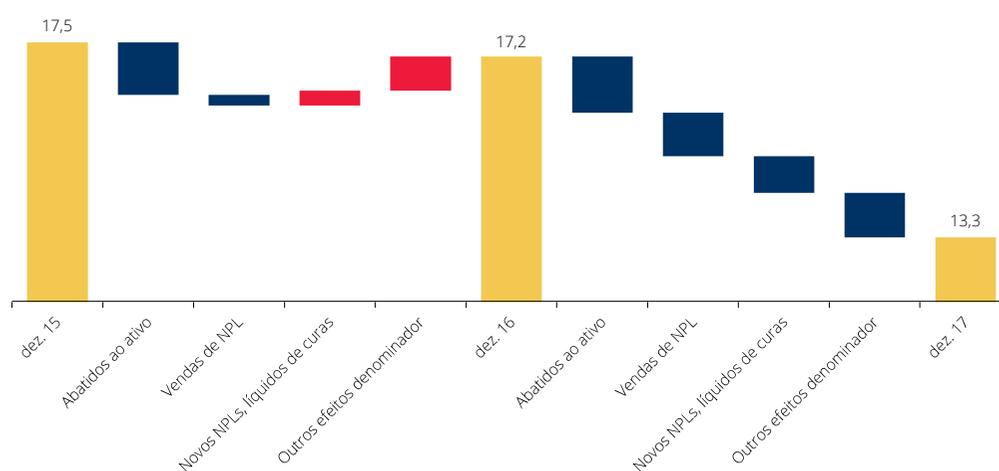
Fonte: Banco de Portugal. | Nota: NPL na definição da EBA.

105. De acordo com a definição da EBA, e contrariamente ao que ocorre na restante análise do setor bancário, o conceito de empréstimos considerado nesta subsecção inclui disponibilidades e aplicações em bancos centrais e em outras instituições de crédito. Adicionalmente, o valor de empréstimos considerado é o valor bruto de imparidade. Para mais informações ver o Regulamento de execução (UE) n.º 680/2014, anexo V e “Conceitos utilizados na análise da qualidade do crédito”, *Relatório de Estabilidade Financeira* de novembro de 2016.

## A redução do *stock* de NPL refletiu, sobretudo, as vendas e os abatimentos ao ativo, bem como as recuperações de crédito, sobretudo no caso dos Particulares

Entre dezembro de 2016 e dezembro de 2017, o *stock* total de NPL reduziu-se mais de 9,3 mil milhões de euros (20%), refletindo em larga medida o elevado volume de empréstimos abatidos ao ativo, as vendas de NPL e a saída de empréstimos da categoria de NPL. Estima-se que estes três fatores tenham contribuído em cerca de três quartos para a diminuição observada no rácio de NPL (Gráfico I.4.13).

**Gráfico I.4.13 • Rácio de NPL – contributos para a evolução em 2016 e 2017**  
| Em percentagem e pontos percentuais

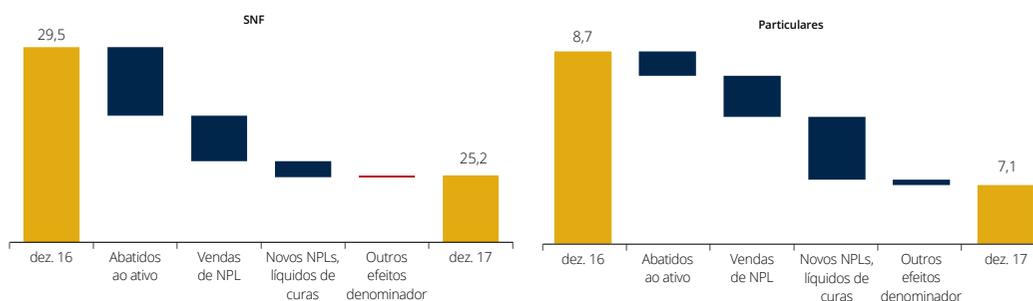


Fonte: Banco de Portugal (cálculos internos). | Notas: As vendas de NPL incluem titularizações. A rubrica “novos NPLs, líquidos de curas” reflete todas as entradas e saídas do segmento de NPLs por outros motivos que não abatidos ao ativo, vendas e titularizações, designadamente, novos NPLs líquidos de curas, amortizações e execuções. Outros efeitos de denominador refletem variações ao *stock* de empréstimos por motivos que não estejam associados ao *stock* de NPLs (e.g. fluxo líquido de empréstimos *performing*).

No segmento das SNF, o rácio de NPL diminuiu 4,3 pp face a dezembro de 2016, sendo que cerca de 90% desta redução resultou de abatimentos de empréstimos e de vendas de NPL (Gráfico I.4.14 – SNF). Desde junho de 2016, o *stock* de NPL das SNF reduziu-se em aproximadamente 9 mil milhões de euros (cerca de 27%), sendo esta variação explicada, em grande medida, pela queda dos NPL relacionados com empréstimos garantidos por imóveis para fins comerciais. O contexto de recuperação dos preços destes ativos em virtude de um aumento da procura, sobretudo por parte de investidores não residentes, poderá ter contribuído para esta evolução.

Por sua vez, o rácio de NPL dos Particulares diminuiu 1,5 pp em relação ao final de 2016, o que se ficou a dever em cerca de 50% aos empréstimos abatidos ao ativo e às vendas de NPL, tendo as curas e outras variações ao *stock* de NPL contribuído na mesma ordem de grandeza (Gráfico I.4.14 – Particulares). Entre junho de 2016 e dezembro de 2017, o *stock* de NPL dos particulares reduziu-se em mais de 3 mil milhões de euros (aproximadamente 24%), sendo esta variação explicada em cerca de dois terços pela diminuição dos NPL relativos a empréstimos para habitação. Note-se que este segmento tem vindo a beneficiar da recuperação cíclica da economia e da recuperação do preço do imobiliário residencial, tipicamente utilizado como colateral nos empréstimos para habitação.

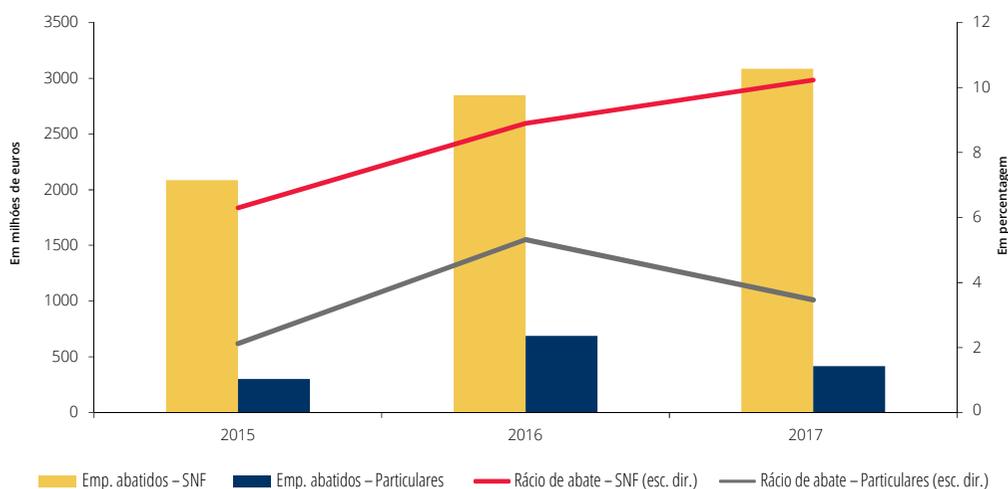
**Gráfico I.4.14 • Rácios de NPL das SNF e dos Particulares – contributos para a evolução em 2017 | Em percentagem e pontos percentuais**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: As vendas de NPL incluem titularizações. A rubrica “novos NPLs, líquidos de curas” reflete todas as entradas e saídas do segmento de NPLs por outros motivos que não abatidos ao ativo, vendas e titularizações, designadamente, novos NPLs líquidos de curas, amortizações e execuções. Outros efeitos de denominador refletem variações ao stock de empréstimos por motivos que não estejam associados ao stock de NPLs (e.g. fluxo líquido de empréstimos *performing*).

Em 2017, em termos consolidados, os abates de empréstimos a SNF aumentaram face ao ano anterior, assim como o respetivo rácio de abate. Note-se que o ano de 2016 foi caracterizado por um elevado fluxo de abatimentos de empréstimos a SNF, registado em dezembro de 2016 pela CGD, no âmbito do seu processo de capitalização. Por seu turno, os abates de empréstimos a Particulares e respetivo rácio de abate diminuíram em 2017 (Gráfico I.4.15).

**Gráfico I.4.15 • Empréstimos abatidos ao ativo – atividade global, base consolidada**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Por rácio de abate entende-se o fluxo de empréstimos abatidos ao ativo em percentagem do saldo de NPLs no final do ano anterior.

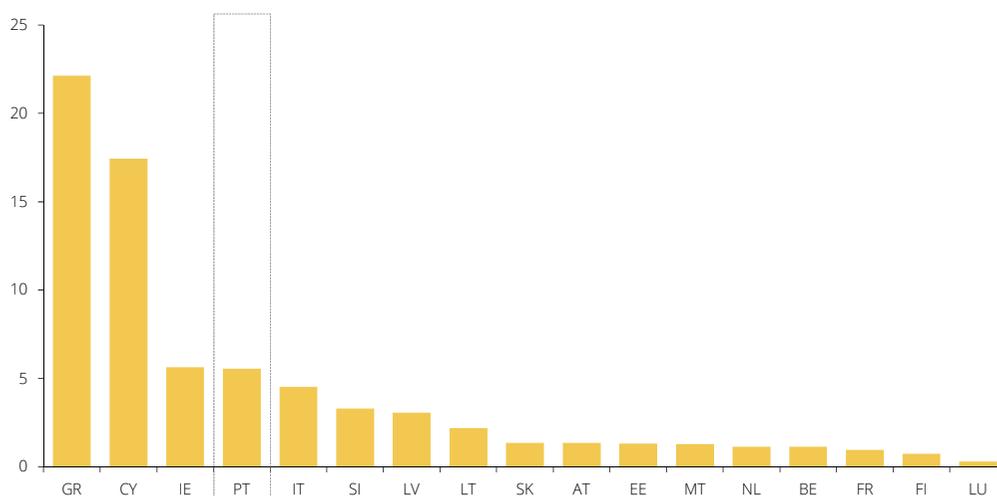
Em dezembro de 2017, o rácio de cobertura de NPL por imparidade situou-se em 49,3%, o que representa um aumento de 4,0 pp em relação ao período homólogo. Paralelamente, o rácio de NPL líquido de imparidades diminuiu 3 pp situando-se em 7,3% no final de 2017.

Este incremento do rácio de cobertura total reflete, em especial, os NPL de SNF que registaram um acréscimo de 5,0 pp do rácio de cobertura por imparidade. Note-se ainda que a evolução favorável do rácio de cobertura terá sido condicionada pelo considerável fluxo de empréstimos abatidos ao ativo em 2017, que tem um efeito de redução do rácio, porque os créditos abatidos

tendem a estar associados a um rácio de cobertura maior. Neste contexto, importa realçar que o maior grau de cobertura por imparidades dos NPL de SNF estará também relacionado com o facto de, em muitos casos, os colaterais reais associados aos empréstimos a SNF serem específicos à atividade desenvolvida, não podendo ser facilmente reutilizáveis sem custos de transformação consideráveis, o que poderá penalizar a sua valorização. Já no caso dos empréstimos aos Particulares para habitação, estes encontram-se, em larga medida, colateralizados por ativos com maior liquidez, nomeadamente imóveis para fins residenciais.

O peso dos NPL líquidos de imparidades no total do ativo em Portugal é aproximadamente idêntico ao verificado na Irlanda e ligeiramente superior ao observado na Itália (Gráfico I.4.16)<sup>106</sup>. Não obstante a redução de NPL e o esforço de reconhecimento de imparidades observado desde junho de 2016, é fundamental que os bancos portugueses continuem a cumprir os planos de redução de NPL submetidos às autoridades de supervisão, o que os colocará numa posição mais favorável para aceder aos mercados financeiros internacionais no curto a médio prazo, tendo em vista a satisfação dos requisitos relativos a passivos suscetíveis de absorver perdas em caso de resolução (MREL).

**Gráfico I.4.16 • Rácio NPL líquido de imparidades/ativo – comparação internacional a setembro de 2017 | Em percentagem**



Fonte: Banco Central Europeu (*Consolidated Banking Data*). | Notas: NPL na definição proposta pela EBA. A Espanha e a Alemanha não foram consideradas por indisponibilidade de dados.

106. Note-se, todavia, que a implementação da definição de NPL proposta pela EBA não se encontra ainda completamente harmonizada entre os países da área do euro, o que poderá enviesar as comparações internacionais. Para mais detalhes, ver Tema em destaque “Estratégia para lidar com o elevado stock de *Non-performing loans* (NPL)”, *Relatório de Estabilidade Financeira* de dezembro de 2017, e Tema em destaque “Conceitos utilizados na análise da qualidade do crédito” do *Relatório de Estabilidade Financeira* de novembro de 2016.

## 4.3 Critérios de concessão de crédito

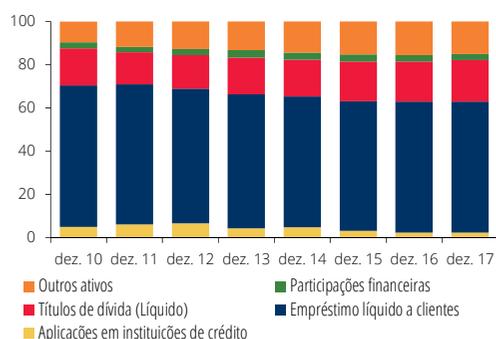
... O *stock* de empréstimos a clientes continuou a diminuir  
... em 2017, ainda que exista evidência de alguma recuperação  
... da concessão de crédito ao setor privado não financeiro

Em 2017, o crédito líquido (de imparidades) a clientes representava cerca de 60% do total do ativo do sistema bancário, uma diminuição de 10,4 pp face a março de 2008. A redução do ativo do sistema bancário nos últimos anos deveu-se em grande medida ao decréscimo da componente de empréstimos a clientes (Gráfico I.4.17). Considerando as principais instituições do sistema, nos últimos dois anos, a diminuição dos empréstimos a clientes em termos acumulados tem ocorrido principalmente no setor residente.

O *stock* dos empréstimos concedidos ao setor privado não financeiro continuou a diminuir, ainda que a redução seja inferior à verificada em 2016. Ainda assim, o volume de novas operações continua a ser insuficiente para compensar as amortizações, titularizações e vendas de carteiras de crédito (à exceção do segmento de particulares para consumo e outros fins).

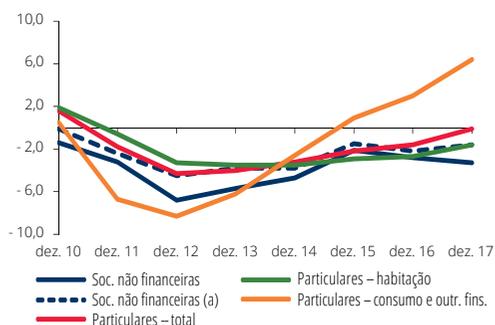
A taxa de variação anual dos empréstimos do setor financeiro às sociedades não financeiras em dezembro de 2017 foi de -3,3%. Quando ajustada de operações de venda de carteiras de crédito, a taxa de variação anual cifrou-se em -1,6%. Por seu turno, os empréstimos a particulares continuaram a recuperar, sendo que a taxa de variação anual se situou em valores próximos de zero (-0,1%<sup>107</sup>), refletindo ainda alguma queda no segmento de habitação e um crescimento forte no crédito ao consumo e outros fins, o qual manteve uma trajetória de aceleração em 2017 (Gráfico I.4.18). Saliente-se, no entanto, que a evolução do crédito ao consumo nos últimos anos está muito associada a bancos e sociedades especializadas em crédito ao consumo pertencentes a grupos estrangeiros (Secção 3.2. “Setor privado não financeiro”).

**Gráfico I.4.17 • Estrutura do ativo**  
| Em percentagem do ativo total



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: A rubrica Outros ativos inclui caixa e disponibilidades/aplicações em bancos centrais, disponibilidades em outras instituições de crédito, derivados, ativos tangíveis e intangíveis, e outros ativos.

**Gráfico I.4.18 • Empréstimos concedidos pelo setor financeiro ao setor privado não financeiro**  
| Taxa de variação anual

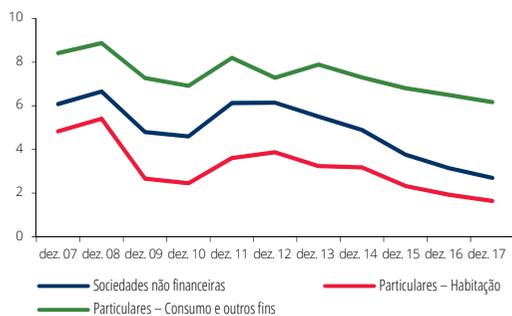


Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Abrange os empréstimos concedidos por entidades do setor financeiro residentes em Portugal incluindo, além dos bancos, caixas económicas e caixas de crédito agrícola mútuo, instituições financeiras não monetárias que concedem crédito, nomeadamente instituições financeiras de crédito (IFIC), sociedades financeiras para aquisições a crédito (SFAC), sociedades de *leasing* e de *factoring* e sociedades de garantia mútua. Taxas de variação anual ajustadas de operações de reclassificações e créditos abatidos ao ativo. (a) Taxa de variação anual ajustada também de vendas de carteiras de crédito.

107. Taxa de variação anual ajustada de operações de reclassificação e créditos abatidos ao ativo. O valor apresentado diverge da taxa de variação anual (tva) identificada na secção 3.2.1 “Particulares” devido a diferenças metodológicas no apuramento destas taxas. Entre outros, a tva utilizada naquela secção é ajustada também das operações de titularização e de venda de créditos.

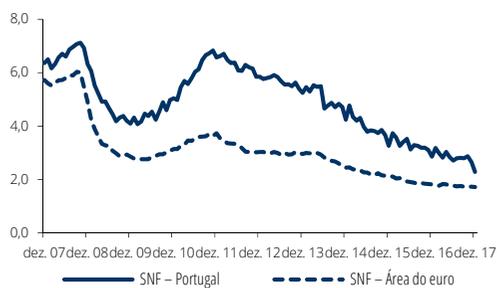
Em 2017, manteve-se a tendência de descida das taxas de juro aplicadas aos novos empréstimos ao setor privado não financeiro. Esta redução foi mais acentuada no segmento das sociedades não financeiras e dos particulares na finalidade habitação (diminuição de 45 e 29 pb, respetivamente). Esta evolução tem-se traduzido numa redução do diferencial entre o custo dos novos empréstimos a sociedades não financeiras em Portugal e na área do euro (Gráficos I.4.19 e I.4.20).

**Gráfico I.4.19 • Taxas de juro das novas operações de crédito do setor privado não financeiro | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Taxas de juro anuais das novas operações de crédito obtidas a partir de uma média ponderada das taxas mensais.

**Gráfico I.4.20 • Taxas de juro das novas operações de crédito de sociedades não financeiras – comparação internacional | Em percentagem**



Fonte: Banco Central Europeu. | Nota: A taxa de juro das novas operações de crédito é calculada a partir das taxas de juro das novas operações de crédito ponderada pelos montantes das novas operações (alisados com a média móvel dos últimos 24 meses).

A evolução dos empréstimos a clientes reflete fatores da oferta e da procura de crédito por parte do setor privado não financeiro (a principal componente deste agregado, que inclui também empréstimos ao setor público). De facto, nas respostas aos *Inquéritos aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*<sup>108</sup> alguns bancos têm sinalizado o aumento de procura de crédito pelos particulares e empresas (justificado, entre outros, pela melhoria das condições económicas e o nível atual das taxas de juro) e também sinais de uma menor restritividade nos critérios de concessão de crédito. Os critérios de concessão de crédito a empresas e particulares permaneceram relativamente estáveis em 2017 e no primeiro trimestre de 2018.

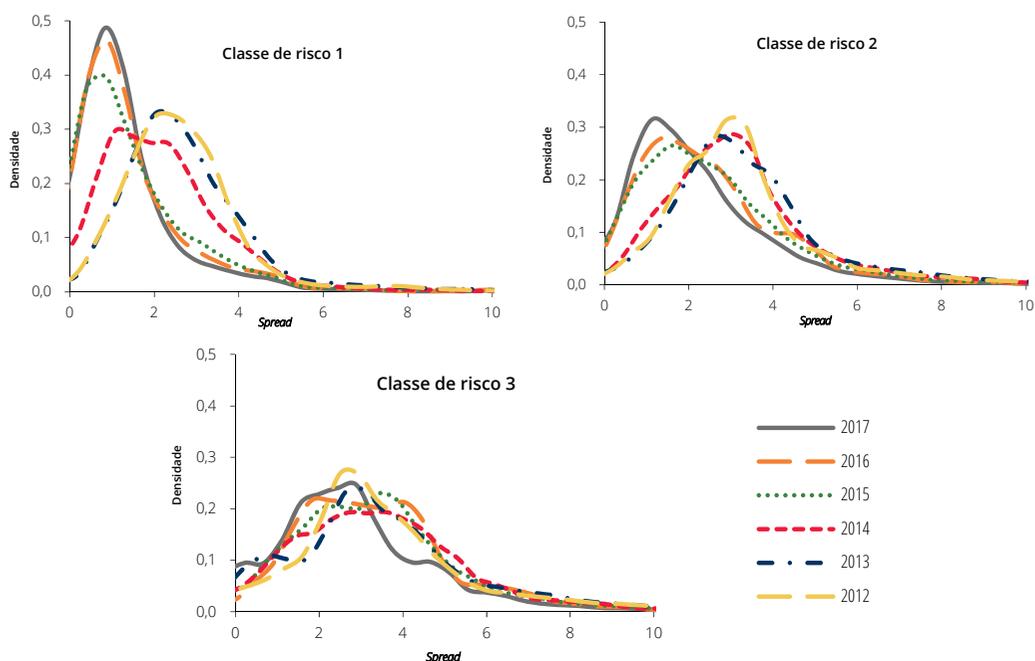
Apesar da evidência de maior pressão concorrencial, continua a observar-se diferenciação das taxas de juro dos empréstimos a empresas de acordo com o respetivo risco de crédito

No caso dos empréstimos a empresas, fatores como a pressão exercida pela concorrência entre instituições bancárias e a avaliação mais favorável dos riscos associados com as perspetivas económicas e com os setores de atividade em que estas atuam são apresentados pelos bancos como elementos que contribuem para uma menor restritividade na concessão de crédito. Em consonância com esta avaliação, a informação disponível aponta para menores *spreads* nos empréstimos de risco médio. Os resultados recentes deste inquérito indicam também um ligeiro desagravamento de outras condições, nomeadamente, comissões, maturidades e montantes dos empréstimos.

108. *Inquéritos aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* de abril, julho, outubro de 2017 e janeiro e abril de 2018, publicados pelo Banco de Portugal.

As pequenas e médias empresas (PME) em Portugal têm também sinalizado uma melhoria substancial na oferta de crédito por parte do setor bancário,<sup>109</sup> mesmo em comparação com outros países da área do euro. Adicionalmente é assinalado que a melhoria das taxas de juro aplicadas aos empréstimos é acompanhada por um aumento de outros custos (e.g. comissões) associados às operações de crédito. Não obstante a maior concorrência no mercado de crédito a sociedades não financeiras e a redução das taxas de juro das novas operações de crédito neste setor (Gráfico I.4.20), a evidência aponta para que continue a existir uma diferenciação dos *spreads* consistente com o risco de crédito nos novos empréstimos do sistema bancário às sociedades não financeiras (Tema em destaque do *Relatório de Estabilidade Financeira* de dezembro de 2017 – “A segmentação do risco nos *spreads* implícitos nas taxas de juro dos novos empréstimos bancários a sociedades não financeiras”). Em particular, a análise evidencia a manutenção de uma segmentação do risco consistente, com os *spreads* das empresas com menor risco de incumprimento a diminuírem mais significativamente do que nas empresas com maior risco de incumprimento<sup>110</sup>, situação que se manteve em 2017 (Gráfico I.4.21). Ainda assim, salienta-se uma deslocação para a esquerda em todas as classes de risco que poderá refletir, entre outros, a melhoria do cenário macroeconómico, considerado para o cálculo do risco de incumprimento. Adicionalmente, os montantes de crédito concedidos a empresas com menor risco têm também vindo a aumentar desde 2012, ao mesmo tempo que os empréstimos a empresas de maior risco (classe 3) se têm reduzido. Os resultados obtidos sugerem igualmente que o aumento da concorrência entre bancos não está a conduzir a uma diminuição da diferenciação dos *spreads* de taxa de juro das empresas classificadas como risco médio.

**Gráfico I.4.21 • Spreads dos novos empréstimos bancários a SNF privadas – distribuição empírica | Em pontos percentuais**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Kernel: Epanechnikov com Bandwidth=0,3. Distribuição truncada abaixo de 0 e acima de 10%. Empréstimos concedidos pelos sete maiores grupos bancários a operar em Portugal. Spreads ponderados pelos montantes dos empréstimos. As empresas de risco reduzido (elevado) situam-se na classe de risco 1 (classe de risco 3).

109. *Inquérito sobre o acesso das empresas a financiamento* (abril a setembro de 2017), publicado pelo Banco Central Europeu.

110. O risco de crédito das sociedades não financeiras foi determinado através do *z-score* de acordo com a metodologia definida em Antunes et al. (2016). As empresas foram depois distribuídas por três classes de risco de crédito distintas, de acordo com o risco de incumprimento, sendo que a classe 1 corresponde ao menor risco e classe 3 ao maior risco, respetivamente.

No entanto, a evolução positiva dos indicadores económico-financeiros das empresas, em particular num contexto macroeconómico mais favorável, aliado à manutenção de pressões concorrenciais e a uma maior autonomia financeira nas sociedades não financeiras, com destaque para as PME, poderá conduzir a uma menor restritividade na concessão de crédito bancário a este setor. É importante, contudo, que na definição destas condições, os bancos diferenciem melhorias de carácter cíclico da situação financeira das empresas de outras que reflitam padrões mais estruturais.

### ..... No crédito a particulares, num contexto económico mais favorável, mantiveram-se indícios de uma menor restritividade dos critérios de concessão de crédito à habitação

No segmento dos particulares, a pressão concorrencial e as perspetivas mais favoráveis da evolução dos preços do imobiliário residencial e do contexto económico são, em geral, apontadas como fatores que contribuem para uma menor restritividade nos critérios de concessão de crédito.

Relativamente aos critérios de concessão de crédito às famílias, especialmente do crédito à habitação (que representa cerca de 78% do total de crédito do setor bancário concedido a particulares em 2017), o *loan-to-value* (LTV) na origem médio para contratos celebrados em 2017<sup>111</sup> situa-se em níveis superiores ao LTV atual médio<sup>112</sup> do *stock* de crédito vivo na carteira na mesma data. A evolução dos LTV e *loan-to-income* (LTI) na origem médios dos contratos vivos em dezembro de 2017 revela que no período entre 1997 e 2007, os bancos praticavam critérios de concessão de crédito menos restritivos, existindo uma parte importante destes contratos (percentil 90) com LTV superior a 100% (Gráfico I.4.22). Após este período, verificou-se uma diminuição progressiva destes indicadores, tendo esta tendência sido revertida a partir de 2013. De forma semelhante, após uma dinâmica de redução iniciada em 2010, a maturidade original média dos contratos aumentou a partir de 2014. Estes desenvolvimentos indiciam critérios menos restritivos na concessão de crédito à habitação e/ou com garantia hipotecária.

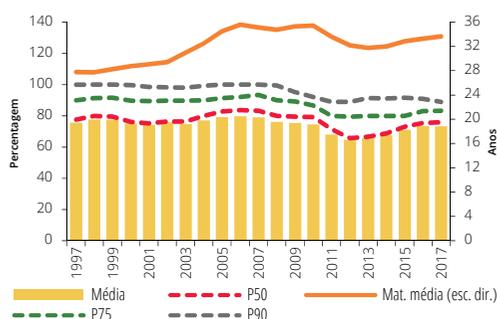
Em relação ao *debt-service-to-income* (DSTI) na origem médio, este observou valores elevados até ao início da crise financeira (máximo de 34,3% em 2008), apresentando uma tendência decrescente a partir desse período, para cerca de 17% em 2017. No entanto, note-se que este indicador na origem é calculado a partir das condições iniciais dos contratos, incluindo a taxa de juro. Em especial no crédito à habitação, o período de refixação das taxas de juro variáveis ou mistas é tipicamente curto, pelo que este indicador é particularmente sensível a aumentos de taxa de juro de curto prazo.

111. Esta análise é feita com referência aos contratos de crédito vivos em dezembro de 2017 nas sete maiores instituições do sistema bancário (dados preliminares).

112. O LTV atual é calculado pelo quociente entre o montante em dívida à data e o valor da última avaliação bancária dos imóveis dados em garantia.

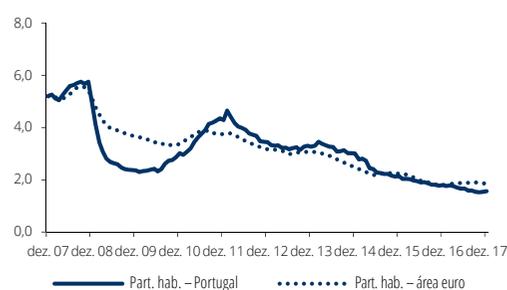
O custo das novas operações de crédito à habitação (Gráfico I.4.23) continua a evidenciar uma dinâmica de redução nos últimos anos, tendo este indicador alcançado em 2017 níveis inferiores aos praticados na área do euro. Em Portugal, a maioria das operações continua a ser caracterizada por operações com taxa de refixação inferior a um ano. No caso do crédito ao consumo e outros fins, observa-se também uma tendência de redução das taxas de juro médias de contratação das novas operações, apesar de menos acentuada do que no crédito à habitação, sendo que os seus níveis são muito mais elevados (Gráfico I.4.19).

**Gráfico I.4.22 • LTV na origem médio e maturidade original média dos contratos para os principais bancos do sistema**  
| Em percentagem e anos



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: *Loan-to-Value*, ou LTV, na origem calculado a partir do preço de avaliação do imóvel. Maturidade média original dos contratos de crédito em anos. Médias simples dos sete maiores bancos do setor.

**Gráfico I.4.23 • Taxas de juro das novas operações de crédito a Particulares Habitação – comparação internacional**  
| Em percentagem



Fonte: Banco Central Europeu. | Nota: Taxas de juro das novas operações de crédito, ponderadas pelos montantes das novas operações (alisados com a média móvel dos últimos 24 meses).

Estes desenvolvimentos combinados com fatores como a evolução recente do mercado imobiliário, as perspetivas favoráveis das condições económicas e a melhoria do rendimento disponível dos particulares, poderão estar a contribuir para um menor grau de restritividade das condições de concessão de crédito e de avaliação dos mutuários pelas instituições, nomeadamente a aferição da sua capacidade de serviço da dívida num cenário menos benigno (por exemplo, subida de taxas de juro e/ou choques sobre o rendimento disponível das famílias).

Neste sentido, o Banco de Portugal, enquanto autoridade macroprudencial nacional, adotou uma medida sob a forma de recomendação que visa, entre outros, promover a adoção de critérios de concessão de crédito prudentes nos novos empréstimos a consumidores<sup>113</sup>, designadamente através da introdução de limites aos rácios de LTV e de DSTI, às maturidades dos empréstimos e requisitos de pagamentos regulares de capital e juros nas novas operações de crédito. Esta medida tem como objetivo aumentar a resiliência<sup>114</sup> destes agentes económicos em situações de choques adversos sobre a sua capacidade de serviço da dívida, contribuindo assim para a mitigação do risco de incumprimento (Secção 1.3. “Política Macroprudencial”).

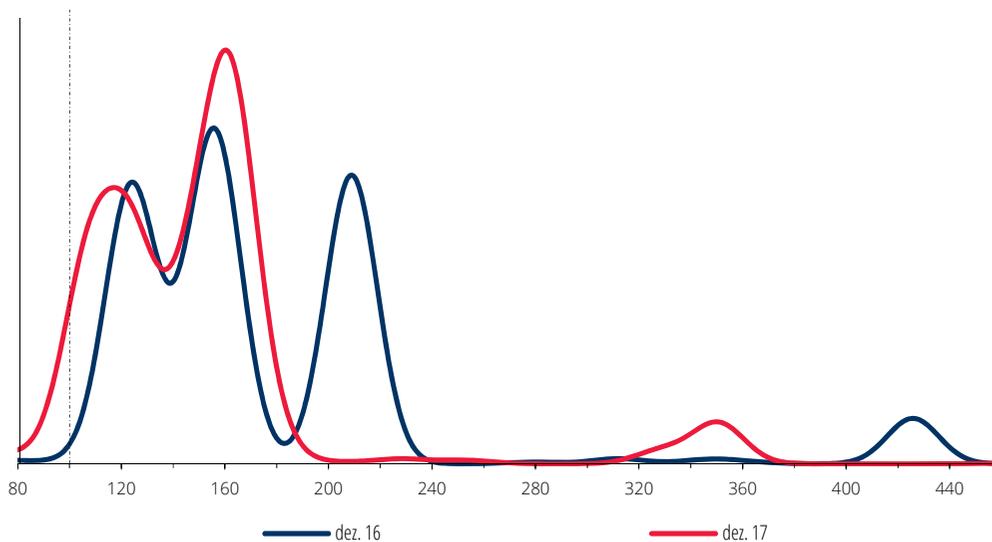
113. Entende-se por consumidor a pessoa singular que atua com objetivos alheios à sua atividade comercial ou profissional, nos contratos de crédito abrangidos pelo disposto no Decreto-Lei n.º 133/2009, de 2 de junho, e no Decreto-Lei n.º 74-A/2017, de 23 de junho.

114. Esta medida deve ser também contextualizada no ainda elevado nível do endividamento do setor dos particulares, baixo nível de poupança e de expectativas de aumento de taxas de juro.

## 4.4 Liquidez e financiamento

... A posição de liquidez do setor bancário melhorou em 2017,  
... refletindo um aumento acentuado do *buffer* de liquidez

Gráfico I.4.24 • Rácio de cobertura de liquidez – distribuição empírica | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Distribuição empírica obtida recorrendo a um *kernel* gaussiano que pondera as instituições pelo seu ativo. A linha a tracejado refere-se ao mínimo regulamentar de 100%, exigido a partir de janeiro de 2018.

A liquidez do setor bancário manteve-se em níveis confortáveis em dezembro de 2017. Observou-se uma melhoria do rácio de cobertura de liquidez<sup>115</sup> transversal às instituições de crédito, que apresentam, no global, níveis acima do mínimo regulamentar de 100% exigido a partir de janeiro de 2018 (Gráfico I.4.24).

O aumento do rácio de cobertura de liquidez no setor bancário (em 23 pp para 173% em 2017) refletiu em grande medida o aumento significativo do *buffer* de liquidez (numerador) que mais do que compensou o aumento dos fluxos de saída de fundos totais líquidos<sup>116</sup> (denominador) – contributos de cerca de 44 pb e -21 pb, respetivamente.

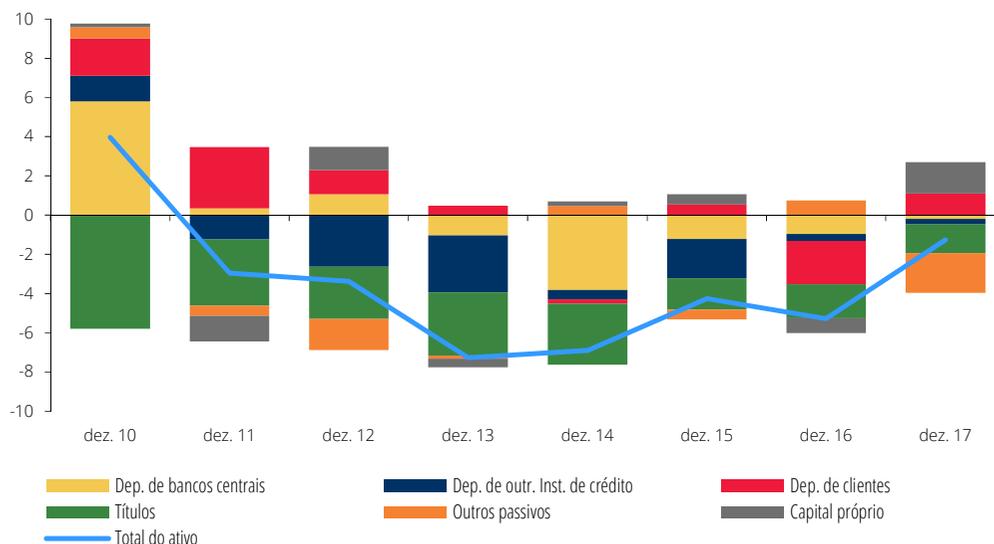
A evolução do numerador do rácio de cobertura de liquidez beneficiou, em termos homólogos, do aumento das disponibilidades em bancos centrais e dos títulos de dívida pública nos principais bancos, considerados ativos líquidos de elevada qualidade para efeitos deste rácio. Note-se que a estrutura do *buffer* de liquidez do setor bancário assenta essencialmente nestes ativos.

115. O rácio de cobertura de liquidez (*Liquidity Coverage Ratio*) resulta da divisão entre os ativos líquidos não onerados e de qualidade elevada, e o total de saídas líquidas de fundos durante um período de tensão de 30 dias de calendário.

116. Calculado pela diferença entre o total de saídas de fundos e o total de entradas de fundos.

Em 2017, assistiu-se a uma recomposição do passivo, traduzida num aumento do peso dos depósitos de clientes e do capital próprio, em detrimento das outras componentes

**Gráfico I.4.25 • Passivo e capital próprio – contributos para a evolução anual**  
| Em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: A rubrica “Outros passivos” inclui “Derivados”, “Passivos a descoberto” e “Outros passivos”.

Apesar da manutenção da tendência de redução do balanço do setor bancário em 2017 (cerca de 1,2% face a 2016), a estrutura de financiamento refletiu em termos globais a diminuição do passivo (de 3,1%, contributo de -2,9 pp para a variação do ativo total) e o aumento do financiamento através de capital próprio (de 20,8%, contributo de 1,2 pp para a variação do ativo total), traduzindo assim uma melhoria da posição de capital no sistema bancário (Gráfico I.4.25).

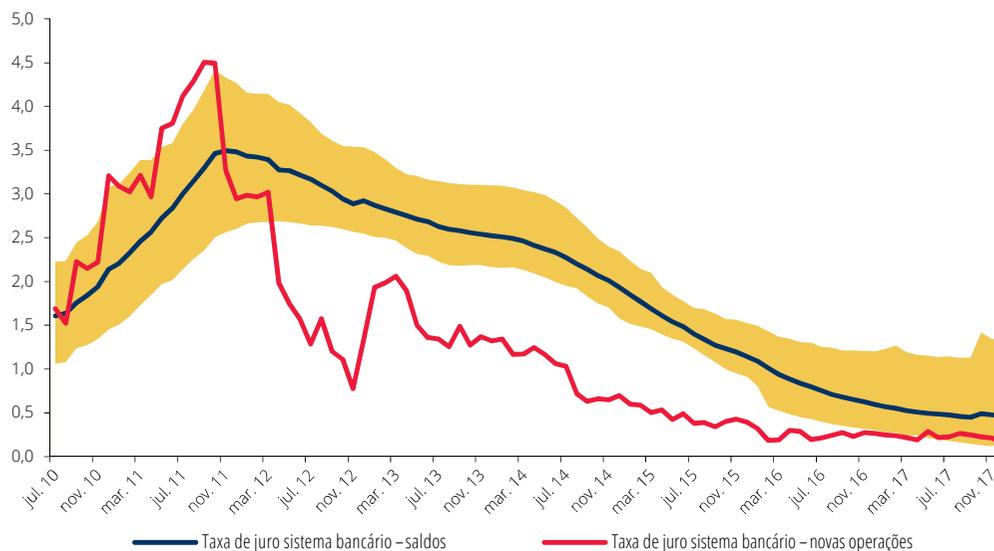
A evolução do passivo traduziu um acréscimo significativo dos depósitos de clientes, mais do que compensado pela diminuição do financiamento através de títulos e junto do mercado interbancário e de bancos centrais. A evolução dos outros passivos neste período refletiu ainda o efeito base da desconsolidação de atividade do BPI em Angola em 2016.<sup>117</sup>

Em 2017, os depósitos de clientes aumentaram de forma expressiva, refletindo sobretudo o crescimento dos depósitos das sociedades não financeiras. Os depósitos dos particulares permaneceram virtualmente inalterados, enquanto os depósitos das Administrações Públicas aumentaram ligeiramente. A evolução dos depósitos a particulares encontra-se em grande medida influenciada pela operação de Exercício de Gestão de Passivos (LME) do NB no último trimestre do ano, na qual foram disponibilizados depósitos a prazo com condições específicas aos clientes que optaram pela venda ou o reembolso antecipado das obrigações objeto deste programa.

117. A venda parcial da participação do BPI na operação em Angola resultou, no final de 2016, na reclassificação de ativos (e passivos) referentes a esta atividade como “Outros ativos” (e “Outros passivos”). No primeiro trimestre de 2017, com a concretização desta operação, estes ativos (passivos) foram desconsolidados do balanço da instituição.

O custo associado às novas operações de depósitos a prazo do setor privado não financeiro (particulares e sociedades não financeiras) continuou a reduzir-se, num contexto de uma política monetária acomodatória refletida em taxas de juro do mercado historicamente muito baixas ou mesmo negativas. As taxas de juro aplicadas às novas operações de depósitos a prazo situam-se em valores muito inferiores face aos praticados pelo setor bancário em 2011 e 2012 (período caracterizado por condições de financiamento do sistema bancário particularmente difíceis).<sup>118</sup> Estas taxas de juro situaram-se, em 2017, em níveis muito próximos do de zero (Gráfico I.4.26).

**Gráfico I.4.26 • Taxas de juro dos saldos e das novas operações aplicadas aos depósitos a prazo – Setor privado não financeiro | Em percentagem**



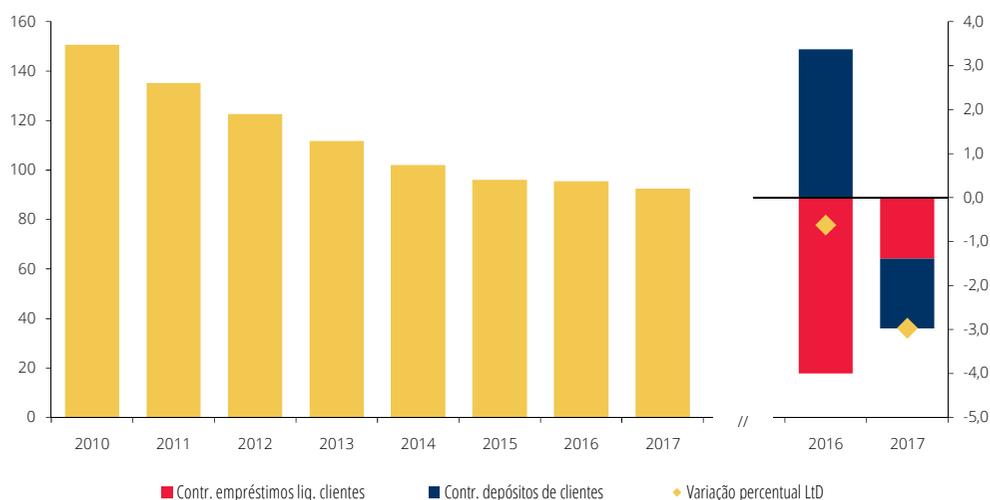
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Taxas de juro ponderadas dos saldos e de novas operações dos bancos residentes em Portugal praticadas em operações de depósitos a prazo de sociedades não financeiras e particulares residentes na área do euro. Exclui os depósitos à vista (*overnight*), depósitos com pré-aviso e acordos de recompra. A área a sombreado corresponde à amplitude entre os percentis 10 e 90 das taxas de juro dos saldos dos depósitos. Os percentis são ponderados, em cada período, pelos saldos dos depósitos a prazo das instituições do setor bancário.

A taxa de juro média dos saldos dos depósitos a prazo manteve, em 2017, uma tendência decrescente, refletindo a dinâmica das taxas de juro das novas operações, assim como o vencimento de operações de depósito contratadas no período de crise de liquidez, com taxas de juro mais elevadas. Estes efeitos têm permitido aos bancos ajustar o custo médio dos saldos de depósitos, com impacto positivo sobre a margem financeira. Note-se, ainda, que no 4.º trimestre de 2017, a evolução da distribuição das taxas de juro dos saldos (nomeadamente no percentil 90) encontra-se fortemente influenciada pelo resultado da operação de LME do NB.

Numa ótica de recuperação de rentabilidade, tendo-se assistido a um aumento da dispersão das taxas de juro dos saldos a partir de 2015, poderá ainda existir algum potencial para o ajustamento do custo desta componente do financiamento por parte de alguns bancos.

118. Note-se que o ajustamento verificado no período a partir de 2011 refletiu também a atuação do Banco de Portugal, nomeadamente através da introdução de uma dedução aos fundos próprios de base a novas operações de crédito contratadas com taxas de juro superiores a 300 pb acima da Euribor (Instrução n.º 28/2011 com entrada em vigor em novembro de 2011). Este regime veio a ser posteriormente reforçado pela Instrução n.º 15/2012 que duplicou a penalização em termos de fundos próprios e uma maior penalização dos depósitos de curto-prazo e à ordem (abril de 2012). Ambas as medidas tiveram um impacto relevante nas taxas de juro e montantes das novas operações de depósito.

**Gráfico I.4.27 • Rácio de transformação do setor bancário e variação em 2016 e 2017 |**  
Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: LTD (*Loan-to-Deposits* ou rácio de transformação). Contributos (Contr.) para a variação do rácio de transformação do numerador (empréstimos) e do denominador (depósitos). Um valor positivo (negativo) do contributo do numerador traduz-se num aumento (diminuição) do rácio. Pelo contrário um contributo positivo (negativo) do denominador traduz-se numa diminuição (aumento) do rácio.

O rácio entre empréstimos e depósitos de clientes diminuiu ligeiramente em 2017 face ao ano anterior (3 pp para 92,5%), refletindo o aumento dos depósitos e a diminuição dos empréstimos líquidos a clientes. A evolução dos depósitos neste período contrasta com os desenvolvimentos verificados em 2016 (Gráfico I.4.27). A redução deste rácio (diminuição de 66,4 pp desde o máximo registado em junho de 2010) revela um ajustamento significativo no sentido de um maior financiamento da atividade de concessão de crédito do setor bancário por passivos menos sensíveis a alterações de perceção de risco por parte dos investidores internacionais.

Em 2017, registou-se ainda uma diminuição bastante acentuada do financiamento através de títulos, cujo decréscimo em termos de contributo para o total do ativo foi de cerca de 1,5 pp. Este desenvolvimento foi transversal a várias instituições do sistema bancário, destacando-se a operação de LME do NB (com impacto nos depósitos a prazo da instituição conforme atrás referido) e a conversão dos instrumentos de capital contingente pela Caixa Geral de Depósitos (que contribuiu para o reforço dos capitais próprios no âmbito do plano de recapitalização).

Salienta-se, ainda, que alguns bancos portugueses têm dado alguns sinais com vista à alteração da estrutura de financiamento e de capital de forma a se ajustarem às novas exigências regulatórias (e.g. MREL), nomeadamente através da emissão de títulos AT 1 e *Tier 2* que qualificam para efeitos de capital embora, em termos globais, estas emissões sejam ainda limitadas. O potencial custo mais elevado associado a estas emissões face a outras fontes de financiamento (e.g. depósitos) e a incerteza ainda existente, em particular, quanto aos requisitos de capital necessários e ao prazo para o seu cumprimento poderá estar a condicionar estes desenvolvimentos. Não obstante, a evolução recente das emissões no mercado secundário, assim como o contexto macroeconómico e financeiro atual, nomeadamente a evolução dos mercados financeiros, poderão ser fatores a ter em conta pelos bancos na avaliação e gestão deste processo (Secção 2.1. Mercados financeiros).<sup>119</sup>

119. Note-se que, para efeitos da concretização do plano de reestruturação da CGD, a emissão de 500 milhões de euros de AT 1 em março de 2017 será complementada com uma nova emissão no montante de 500 milhões de *Tier 2* até setembro de 2018.

O financiamento obtido junto de bancos centrais diminuiu no conjunto de 2017 (cerca de 3,1%, atingindo 6,3% do ativo total), mantendo-se a tendência de redução desde o máximo registado em junho de 2012 (redução acumulada de cerca de 6 pp). Em 2017, este é constituído principalmente por operações de financiamento de prazo alargado direcionadas (na sigla inglesa TLTRO), que passaram a representar a quase totalidade do financiamento junto do Eurosistema a partir de janeiro de 2018. Os principais bancos do setor mantêm um nível confortável de ativos que poderão ser utilizados como garantia em operações de crédito do Eurosistema.

Relativamente à aplicação de liquidez em bancos centrais, sobretudo junto do Eurosistema, esta aumentou de forma significativa em 2017, traduzindo o aumento das disponibilidades em bancos centrais por alguns dos principais bancos do sistema bancário.

O financiamento interbancário líquido (de aplicações e depósitos de outras instituições financeiras) manteve-se virtualmente inalterado face a 2016 (diminuição de -0,8% para cerca de 20,5 mil milhões de euros). Esta componente tem apresentado uma dinâmica de relativa estabilização a partir do terceiro trimestre de 2014.

## 4.5 Capital

### ... A melhoria significativa dos rácios de solvabilidade observada em 2017 reflete, principalmente, o aumento dos fundos próprios

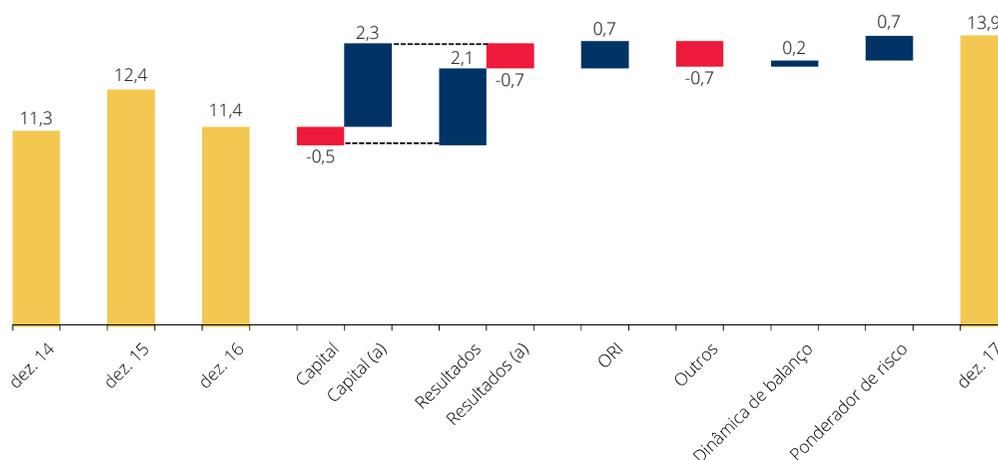
No final de 2017, observou-se uma melhoria significativa dos rácios de solvabilidade do sistema bancário português face ao final do ano anterior. Esta evolução é explicada em mais de dois terços pelo aumento dos fundos próprios, sendo o remanescente devido à diminuição dos ativos ponderados pelo risco. Note-se, contudo, que a magnitude dessa melhoria está relacionada, em grande medida, com o efeito de base associado à redução temporária dos fundos próprios no último trimestre de 2016. Esta redução ocorreu na sequência do reconhecimento de imparidades que antecedeu a concretização da operação de capitalização da CGD, cujos termos implicaram uma reclassificação *de valores entre rubricas (condicionando os contributos das rubricas de capital e de resultados para a evolução dos rácios de capital em 2017)*<sup>120</sup>.

Este incremento da posição de capital do sistema bancário reflete a concretização de operações de reforço de fundos próprios por parte de algumas das principais instituições, com especial destaque para a CGD, BCP, NB e CEMG.

O rácio de fundos próprios principais de nível 1 (na sigla inglesa CET 1) para o conjunto do sistema cifrou-se em 13,9% em dezembro de 2017, tendo aumentando 2,5 pp relativamente ao período homólogo, situando-se claramente acima dos valores observados no final de 2014 e de 2015 (Gráfico I.4.28). Expurgando os efeitos da supramencionada reclassificação, estima-se que o contributo das operações de reforço de fundos próprios para o aumento do rácio CET 1 em 2017 se tenha cifrado em 2,3 pp.

120. Para mais detalhes acerca da operação de capitalização da CGD ver: Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira*, dezembro de 2018, capítulo 3. "Setor bancário".

**Gráfico I.4.28 • Rácio CET 1 – contributos para a evolução em 2017**  
| Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: ORI – Outro rendimento Integral (em inglês, *Other comprehensive income* – OCI). A componente Outros inclui, entre outros ajustamentos, reservas de reavaliação de ativos ao justo valor, ajustamentos decorrentes da aplicação das disposições transitórias previstas no CRR, incluindo relativas a opções e discricionariedades nacionais. As barras vermelhas correspondem a contributos para a diminuição do rácio enquanto as barras azuis correspondem a contributos para o aumento do mesmo. Os contributos das rubricas assinaladas com (a) não consideram o efeito da reclassificação entre rubricas do capital próprio no âmbito da operação de capitalização da CGD.

A rubrica de outro rendimento integral aumentou nas sete maiores instituições do sistema, tendo contribuído em 0,7 pp para o aumento do rácio CET 1 do agregado. Esta dinâmica reflete, essencialmente, o aumento de ganhos não realizados com títulos de dívida soberana classificados na carteira contabilística de ativos disponíveis para venda (efeito dominado pela valorização de dívida pública portuguesa, que se intensificou no 2.º semestre do ano). Adicionalmente, refira-se que a desconsolidação do BFA por parte do BPI teve um impacto positivo nesta rubrica devido à transferência de reservas cambiais negativas para o resultado do exercício.

A eliminação gradual das disposições transitórias estabelecidas no CRR e na Diretiva 2013/36 da UE (*Capital Requirements Directive* – CRD IV), que terminará em 2018, teve em 2017 um impacto negativo de 0,95 pp na evolução do rácio CET 1 em 2017. Este efeito foi, contudo, parcialmente compensado pela redução do montante relativo a ativos por impostos diferidos<sup>121</sup>, que é deduzido ao capital, cujo impacto na evolução do referido rácio se cifrou em 0,37 pp.

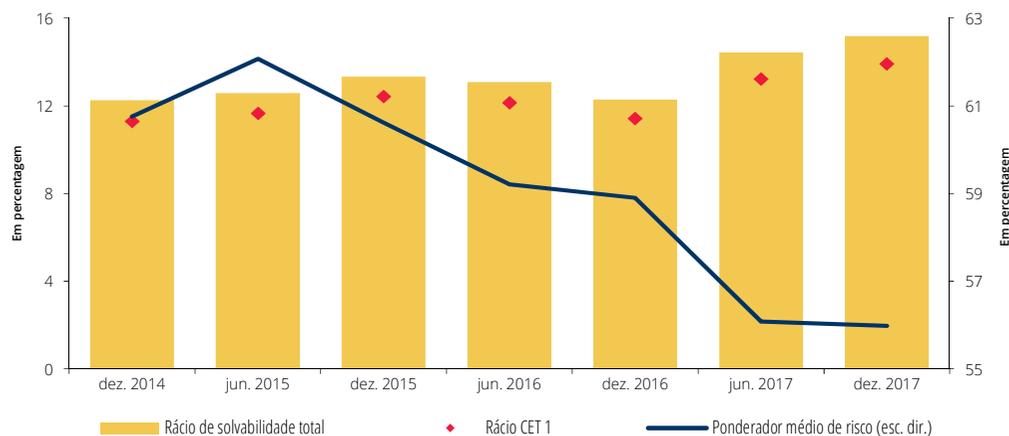
## ⋮ A diminuição do ponderador médio de risco do sistema bancário coexistiu com a manutenção da alavancagem

À semelhança dos períodos anteriores, a evolução do rácio CET 1 em 2017 voltou a beneficiar consideravelmente da diminuição dos ativos ponderados pelo risco (*Risk Weighted Assets* – RWA). Esta dinâmica de redução de risco do balanço, refletiu, em larga medida, a alienação de parte da participação do BPI no Banco de Fomento de Angola e correspondente desconsolidação do perímetro do grupo para efeitos de supervisão (operação concretizada no início de 2017) e traduziu-se numa diminuição do ponderador médio de risco em 2,9 pp do ativo, para 56%, entre dezembro de 2016 e dezembro de

121. Ativos por impostos diferidos que dependam de rentabilidade futura e decorram de diferenças temporárias.

2017 (Gráfico I.4.29). Excluindo o efeito desta operação, estima-se que o ponderador médio de risco do sistema bancário tenha diminuído 1,7 pp do ativo. Por sua vez, a diminuição do ativo total também contribuiu para o incremento do rácio CET 1, embora de forma menos expressiva.

**Gráfico I.4.29 • Rácio CET 1, rácio de solvabilidade total e ponderador médio de risco**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: O ponderador médio de risco corresponde ao quociente entre os ativos ponderados pelo risco e o ativo contabilístico.

Os rácios *Tier 1* e de fundos próprios totais do sistema bancário aumentaram 2,8 pp e 2,9 pp em 2017, passando a cifrar-se em 14,5% e 15,2%, respetivamente, o que representa um máximo histórico.

O aumento dos rácios de solvabilidade deveu-se maioritariamente ao incremento da posição de capital do agregado na sequência das operações de reforço de fundos próprios das principais instituições, como já referido. No âmbito destas operações, a componente CET 1 foi reforçada em mais de 6,4 mil milhões de euros, enquanto as componentes de fundos próprios adicionais de nível 1 (na sigla inglesa AT 1) e de *Tier 2* foram reforçadas em 500 e 600 milhões de euros, respetivamente. É ainda importante mencionar a concretização de uma operação de recompra de dívida a desconto (*Liability Management Exercise – LME*) por parte do NB no segundo semestre, com um impacto positivo de 219 milhões de euros na componente CET 1 em 2017<sup>122</sup>.

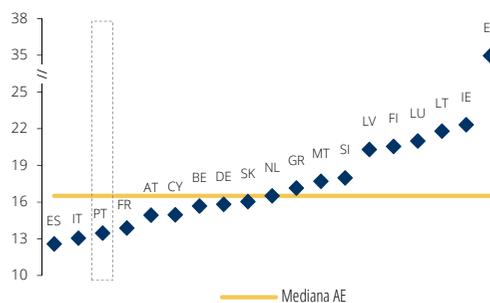
Não obstante este reforço expressivo dos fundos próprios em 2017, no final do terceiro trimestre do ano, o sistema bancário português continuava a apresentar um rácio CET 1 inferior à mediana dos seus pares da área do euro, tendo mantido a sua posição relativa face ao trimestre anterior (Gráfico I.4.30). É importante ressaltar, contudo, que os fatores idiossincráticos dos diferentes sistemas bancários, nomeadamente a diferente relevância dos modelos internos de notação de risco de crédito (na sigla inglesa IRB), afetam as comparações internacionais, conforme explicitado no *Relatório de Estabilidade Financeira* de dezembro de 2017. De facto, o rácio de RWA por unidade de ativo do sistema bancário português é dos mais elevados da união monetária, refletindo o menor recurso a modelos IRB por parte dos bancos portugueses na determinação dos seus requisitos de capital (Gráfico I.4.31). Importa, contudo, realçar que face ao elevado grau de flexibilidade e discricionariedade na sua aplicação, a utilização da abordagem IRB na mensuração do risco das exposições e, por conseguinte, na determinação dos requisitos de capital, acarreta questões de comparabilidade e de consistência entre as instituições.

O rácio de alavancagem do sistema bancário (que não pondera os ativos pelo risco) ascendeu a 7,8% no final de dezembro de 2017, tendo aumentado 1,2 pp em relação ao final de dezembro de 2016.

122. Este valor diz respeito apenas aos ganhos realizados em 2017. Os ganhos totais desta operação deverão ascender a mais de 500 milhões de euros.

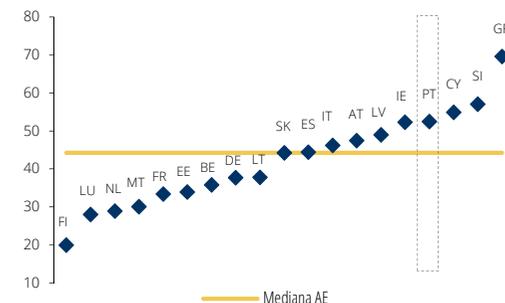
Esta dinâmica reflete a tendência de redução da atividade e, sobretudo, o incremento da posição de capital resultante dos já referidos aumentos de fundos próprios. O rácio de alavancagem das principais instituições do sistema bancário encontra-se consideravelmente acima do requisito mínimo de 3% previsto no Acordo de Basileia III, mesmo considerando uma definição de capital *Tier 1* mais exigente (*fully phased-in*).

**Gráfico I.4.30 • Rácio CET 1 – comparação internacional a setembro de 2017**  
| Em percentagem



Fonte: Banco Central Europeu (*Consolidated Banking Data*).

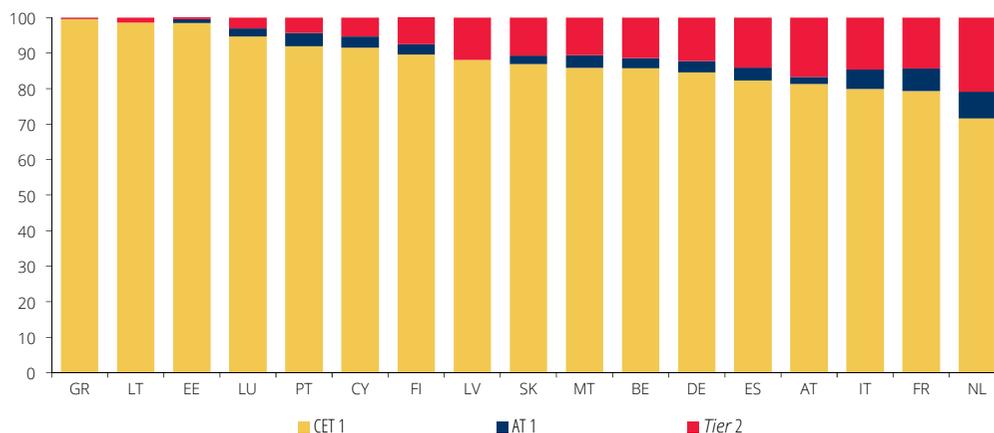
**Gráfico I.4.31 • Ponderador médio de risco – comparação internacional a setembro 2017**  
| Em percentagem



Fonte: Banco Central Europeu (*Consolidated Banking Data*).

Apesar das supramencionadas emissões de AT 1 e de *Tier 2*, a estrutura de fundos próprios das principais instituições (e do sistema) continua a ser essencialmente composta por elementos de capital CET 1 (92%), tendo as componentes AT 1 e *Tier 2* um peso residual no total de fundos próprios do sistema – cerca de 4% cada. Com efeito, a componente de CET 1 no total de fundos próprios do sistema bancário português é mais elevada do que a da maioria dos países da área do euro (Gráfico I.4.32).

**Gráfico I.4.32 • Estrutura de fundos próprios (CET 1, AT 1 e *Tier 2*) – comparação internacional a setembro de 2017**  
| Em percentagem dos fundos próprios



Fonte: Banco Central Europeu (*Consolidated Banking Data*).

Atendendo à necessidade de cumprimento futuro dos requisitos de MREL, e tendo em conta o contexto de mercado cada vez mais favorável, as instituições deverão começar a preparar-se para emitir instrumentos desta natureza, reforçando os pesos das componentes AT 1 e *Tier 2* no total de fundos próprios.

### Caixa 1 • Implementação, a nível europeu, de instrumentos macroprudenciais direcionados aos critérios de concessão de crédito a particulares

Diversos países têm vindo a introduzir medidas macroprudenciais<sup>123</sup> com o objetivo de mitigar os riscos associados ao crescimento excessivo do crédito concedido a particulares, em particular associados a empréstimos à habitação e a desenvolvimentos no mercado imobiliário. O objetivo da introdução destas medidas nem sempre é comum. Na maioria dos casos, a adoção deste tipo de medidas surge na sequência de um crescimento excessivo do crédito garantido por imóveis, por vezes acompanhado de um aumento acentuado dos preços no mercado imobiliário. Foi esta a situação que se observou imediatamente antes da adoção deste tipo de medidas por parte de países como Malta, Países Baixos, Roménia, Eslováquia ou Suécia. A Irlanda, por sua vez, invocou como motivo principal para a introdução da respetiva medida a necessidade de reforçar a resiliência do setor bancário e dos mutuários, mas refere também o objetivo de diminuir o risco do crédito bancário e a mitigação do risco de se desenvolverem espirais de aumento de preços da habitação fomentadas por crédito.<sup>124</sup> No caso da Recomendação do Banco de Portugal, no âmbito dos novos contratos de crédito celebrados com consumidores<sup>125</sup>, o principal objetivo é garantir que as instituições de crédito e as sociedades financeiras não assumem riscos excessivos na concessão de novo crédito, num contexto particularmente propício a que tal ocorra, bem como garantir o financiamento sustentável às famílias.

Para além do objetivo, outro aspeto que diferencia este tipo de medidas macroprudenciais é a opção por um período de introdução faseada ou a sua implementação imediata. São exemplo do primeiro caso a Eslováquia, os Países Baixos, a Polónia e a República Checa, assegurando um ajustamento gradual das condições do mercado de crédito. No caso português, não foi definido um período de introdução faseada<sup>126</sup>, embora tenha havido uma divulgação da medida com uma antecedência de cerca de seis meses para permitir a adaptação das instituições financeiras.

A nível europeu, a imposição de limites ao LTV (sigla inglesa habitualmente usada para designar o rácio entre o empréstimo e o valor do imóvel, *loan-to-value*), tem sido a medida mais utilizada, normalmente com o objetivo de conter o crescimento excessivo do crédito e dos preços no mercado imobiliário. No entanto, também têm sido implementados limites ao LTI (acrónimo da expressão *loan-to-income* na língua inglesa) e DSTI (sigla inglesa para o rácio entre o serviço da dívida e o rendimento, *debt service to income*), em alguns casos acompanhados pelo limite máximo da maturidade dos empréstimos. Estes instrumentos são frequentemente utilizados em conjunto, aumentando a eficácia da política, e podem ser aplicados a todos os novos empréstimos ou apenas a uma percentagem dos mesmos.

Em termos de limites baseados no LTV, a maioria das autoridades optou pela imposição de um limite máximo na ordem dos 85-90%. No entanto, esta convergência é aparente, uma vez que, na maioria dos casos, as autoridades optaram por considerar limites diferenciados consoante a finalidade do empréstimo, por impor quotas que limitam a percentagem de empréstimos com rácios mais elevados, por definir limites de acordo com riscos específicos como risco cambial, ou limites específicos para determinados empréstimos, nomeadamente os que beneficiam de garantias públicas.

123. A lista das medidas adotadas, bem como diversos detalhes relativos às mesmas, é atualizada periodicamente e encontra-se disponível no site de internet do Comité Europeu de Risco Sistémico (CERS), [https://www.esrb.europa.eu/national\\_policy/html/index.en.html](https://www.esrb.europa.eu/national_policy/html/index.en.html).

124. Embora seja também muito claro que o Banco Central da Irlanda não pretende com estas medidas regular ou controlar diretamente os preços da habitação.

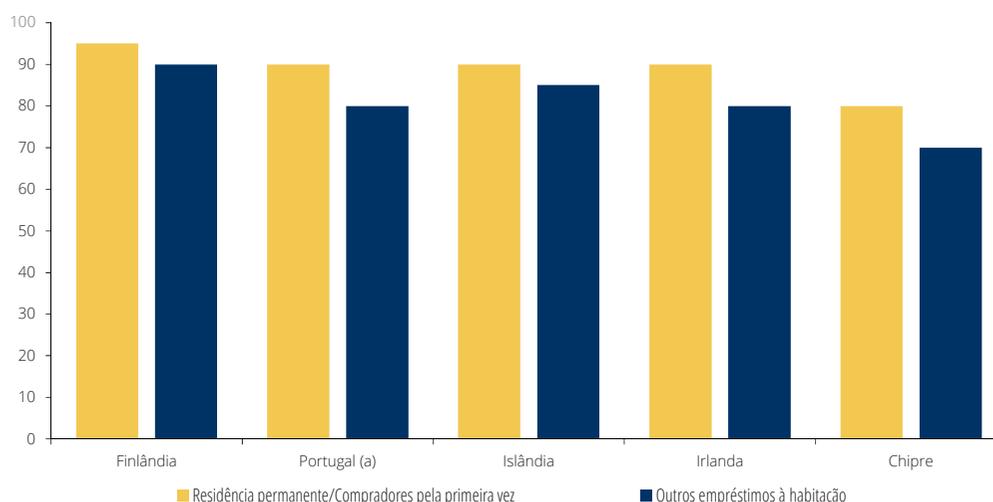
125. [https://www.bportugal.pt/sites/default/files/recomendacao\\_contratoscredito.pdf](https://www.bportugal.pt/sites/default/files/recomendacao_contratoscredito.pdf).

126. No caso da medida macroprudencial implementada em Portugal, embora a maturidade máxima recomendada seja 40 anos, é também recomendado que a maturidade média do conjunto de novos contratos deve convergir, de forma gradual, para 30 anos, até final de 2022.

No que concerne a limites diferenciados de LTV, de acordo com a finalidade do empréstimo ou as condições do mutuário (Gráfico C.1.1), diversas autoridades optaram por aplicar um limite menos restritivo aos empréstimos a compradores pela primeira vez (Finlândia, Irlanda e Islândia) ou a empréstimos destinados à aquisição ou à construção da habitação permanente (Chipre e Portugal). Os empréstimos à habitação para arrendamento (Irlanda e Islândia), os empréstimos para aquisição de habitação não permanente (Chipre e Portugal) e empréstimos denominados em moeda estrangeira, com e sem cobertura de risco cambial (Roménia), são, em geral, sujeitos a limites diferenciados mais restritivos. No caso português, estabeleceu-se um limite menos restritivo (100%) ao LTV para empréstimos destinados à aquisição de imóveis que se encontrem no balanço dos bancos<sup>127</sup> ou a imóveis cuja aquisição é financiada por *leasing* imobiliário<sup>128</sup>. Diversos países optaram também por permitir exceções, maioritariamente no caso em que os empréstimos beneficiam de garantias públicas (Estónia, Letónia e Roménia). A Polónia foi o único país europeu a estabelecer um limite ao LTV destinado ao imobiliário comercial.

Em termos da valorização do colateral, as autoridades macroprudenciais podem optar entre vários critérios, como o valor de aquisição, o valor de avaliação ou o mínimo entre estes dois valores. De facto, em 2016 o CERS<sup>129</sup> emitiu uma Recomendação<sup>130</sup> onde refere que o valor a considerar para denominador do rácio LTV deverá ser o mínimo entre o preço de aquisição (como registado na escritura) e o valor de avaliação de acordo com a análise feita por um avaliador independente. Este critério foi adotado pela Eslováquia, Eslovénia, Estónia, Lituânia e Portugal. Outras autoridades continuam a privilegiar o valor de avaliação, nomeadamente o Chipre e a Irlanda.

**Gráfico C1.1 • Limites ao rácio do valor do empréstimo face ao colateral (LTV), de acordo com a finalidade do empréstimo, por país | Em percentagem**



Fontes: Banco de Portugal e Comité Europeu de Risco Sistémico. | Nota: (a) A recomendação entra em vigor a 1 de julho de 2018.

127. De acordo com o estudo divulgado na caixa 3 – “Imóveis recebidos em dação no balanço do setor bancário” publicada na edição de dezembro de 2017 do *Relatório de Estabilidade Financeira* do Banco de Portugal, em consequência da crise financeira, observou-se até 2014 um aumento significativo da detenção em balanço de imóveis recebidos em dação, em consequência de incumprimento pelos mutuários. Desta forma, o financiamento da aquisição destes imóveis não constitui uma tomada de risco adicional por parte das instituições.

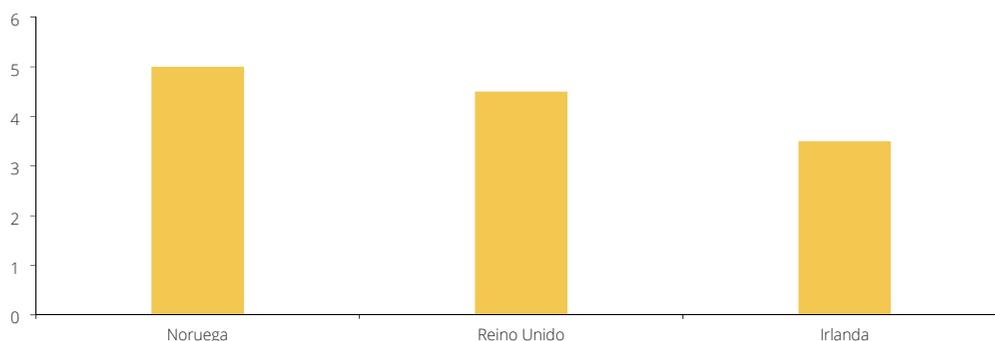
128. Quando a aquisição dos imóveis é financiada através de *leasing* imobiliário, a propriedade do ativo é da instituição que concede o financiamento pelo que os custos associados ao incumprimento do mutuário são menores do que quando o crédito é garantido pelo imóvel.

129. A sigla CERS refere-se ao Comité Europeu de Risco Sistémico.

130. CERS/2016/14. Disponível em <https://www.bportugal.pt/page/limites-ao-racio-ltv-ao-dsti-e-maturidade>.

Relativamente à imposição de um limite ao LTI (Gráfico C.1.2), este foi utilizado apenas na Noruega, no Reino Unido e na Irlanda. Este limite é aferido face ao rendimento bruto do mutuário, em todos os casos. No entanto, estes limites podem ser ultrapassados em 20% do total dos empréstimos no caso irlandês, 15% no caso do Reino Unido e 10% no caso da Noruega (8% para imóveis situados em Oslo).

**Gráfico C1.2 • Limites ao rácio do valor do empréstimo face ao rendimento (LTI), por país**



Fonte: Comité Europeu de Risco Sistémico.

No caso dos países que impuseram limites máximos ao DSTI, observa-se que estes variam entre 40% (Lituânia) e 80% (Chipre e Eslováquia). Para esta discrepância contribui a utilização de medidas muito diferenciadas para o rendimento. Assim, no caso do Chipre e da Eslováquia, o rendimento considerado é deduzido de um “montante mínimo de subsistência”. No que concerne aos outros países<sup>131</sup>, estabeleceu-se a utilização de uma medida de rendimento líquido de impostos (Quadro C.1.1).

Relativamente ao numerador do DSTI, vários países estabeleceram um limite baseado na totalidade dos encargos com empréstimos (Chipre, Eslováquia, Eslovénia, Hungria e Portugal), enquanto outros estabeleceram um limite baseado apenas nos encargos com empréstimos à habitação (Estónia e Lituânia). A Roménia impôs um DSTI máximo exclusivamente para os empréstimos destinados ao consumo, com um limite diferenciado do rácio de acordo com a moeda de denominação do mesmo.

**Quadro C1.1 • Limites ao serviço de dívida face ao rendimento (DSTI), por país | Em percentagem**

País	Notas	Intervalo de variação do limite face ao rendimento líquido	Limite face ao rendimento líquido deduzido de um “montante mínimo de subsistência”	Quota de empréstimos com limite DSTI superior ao limite	Quota de empréstimos sem limite máximo DSTI	Segmentação de acordo com risco cambial	Rácio calculado incluindo agravamento das condições
Chipre			65-80			✓	
Eslováquia			80				
Eslovénia		50-67					
Estónia	(a)	50					
Hungria		50-60				✓	
Lituânia	(a)	60			5		✓
Portugal	(b)	50-60		20	5		✓
Roménia	(c)	34-53				✓	✓

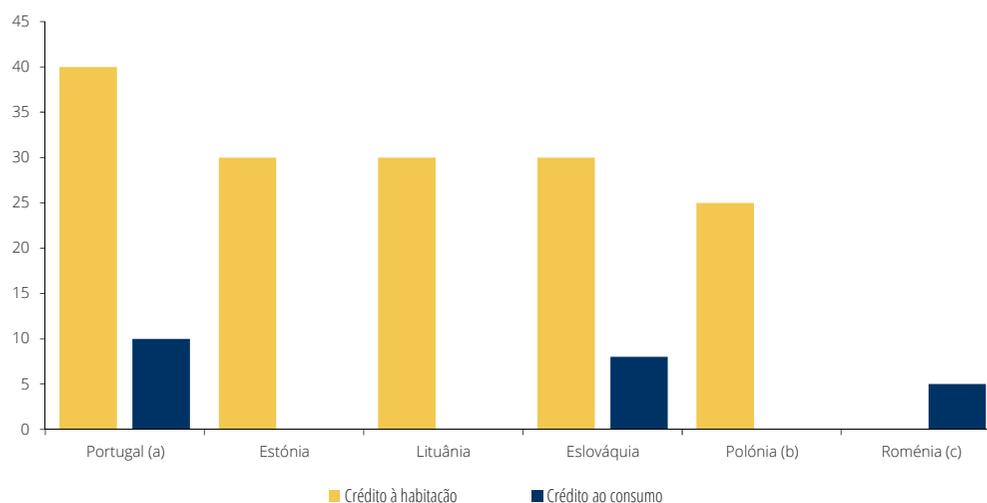
Fontes: Banco de Portugal e Comité Europeu de Risco Sistémico. | Notas: (a) O serviço de dívida inclui apenas empréstimos à habitação; (b) A Recomendação entra em vigor a 1 de julho de 2018; (c) O serviço de dívida inclui apenas empréstimos ao consumo.

131. No caso da recomendação do Banco de Portugal, considera-se o rendimento líquido de impostos e contribuições sociais.

O montante dos encargos com o serviço da dívida considerado pode ser o calculado no momento de contratação do crédito ou pode incorporar alguns elementos de agravamento das condições do mesmo. Os fatores considerados pelas autoridades são o aumento da taxa de juro (Estónia, Lituânia, Portugal), a depreciação da moeda (Roménia) ou uma redução do rendimento (Portugal e Roménia).

Relativamente aos limites à maturidade original dos empréstimos, alguns países adotaram limites apenas no que concerne ao crédito à habitação (Estónia, Lituânia e Polónia), enquanto outros, como Portugal e a Eslováquia, adotaram limites máximos ao prazo contratado no crédito à habitação e ao consumo. A Roménia impôs apenas limites relativos ao crédito ao consumo (Gráfico C.1.3).

**Gráfico C1.3 • Limites à maturidade dos empréstimos, por país | Em anos**



Fontes: Banco de Portugal e CERS. | Notas: (a) A Recomendação entra em vigor a 1 de julho de 2018. Embora a maturidade máxima recomendada seja 40 anos, o Banco de Portugal estabelece que a maturidade média do conjunto de novos contratos deve convergir, de forma gradual, para 30 anos, até final de 2022; (b) A maturidade máxima recomendada são 25 anos, no entanto, as instituições podem conceder empréstimos com prazo máximo de 35 anos, desde que a análise de solvabilidade seja efetuada com referência a 25 anos; (c) A Roménia impôs apenas o limite à maturidade do crédito ao consumo.

No que diz respeito à forma legal de introdução da medida macroprudencial, alguns países optaram pela respetiva introdução mediante a emissão de uma recomendação, enquanto outros o fizeram utilizando um instrumento legal de carácter vinculativo.

A disparidade verificada entre países no que concerne à definição dos instrumentos macroprudenciais analisados nesta caixa, bem como as diferenças ao nível da calibração dos mesmos, reflete as condições específicas nacionais, uma das características da política macroprudencial. Adicionalmente, esta política tem um carácter ainda recente, pelo que os canais de transmissão da mesma e a estimativa do respetivo impacto não são ainda conhecidos com exatidão, sendo este um dos motivos pelos quais diversos países optaram pela introdução de uma medida sob a forma de recomendação.

## Caixa 2 • Relevância do enquadramento legal na recuperação de valor de créditos não produtivos

### Introdução

Os rácios dos créditos não produtivos (*non-performing loans* – NPLs) aumentaram de forma bastante significativa na Europa depois do início da crise financeira internacional. Contudo, este aumento não afetou todos os países de igual forma, sendo possível observar um elevado grau de heterogeneidade (Gráfico C2.1). De um modo geral, é possível identificar três “grupos de NPL” na Europa: um primeiro grupo que inclui dois países (Chipre e Grécia) com rácios de NPL acima de 40%, um segundo grupo (onde se inclui Portugal) com rácios de NPL compreendidos aproximadamente entre 20% e 10% e um terceiro grupo com rácios de NPL inferiores a 6%. Importa salientar que estes dados têm por base o exercício de transparência da Autoridade Bancária Europeia (EBA, no acrónimo em inglês) de 2017 que, por sua vez, não considera todos os bancos de cada sistema bancário e cujos resultados se referem a junho de 2017.<sup>132</sup> Assim, os números aqui apresentados podem divergir de forma significativa dos valores globais de cada país – em Portugal, por exemplo, o rácio de NPL diminuiria de 18,9% para 15,5% caso o sistema bancário global tivesse sido considerado.<sup>133</sup> Adicionalmente, importa atender à elevada subjetividade inerente à aplicação do conceito de NPL e à insuficiente harmonização atual na sua aplicação entre diferentes países e até entre diferentes instituições de um mesmo país.<sup>134</sup> Cerca de 60% do *stock* total de NPL na área do euro (AE) respeita a empréstimos concedidos a sociedades não financeiras (SNF) e cerca de um terço é constituído por crédito a particulares. Quanto aos rácios de cobertura (RC), os dados são muito heterogéneos, situando-se entre 15% e 60% e entre 6% e 65%, no caso dos particulares e das SNF, respetivamente (Gráfico C2.2). O nível de dispersão entre países diminui se for usada uma definição mais lata de cobertura (isto é, tendo em conta imparidades, colateral e garantias financeiras).

Neste contexto, os créditos não produtivos estão no topo da agenda tanto de decisores políticos como de supervisores, e várias iniciativas foram já postas em prática para abordar este problema.<sup>135</sup> Em Portugal, na última edição do *Relatório de Estabilidade Financeira* foi discutida em pormenor a abordagem abrangente destinada a resolver o problema associado aos NPL.<sup>136</sup> A revisão do enquadramento legal, judicial e fiscal é um dos pilares subjacentes a esta estratégia. Já foram também implementadas algumas iniciativas a nível europeu destinadas a melhorar a eficiência do enquadramento em matéria de insolvência e reestruturação.<sup>137</sup> Todos estes esforços refletem a necessidade de acelerar a limpeza do balanço dos bancos, aliviar as restrições de capital e evitar a acumulação excessiva futura de ativos não produtivos. Esta caixa aborda este tema e apresenta um conjunto de simulações que ilustram a importância da realização de reformas estruturais para melhorar as condições dos bancos na recuperação de ativos dados como

132. Este exercício disponibiliza dados pormenorizados banco-a-banco, numa base consolidada, para 132 bancos em 25 países da UE e do Espaço Económico Europeu. Os bancos portugueses considerados neste exercício representam cerca de 65% do total do ativo do sistema bancário português.

133. Em dezembro de 2017, o rácio de NPL do sistema bancário português diminuiu para 13,3%.

134. Ver Tema em destaque: “Conceitos utilizados na análise da qualidade do crédito”, *Relatório de Estabilidade Financeira*, novembro 2016.

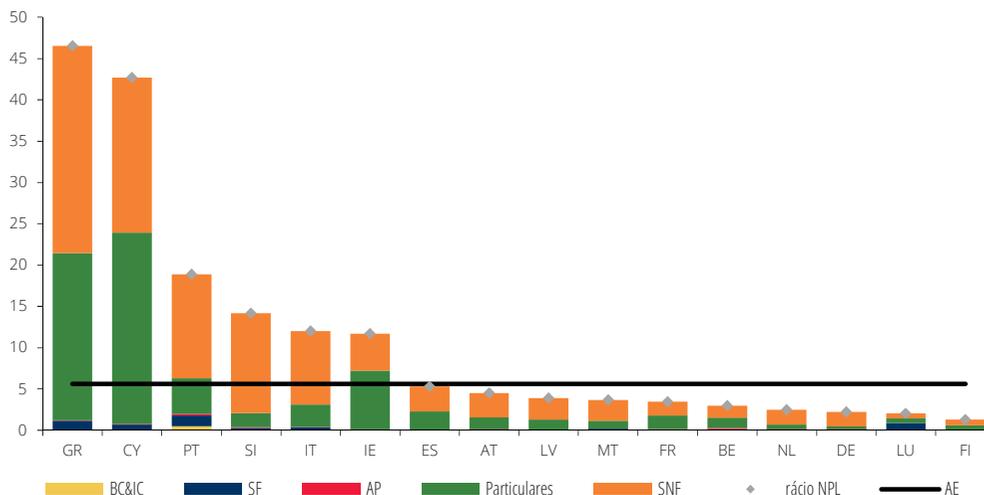
135. Ver, por exemplo, as iniciativas levadas a cabo pela EBA destinadas a reduzir as assimetrias de informação entre potenciais compradores e vendedores de carteiras de NPL e a adenda às orientações do BCE que especifica as expectativas de supervisão do BCE para níveis prudentes de provisões para novos NPL.

136. Ver Tema em destaque “Estratégia para lidar com o *stock* de *non-performing loans* (NPL)”, *Relatório de Estabilidade Financeira*, dezembro de 2017.

137. Em 2016, a Comissão Europeia adotou uma proposta de Diretiva relativa aos quadros jurídicos em matéria de reestruturação preventiva, à concessão de uma segunda oportunidade e às medidas destinadas a aumentar a eficiência dos processos de reestruturação, insolvência e quitação (COM/2016/0723 - 2016/0359 (COD)).

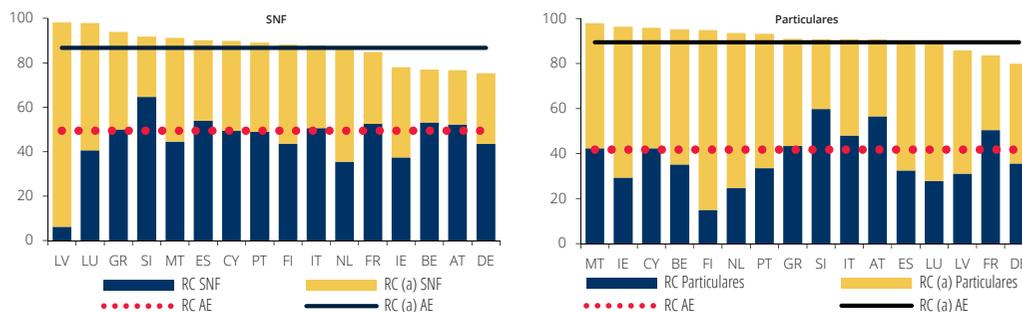
garantia em empréstimos bancários. Em última instância, tal levará à redução dos custos relacionados com o processo de resolução de NPL, ajudando os bancos a recuperar valor de empréstimos não produtivos com garantia associada.

**Gráfico C2.1 • Rácios de NPL – contributos | Em percentagem, junho 2017**



Fontes: Cálculos Banco de Portugal. Exercício de transparência da EBA 2017. | Notas: Bancos centrais e instituições de crédito (BC&IC); Sociedades financeiras que não instituições de crédito (SF); Administrações públicas (AP).

**Gráfico C2.2 • Rácios de cobertura | Em percentagem, junho 2017**



Fontes: Cálculos Banco de Portugal. Exercício de transparência 2017. | Notas: (a) denota o incremento no rácio de cobertura tendo em conta colateral e garantias financeiras.

### Dados

Os dados usados nesta análise baseiam-se em três fontes diferentes. Em primeiro lugar, uma parte significativa da informação provém do exercício de transparência de 2017. Em particular, são explorados os quadros relativos ao risco de crédito, que contêm montantes de exposições e provisões para empréstimos em incumprimento por geografia e para as carteiras avaliadas quer pelo método das notações internas (Internal Ratings-based Approach – IRB) quer pelo método padrão (Standardised Approach – STA). É de destacar que os resultados aqui apresentados devem ser vistos com cuidado, uma vez que esta amostra apenas abrange os sistemas bancários de forma limitada. O quadro C.2.1 sintetiza o número de bancos disponíveis para cada jurisdição.

**Quadro C2.1 • Exercício de transparência da EBA 2017 – número de bancos por país**

AT	8	IE	5
BE	6	IT	11
CY	4	LU	5
DE	19	LV	1
EE	1	MT	3
ES	13	NL	6
FI	2	PT	5
FR	11	SI	3
GR	4		

Fonte: Exercício de transparência da EBA 2017.

Em segundo lugar, são também usados os Resolving Insolvency Indicators da base de dados Doing Business do Banco Mundial.<sup>138</sup> Especificamente, existem duas variáveis-chave nesta análise: (i) duração dos procedimentos legais necessários para recuperação de dívida em caso de insolvência e (ii) custos associados a este processo. O Gráfico C2.3 compara estas variáveis entre os países da AE. Em terceiro lugar, recorre-se a dados das bases de dados de estatísticas de balanço (Balance Sheet Items – BSI) e das taxas de juro de IFM (MFI Interest Rates – MIR) do BCE. Em conjunto, esta informação permite a avaliação dos impactos potenciais resultantes da implementação de reformas estruturais destinadas a acelerar a resolução de NPL ao nível da AE. Todos os cálculos são relativos a junho de 2017.

**Gráfico C2.3 • Custo (%) e tempo (anos) associados a processos de insolvência | Junho de 2017**



Fonte: Banco Mundial.

**Simulações de reformas estruturais**

O exercício de simulação apresentado nesta caixa tem por base um conjunto de hipóteses simplificadoras devido a limitações dos dados usados.<sup>139</sup> Além disso, alguns dos dados têm natureza qualitativa, razão pela qual as estimativas globais devem ser consideradas como indicativas dos ganhos potenciais que os bancos poderiam alcançar através de reformas estruturais.

138. A Doing Business estuda o tempo, custo e resultado dos processos de insolvência que envolvem entidades domésticas, assim como a força do enquadramento legal aplicável à liquidação judicial e aos processos de reorganização. Os dados respeitantes aos Resolving Insolvency Indicators provêm de respostas a questionários por parte de administradores locais especializados em insolvências, verificadas através do estudo de leis e regulamentos, bem como de informação pública sobre sistemas de insolvência.

139. Em particular, os quadros disponíveis no exercício de transparência da EBA não apresentam qualquer desagregação das posições em situação de incumprimento nas carteiras medidas pelo método padrão, pelo que carecem de um procedimento de afetação (baseado nas carteiras medidas pelo método das notações internas).

Partindo dos indicadores de insolvência disponibilizados pela Doing Business, assume-se que a duração<sup>140</sup> ( $t$ ) dos procedimentos legais para recuperação de dívida e os custos<sup>141</sup> ( $c$ ) associados a este processo, em cada país, seriam alinhados com as melhores práticas da AE.<sup>142</sup> De acordo com as referidas melhores práticas, um crédito reclamado pode ser recuperado em cinco meses (Irlanda), com um custo equivalente a 3,5% do ativo dado como garantia (Bélgica, Finlândia e Holanda). Usando esta informação, o valor atual líquido dos NPL é estimado descontando os fluxos de caixa futuros resultantes da venda de colateral, menos o custo da recuperação, usando a taxa de juro média ponderada ( $i$ ) sobre os montantes em dívida (SNF e particulares), ao nível de cada país, com base nas estatísticas de balanço e taxa de juro do BCE:

$$VAL_{NPL} = \frac{100 - c}{(1 + i)^t}$$

Intuitivamente, um enquadramento mais eficiente em matéria de insolvência apoiaria os bancos a recuperar valor de ativos não produtivos. É de salientar que se parte do pressuposto de que este efeito teria apenas impacto nos empréstimos NPL (líquidos de imparidades) com garantia associada.

Os resultados, expressos em termos do rácio CET 1 (fundos próprios principais de nível 1), são apresentados no Gráfico C2.4. Os impactos das reformas que aproximariam os indicadores de insolvência acima mencionados ( $t$  e  $c$ , barras azuis e vermelhas, respetivamente) das melhores práticas a nível da AE, assumindo que as mesmas poderiam ser implementadas instantaneamente em cada país, são materiais em algumas jurisdições. Em geral, os países que têm rácios de NPL com dois dígitos e indicadores de insolvência mais fracos são os que beneficiariam mais do efeito combinado dessas reformas, registando aumentos no rácio agregado de CET 1 entre 4,5 pp (Chipre) e 5 pp (Grécia). Em menor grau, a Itália (2 pp) e Portugal (1,4 pp) também beneficiariam destes desenvolvimentos. A contribuição individual destes indicadores de insolvência é também diferente em cada país e depende da posição relativa de cada quadro jurídico relativamente às melhores práticas. Não obstante, os resultados sugerem que a contribuição mais relevante estaria associada a um procedimento legal menos oneroso.

**Gráfico C2.4 • Impacto simulado da melhoria do quadro de insolvência no rácio CET 1**  
| Percentagem e pontos percentuais, junho 2017



Fonte: Cálculos Banco de Portugal.

140. O tempo necessário para os credores recuperarem o respetivo crédito é registado em anos. O período de tempo medido pela Doing Business vai do incumprimento por parte da empresa até ao pagamento da totalidade ou de parte do montante devido ao banco. São tomadas em consideração eventuais táticas usadas pelas partes com vista a obter um adiamento, como pedidos de dilação ou de prorrogação do prazo de pagamento.

141. O custo dos processos é registado em percentagem do valor do imóvel do devedor. O custo inclui: custas judiciais e taxas governamentais; remuneração dos administradores de insolvência, dos responsáveis pela venda dos bens através de leilão, dos assessores e dos advogados; bem como todas as outras taxas e custos. Não obstante, possíveis desvalorizações do valor do ativo dado como garantia não são consideradas durante o processo de recuperação.

142. Para mais pormenores, ver "Addressing market failures in the resolution of non-performing loans in the euro area", BCE (2016).

## Conclusões

As vulnerabilidades associadas aos balanços dos bancos foram evidenciadas pela crise financeira internacional. Neste contexto, reduzir o ainda elevado *stock* de NPL em alguns países e evitar episódios futuros de acumulação excessiva de NPL são uma prioridade, quer para reguladores quer para supervisores.

Todas as medidas destinadas a reforçar a capacidade dos bancos de recuperar ativos utilizados como garantia em empréstimos bancários devem ser vistas como desenvolvimentos positivos. Concretamente, reformas que reduzam tanto custos como o tempo associado a processos judiciais contribuirão certamente de forma positiva para resolver alguns dos problemas associados aos NPL e, como tal, aumentar o valor destes créditos. Saliente-se que o exercício apresentado nesta caixa pressupõe que estas mudanças estruturais poderiam ser implementadas instantaneamente, ainda que atrasos de transição sejam expectáveis e que, portanto, tornem os benefícios reais das reformas provavelmente menores. Em contrapartida, os ganhos associados a essas melhorias poderiam repercutir-se em outras dimensões relevantes, como seja o aumento dos preços de compra nas transações de NPL, reduzindo assim o diferencial entre os valores contabilístico e de mercado.

### Caixa 3 • Plano de ação para combater os créditos não produtivos na Europa – principais medidas e ponto de situação sobre a sua implementação

Tal como salientado em anteriores edições do *Relatório de Estabilidade Financeira*, a redução do ainda elevado *stock* de *non-performing loans* (NPL), em resultado da recente crise económica e financeira, é considerada uma prioridade a nível europeu.

Assim, e para além das várias medidas adotadas a nível nacional e pelo Mecanismo Europeu de Supervisão (MUS), apresentadas no Tema em destaque publicado no *Relatório de Estabilidade Financeira* de dezembro de 2017,<sup>143</sup> importa ter presente o enquadramento dado pelo denominado “Plano de ação para combater os créditos não produtivos na Europa” (Plano de ação), adotado em julho de 2017 pelo Conselho para as Questões Económicas e Financeiras (na sigla inglesa, ECOFIN – *Economic and Financial Affairs Council*), sob a forma de Conclusões do Conselho.<sup>144</sup> A presente caixa tem como objetivo apresentar sucintamente as principais iniciativas aí previstas, bem como o ponto de situação relativamente à adoção de cada uma delas.

Tal como referido no já mencionado Tema em destaque, o Plano de ação define um conjunto de medidas a adotar por várias autoridades europeias e pelos Estados-Membros, com prazos distintos, que variam entre o verão de 2017 e o final de 2018, para “dar resposta aos volumes existentes de NPL bem como ao surgimento e acumulação de novos NPL nos balanços dos bancos”.

Para dar cumprimento a parte das iniciativas previstas, a Comissão Europeia apresentou, a 14 de março deste ano, o seguinte conjunto de propostas e orientações, designado por *Spring Package*<sup>145</sup>:

143. “Estratégia para lidar com o *stock* de *non-performing loans* (NPL)”, *Relatório de Estabilidade Financeira*, dezembro de 2017.

144. <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2017/07/11-conclusions-non-performing-loans/>.

145. [https://ec.europa.eu/info/publications/180314-proposal-non-performing-loans\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/180314-proposal-non-performing-loans_en).

## 1. Prudential backstop

A Comissão Europeia propõe uma alteração ao CRR<sup>146</sup>, no sentido de serem estabelecidos, para fins prudenciais, níveis mínimos de provisionamento para novos empréstimos quando estes se tornem *non-performing*. Mais especificamente, trata-se de uma medida de Pilar 1 que prevê a aplicação de um mecanismo de *Prudential backstop* com as seguintes características:

- São definidos níveis mínimos de cobertura por provisões<sup>147</sup> de *non-performing exposures* (NPE)<sup>148</sup> que, se não cumpridos, obrigam as instituições a efetuar uma dedução a fundos próprios num montante que resulta da diferença entre esses níveis mínimos e, grosso modo, os montantes de imparidade registados;
- Os níveis mínimos propostos são (i) progressivos em função do tempo de permanência no estado NPE, (ii) dependentes da existência de colateral elegível e (iii) distintos entre empréstimos vencidos há mais de 90 dias e os designados *unlikely-to-pay* (UtP);<sup>149</sup>
- Este mecanismo é aplicável apenas a exposições contratualizadas a partir de 14 de março de 2018 (data de publicação da proposta), no momento em que sejam classificadas como *non-performing*.

De referir que, também no dia 14 de março, em resposta a pedido da Comissão, a Autoridade Bancária Europeia (na sigla inglesa, EBA – European Banking Authority) publicou um estudo incidindo, em particular, sobre o potencial impacto da *Prudential backstop*.<sup>150</sup> O estudo tem por referência dados de dezembro de 2017, extrapolando o rácio de NPL e outras condições observadas entre 2014 e 2017. Considerando um período de previsão de sete anos e um conjunto de hipóteses simplificadoras que foi necessário assumir, a EBA estima que a *Prudential backstop* terá um impacto acumulado de redução do rácio de capital CET 1 de 56 pb, equivalente a 10% da estimativa de resultados retidos dos bancos nesse período. Este impacto tende a ser diferenciado entre bancos.

A proposta da Comissão está neste momento a ser debatida a nível do Conselho e Parlamento Europeu.

## 2. Diretiva sobre *servicers*, compradores de créditos e recuperação de garantias reais

Neste documento, também em discussão a nível do Conselho e do Parlamento Europeu, a Comissão Europeia propõe a introdução de regras e *standards* harmonizados para entidades que adquiram ou assegurem a gestão (*servicing*) de empréstimos, bem como medidas mais céleres de execução das garantias reais sem a intervenção de tribunais ou outras instâncias legais.

Esta proposta tem como principais objetivos encorajar o desenvolvimento do mercado secundário de NPL, ao melhorar o acesso dos “compradores de créditos” e dos *servicers* a empréstimos originados por instituições de créditos, bem como tornar mais eficientes os procedimentos extrajudiciais de recuperação das garantias reais, complementando os mecanismos já existentes a nível nacional.

146. Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento (na sigla inglesa, CRR – Capital Requirements Regulation).

147. Para além das provisões para fins prudenciais são também aceites outros itens desde que relacionados com NPE, e.g. ajustamento de valor adicionais tais como definidos no artigo 34 do CRR.

148. Ver definição de NPE no Tema em destaque 3. “Conceitos utilizados na análise da qualidade do crédito” do *Relatório de Estabilidade Financeira* de novembro de 2016.

149. UtP correspondem aos empréstimos que não estão vencidos há mais de 90 dias, mas apresentam uma probabilidade reduzida de pagamento integral (sem acionar colateral), tal como apresentado no tema em destaque 3. Conceitos utilizados na análise da qualidade do crédito, do REF de novembro de 2016.

150. <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/2087449/EBA+Report+on+Statutory+Prudential+Backstops.pdf>.

### 3. *Blueprint for Asset Management Companies*

A denominada *Blueprint* apresenta orientações (não vinculativas) para a constituição, a operação e o governo de entidades de gestão de ativos não-produtivos (na sigla inglesa, AMC – *Asset Management Companies*), tendo por base boas práticas e experiências do passado.

É ainda detalhada a forma como se poderá constituir uma AMC no atual enquadramento regulamentar europeu, no que respeita às regras em matéria de auxílios estatais e à BRRD.<sup>151</sup> Neste contexto, são apresentados – pela primeira vez de forma explícita – os cenários em que o envolvimento do Estado na AMC é passível de ocorrer fora de um contexto de resolução ou liquidação:

- i) O caso em que o Estado intervém em condições de mercado, pelo que o envolvimento não constitui um auxílio estatal. Esta situação ocorre, por exemplo, quando o Estado detém uma participação na AMC e a compra dos ativos às instituições de crédito ocorre a preços de mercado, ou quando o Estado concede uma garantia à AMC, em troca de uma comissão definida em linha com as condições de mercado. Nestas circunstâncias, considera-se que a intervenção do Estado não assume natureza de auxílio estatal, pelo que a medida não é sujeita ao enquadramento regulamentar referido acima;
- ii) O caso em que há recurso ao instrumento de recapitalização preventiva (nos termos do artigo 32.º, n.º 4, alínea d), subalínea iii), da BRRD). Esta situação ocorre quando o envolvimento do Estado na AMC permite que a venda de NPL por parte das instituições de crédito ocorra a um preço superior ao preço de mercado. Embora exista apoio público à instituição de crédito, é clarificado na *Blueprint* que esta circunstância não é uma condição automática para desencadear a resolução. Não obstante, dado que este apoio público constitui um auxílio estatal, a medida tem de respeitar as regras relativas aos auxílios estatais e as disposições da BRRD. As primeiras exigem, entre outras condições, que a instituição de crédito apresente um plano de reestruturação e que exista uma adequada repartição de encargos (*burden sharing*). De entre as disposições relevantes da BRRD destacam-se as seguintes: a medida apenas pode ser aplicada a instituições solventes; o montante de apoio público prestado é limitado, não devendo ser utilizado “para compensar perdas que a instituição tenha sofrido ou seja suscetível de sofrer num futuro próximo”, sendo para tal necessário efetuar previamente um *stress test* e/ou um *asset quality review*.

Sublinhe-se que, na perspetiva da Comissão Europeia, as três medidas em que assenta o *Spring Package* constituem um passo essencial para completar a União Bancária e são um complemento aos trabalhos relativos à União dos Mercados de Capitais.

Porém, as iniciativas abrangidas pelo Plano de ação não se esgotam nestas iniciativas apresentadas pela Comissão Europeia.

Com vista a incentivar o mercado secundário de NPL, através do aumento de informação disponível neste mercado, a EBA desenvolveu e colocou em consulta pública, em abril de 2018, uma proposta de *Guidelines* sobre disponibilização de informação ao mercado pelas instituições de crédito sobre NPE e crédito reestruturado (em consulta pública até 27 de julho de 2018).<sup>152</sup> Paralelamente, a EBA tem vindo a desenvolver um conjunto de ajustamentos aos instrumentos de reporte das instituições de crédito ao supervisor sobre NPE, sendo de esperar que estes sejam colocados em consulta pública brevemente.

151. Diretiva 2014/59/UE do Parlamento Europeu e do Conselho que estabelece um enquadramento para a recuperação e a resolução de instituições de crédito e de empresas de investimento (na sigla inglesa, BRRD – Bank Recovery and Resolution Directive).

152. <http://www.eba.europa.eu/-/eba-consults-on-guidelines-on-disclosure-of-non-performing-and-forborne-exposures>.

A estas iniciativas acresce ainda o conjunto de *templates* publicados pela EBA com vista a que possam ser utilizados pelas instituições de crédito na organização da informação a fornecer aos potenciais investidores em NPL.<sup>153</sup> Segundo a EBA, estes *templates* permitem a disponibilização de um conjunto de dados que poderão ser utilizados em processos de análise, *due diligence* e avaliação inerentes à transação de NPL, sendo esperado um impacto positivo, designadamente sobre a base de potenciais investidores e a qualidade e disponibilização de informação por parte das instituições de crédito.

Este último ponto está estritamente ligado com uma outra iniciativa, incluída no Plano de ação, segundo a qual a EBA, o BCE e a Comissão Europeia deverão propor “iniciativas para reforçar a infraestrutura de dados com informação uniforme e normalizada relativa aos NPL, e a considerar a eventual criação de plataformas de transação de NPL a fim de estimular o desenvolvimento desse mercado secundário”. A este respeito o BCE publicou, em novembro de 2017, um Tema de destaque, no *Financial Stability Report*, apontando os benefícios que este tipo de plataforma de transação de NPL poderá vir a ter para o desenvolvimento do mercado secundário de NPL, não descurando, porém, algumas dificuldades de implementação.<sup>154</sup> Espera-se para breve a publicação de uma nota técnica a este respeito pelas três instituições acima referidas.

Já no que toca a iniciativas relativas à gestão de NPE e concessão de crédito (estas últimas de carácter mais preventivo), serão de destacar:

- O desenvolvimento de *guidelines* por parte da EBA relativamente à gestão de NPE e de crédito reestruturado.<sup>155</sup> Mais especificamente, a EBA colocou em consulta pública, até 8 de junho do corrente ano, uma proposta de *guidelines* que, de certa forma, estende a todas as instituições de crédito da União Europeia os princípios que constam da *Guidance to banks on non-performing loans* do MUS, publicada em março de 2017 (e detalhada no *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2017).
- A EBA deverá também emitir, na segunda metade deste ano, *guidelines* sobre concessão de crédito, sua monitorização e regras de governo interno associadas, que tenham em consideração questões como a transparência e a análise da capacidade de endividamento do mutuário;
- O Comité Europeu do Risco Sistémico (na sigla inglesa, ESRB – European Systemic Risk Board) deverá apresentar, até ao final de 2018, uma abordagem macroprudencial para prevenir o aumento sistémico de NPL no futuro, tendo sido constituído um grupo de trabalho para o efeito.

De referir que a Comissão Europeia tem vindo a publicar, no seu *site*, “relatórios de progresso” contendo informação sobre o estado de implementação de cada uma das iniciativas do Plano de ação.<sup>156</sup>

Todas estas iniciativas, a par de outras adotadas pelo MUS, são de extrema relevância, pelo que será necessário assegurar que sejam consistentes entre si e com a salvaguarda da estabilidade financeira.

153. <https://www.eba.europa.eu/-/eba-publishes-its-standardised-data-templates-as-a-step-to-reduce-npls>.

154. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.sfafinancialstabilityreview201711.en.pdf?dc45e3fbc9702405c91bf3e5f491787>.

155. <http://www.eba.europa.eu/-/the-eba-launches-consultation-on-how-to-manage-non-performing-exposures>.

156. O último relatório publicado encontra-se disponível em: [https://ec.europa.eu/info/publications/180314-non-performing-loans-progress-report\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/180314-non-performing-loans-progress-report_en).





## II Temas em destaque

Monitorização  
do risco sistémico de liquidez  
no sistema bancário português  
– alguns indicadores

Interligações diretas e indiretas  
no sistema financeiro nacional

Um *safe asset* para a área do euro:  
a iniciativa de *Sovereign  
Bond-Backed Securities (SBBS)*



# Monitorização do risco sistémico de liquidez no sistema bancário português – alguns indicadores

## 1 A dimensão sistémica do risco de liquidez

O risco sistémico de liquidez decorre da possibilidade de ocorrência, em simultâneo, de dificuldades de liquidez em múltiplas instituições financeiras (FMI, 2010), com impacto sobre o regular financiamento da economia real.

A dimensão sistémica do risco de liquidez tem um conjunto de origens. Existe uma tendência para as instituições fazerem, coletivamente, uma avaliação desajustada do risco de liquidez em fases de expansão económica (FMI, 2011). Nestas fases do ciclo, os participantes no mercado sofrem de ilusão de liquidez, percecionando a liquidez como abundante, isto é, tendem a subvalorizar a possibilidade de não conseguirem: (i) obter de forma atempada no mercado os fundos necessários ao cumprimento dos pagamentos esperados (risco de liquidez de financiamento) ou (ii) vender determinada quantidade de um ativo sem afetar de forma material o respetivo preço (risco de liquidez de mercado). A atuação dos agentes económicos vai no sentido de uma tomada excessiva de risco de liquidez, que se traduz no aumento do designado *liquidity leverage* (e do nível de transformação de liquidez) de modo a melhorar a rentabilidade, com uma crescente proporção de ativos ilíquidos a ser financiada por responsabilidades muito líquidas, ou seja, exigíveis no curto-prazo (Rodríguez, 2016 e Houben, Schmitz e Wedow, 2015). Este comportamento tende a ser acompanhado pelo aumento dos níveis de alavancagem das instituições financeiras, o que contribui para acentuar a vulnerabilidade dos respetivos balanços. Os referidos incentivos à tomada coletiva de riscos (risco moral) tendem a ser suportados pela expectativa de intervenção dos bancos centrais de modo a evitar a falência de instituições financeiras que enfrentem choques de liquidez e a mitigar o contágio a outras instituições financeiras e à economia real (Farhi e Tirole, 2012).

A dimensão sistémica do risco de liquidez tem origem também no facto de existir uma relação entre o risco de liquidez de financiamento e o risco de liquidez de mercado, na medida em que a capacidade dos *traders/market makers* fornecerem liquidez ao mercado de um determinado ativo depende do acesso a financiamento. A dificuldade de acesso ao mercado pode desencadear uma venda precipitada de ativos, o que por sua vez afeta o seu valor e a posição de liquidez de outros agentes expostos a esses ativos, quer por via da desvalorização das carteiras quer da disponibilidade de colateral para obter financiamento. Desta forma, as instituições podem enfrentar, simultaneamente, dificuldades de refinanciamento e quedas no preço dos ativos, incorrendo assim em problemas de liquidez de mercado e de financiamento (Brunnermeier e Pedersen, 2009).

A existência de interligações no sistema financeiro e nos mercados financeiros, as quais contribuem para amplificar as consequências de situações de falta de liquidez, concorrem para transformar estas situações em fenómenos sistémicos (Houben et al., 2015).

Na sequência da crise financeira, o Comité de Basileia de Supervisão Bancária (BCBS) anunciou, em dezembro de 2010, a introdução de dois indicadores relacionados com o risco de liquidez:

o Rácio de Cobertura de Liquidez (na língua inglesa, LCR – *Liquidity Coverage Ratio*) e o Rácio de Financiamento Estável (na língua inglesa, NSFR – *Net Stable Funding Ratio*). Na União Europeia, o LCR tornou-se um requisito vinculativo em outubro de 2015 enquanto para o NSFR não existe ainda uma data de implementação fixa. Estes requisitos são passos importantes para melhorar a resiliência dos bancos aos choques de liquidez. No entanto, foram desenvolvidos numa perspetiva de bancos individuais, sem considerar a dimensão sistémica do risco de liquidez decorrente das interligações entre instituições e efeitos de contágio.

Dado este enquadramento, este Tema em destaque apresenta um conjunto, não exaustivo, de indicadores para a monitorização e avaliação do risco sistémico de liquidez no sistema financeiro português. Os indicadores apresentados sugerem que a exposição ao risco sistémico de liquidez do sistema bancário português é reduzida. Esta análise considera valores agregados do sistema. Poderá ser aprofundada considerando a distribuição dos indicadores por instituição, na medida em que valores extremos da distribuição possam sinalizar fragilidades que se poderão propagar ao sistema.

Na sua maioria, os indicadores apresentados neste Tema em destaque foram desenvolvidos e avaliados no âmbito de um grupo de trabalho do Banco Central Europeu (BCE), estando prevista a divulgação do trabalho realizado por este grupo através de uma publicação no sítio da internet do BCE.

Dada a preponderância do setor bancário na função de intermediação financeira em Portugal, o foco da análise são os bancos. Salienta-se também que a análise se centra na atividade doméstica, com exceção dos indicadores apresentados nos pontos 2.2 e 2.3, os quais refletem a atividade consolidada do sistema bancário português. Tal decorre da necessidade de privilegiar a informação estatística que, face à informação de supervisão, proporciona, tipicamente, séries históricas mais longas e harmonizadas ao nível europeu.

Os novos indicadores aqui apresentados captam, sobretudo, as vulnerabilidades com origem no balanço do sistema bancário, em particular no que respeita à estabilidade das fontes de financiamento e à dimensão das almofadas de liquidez face às necessidades de liquidez, bem como as vulnerabilidades associadas às interligações no sistema bancário.

## 2 Indicadores para a avaliação do risco sistémico de liquidez

### 2.1 *Liquidity leverage*

Este indicador relaciona as responsabilidades contratuais de curto-prazo (inferiores a um ano) com os ativos líquidos no balanço do sistema bancário. O objetivo deste indicador é captar a acumulação de risco decorrente do nível de transformação de liquidez, ou seja de uma proporção crescente de ativos ilíquidos ser financiada por responsabilidades muito líquidas/de curto-prazo. Tal como referido, a ilusão de liquidez, que caracteriza as fases de expansão, ao afetar a avaliação da liquidez de mercado dos ativos bem como o risco de não renovação dos passivos, leva a uma subestimação do risco de liquidez e a um aumento deste rácio.

Note-se que, na medida que se utilizam maturidades contratuais e não residuais, este rácio reflete uma escolha estratégica relativamente ao perfil de risco de liquidez traduzido no grau de transformação de liquidez no balanço, e não a cobertura por ativos líquidos das responsabilidades exigíveis no curto-prazo.

Para a definição deste indicador são consideradas responsabilidades de curto-prazo todos os depósitos (excluindo os depósitos de particulares domésticos e os depósitos de bancos centrais), títulos e empréstimos de curto-prazo e outros débitos e créditos. São considerados ativos líquidos o numerário e depósitos nos bancos centrais e em outros bancos, todos os títulos de dívida (exceto os títulos de dívida de bancos) e as ações cotadas. A remoção dos títulos de dívida emitidos por outros bancos do conjunto dos ativos líquidos destina-se a excluir a parte da liquidez no balanço que é endógena, isto é, criada dentro do próprio sistema bancário.

A trajetória do *liquidity leverage* do setor bancário português desde o início do século XXI reflete a acumulação de risco no período anterior à crise financeira, resultante de um crescimento mais acentuado do financiamento de curto-prazo obtido nos mercados financeiros internacionais, quando comparado com o dos ativos líquidos (Gráfico 1). Esta evolução insere-se num contexto de liquidez abundante e custos de financiamento mais baixos decorrentes da participação na área do euro. O máximo deste rácio foi atingido no último trimestre de 2006. A redução observada até 2012 reflete o ajustamento levado a cabo pelo setor bancário português no contexto da crise financeira e da dívida soberana, nomeadamente a redução muito expressiva do total do ativo acompanhada pela alteração significativa na estrutura de financiamento, com a substituição das fontes de financiamento de mercado (dívida emitida nos mercados internacionais e financiamento interbancário, principalmente de não residentes) por uma estrutura de financiamento assente sobretudo em depósitos de particulares. Observou-se, igualmente, um aumento do peso dos ativos líquidos no balanço, principalmente de títulos de dívida soberana doméstica, associado ao papel estabilizador desempenhado pelo sistema bancário doméstico no financiamento da República neste período.

Salienta-se que uma parte muito significativa dos títulos de bancos domésticos em carteira é, atualmente, dívida própria emitida e retida no balanço, grande parte relativa à emissão de obrigações hipotecárias para mobilização na *pool* de colateral para operações de crédito com o Eurosistema. Assim, a liquidez endógena que distingue os dois rácios apresentados no Gráfico 1 está de facto a refletir as alterações que foram sendo introduzidas na política de colateral do Eurosistema.

As alterações observadas na estrutura do balanço contribuirão para uma maior estabilidade da base de financiamento e para uma posição de liquidez mais confortável, menos exposta a alterações na perceção de risco dos mercados de financiamento internacionais. Esta evolução foi largamente promovida pela regulamentação europeia implementada a seguir à crise financeira. De acordo com este indicador, a exposição atual ao risco sistémico de liquidez é consideravelmente inferior ao observado em 2007, tendo-se mantido estável desde 2012, com uma redução de magnitude semelhante dos passivos de curto-prazo e dos ativos líquidos, não havendo indicação de uma inversão no comportamento de tomada de risco dos bancos portugueses.

## 2.2 Gaps de Liquidez

Este indicador mede o nível de cobertura por ativos líquidos (disponíveis) do financiamento de mercado exigível para diferentes horizontes temporais até um ano,<sup>1</sup> normalizado pelos ativos ilíquidos. Na base da conceção deste indicador esteve uma perspetiva de preservação da função de intermediação financeira, nomeadamente, ao não se considerar como fonte de liquidez a não renovação do

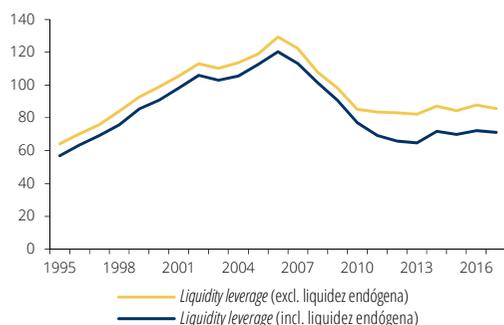
1. Inclui as responsabilidades perante bancos centrais, empréstimos obtidos, responsabilidades representadas por títulos de dívida, compromissos assumidos perante terceiros, outros passivos líquidos e derivados. Inclui nos ativos líquidos o montante em caixa (excluindo as reservas mínimas), as disponibilidades e aplicações em bancos centrais e instituições de crédito e os ativos em carteira elegíveis como colateral em operações de crédito com bancos centrais.

crédito e, relativamente à carteira de títulos, apenas se considerar a liquidez que pode ser obtida mediante a utilização dos títulos como colateral em operações de financiamento com bancos centrais.

Ao contrário dos outros indicadores propostos neste Tema em destaque, este indicador não foi desenvolvido no âmbito do grupo de trabalho do BCE, fazendo já parte do conjunto de informação regularmente monitorizada pelo Banco de Portugal. A disponibilidade de uma série histórica mais longa permite evidenciar o comportamento deste tipo de rácios no período antes e depois da crise financeira e soberana. Contudo, o seu cálculo faz recurso a uma fonte de informação não harmonizada ao nível europeu, a qual será descontinuada na medida em que o conjunto dos novos reportes em matéria de liquidez definidos no âmbito da regulação europeia esteja integralmente em vigor.

A deterioração dos *gaps* de liquidez até 2008/2009 (Gráfico 2) reflete a crescente importância do recurso às fontes de financiamento de mercado, a qual tornou o sistema muito exposto a choques negativos nos mercados financeiros internacionais. Os riscos associados a esta vulnerabilidade materializaram-se com o fecho destes mercados no contexto da crise da dívida soberana. O contributo positivo do ajustamento do balanço do sistema bancário a partir de 2010/2011, com a redução dos desfasamentos de maturidade e um reforço da disponibilidade de ativos líquidos, encontra-se refletido na recuperação deste rácio, o qual evidencia nos últimos anos uma posição de liquidez confortável e resiliente.

**Gráfico 1 • Liquidity leverage | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: No indicador que exclui liquidez endógena são removidos os títulos de dívida emitidos por outros bancos do conjunto dos ativos líquidos.

**Gráfico 2 • Gaps de liquidez | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Até 2008 o cálculo tem por base a Instrução n.º 1/2000. Desde então, o cálculo considera o agregado das instituições financeiras domésticas de acordo com a Instrução n.º 13/2009, à qual estão sujeitas as instituições financeiras que captam depósitos.

### 2.3 Rácio de cobertura de liquidez, rácio de cobertura de liquidez alargado e rácio de ativos onerados

Este conjunto de indicadores é baseado em informação que passou a ser recolhida de forma harmonizada, sistematizada e periódica como resposta à crise financeira, mas cuja dimensão histórica das séries é, necessariamente, ainda muito curta. Estes indicadores contribuem para a caracterização da exposição do sistema ao risco de liquidez com base na sua relação teórica com este risco, não sendo, contudo, possível evidenciar a sua relação com episódios de crise.

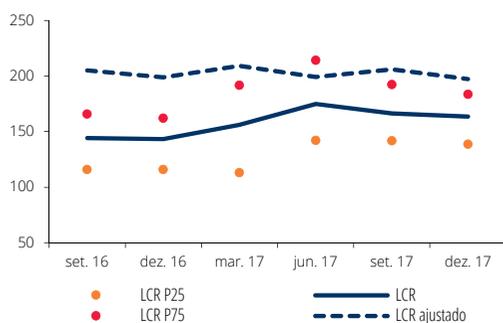
O Rácio de Cobertura de Liquidez (na sigla inglesa, LCR – *Liquidity Coverage Ratio*) é um dos requisitos regulamentares de natureza microprudencial incluído no pacote regulamentar no domínio do risco de liquidez, definido internacionalmente em resposta à crise financeira, a par do Rácio de Financiamento Estável (na sigla inglesa, NSFR – *Net Stable Funding Ratio*). Trata-se de uma medida da resiliência da posição de liquidez de curto-prazo das instituições. Em concreto, o LCR consiste

no rácio entre os ativos líquidos disponíveis e as saídas líquidas de caixa calculadas num cenário adverso com duração de 30 dias.<sup>2</sup> O LCR alargado considera o mesmo denominador (as saídas líquidas calculadas segundo a definição regulamentar) mas inclui um conjunto de ativos líquidos mais abrangente, designadamente o “equivalente de caixa” que pode ser obtido através da utilização do colateral elegível e disponível para a obtenção de financiamento junto do Eurosistema.

Apesar destes indicadores não considerarem a dimensão sistémica do risco de liquidez decorrente das interligações entre instituições e efeitos de contágio, os níveis elevados destes rácios sinalizam balanços e posições de liquidez resilientes, reduzindo a probabilidade de episódios de falta de liquidez com dimensão sistémica (Gráfico 3).

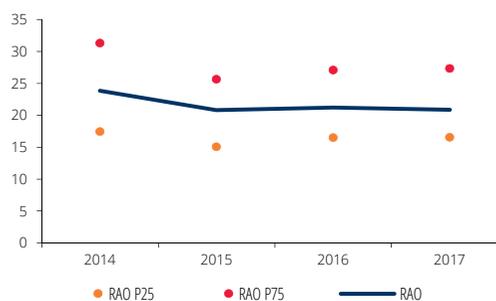
O rácio de ativos onerados constitui uma medida da proporção do total do ativo (e do colateral recebido) que está a ser utilizada como colateral para a obtenção de liquidez, permitindo avaliar a folga ainda existente. Este rácio manteve-se estável nos últimos anos, situando-se em 2017 em torno de 20% (Gráfico 4). Dos ativos disponíveis, isto é não onerados, um quinto são elegíveis para operações de crédito com o Eurosistema. No que toca às fontes de oneração dos ativos, a importância do financiamento junto de bancos centrais tem-se mantido em torno de 45%, não obstante a diminuição da importância do recurso ao financiamento do Eurosistema na estrutura de financiamento dos bancos portugueses. Em todo o caso, realça-se que o recurso ao financiamento de bancos centrais,<sup>3</sup> ainda em níveis historicamente elevados, deve ser entendido no contexto de uma política monetária extremamente acomodatória e dos incentivos criados pelas operações TLTRO (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*), de uma forma geral, ao financiamento do setor privado não financeiro, bem como das pressões para a geração de rendibilidade.

**Gráfico 3 • Rácio de cobertura de liquidez (LCR) e rácio de cobertura de liquidez alargado | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Inclui os sete maiores bancos a operar em Portugal: BPI, BST, BCP, CGD, CEMG, SICAM e NB. P25 (P75) corresponde ao valor de percentil 25 (75) da distribuição do indicador para estes 7 bancos.

**Gráfico 4 • Rácio dos ativos onerados (RAO) | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Inclui os sete maiores bancos a operar em Portugal: BPI, BST, BCP, CGD, CEMG, SICAM e NB. P25 (P75) corresponde ao valor de percentil 25 (75) da distribuição do indicador para estes 7 bancos.

## 2.4 Indicadores sobre interligações no sistema bancário

Os dois indicadores seguintes procuram captar a existência de interligações no sistema financeiro e nos mercados financeiros, as quais concorrem para amplificar as consequências de situações de falta de liquidez, contribuindo para transformar estas situações em fenómenos sistémicos.

- Conforme definido e calibrado no Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013 (na sigla inglesa CRR).
- Numa situação de normalidade, e não de ajustamento como ainda é a atual conjuntura vivida pelo sistema bancário, níveis crescentes ou elevados de financiamento dos bancos centrais tenderão a sinalizar dificuldades de acesso ao mercado, isto é, a materialização de risco de liquidez.

### 2.4.1 Indicador de *self-funding*

O indicador de *self-funding* mede a importância do financiamento interbancário, sob a forma de títulos de dívida, no sistema bancário doméstico. Um valor elevado deste indicador demonstra que uma proporção elevada da dívida emitida pelos bancos domésticos é detida por bancos domésticos, evidenciando elevados riscos de contágio direto, na medida em que as dificuldades de obtenção de novo financiamento em situações de falta de liquidez no sistema bancário serão amplificadas.

Em todo o caso, note-se que no contexto de um choque temporário e de pequena dimensão, o facto de parte significativa da dívida emitida pelos bancos domésticos ser detida dentro do sistema, por oposição a estar na carteira de bancos internacionais, pode ter um efeito estabilizador, na medida em que encoraje os bancos a manter as posições, por forma a evitar efeitos de *feedback* negativos. Contudo, a probabilidade de alinhamento dos incentivos no sistema bancário doméstico a este respeito dependerá da heterogeneidade com que esses efeitos de *feedback* negativos se fizerem sentir nos bancos do sistema.

Para uma correta avaliação das vulnerabilidades sinalizadas por este indicador, expurga-se do seu cálculo as emissões de dívida própria que são retidas em balanço. Tal como já referido, a importância destas emissões iniciou uma trajetória crescente a partir de 2010 com o fecho dos mercados de financiamento internacionais para os bancos domésticos e com as alterações na política de colateral introduzidas pelo Eurosistema, sendo que uma parte muito significativa destas emissões passou a ter como objetivo o reforço da *pool* de ativos mobilizáveis como garantia nas operações de política monetária. O indicador corrigido destas emissões indica que nos anos mais agudos da crise, o sistema bancário doméstico aumentou o seu nível de interligação por via da compra de títulos de dívida, sendo os níveis deste indicador em 2017 historicamente baixos (Gráfico 5). A um nível de *self-funding* muito contido acrescenta-se o facto de a dívida emitida pelo sistema bancário doméstico ter um peso pequeno na sua estrutura de financiamento, após a trajetória decrescente seguida desde a crise financeira e soberana, representando em 2017 somente cerca de 6% do total dos passivos.

### 2.4.2 Indicador sobre a concentração da base de investidores dos títulos em carteira

Para a avaliação da exposição do sistema bancário ao risco sistémico de liquidez importa tomar em consideração não apenas a dimensão da almofada de liquidez dos bancos mas também aferir a sua liquidez efetiva. De facto, a liquidez esperada dos ativos que compõem o *buffer* pode ser diferente daquela que efetivamente se materialize em caso de necessidade, podendo verificar-se fortes perdas de valor aquando da transformação em numerário dos títulos em caso de deterioração da liquidez de mercado (Rodríguez, 2016).

Em concreto, este indicador consiste na soma da percentagem detida pelo sistema bancário do total emitido dos títulos que estão em carteira, ponderada pelo peso dessas posições no total da carteira do sistema bancário, isto é:

$$\sum_{i=1}^N \frac{\text{Posição}_{i,t}}{\text{Carteira}_t} \times \frac{\text{Posição}_{i,t}}{\text{Montante Total emitido}_{i,t}}$$

em que  $t$  = trimestre;

$i$  = emitente;

$N$  = número total de emitentes na carteira do sistema bancário, em  $t$ ;

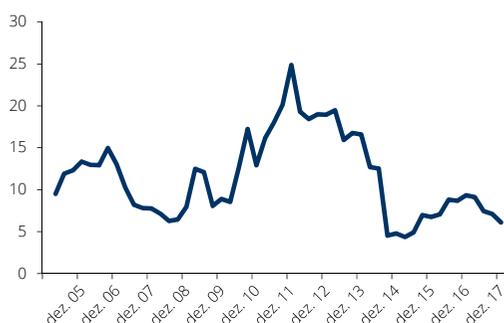
Posição  $_{i,t}$  = valor dos títulos emitidos por um emitente  $i$  e detidos pelo sistema bancário, em  $t$ ;

Montante Total emitido  $_{i,t}$  = montante total da emissão correspondente aos títulos emitidos pelo emitente  $i$  que estão na carteira do sistema bancário, em  $t$ ;

Carteira  $_t$  = total da carteira de títulos de dívida do sistema bancário, em  $t$ .

Este indicador sintetiza características da carteira de títulos de dívida do sistema bancário doméstico que podem afetar a sua liquidez efetiva. Em particular, este indicador capta canais de contágio indireto entre os bancos domésticos decorrentes: (i) da concentração da carteira de títulos do sistema bancário em determinados títulos, tornando o sistema vulnerável a variações de valor desses títulos e ou (ii) da importância das posições detidas pelo sistema bancário no montante emitido de determinados títulos, o que resulta numa forte ligação entre o comportamento do sistema e a liquidez de mercado destes títulos.

**Gráfico 5 • Indicador de *self-funding* | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico 6 • Indicador sobre a concentração da base de investidores dos títulos em carteira | Em percentagem**



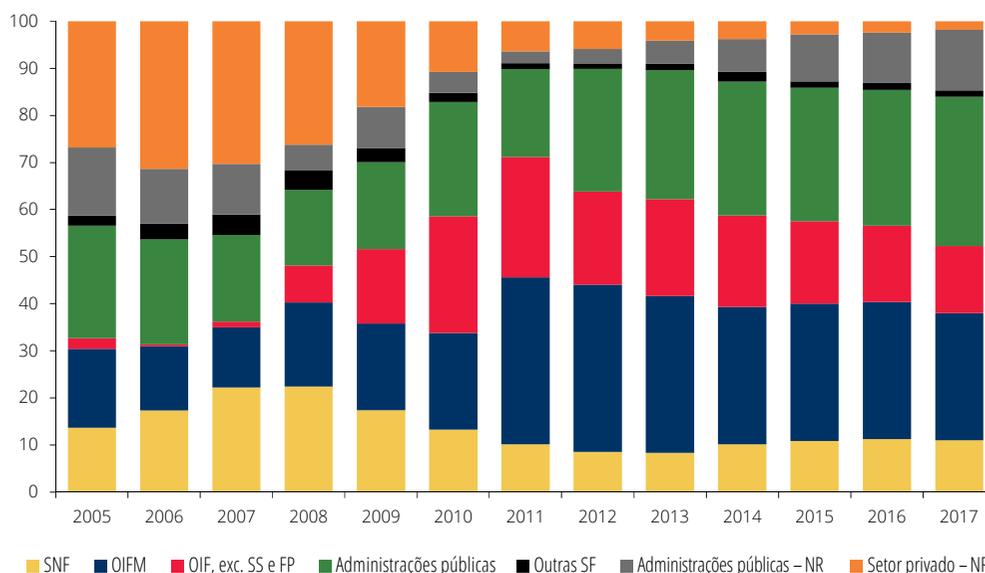
Fonte: Banco de Portugal.

A evolução do rácio tem subjacente uma recomposição da carteira de títulos de dívida do sistema bancário, concretizada em grande medida até 2011 (Gráficos 6 e 7): uma redução acentuada dos montantes investidos em títulos de não residentes (sobretudo do setor privado financeiro) e sociedades não financeiras residentes, por contraponto de um aumento do investimento em títulos de residentes, em concreto de administrações públicas e de bancos e outros intermediários financeiros, exceto fundos de pensões e sociedades de seguros.

O maior peso dos títulos de emitentes destes setores de contraparte no total da carteira do total do sistema bancário doméstico explica o aumento do nível de concentração da base de investidores dos títulos em carteira até dezembro de 2011 e a sua manutenção desde então. Tratam-se de emitentes para os quais as posições em carteira são em média de maior dimensão e para os quais o sistema bancário doméstico tem um peso relevante como investidor, o qual foi reforçado durante o período em análise.<sup>4</sup> Destaca-se, em particular, a importância dos títulos próprios ou intragrupo, associados à emissão de titularizações e, em especial, de obrigações hipotecárias, para mobilização na *pool* de colateral para operações de financiamento com o Eurosistema.

4. A ligeira redução deste indicador observada no último ano deverá estar associada a um aumento de importância da detenção de títulos de administrações públicas não residentes, sendo que para estes emitentes o peso da posição do sistema bancário português no total das emissões é diminuto.

**Gráfico 7 • Composição da carteira de títulos do sistema bancário doméstico**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: SNF = Sociedades não financeiras; OIFM= Outras instituições financeiras monetárias (Bancos e fundos do mercado monetário); OIF, exc SS e FP = Outros intermediários financeiros exceto Sociedades de seguros e fundos de pensões; Outras SF = Outras sociedades financeiras (auxiliares financeiros, instituições financeiras cativas e prestamistas e sociedades de seguros); Administrações públicas – NR = Administrações públicas não residentes e SP – NR = Setor privado não residente (Sociedades não financeiras e sociedades financeiras não residentes).

O nível deste rácio é explicado pela detenção de dívida pública doméstica e títulos de dívida própria ou intragrupo, mais concretamente titularizações e obrigações hipotecárias. Assim sendo, a probabilidade de materialização de risco de liquidez sistémica associada à perda de liquidez destes títulos é reduzida na medida em que a mesma está assegurada desde que garantida a sua elegibilidade como colateral para operações de financiamento com o Eurosistema.

A concentração da carteira do sistema bancário a títulos de dívida doméstica pode ainda assim, para choques adversos mas de curta duração e pequena magnitude, ter um eventual efeito amortecedor do choque, na medida em que os bancos domésticos tenham incentivos a manter os títulos em carteira durante episódios de *stress*, providenciando liquidez ao mercado, de forma a evitar os efeitos de *feedback* sobre os próprios balanços.

### 3 Conclusão

A monitorização do risco sistémico de liquidez é complexa dada o conjunto alargado de informação que é necessário considerar e as alterações estruturais na regulação do risco de liquidez vividas nos últimos anos. Na medida em que o risco sistémico tem uma importante componente temporal, seria importante avaliar a evolução destes indicadores num período suficientemente longo. Tal não é possível pela inexistência de informação para uma grande parte dos indicadores e, de forma mais importante, porque não é possível fazer essa análise temporal de forma legítima, dado que a regulação sobre risco de liquidez foi introduzida apenas nos últimos anos.

Este Tema em destaque contribui para a discussão sobre o risco sistémico de liquidez no sistema financeiro português apresentando um conjunto, não exaustivo, de indicadores para a sua monitorização e avaliação. Os indicadores apresentados sugerem que a exposição ao risco

sistémico de liquidez do sistema bancário português é reduzida. No entanto, o aprofundamento desta análise passaria por uma caracterização da distribuição dos indicadores apresentados. De facto, a identificação de valores extremos da distribuição poderá sinalizar fragilidades, com o potencial de propagação ao sistema, dadas as interligações existentes entre instituições.

Adicionalmente, e conforme explicado, as origens do risco sistémico de liquidez encontram-se dentro e fora do balanço das instituições financeiras. Assim, outras dimensões de análise serão úteis para esta discussão. Por um lado, é relevante fazer a monitorização das condições de liquidez dos mercados de financiamento e dos mercados onde são transacionados os títulos em carteira que podem ser transformados em liquidez através da sua venda e da sua utilização como colateral. Importa notar que a avaliação das condições de liquidez de mercado no atual contexto pode ser particularmente difícil, dado o impacto incerto das medidas de política monetária não convencional e das suas expectáveis alterações, da regulamentação na atividade de *market-making* e do aparecimento de novas técnicas e plataformas de negociação.<sup>5</sup> Em particular, mesmo que os indicadores tradicionais de medição da liquidez de mercado possam indicar condições relativamente benignas, os fatores apontados poderão estar a influenciar de forma estrutural o funcionamento dos mercados dos instrumentos de rendimento fixo, afetando a probabilidade de se assistir mais frequentemente a episódios de iliquidez súbita. Por outro lado, será também relevante a monitorização de vulnerabilidades associadas às interligações com as outras entidades do setor financeiro bem como aos canais de contágio de natureza *cross-border*.

## 4 Referências

- Brunnermeier, M. e Pedersen L. (2009). "Market liquidity and funding liquidity", *Review of Financial Studies*, 22(6), 2201-2238.
- Farhi, E., e Tirole J. (2012). "Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch, and Systemic Bailouts", *American Economic Review*, 102(1), 60-93.
- Fundo Monetário Internacional (2010). "Systemic Liquidity Risk: Improving the Resilience of Financial Institutions and Markets". *Global Financial Stability Report*, outubro, Capítulo 2.
- Fundo Monetário Internacional (2011). "How to Address the Systemic Part of Liquidity Risk". *Global Financial Stability Report*, abril, Capítulo 2.
- Houben, A., S. W. Schmitz e Wedow M. (2015). "Systemic liquidity and macroprudential supervision", Oesterreichische Nationalbank, *Financial Stability Report*, n.º 30, 85-92.
- Rodríguez, M. L. (2016). "Riesgo de Liquidez Sistémica. Indicadores para el sistema bancário español". *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 31, dezembro.

5. Designadamente, técnicas de negociação automáticas com recurso a soluções tecnológicas sofisticadas e modelos matemáticos para determinação das posições a tomar no mercado.

# Interligações diretas e indiretas no sistema financeiro nacional

## 1 Introdução

A existência de interligações dentro do setor financeiro pode assumir um papel relevante na transmissão de choques entre diferentes entidades e subsetores, produzindo efeitos de contágio entre os mesmos. Estas interligações podem surgir como consequência das normais atividades de intermediação financeira, como seja a captação de recursos financeiros, sob a forma de títulos, depósitos ou outros, e posterior aplicação desses recursos em agentes económicos que deles necessitem. No entanto, o surgimento ou reforço destas interligações pode também dever-se a motivações de ordem fiscal e de arbitragem regulamentar, entre outras.

As interligações podem ser classificadas como diretas ou indiretas. As interligações diretas ocorrem quando as instituições são contrapartes diretas, ou quando se estabelecem relações de propriedade, que se refletem em exposições de balanço (empréstimos, depósitos, títulos de dívida ou de capital, derivados, etc.) ou fora de balanço (garantias, linhas de crédito, etc.). As interligações indiretas referem-se a exposições a riscos comuns, como seja a exposição a determinados setores (por exemplo, administrações públicas), mercados ou instrumentos financeiros. Estas interligações podem também estar associadas à necessidade de assumir responsabilidades, com vista à preservação do valor reputacional do grupo financeiro, mesmo não existindo qualquer obrigação contratual. De facto, a confiança dos agentes económicos nas instituições financeiras é uma pedra basilar para a manutenção da estabilidade financeira, na medida em que estas são responsáveis pela guarda e gestão/intermediação do património financeiro dos restantes agentes.

A noção de contágio surge associada aos canais de transmissão de riscos e choques através das mencionadas interligações. Note-se que os canais de contágio indireto podem interagir com os canais de contágio direto, originando riscos sistémicos potencialmente mais severos.

Apesar dos potenciais riscos associados, a existência de interligações tem efeitos positivos sobre o sistema financeiro. Com efeito, as interligações entre instituições financeiras podem contribuir para um melhor desempenho do setor financeiro, na medida em que podem: (i) contribuir para a eficiência das atividades de intermediação financeira, (ii) facilitar a canalização de fundos de aforradores para investimentos produtivos, potenciando um maior crescimento económico, (iii) facilitar a diversificação da atividade de intermediação financeira, repartindo os riscos associados à mesma entre diferentes entidades ou subsetores.

Contudo, a crise financeira veio evidenciar que a existência de interligações entre instituições financeiras potencia a propagação de riscos, bem como a emergência de novos riscos, por um conjunto de mercados e atividades bastante abrangente. Desta forma, é necessário desenvolver metodologias, como seja o estudo de redes, que permitam a identificação e mitigação tempestivas dos riscos sistémicos que podem advir das interligações no sistema financeiro. A nível europeu existem estudos que relevam a importância das interligações para a estabilidade financeira, e que salientam os riscos decorrentes de exposições elevadas/comuns, bem como a sua

pertinência para a estrutura de financiamento do sistema financeiro.<sup>1</sup> Face à globalização do sistema financeiro, é importante desenvolver análises num quadro de cooperação internacional e de forma transversal aos diferentes segmentos da indústria financeira, dados os diferentes enquadramentos regulamentares existentes, tanto a nível das diversas jurisdições como entre subsectores do setor financeiro. Na prática, porém, as limitações da informação e a operacionalização da análise obrigam à adoção de hipóteses de simplificação.

A regulação vigente na União Europeia, alguma da qual já desenvolvida no seguimento da crise financeira, é relevante para a mitigação dos riscos associados às interligações, mesmo que nem sempre desenvolvida com esse objetivo. Tem vindo a ser enfatizada a necessidade de rever o quadro regulamentar existente e o seu perímetro de aplicação, de forma a reduzir o número de entidades e atividades que não se encontram abrangidas, bem como as possibilidades de arbitragem regulamentar. Esta deverá ser uma preocupação central no desenho dos regimes macroprudenciais e dos respetivos instrumentos de promoção da estabilidade financeira. Neste contexto, refira-se que enquanto o setor bancário conta já com um quadro regulamentar macroprudencial relativamente desenvolvido, o mesmo não se verifica ainda noutros subsectores do setor financeiro, em que o desenvolvimento da política macroprudencial se encontra numa fase embrionária.

Este tema em destaque está organizado da seguinte forma. A secção 2 expõe a evolução das interligações no setor financeiro nacional, numa perspetiva histórica e agregada por subsector. Dada a relevância destas interligações e a concentração do setor financeiro nacional, a secção 3 analisa, em maior detalhe, as exposições intra-grupo (uma outra dimensão de interligações). A secção 4 aborda a exposição a riscos comuns (dívida pública) e apresenta um exercício de simulação que avalia o impacto da materialização de um cenário de aumento de *yields* sobre o valor dos ativos financeiros dos diferentes setores da economia Portuguesa. A secção 5 apresenta as principais conclusões.

## 2 As interligações no sistema financeiro nacional

Os bancos assumem um papel primordial no sistema financeiro em Portugal, decorrente da sua atividade de intermediação financeira, bem como da existência de relações acionistas transversais à generalidade do setor financeiro. Quando significativas, estas relações permitem-lhes exercer uma influência significativa sobre os modelos de negócio, estratégias comerciais e decisões de investimento das sociedades de seguros, fundos de pensões, fundos de investimento e outros intermediários financeiros.

A influência do setor bancário nas decisões estratégicas dos restantes agentes financeiros durante o período mais agudo da crise da dívida soberana evidenciou-se de diversas formas, sendo a gestão de liquidez uma das mais visíveis. O ajustamento do balanço do setor bancário conduziu a um direcionamento de recursos de clientes (que não depósitos) para a constituição de depósitos bancários, tendo como contrapartida uma redução na produção de seguros do ramo vida e na subscrição de unidades de participação de fundos de investimento<sup>2</sup>, num contexto de perda do

1. Refiram-se, a título exemplificativo os seguintes relatórios: ESRB (2015), *Report on Systemic Risks in the EU insurance Sector*, December 2015; ESRB (2016), "Assessing shadow banking – non-bank financial intermediation in Europe", July 2016; ESRB (2017), *EU Shadow Banking Monitor*, May 2017; ECB (2016), *Report on financial structures*, October 2016.
2. Este direcionamento foi facilitado pela existência de maiores níveis de volatilidade nos mercados financeiros e pelo aumento das taxas de juro dos depósitos reflexo do aumento da concorrência entre bancos.

acesso dos bancos aos mercados financeiros internacionais e de fortes restrições na obtenção de financiamento junto do BCE, em particular até 2011, altura em que o BCE implementa as designadas operações de refinanciamento de longo prazo (LTRO).

A distribuição dos diferentes produtos financeiros na rede de agências dos bancos permite, a estes últimos, concretizar a estratégia comercial de todo o grupo financeiro, ainda que contribua para uma perceção de relativa indiferenciação do risco entre os diferentes intermediários financeiros que pertencem ao mesmo grupo, potenciando o risco reputacional. A geração e distribuição de resultados consubstancia outra dimensão em que a influência do setor bancário se verificou. Num contexto operacional difícil, e face a requisitos crescentes em termos prudenciais, os resultados negativos registados pelo setor bancário poderão ter influenciado algumas decisões que permitiram a realização de resultados não recorrentes noutras entidades do grupo, bem como a respetiva distribuição de dividendos. De facto, de acordo com a informação publicada pela Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF), só no exercício de 2014, as sociedades de seguros distribuíram aos seus acionistas um montante total de 846 milhões de euros de dividendos, o que foi determinado pelas sociedades de seguros detidas por instituições de crédito.

Os exemplos expostos ilustram que a existência de relações intra-grupo confere flexibilidade acrescida no contexto do grupo, podendo ser determinantes para ultrapassar dificuldades específicas a um dos subsectores. Tal sucedeu durante a fase mais acentuada da crise financeira, permitindo amortecer o impacto da saída dos investidores internacionais, a escassez de fontes de financiamento da economia nacional e as necessidades de capital do setor bancário. Esta realidade traduziu-se num aumento das exposições entre os intervenientes do sistema financeiro nacional, tal como descrito no *Relatório de Estabilidade Financeira* publicado em novembro de 2013.

Apesar dos mencionados aspetos positivos e das alterações que se verificaram no setor financeiro residente durante o período mais recente (como seja a alienação de participações financeiras do setor bancário em algumas das principais sociedades de seguros), não se deve menosprezar o potencial de risco para a estabilidade financeira associado à existência de interligações, sejam elas setoriais ou intra-grupo.

## 2.1 A evolução desde a crise económica e financeira

Nesta secção analisam-se os dados agregados de cada subsector, em base individual, refletindo a atividade doméstica (não inclui nomeadamente a atividade exercida por entidades do grupo residentes noutro país) e considerando a generalidade dos ativos financeiros (títulos de dívida, participações financeiras, crédito e depósitos).

O setor bancário representa a maior componente do total de ativos do setor financeiro.<sup>3</sup> A sua exposição ao setor financeiro (incluindo aos próprios bancos), em percentagem dos ativos financeiros, passou de 14% em 2007, para 22% em 2017, tendo atingido valores mais elevados em 2012/2013 (cerca de 30%). Esta realidade é determinada em grande medida pela exposição aos próprios bancos residentes, sendo de destacar o aumento dos títulos de dívida, só parcialmente compensado pela redução dos créditos interbancários. Para o aumento verificado no investimento em títulos de dívida terá concorrido o aumento das emissões de dívida hipotecária que, como se discute mais à frente, se encontra, em grande parte, na carteira dos próprios bancos. A necessidade de colateral para obtenção de financiamento junto do Eurosistema contribuiu não só para o aumento dos títulos em carteira no período mais agudo da crise financeira, como

3. Setor financeiro considera bancos (OIFM), sociedades de seguros e fundos de pensões (SSFP), fundos de investimento (FI) e outros intermediários e auxiliares financeiros (OIF).

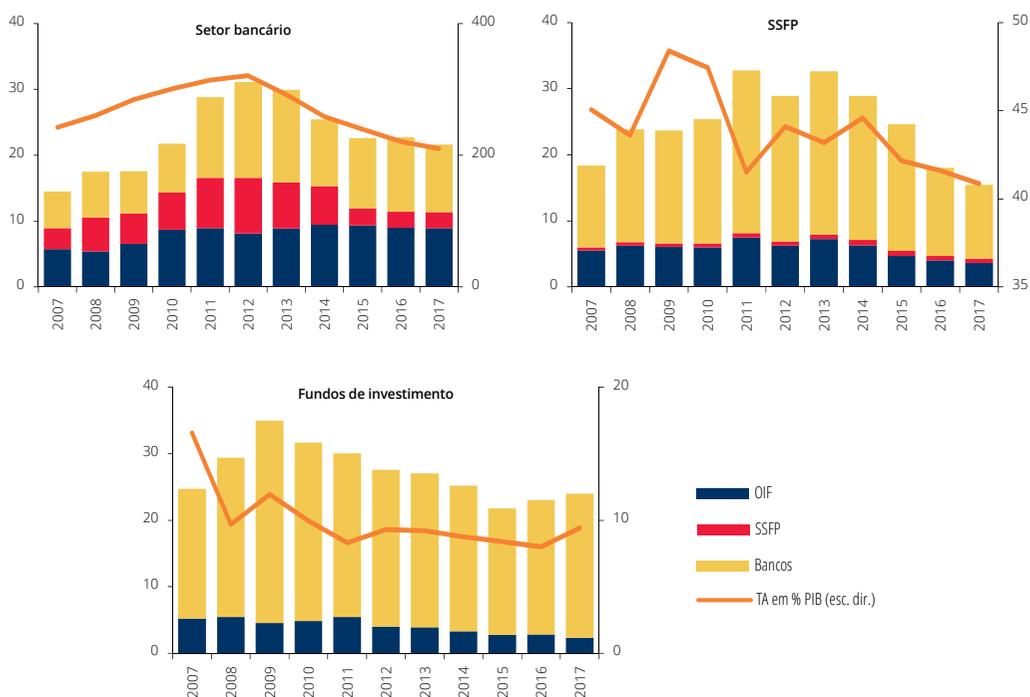
também para a sua redução num momento posterior, uma vez que a partir de 2011 o Banco Central Europeu (BCE) passou a aceitar a dívida não titulada (créditos) de menor qualidade como colateral.

O setor bancário representa também a maior componente da exposição de outros subsectores (sociedades de seguros, fundos de pensões e fundos de investimento) quando analisada em proporção dos ativos financeiros, o que indicia a relevância destes subsectores para o financiamento do sistema bancário. No entanto, esta concentração tem vindo a reduzir-se de forma significativa nos períodos mais recentes, por diferentes motivos, entre os quais:

- A alteração da política monetária do BCE, que veio facilitar o acesso a uma fonte de financiamento alternativa ao mercado, a custo reduzido e com menores restrições nos critérios de elegibilidade;
- A alienação de participações financeiras do setor bancário em algumas das principais sociedades de seguros nacionais, que veio diminuir a influência na gestão destas últimas;
- A introdução de alterações regulamentares, que vieram introduzir incentivos ao aumento da diversificação, com vista a mitigar riscos de concentração e de liquidez. Estas alterações ter-se-ão feito sentir de forma mais evidente nos fundos de investimento e sociedades de seguros, como se refere mais à frente.

Esta análise, com início em 2007, permite demonstrar o aumento da exposição entre os agentes do sistema financeiro nacional, nos principais subsectores (Gráfico 1). Embora com comportamentos diferenciados, é evidente um aumento da exposição intra-setorial durante o período mais agudo da crise económica e financeira, bem como a sua posterior redução nos períodos mais recentes.

**Gráfico 1 • Exposição intra-setorial do setor financeiro | Em percentagem do total de ativos financeiros**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: SSFP – Sociedades de seguros e fundos de pensões; OIF – Outros intermediários financeiros (inclui, nomeadamente, fundos de investimento e instituições financeiras cativas e prestamistas). Por simplificação o subsector OIF inclui igualmente auxiliares financeiros.

### 3 Análise das exposições intra-grupo

À luz da influência exercida pelo setor bancário sobre os restantes subsectores do setor financeiro e dos riscos e vulnerabilidades decorrentes da mesma, importa observar com maior detalhe as relações intra-grupo. Para este efeito, procurou-se caracterizar as interligações entre diferentes subsectores do setor financeiro, nomeadamente entre entidades que pertencem ao mesmo grupo financeiro. Esta secção foca-se nos instrumentos e subsectores considerados mais relevantes para este propósito.

#### 3.1 Caracterização da amostra

Analisou-se a informação disponível em bases de dados internas do Banco de Portugal<sup>4</sup> para caracterizar as carteiras de títulos do setor financeiro nacional, com referência a dezembro de 2017.

No que respeita às exposições intra-grupo, foram consideradas as emissões e detenções de títulos por entidades do setor financeiro residente. Concretizando, consideraram-se as obrigações, unidades de participação e unidades de titularização emitidas pelos sete maiores grupos financeiros residentes<sup>5</sup> (considerando as restantes instituições numa categoria “Outros”) e detidas por bancos, sociedades de seguros, fundos de pensões e fundos de investimento.

Para efeitos de classificação dos grupos financeiros, considerou-se o critério de detenção da maioria do capital social, bem como o critério de influência significativa, no caso de entidades em que o grupo detém uma proporção do capital social ligeiramente inferior a 50%. Nos fundos de pensões e de investimento foi considerada a estrutura acionista das sociedades gestoras dos mesmos, de acordo com os critérios enunciados. No que respeita a obrigações e unidades de titularização emitidas por sociedades e fundos de titularização de crédito, foi classificado o grupo emissor dos títulos de acordo com o banco cedente do crédito que serve de colateral aos mesmos (e não com base na sociedade/fundo de titularização emissor).

Adicionalmente, foi cruzada a informação do International Securities Identification Numbering (ISIN) de cada título (disponível no SIET) com bases de dados comerciais, com vista a completar a caracterização dos mesmos.

A análise dos resultados obtidos deve considerar a existência de limitações à análise efetuada. Tal como já referido, apenas se considerou uma parte dos ativos dos setores em causa (obrigações e unidades de participação e de titularização emitidas e detidas pelo setor financeiro residente considerado nesta análise). Como tal, não se consideraram alguns instrumentos relevantes, como sejam depósitos e créditos, nem emissores do setor financeiro não residente.

#### 3.2 Principais resultados

A análise com referência a dezembro de 2017 permite concluir que para grande parte dos grupos financeiros a exposição intra-grupo anda em torno de 90%, observando-se contudo alguma disparidade entre grupos financeiros (Gráfico 2). O cálculo da média ponderada pelos volumes totais investidos resulta numa concentração de 90% a títulos emitidos pelo próprio grupo financeiro, enquanto a média simples é de 79%.

4. O Banco de Portugal dispõe de uma base de dados estatística com informação compilada numa base título a título e investidor a investidor. Esta base de dados inclui informação de emissões efetuadas por entidades residentes em Portugal, carteiras de residentes em títulos nacionais e estrangeiros e carteiras de não residentes em títulos nacionais. Para maior detalhe ver *Suplemento ao Boletim Estatístico 2/2008* de junho de 2008.

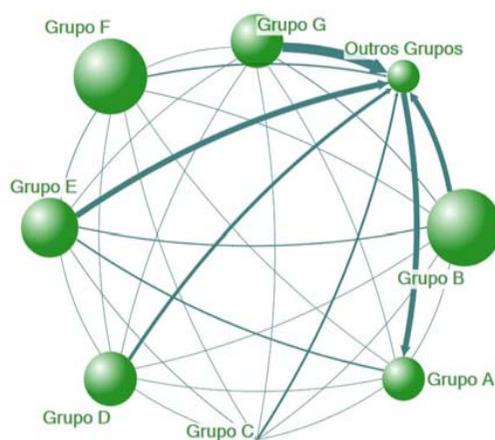
5. Consideraram-se os títulos emitidos pelos seguintes subsectores: bancos, sociedades de seguros, fundos de investimento e de mercado monetário e outros intermediários financeiros. As ações emitidas pelo setor financeiro e detidas pelo mesmo representam apenas 8% do total da carteira considerada (dezembro de 2017). Os sete grupos considerados são: BCP, CGD, NB, MG, BST, BPI e SICAM.

Importa referir que o valor global dos títulos emitidos por sociedades e fundos de titularização de créditos corresponde a cerca de 27% do total dos ativos da amostra, relevando a influência destes títulos nos resultados apresentados. Se as emissões das sociedades e fundos de titularização não tivessem sido classificadas por grupo financeiro de acordo com o colateral (crédito) das mesmas emissões, estas emissões seriam classificadas em “Outros”, reduzindo a exposição intra-grupo para cerca de 65% (média ponderada pelo volume) e aumentando a dispersão da amostra.

Apesar do desinvestimento que o setor bancário tem vindo a realizar nas participações em entidades de outros subsectores, continua a observar-se uma preponderância significativa dos investimentos intra-grupo entre subsectores, que poderá ser explicada, pelo menos em parte, pela reduzida procura por títulos emitidos pelo setor financeiro residente. De facto, cerca de 64% do montante total de títulos de dívida emitidos pelos bancos dos sete maiores grupos financeiros encontram-se nas carteiras de investimento do próprio grupo financeiro, em particular dos bancos. Acresce que, em muitos casos, o próprio grupo adquire a totalidade do montante emitido (cerca de 31% do número total de emissões vivas dos sete maiores grupos financeiros foram adquiridas, na sua totalidade, pelo próprio grupo financeiro<sup>6</sup>). Apesar da existência de regras que enquadram a avaliação dos ativos, a ausência de transações em mercado aumenta o nível de incerteza sobre o preço a que poderiam ser transacionados.

Refira-se que as obrigações hipotecárias, onde se incluem obrigações que podem ser aceites como colateral nas operações de política monetária, assumem um peso preponderante nos ativos dos bancos, representando cerca de metade da sua carteira de títulos de dívida e participações financeiras emitidas pelo setor financeiro residente. Na medida em que não há evidência da existência de um mercado ativo para estas obrigações, esta realidade evidencia que as mesmas estão relacionadas com as operações de financiamento no âmbito do Eurosistema.

**Gráfico 2 • Relações intra-setor financeiro | Rede estática, dezembro 2017**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Emissões de sociedades e fundos de titularização classificadas de acordo com o colateral associado às mesmas. A dimensão das esferas e as percentagens indicadas refletem a exposição intra-grupo. A direção das setas reflete a detenção de obrigações, unidades de participação e unidades de titularização de um grupo financeiro por outro grupo, enquanto a largura das mesmas reflete o montante desses mesmos títulos detidos pelo grupo de origem da seta e emitidos pelo setor de destino. Note-se que no caso dos “Outros grupos” a dimensão da esfera não corresponde a exposição intra-grupo, mas a exposição entre bancos considerados nesta categoria.

6. Este valor sobe para 58% se considerarmos a média ponderada pelos volumes emitidos.

Já no caso dos investimentos das sociedades de seguros que pertencem aos sete maiores grupos financeiros, a categoria de títulos de dívida *unsecured* é a mais representativa (cerca de 40% da sua carteira de títulos de dívida e participações financeiras emitidas pelo setor financeiro residente). Não obstante, refira-se que este segmento registou uma redução significativa dos investimentos intra-grupo nos últimos anos, associada à alienação de participações financeiras dos bancos em algumas das maiores sociedades de seguros nacionais e à entrada em vigor do regime Solvência II (janeiro de 2016), que veio introduzir requisitos de capital para o risco de crédito/concentração. Em sentido contrário, tem-se verificado um aumento da exposição a títulos de dívida pública (embora em parte decorrente do efeito de valorização), o que poderá estar associado ao tratamento prudencial decorrente do regime de Solvência II, relativamente mais favorável para títulos de dívida soberana.

Os fundos de pensões e de investimento são os subsectores com menor relevância dos investimentos intra-grupo no total da amostra considerada. Para esta realidade poderá ter contribuído a introdução, em 2013, de nova legislação sobre os limites à concentração das carteiras dos fundos de investimento.<sup>7</sup> No entanto, mesmo nestes casos, o investimento intra-grupo representa mais de metade do total da amostra considerada (Quadro 1).

**Quadro 1 • Investimento intra-grupo dos sete principais grupos financeiros**  
| Em percentagem do valor total das carteiras, por subsetor, dezembro 2017

	Média simples	Média ponderada pelo volume	Memo: Peso do setor no total da amostra
Bancos	80	91	91
Empresas de seguros	54	76	5
Fundos de investimento	62	70	1
Fundos de pensões	65	77	3
<b>Total</b>	<b>79</b>	<b>90</b>	

Fonte: Banco de Portugal.

Apesar da significativa concentração dos investimentos intra-grupo em todos os segmentos, interessa salientar que os fundos de investimento e os fundos de pensões representam apenas 1% e 3%, respetivamente, do valor da carteira considerada. Esta situação seria expectável, uma vez que estes subsectores assumem menor relevância no total dos ativos financeiros do setor financeiro (4% no final de 2017), enquanto o setor bancário corresponde a cerca de 49%.

Esta análise tem por base informação das carteiras de títulos de dívida, unidades de participação e unidades de titularização de crédito, que correspondem a cerca de 29% e 78% do total do ativo financeiro dos bancos e das sociedades de seguro, respetivamente. Adicionalmente, tendo presente o tema em análise, refira-se ainda que os títulos detidos e emitidos pelo setor financeiro residente nunca assumem um peso superior a 20% do valor agregado dos ativos dos setes maiores grupos financeiros em cada subsetor.

Tendo ainda em conta a importância do crédito concedido nos ativos do setor bancário (cerca de 63%), foi analisado o crédito concedido a entidades financeiras do próprio grupo, concluindo-se que este representa, em média, 60% do total do crédito concedido ao setor financeiro residente

7. Diretivas n.ºs 2011/61/UE, e 2013/14/UE, que procederam à revisão do regime jurídico dos organismos de investimento coletivo.

(82% se considerarmos apenas bancos residentes). No entanto, refira-se que o total do crédito cedido ao setor financeiro residente é pouco expressivo, representando apenas 9% do total do ativo.

Sublinhe-se ainda que a relevância da amostra considerada no total de ativos de cada sub-setor apresenta uma dispersão considerável, sendo mais significativa no caso do setor bancário. Adicionalmente, uma proporção significativa dos investimentos intra-grupo dos fundos de investimento e de pensões corresponde a unidades de participação de fundos geridos pelo mesmo grupo. Assim, embora a concentração dos investimentos intra-grupo possa indiciar a existência de alguma influência do grupo nas decisões de investimento das sociedades gestoras, não se afigura como preocupante quando considerada em proporção do total de ativos dos fundos.

## 4 Interligações indiretas (dívida soberana) e contágio<sup>8</sup>

De forma complementar à análise apresentada na secção anterior, a exposição a riscos comuns assume-se como outro fator potenciador do risco sistémico no contexto das interligações, sublinhando-se a relevância assumida pela exposição a títulos de dívida pública nacional. Nesta medida, e tendo por base alguns pressupostos simplificadores, esta secção ilustra o impacto potencial de uma subida das *yields* dos títulos de dívida pública nacional (choque) sobre os diversos setores institucionais da economia Portuguesa. O impacto deste choque é apurado tendo por base a redução imediata do valor de mercado dos títulos (desvalorização) e, adicionalmente, as repercussões que a materialização deste risco poderia assumir ao nível da propagação de perdas, decorrente da existência de participações financeiras (contágio).

Recorrendo a dados micro obtêm-se os parâmetros que permitem estimar o impacto da referida subida das *yields* no preço dos títulos de dívida pública (duração modificada). Tendo por base esses parâmetros, são utilizados dados agregados das contas financeiras com informação setorial, que possibilitam a determinação das perdas inerentes ao choque, bem como o seu contágio através de participações financeiras, para os vários setores institucionais.

### 4.1 Descrição da amostra

Conforme referido anteriormente, os dados de base utilizados nesta secção provêm de fontes de informação distintas. Recorre-se a dados agregados das contas financeiras com um duplo propósito: (i) quantificar a exposição dos diferentes setores da economia a títulos de dívida emitidos por administrações públicas e (ii) caracterizar a rede de participações financeiras entre os diversos setores institucionais da economia Portuguesa. As contas financeiras<sup>9</sup> correspondem a um conjunto estruturado e coerente de informações estatísticas, que regista transações e posições financeiras entre os vários setores institucionais da economia (incluindo o resto do mundo), sob a forma de vários tipos de instrumentos financeiros. Neste contexto, as economias são compostas por dez setores principais e distintos: Particulares (Part), Sociedades não financeiras

8. A análise de contágio presente nesta secção utiliza uma abordagem idêntica ao capítulo 13 do e-book: *STAMPE Stress-Test Analytical for Macroprudential Purposes in the euro area*. No entanto, ao invés de se assumir uma redução exógena de capital, o choque adverso é calculado tendo por base uma vulnerabilidade da economia Portuguesa que assenta numa exposição elevada a dívida soberana.

9. Normalmente, as contas financeiras assumem uma representação bidimensional centrada no setor institucional e no instrumento financeiro, ou seja, cada setor institucional é analisado na perspetiva do total de ativos financeiros detidos e passivos emitidos, sem identificar as respetivas contrapartes. No entanto, devido ao elevado nível de granularidade de várias fontes de informação, é possível ir um passo além e identificar as contrapartes, enriquecendo a análise e disponibilizando dados conhecidos como "Quem-a-Quem". Estas estatísticas fornecem dados relevantes dos diferentes agentes económicos, agrupados de acordo com o enquadramento metodológico do Sistema Europeu de Contas (SEC 2010).

(SNF), Outras instituições financeiras monetárias (OIFM)<sup>10</sup>, Sociedades de seguros (SS), Fundos de pensões (FP), Outros intermediários financeiros e auxiliares financeiros (OIF), Fundos de investimento (FI), Administrações públicas (AP), Banco central (BC) e Resto do mundo (RM).

A partir de bases de dados micro é possível obter o montante investido por cada setor institucional em cada título de dívida pública (por ISIN). Com base nestes ISINs é possível obter, das bases de dados comerciais, a duração modificada, título a título (neste caso utilizou-se a *Thomson Reuters Eikon*). Com estes dados, calculou-se a duração média, ponderada pelo montante investido, para cada setor institucional.

Na medida em que as vulnerabilidades não são realidades estanques, e com o intuito de perceber de que forma um aumento das *yields* de dívida pública se repercutiria sobre os diferentes setores institucionais da economia nacional, é determinado o impacto imediato da desvalorização dos títulos e realizada uma análise de redes dinâmica em dois momentos do tempo (dezembro de 2012 e de 2017).<sup>11</sup>

## 4.2 Análise da exposição a dívida soberana nacional e impacto de uma subida das *yields*

A exposição ao risco soberano, num contexto de elevado endividamento das administrações públicas, constitui uma importante vulnerabilidade do sistema financeiro português, podendo afetar as suas condições de financiamento e solvabilidade. De facto, a exposição do sistema financeiro residente a títulos de dívida emitidos pela administração pública Portuguesa assume valores muito significativos, em particular nos setores segurador, dos fundos de pensões e bancário (Gráfico 3), embora refletindo em parte a valorização destes títulos. Neste contexto, registre-se o aumento expressivo desta exposição no setor segurador (aproximadamente, 7,4 pp, embora apenas 3,4 pp se excluído o efeito preço), medida em percentagem dos ativos financeiros detidos, entre 2012 e 2017. Tal como já referido, esta evolução pode ser explicada, pelo menos em parte, pela entrada em vigor do regime Solvência II.

Refira-se, também, o crescimento assinalável verificado na exposição do Banco Central a esta classe de ativos, que se deve à política monetária conduzida pelo Banco Central Europeu, nomeadamente aos programas de compras de ativos em curso. De referir que, no âmbito deste programa, o risco associado a estes títulos não é partilhado com o Eurosistema.

As administrações públicas assumem também uma exposição relevante a títulos de dívida emitidos pelo próprio setor institucional (sobretudo obrigações do Tesouro). Embora represente valores pouco significativos, observa-se também um aumento da exposição dos particulares a títulos emitidos por administrações públicas (Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável – OTRV). Refira-se que outros títulos de dívida pública detidos por particulares, como sejam os certificados de aforro e do tesouro, são resgatáveis ao valor nominal, ao que acresce o facto de em termos estatísticos serem classificados em depósitos, pelo que não são considerados no âmbito deste exercício.

A evolução da exposição do setor financeiro ao risco soberano vem reforçar os riscos associados à subida abrupta das *yields*, na medida em que a sua materialização teria consequências materiais na desvalorização de uma parte significativa dos ativos detidos pelo setor financeiro.

10. Este setor é maioritariamente constituído por bancos, embora inclua também fundos de mercado monetário. Por simplificação, no texto faz-se referência apenas a bancos.

11. Por limitações de dados, não foi possível realizar esta análise para um período anterior a 2012.

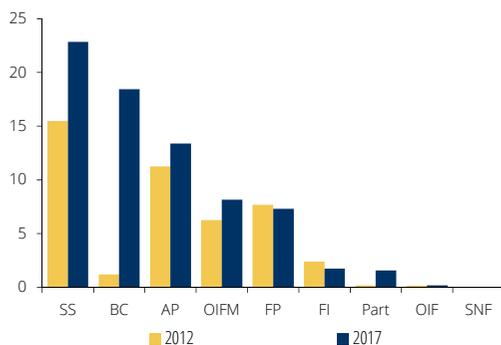
A análise efetuada procura quantificar as perdas associadas a este choque em cada um dos subsectores avaliados neste exercício. Para este efeito, foram considerados dois impactos, um decorrente da desvalorização imediata dos títulos e outro do contágio.

Quantificada a exposição a dívida pública nacional e a duração modificada média das carteiras, por setor institucional, simulou-se o impacto do choque definido. A desvalorização dos títulos associada a um aumento de 100 pb na *yield* do soberano é apurada por setor (*i*) e período (*t*):

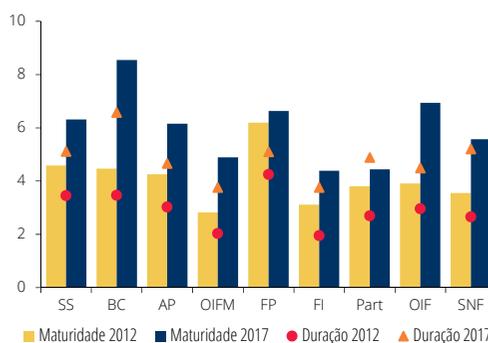
$$\delta_t^i = VM \text{ títulos}_t^i \times \text{duração modificada}_t^i \times \Delta \text{ yield}$$

O gráfico 4 ilustra a duração e maturidade médias por setor institucional nos dois momentos do tempo considerados. É possível observar que o valor da duração média das carteiras aumentou de forma considerável para a generalidade dos setores institucionais entre 2012 e 2017. De facto, durante o período mais agudo da crise económico-financeira, ocorreu uma redução significativa dos montantes emitidos de dívida pública, bem como da maturidade média destas emissões. Esta situação resultou de uma redução da procura, sobretudo no segmento de médio e longo prazo, e justifica-se pelo facto de tanto o risco de crédito como o risco de taxa de juro assumidos pelos investidores aumentarem com a maturidade das obrigações adquiridas.

**Gráfico 3 • Dívida pública nacional | Exposição por setor institucional**



**Gráfico 4 • Duração e maturidade | Valores médios ponderados, por setor institucional**

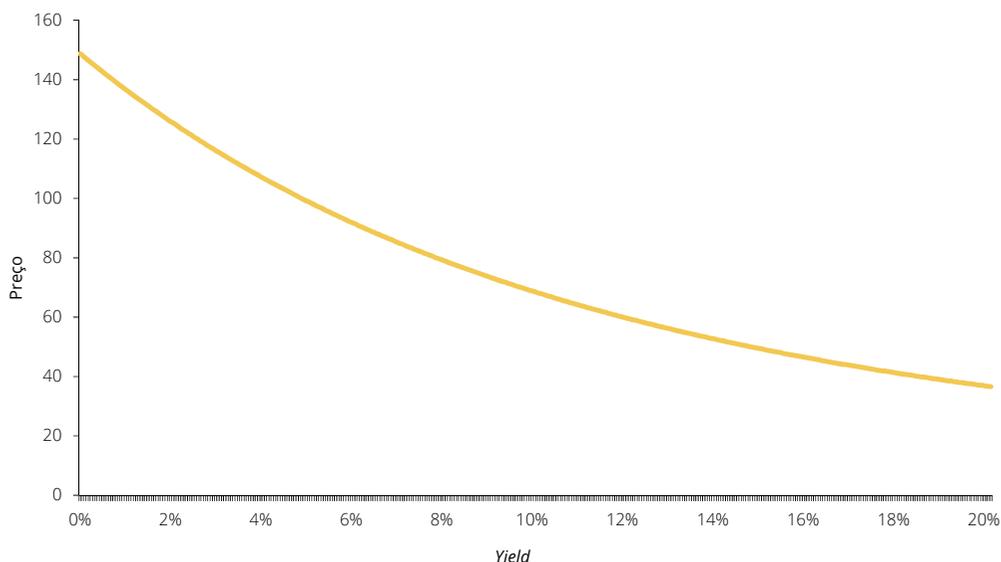


Fonte: Banco de Portugal.

Num período posterior, observou-se uma redução significativa da perceção de risco dos investidores, que se traduziu numa redução das *yields* exigidas e numa maior disponibilidade para assumir o risco de crédito associado a prazos mais longos. Visto que se tornou possível o financiamento da República Portuguesa a custos inferiores, ter-se-á verificado um aumento da maturidade dos títulos de dívida pública Portuguesa oferecidos em mercado primário.

Refira-se, também, que a sensibilidade do preço dos títulos de dívida a variações na *yield* aumenta à medida que o valor de mercado dos títulos sobe. De facto, esta relação não é linear, verificando-se um aumento da sensibilidade do preço à medida que a *yield* diminui (efeito da convexidade – Gráfico 5). Considerando, a título exemplificativo, o *benchmark* da dívida soberana Portuguesa a cinco anos, verificou-se uma redução de cerca de 4,8 pp na *yield* exigida pelos investidores entre o final de 2012 e de 2017. Este efeito de redução da *yield* (e de correspondente aumento do preço) terá também contribuído para o aumento da duração média dos títulos de dívida.

**Gráfico 5 • Exemplo ilustrativo da relação entre o preço e a *yield* de uma obrigação**



Nota: Exemplo ilustrativo de uma obrigação com valor nominal de 100 euros, cupão anual de 5% e maturidade de 10 anos.

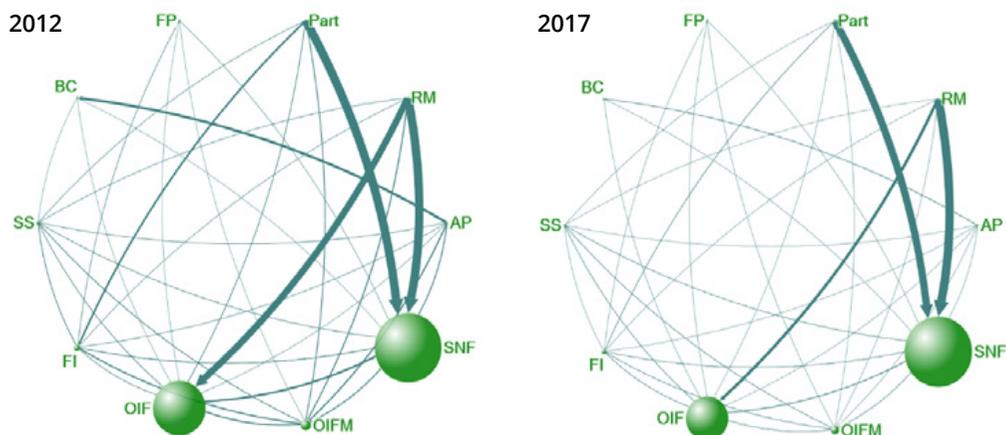
Importa salientar que, num contexto de agudização das condições de financiamento da República Portuguesa, seria expectável também um aumento dos custos de financiamento dos restantes setores. Não obstante, considerando que os títulos de dívida pública constituem uma das principais fontes de exposição a riscos comuns (dada a sua relevância nas carteiras de títulos dos setores considerados), nesta fase optou-se por ignorar os efeitos associados a um aumento dos prémios de risco dos títulos de dívida dos restantes setores.

### 4.3 Mecanismo de contágio e decomposição de resultados

De modo perceber e quantificar o impacto da propagação de perdas, relacionadas com a desvalorização de títulos, no balanço dos diferentes setores, utilizou-se a informação do “Quem-a-Quem” para participações financeiras (considerando ações e unidades de participação). Esta informação apresenta características interessantes do ponto de vista da análise de contágio. Na medida em que os diferentes setores institucionais estão interligados através da detenção cruzada de participações financeiras, estes formam uma rede fechada e consistente. Fazendo uso dos impactos imediatos da redução de valor dos títulos e com base na informação da secção 4.2, pretende-se agora realizar um exercício que explore o conceito de contágio setorial.

O Gráfico 6 apresenta as redes apuradas em 2012 e 2017, refletindo as participações financeiras entre os diversos setores institucionais da economia Portuguesa e o Resto do Mundo. Refira-se que não se observam alterações materiais entre estes dois momentos do tempo e que as maiores exposições intra-setor se encontram nas sociedades não financeiras e nos outros intermediários financeiros.

## Gráfico 6 • Rede de participações financeiras



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: A direção das setas reflete a detenção de participações financeiras de um setor pelo outro, enquanto a largura das mesmas reflete o montante dos títulos detidos pelo setor de origem da seta e emitidos pelo setor de destino da seta. A dimensão das esferas reflete a detenção de participações financeiras intra-setor. Legenda: Particulares (Part), Sociedades não financeiras (SNF), Outras instituições financeiras monetárias (OIFM), Sociedades de seguros (SS), Fundos de pensões (FP), Outros intermediários financeiros e auxiliares financeiros (OIF), Fundos de investimento (FI), Administração pública (AP), Banco central (BC) e Resto do mundo (RM).

O mecanismo de contágio utilizado nesta simulação assume que os setores considerados na análise avaliam todos os seus investimentos em participações financeiras e títulos de dívida pública nacional ao seu valor de mercado *mark-to-market*. Deste modo, assume-se que as perdas associadas a estes ativos, em resultado do aumento das *yields*, são deduzidas ao capital próprio de cada um dos setores e que as perdas de capital num setor são rapidamente transmitidas aos outros setores através de participações cruzadas.<sup>12</sup> O algoritmo iterativo inerente a este mecanismo calcula a distribuição de perdas na economia ao longo de várias rondas e este processo continua até que: (i) o choque alcance um setor que não emite capital<sup>13</sup>; ou (ii) o capital próprio do setor afetado seja consumido por completo. Importa sublinhar que, assumindo-se que o mercado é eficiente, a materialização das perdas provenientes do contágio setorial seria imediata. Adicionalmente, não são consideradas reações dos agentes económicos a choques adversos e assume-se que a absorção de perdas se restringe a participações financeiras.

O gráfico 7 ilustra a decomposição de efeitos, por setor institucional, face ao choque simulado. O primeiro painel de gráficos apresenta o impacto de desvalorização dos títulos detidos, fruto da exposição direta a dívida soberana, e o impacto por via de contágio setorial, ambos medidos em percentagem do PIB observado em cada um dos períodos analisados. A magnitude do impacto total, acumulado por todos os setores institucionais residentes, é de 1,7% e 4,9%, em 2012 e 2017, respetivamente. Existem setores que são mais impactados em ambos os períodos e que contribuem mais decisivamente para este resultado, como sejam os bancos, a administração pública e os outros intermediários financeiros. Em 2017 destaca-se, também, o impacto material que incide sobre o banco central (setor mais afetado pelo choque inicial), fruto do já referido aumento da exposição a dívida pública portuguesa. Importa salientar que

12. Ver Castrén, O. and Kavonius, I.K. (2009), "Balance sheet interlinkages and macrofinancial risk analysis in the euro area", *Working Paper Series*, No 1124, ECB.

13. Os particulares e administrações públicas são um exemplo disto mesmo. Adicionalmente, neste exercício assume-se que o setor institucional resto do mundo não propaga as perdas.

estes resultados devem ser lidos em função da magnitude atribuída ao choque inicial. De facto, refira-se que o choque simulado poderá revelar-se reduzido quando comparado com algumas situações ocorridas no passado, sobretudo durante o período mais agudo da crise financeira. Adicionalmente, tal como já referido, esta simulação ignora potenciais efeitos de contágio sobre a dívida privada, bem como a existência de eventuais mitigantes como sejam derivados de cobertura, e sobre as condições de acesso ao financiamento, que num contexto de elevado nível de endividamento da economia nacional teria efeitos potencialmente mais severos.

Importa também salientar que alguns setores, como sejam os outros intermediários financeiros e os particulares, apresentam um impacto reduzido (ou inclusivamente nulo) por via da desvalorização de títulos de dívida pública nacional (Painéis 1 e 2). No entanto, devido à existência de participações financeiras cruzadas entre estes e os restantes setores, apura-se um impacto mais significativo por via do contágio setorial. No caso das administrações públicas, importa referir que o elevado impacto proveniente do contágio, em 2017, se explica sobretudo pela desvalorização da sua participação financeira no banco central que, como já referido, apresentava uma exposição direta significativa a dívida pública neste período. No extremo oposto destacam-se o setor segurador, bancos e fundos de pensões que, exibindo uma exposição elevada a dívida pública, são relativamente mais impactados pelo primeiro canal.

É também possível observar um aumento da magnitude dos impactos de 2012 para 2017. Uma vez que não se observam diferenças significativas na composição das redes entre os dois períodos, existem dois fatores que explicam este resultado. Por um lado, a exposição relativa<sup>14</sup> a dívida soberana aumentou para a generalidade dos setores entre estes dois períodos, o que em parte reflete a valorização destes títulos. Por outro lado, tal como referido anteriormente, observa-se também um aumento das durações entre estes dois períodos, contribuindo para um aumento do impacto das perdas apuradas.

Na medida em que o capital próprio<sup>15</sup> das instituições permite absorver prejuízos, importa analisar estes resultados também à luz deste indicador (Painel 3). Neste sentido, note-se o impacto sobre esta métrica nos setores segurador, bancário e banco central, decorrente, em larga medida, da relevância da exposição dos mesmos a títulos de dívida pública nacional. Analisando o impacto no setor bancário, uma subida de 100 pb das *yields* da dívida pública nacional teria um impacto de aproximadamente 4,5% do seu capital próprio (dezembro de 2017). Alternativamente, em proporção dos ativos ponderados pelo risco, o mesmo choque originaria um impacto total de cerca de 0,68 pp (dos quais 0,10 pp decorrente do efeito de contágio) no rácio de capital regulamentar. A este respeito, importa referir que uma proporção significativa dos títulos de dívida pública são classificados na carteira de disponíveis para venda (*available for sale*) – o que implica que os ativos são avaliados a valor de mercado – e, contrariamente ao que sucedia no passado, atualmente (2018) não existem quaisquer filtros prudenciais associados, i.e. as perdas de valor são integralmente deduzidas a capital. Já no caso do banco central, este choque resultaria num impacto negativo de, aproximadamente, 16% do seu capital próprio. Estes fatores concorrem para uma maior sensibilidade do balanço face a variações da *yield* de títulos dívida pública, justificando um acompanhamento regular deste tema.

14. Observa-se uma redução da exposição do setor bancário (OIFM) a dívida pública nacional entre 2012 e 2017. Contudo, uma vez que esta redução foi acompanhada de uma desalavancagem muito acentuada, tal resultou num aumento da exposição relativa.

15. De acordo com o SEC 2010, na ausência de valores de mercado para os capitais próprios é feita uma aproximação através do valor contabilístico dos fundos próprios.

A leitura destes resultados ilustra a relevância deste tipo de simulações do ponto de vista macroprudencial. De facto, a análise da arquitetura de redes financeiras é fundamental para compreender a natureza do risco sistémico, que pode ser desencadeado por determinados eventos, através da análise dos diferentes canais existentes e da quantificação de propagação de choques pela economia.

## 5 Conclusões

No contexto de elevados níveis de incerteza observados durante a crise económica e financeira, o aumento da fragmentação dos mercados financeiros a nível internacional refletiu-se num aumento das interligações diretas no setor financeiro nacional, a que acresceu o aumento da exposição a riscos comuns, em particular, ao risco soberano (interligações indiretas). Apesar dos esforços desenvolvidos nos períodos mais recentes para reduzir a relação entre o risco soberano e financeiro, a exposição do setor financeiro ao risco soberano permanece elevada.

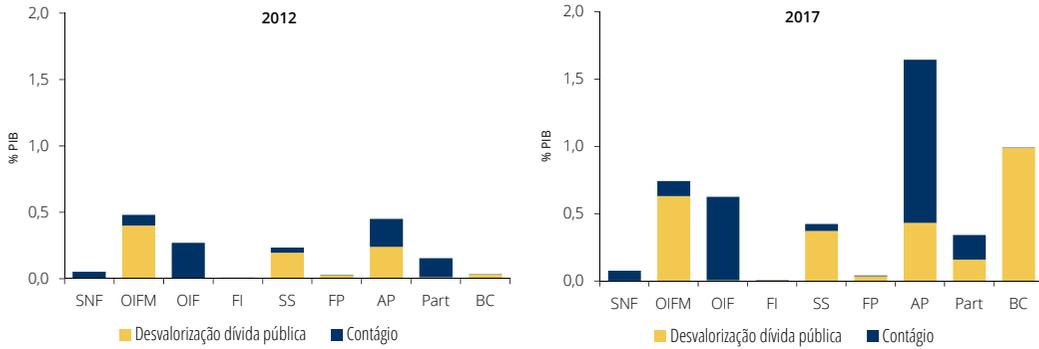
Este estudo documenta a realidade nacional no enquadramento referido, numa perspetiva de evolução histórica a nível agregado e evidenciando, para um período mais recente, a preponderância das exposições intra-grupo. Os resultados apurados comprovam o aumento das interligações durante a crise económica e financeira e indiciam, através da análise das exposições intra-grupo, a influência significativa que o setor bancário exerceu sobre a gestão das sociedades de seguros, fundos de pensões, fundos de investimento e outros intermediários financeiros. Adicionalmente, os resultados da análise da exposição a riscos comuns sugerem que a vulnerabilidade da economia Portuguesa perante um cenário de aumento de *yields* se intensificou entre 2012 e 2017. Esta intensificação surge num contexto de aumento da exposição relativa a dívida soberana, bem como da duração associada à mesma para a maioria dos setores.

Os resultados desta análise devem ser lidos em função dos dados analisados e dos pressupostos assumidos. Em particular, este exercício ignora: (i) reações por parte dos agentes face a choques adversos, (ii) absorção de perdas por outras classes de ativos que não participações financeiras, e (iii) efeitos de contágio sobre dívida privada. Finalmente, a dimensão do choque simulado poderá revelar-se reduzida quando comparada com períodos de instabilidade vividos no passado.

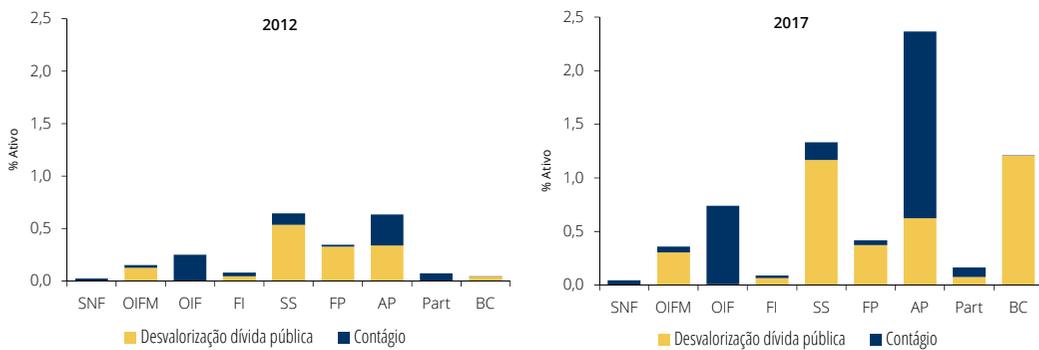
Com vista à mitigação dos riscos sistémicos, é de salientar a necessidade de prosseguir a vigilância sobre o tema das interligações. Dada a relevância das mesmas entre os diferentes subsectores, bem como dos diferentes enquadramentos regulamentares, sublinhe-se a pertinência da cooperação institucional entre as diferentes autoridades, nacionais e internacionais, responsáveis pela regulamentação e supervisão do sistema financeiro.

**Gráfico 7 • Impacto de uma subida das *yields* de 100 pb | Decomposição de efeitos (% PIB, % ativo financeiro e % capital)**

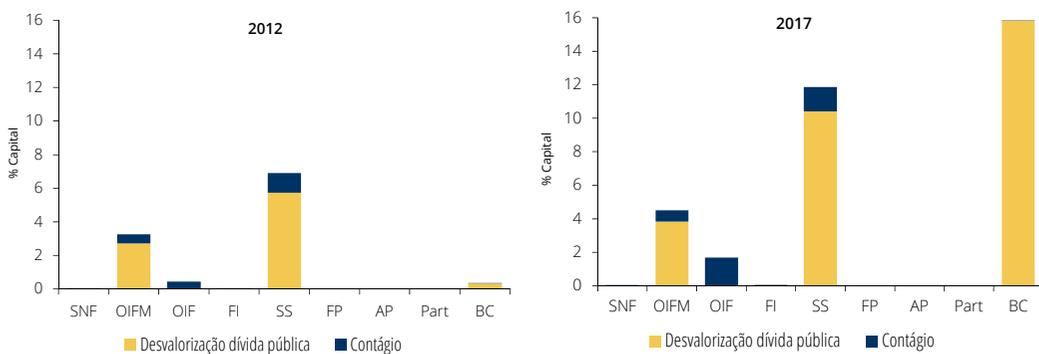
**Painel 1**



**Painel 2**



**Painel 3**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Ativo financeiro inclui empréstimos, numerário e depósitos, títulos de dívida e participações financeiras.

# Um *safe asset* para a área do euro: a iniciativa de *Sovereign Bond-Backed Securities* (SBBS)

Uma das principais lições da crise das dívidas soberanas na área do euro é a importância de quebrar a ligação entre bancos e soberanos. Tal foi constatado ainda durante a crise, tendo motivado o lançamento da União Bancária. Os esforços desenvolvidos desde então contribuíram para a melhoria das condições económicas e financeiras, mas a necessidade de reforçar a integração na área do euro permanece no centro do debate, dinamizado pela apresentação de propostas por parte da academia e da classe política. Entre estas, a possível criação de um *safe asset* para a área do euro tem suscitado interesse crescente, nomeadamente após a introdução na discussão de títulos designados de *sovereign bond-backed securities*. Considera-se assim oportuno proceder a uma sistematização da temática dos *safe assets*, descrevendo o enquadramento teórico, a motivação política no contexto europeu e as principais iniciativas apresentadas até à data, com ênfase nas mais recentes.

## 1 *Safe assets*: características e finalidades

Os denominados *safe assets* têm em comum o facto de serem ativos financeiros percecionados como evidenciando risco idiossincrático mínimo e previsibilidade de rendimentos em qualquer circunstância (em particular em situações de crise, razão pela qual em fases de maior aversão ao risco a sua procura tende a aumentar). A perceção de segurança também deriva de serem amplamente utilizados e aceites pelos participantes no mercado e, por conseguinte, formarem mercados líquidos de dimensão global, envolvendo grandes volumes de transações e, conseqüentemente, apresentarem reduzida volatilidade de preços.

Ainda que não existam ativos financeiros intrinsecamente isentos de risco, os mercados financeiros globais parecem desenvolver-se nesse pressuposto, aferindo pela dimensão global do mercado de *safe assets*<sup>1</sup>. Em certa medida – conforme sugerem Gorton, Lewellen, e Metrick (2012) – a sua importância parece reconduzir-se a uma procura ou necessidade estrutural dos agentes de mercado por estes ativos tendo em vista a satisfação de uma grande amplitude de funções essenciais<sup>2</sup> para a fluidez da economia e dos mercados financeiros.

Apesar da simplificação subjacente à qualificação como *safe assets*, convém realçar que esta classe é composta por um conjunto diferenciado de ativos, emitidos tanto por entidades públicas (e.g. Administração Central) como privadas (e.g. instituições financeiras).

Não obstante, a alusão a *safe assets* reconduz-se tipicamente a obrigações de dívida soberana, que representam a maior fatia deste bolo (em 2011 as obrigações de países da OCDE com *rating* AAA/AA representavam cerca de 45% do mercado global de *safe assets* (FMI, 2012)), a que se juntam, entre outros: tranches sénior de operações de titularização (17%); ouro (11%); obrigações

1. Em 2011 ascendia, a nível mundial, a mais de \$114 biliões, o correspondente a onze vezes o PIB dos EUA (FMI, 2012).

2. Segundo Gorton (2016), "Safe assets, whether coins made of precious metals or some forms of public or privately-produced debt, are the life blood of an economy."

hipotecárias (4%); obrigações emitidas por entidades supranacionais (1%) e obrigações emitidas por empresas com determinadas características (e.g. em termos de *rating* e dimensão) (11%).

Não deixa também de ser interessante o facto de o leque de ativos financeiros percecionados como (relativamente) seguros ser bastante dinâmico, tendo vindo a evoluir ao longo do tempo: nos Estados Unidos, até 1970, os participantes no mercado utilizavam obrigações de empresas (e não dívida soberana) com *rating* elevado – caso da General Motors ou da American Telephone & Telegraph – como referenciais para a valorização de outros instrumentos financeiros (Fisher, 2013).

Os denominados *safe assets* são utilizados pelos participantes no mercado para inúmeras finalidades, designadamente como: (i) reserva de valor e proteção de capital na composição das carteiras de investimento (aspeto central para certos investidores com uma ótica de investimento de longo prazo, como fundos de pensões e empresas seguradoras); (ii) colateral de elevada qualidade – ou garantia – em transações nos mercados com garantia, como REPO e de derivados financeiros, consubstanciando uma fonte essencial de liquidez (funcionando como que um substituto da confiança na contraparte); (iii) referencial de preço para ativos com (mais) risco; (iv) instrumento utilizado como colateral nas operações de política monetária; (v) cumprimento de requisitos estabelecidos na legislação e regulamentação prudencial; (vi) referenciais para a medição da *performance* das gestoras de ativos.

Quando vários ativos são percecionados como suscetíveis de satisfazer as mesmas finalidades, os participantes no mercado tendem a utilizá-los como substitutos, tipicamente em fases de reduzida aversão ao risco. É o caso, por exemplo, da proliferação observada do uso de tranches sénior de *rating* AAA de operações de titularização como substitutos de dívida soberana antes da crise financeira que teve início em 2007. Alguns autores associam a proliferação e extensão desta substituíbilidade a uma escassez de oferta estrutural de *safe assets* de natureza pública (dívida soberana), que motivou a intensificação da engenharia financeira e a produção de *safe assets* de natureza privada (titularizações), consubstanciando-se numa das vulnerabilidades que esteve na origem e contribuiu para exacerbar as consequências da crise.

Os participantes no mercado tendem a utilizar estes ativos de forma generalizada, por aceitarem que os riscos que lhes estão associados são de tal modo reduzidos que dispensam a obtenção prévia de informação sobre os seus atributos para a concretização da transação<sup>3</sup>. A ampla e rápida transmissibilidade desses ativos surge assim associada a uma convicção coletiva que se traduz em comportamentos e práticas amplamente aceites e estabelecidas entre os participantes no mercado<sup>4</sup>: estes utilizam os ativos como se fossem verdadeiramente seguros ou, pelo menos, suficientemente seguros para serem passíveis de instantaneamente mudarem de mãos *no questions asked* (Holmström, 2015 e Gorton, 2016), dispensando assim o processo de determinação do exato valor do instrumento tendo em conta os seus fundamentais.

A perceção generalizada de segurança destes ativos poderá ainda ser motivada pela atual arquitetura legal e institucional, em particular pelas seguintes componentes: (i) o desenho de cláusulas contratuais que permitem acautelar o pagamento integral e atempado; (ii) a atribuição de rótulos que atestam a segurança do ativo (e.g. notações de risco de crédito atribuída pelas agências de *rating*) e (iii) a prestação de garantias (e.g. concedidas por Estados, bancos centrais). Gelpern e Gerding (2016) sustentam ainda que as fragilidades decorrentes do desalinhamento entre estas três componentes – *making, labelling, guaranteeing* – está na origem das crises financeiras.

3. Gorton (2016) qualifica esta postura como *information insensitive*, tornando-se *information sensitive* quando já existe uma perceção iminente de um elevado risco idiossincrático de incumprimento por parte do emitente desse instrumento de dívida, suscetível de desencadear uma crise. A característica de *information sensitivity* foi anteriormente identificada por Dang, Gorton e Holmstrom (2015).

4. Gelpern e Gerding (2016) qualificam este fenómeno de *shared belief* ou *social commitment*.

Também a própria regulação prudencial aplicável às instituições de crédito desempenha um papel relevante na construção dessa percepção de segurança e no recurso sistemático por parte das instituições de crédito a estes ativos ao tratá-los como um ativo isento de risco para efeitos da determinação dos requisitos de capital. Com efeito, relativamente às instituições de crédito que utilizam o Método Padrão<sup>5</sup>, a regulação prudencial prevê a aplicação de um ponderador de risco de 0% às posições em risco sobre Administrações Centrais (ou bancos centrais) dos Estados-Membros, expressas e financiadas na moeda nacional dessa Administração Central (ou desse banco central).

Embora a recente crise financeira tenha trazido a questão do tratamento regulamentar atribuído às exposições perante soberanos para a agenda do debate político, nomeadamente pelas distorções que poderão provocar a nível da percepção do risco, os últimos desenvolvimentos no Comité de Basileia realçam a complexidade de uma alteração imediata deste enquadramento – conforme aludido adiante.

## 2 O papel dos *safe assets*: do interesse académico à recente crise das dívidas soberanas da área do Euro

A temática dos *safe assets* não é nova, constituindo inclusivamente um elemento central na Teoria Económica e Financeira que, com o propósito de sistematizar e modelizar a complexa realidade, se baseia em determinadas simplificações ou pressupostos teóricos; é o caso da (hipotética) “taxa de juro sem risco” tipicamente associada à rendibilidade de obrigações de dívida soberana de *rating* elevado. Esta é justamente uma das premissas centrais no desenvolvimento de modelos como o CAPM (*Capital Asset Pricing Model*, utilizado na estimativa do custo de capital de empresas e na avaliação de *portfolios* tendo subjacente a teoria da carteira eficiente, de Markowitz), que visam modelizar a relação entre risco e retorno na avaliação de ativos. Os participantes no mercado podem assim recorrer a estes modelos para: estabelecer referenciais para a valorização de ativos financeiros (com mais risco), selecionar ativos e otimizar carteiras e estratégias de investimento, bem como avaliar a *performance* das próprias gestoras de ativos. Reflexo do reconhecimento do alcance proporcionado pela *Modern Portfolio Theory*, a evolução da teoria económica e financeira avançou no desenvolvimento de alternativas ao modelo CAPM, onde se incluem o *Arbitrage Pricing Theory* (APT) e *Multi-Factor Models*.

O crescente interesse na literatura financeira em torno do conhecimento destes *safe assets* reconduziu-se ainda à identificação das determinantes da oferta e da procura por estes ativos e à sua influência (i) na evolução dos fluxos de capitais internacionais e das taxas de juro de longo prazo, bem como (ii) na evolução da produção de ativos, com especial enfoque na economia norte-americana no período anterior à crise financeira. Assim, tal como sistematizado por Gelpert e Gerding (2016), duas correntes parecem ter emergido na literatura: por um lado, relacionando as motivações subjacentes à procura por *safe assets* com a procura por ativos refúgio ou reserva de valor, e por outro lado, associando-a à existência de tecnologias de transação (*transactions technology*).

Assim, alguns autores – como Bernanke, Reinhart e Sack (2004) – sugerem que o (muito) baixo nível de taxas de juro de longo prazo das obrigações do Tesouro norte-americano (face ao que seria considerado consistente com os fundamentos macroeconómicos) encontra justificação,

5. Cfr. Artigo 114.º (4) do Regulamento UE n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento e que altera o Regulamento (UE) n.º 648/2012 (CRR).

entre outros fatores, na elevada procura por estes ativos, que por sua vez decorre da aplicação dos excedentes orçamentais de economias emergentes asiáticas e de países exportadores de petróleo durante o período 2003-2007. Os autores sustentam que o elevado nível de poupança gerada (comparativamente ao nível de investimento destas economias), aliado a um comportamento de aversão ao risco, foi canalizado para ativos financeiros percecionados como *safe* de economias avançadas (em particular obrigações do Tesouro norte-americano) em busca de reserva de valor e proteção face a eventuais crises futuras. Este comportamento terá influenciado a acentuada diminuição das taxas de juro de longo prazo.

Numa abordagem distinta, Gorton, Lewellen, e Metrick (2012) constataram, para a economia dos EUA, que a proporção de *safe assets*<sup>6</sup> no total de ativos tem sido relativamente constante desde 1952, apesar de o total de ativos em percentagem do PIB ter aumentado por um fator de 2,5 entre 1952-2010. Sugerem que a evidência quanto à existência de uma procura estrutural por estes ativos ao longo do tempo, poderá estar associada a uma dinâmica que denominam de *transactions technology*, no sentido em que a produção total de ativos parece requerer *safe assets* como *input*. Apoiantes desta teoria advogam, assim, a existência de uma procura orgânica por *safe assets*, que justifica a produção destes ativos por parte de entidades privadas (e.g. titularizações emitidas por bancos) tendo em vista compensar a procura não satisfeita por *safe assets* de natureza pública (resultante da restrição na emissão de dívida pública para além do nível considerado sustentável para um Estado). Sustentam ainda que a imposição de limitações à emissão de *safe assets* de natureza privada esmagaria um processo que é natural na economia e interferiria com a prestação de funções críticas à economia.

A crise financeira global (2007-2008) e as preocupações acrescidas acerca da sustentabilidade da dívida pública de vários países da área do euro suscitaram novas perspetivas na reflexão em torno destes ativos: o debate afastou-se da abordagem dos modelos financeiros, das estratégias de gestão de risco-retorno e da investigação das circunstâncias relacionadas com a oferta e a procura destes ativos (desenvolvida acima), e passou a centrar-se no papel dos ativos percecionados como seguros na acumulação e ampliação de riscos e vulnerabilidades para a estabilidade financeira global, que daria origem a uma crise das dívidas soberanas sem precedentes.

Com efeito, uma das lições fundamentais que a recente crise bancária e soberana veio reforçar foi a inexistência de ativos financeiros intrinsecamente desprovidos, em absoluto, de risco. A noção de “segurança” ou “ausência de risco” é um conceito relativo, consubstanciando a perceção de risco dos agentes económicos relativamente a um certo ativo financeiro, em determinados estados da natureza. Assim, um ativo financeiro será mais ou menos arriscado comparativamente a outros, dependendo da perceção de risco individual de cada agente económico.

Estando a utilização global dos designados *safe assets* alicerçada numa perceção generalizada de segurança, estes ativos tornam-se permeáveis a alterações súbitas e abruptas da confiança dos agentes económicos, com consequências em larga escala.

De facto, receios em torno da sustentabilidade das dívidas soberanas de alguns países da área do euro – em alguns casos motivados pela crise nos sistemas bancários – transformaram estes ativos, antes percecionados como praticamente seguros (*no questions asked*), em ativos com elevado risco, desencadeando uma dinâmica *self-fulfilling* de aversão ao risco, que resultou em *fire sales*, numa redução muito significativa de fluxos de financiamento entre Estados-Membros

6. O estudo compreende na classificação de *safe assets* as seguintes principais componentes: depósitos bancários, unidades de participação em fundos do mercado monetário, papel comercial, REPOs, empréstimos interbancários de curto-prazo, títulos de dívida pública, dívida emitida por agências governamentais, obrigações emitidas por autoridades regionais, titularizações e dívida emitida por empresas não financeiras, com *rating* elevado.

(*sudden stop*) e quedas abruptas dos preços desses ativos nos mercados. A sequência acelerada de eventos que se sucedeu provocou uma significativa fragmentação financeira na área do euro ao ponto de se questionar a permanência de Estados-Membros (i.e. risco de redenominação).

## 2.1 *Safe asset* para a área do euro – propostas anteriores às SBBS

**Quadro 1 • Principais características das propostas de *safe asset* para a área do euro**

	<b>Blue &amp; Red Bonds</b> Delpha e von Weizsäcker (2010)	<b>Eurobills</b> Hellwig e Philippon (2011)	<b>Redemption Fund Eurobonds</b> German Council of Economic Experts (2011)	<b>Synthetic Eurobonds</b> Beck, Wagner e Uhlig (2011)	<b>SBBS</b> Brunnermeier et al. (2011)
<b>Montante de garantias na emissão</b>	Até 60% do PIB	Até 10% do PIB	Acima dos 60% do PIB	Nenhuma	Nenhuma
<b>Trancheamento</b>	Sim	Não	Não	Não	Sim
<b>Principal elemento de segurança</b>	Mutualização, trancheamento e <i>pooling</i>	Maturidade e mutualização	Mutualização e <i>pooling</i>	<i>Pooling</i>	Trancheamento e <i>pooling</i>
<b>Países cobertos</b>	Todos os países da área do euro mas pode começar com subconjunto e expandir		Todos os países com dívida acima dos 60%	Países da área do euro	Todos os países da área do euro com acesso ao mercado

No contexto acima identificado, foram várias as propostas avançadas, desde o início da crise das dívidas soberanas da área do euro, visando a promoção da integração daqueles mercados. No que se segue, mencionam-se as iniciativas mais populares, entre as quais se destaca a de Delpha e von Weizsäcker (2010). O desenho apresentado por estes autores foi um dos primeiros a surgir no debate público, coincidindo com o (primeiro) pedido de assistência financeira por parte da Grécia. Consiste na criação de *blue* e *red bonds*: as primeiras deveriam ser obrigações sénior, emitidas pelo conjunto dos países da área do euro, pelo que deveriam ter um custo inferior, englobando a dívida de cada Estado-Membro até 60% do respetivo PIB; as segundas deveriam ser obrigações subordinadas, e para os montantes em excesso de 60% do PIB, emitidas individualmente por cada Estado-Membro, o que implicaria um custo superior e, conseqüentemente, daria um incentivo à prossecução da disciplina orçamental. No ano seguinte, Hellwig e Philippon (2011) propuseram que os países da área do euro emitissem, conjuntamente e com responsabilidade partilhada, dívida de curto prazo (até 1 ano de maturidade) com um montante máximo de 10% do PIB. Como contrapartida, os países ficariam vedados de realizar emissões individuais a curto prazo e a participação neste mecanismo estaria condicionada a critérios de disciplina orçamental e eventuais metas orçamentais. Uma outra solução foi proposta pelo German Council of Economic Experts (2011), envolvendo a transferência da dívida existente em excesso de 60% do PIB de cada Estado-Membro para um fundo que emitiria *Eurobonds*, com garantia conjunta. Como contrapartida, os países fariam o pagamento dos montantes devidos a este fundo num prazo de 25 anos e esta obrigação seria sénior face às restantes dívidas nacionais, com a possibilidade de receitas fiscais virem a cumprir o papel de colateral. Enquanto as propostas mencionadas até ao momento envolviam alguma componente de mutualização da dívida, Beck, Wagner e Uhlig (2011) sugeriram a criação de um fundo de investimento aberto que investiria em dívida dos países da área do euro, na proporção dos respetivos PIBs. O fundo emitiria unidades de participação cujo valor estaria, por construção, indexado ao valor de mercado dos títulos em ativo, evitando qualquer tipo de subsidiação cruzada entre os mesmos

títulos ou partilha de riscos. A proposta de Brunnermeier et al. (2011) vem no seguimento desta última, mas diferindo essencialmente na medida em que introduz níveis de trancimento ao ativo resultante da titularização de títulos soberanos da área do euro – esta iniciativa encontra-se no centro do debate atual, por servir de base ao conceito de *safe asset* em estudo para a área do euro, as designadas *sovereign bond-backed securities* (SBBS).

## 2.2 *Safe asset* para a área do euro – intensificação do debate no contexto do aprofundamento da UEM

O elenco de propostas supra evidencia que o interesse académico em torno da criação de um *safe asset* para a área do euro coincidiu com o eclodir da crise das dívidas soberanas. Em 2010 e 2011, a região encontrava-se marcada pela fragmentação financeira num contexto de recessão económica, conduzindo à negociação de três programas de assistência financeira na área do euro: Grécia, Irlanda e Portugal.<sup>7</sup> Reconhecendo-se o impacto da crise financeira global, que evidenciou os desequilíbrios acumulados nestas economias, a instabilidade gerada neste período na área do euro e a dificuldade em conter a abrupta diferenciação de risco entre Estados-Membros alertaram para as falhas profundas na arquitetura institucional da moeda única.

O lançamento do debate sobre o aprofundamento da união económica e monetária (UEM) ocorreu na primavera de 2012, como descreve o então Presidente Herman Van Rompuy (Secretariado Geral do Conselho, 2013). A deterioração da situação na Grécia e preocupações crescentes em torno do sistema bancário espanhol motivaram o Conselho Europeu a definir uma visão para o futuro, sem descurar a atenção aos problemas do presente. A primeira versão do designado “Relatório dos Quatro Presidentes” serviu de base à reunião do Conselho Europeu de 28 e 29 de junho de 2012, onde os Estados-Membros da área do euro viriam a acordar a criação do Mecanismo Único de Supervisão (MUS) e, com este, o lançamento da União Bancária. Em comunicado, os líderes afirmaram ser imperativo quebrar o ciclo vicioso entre bancos e soberanos, assinalando a relevância deste fator na origem da crise – e antecipando-o como um dos principais objetivos a alcançar com as reformas.

A partir desse momento, a intenção de harmonizar a supervisão, resolução e proteção de depósitos na área do euro assumiu um papel central na agenda da UEM. Não obstante, reconheceu-se desde logo que a quebra do referido ciclo vicioso exigia esforços acrescidos em várias frentes. Ainda em 2012, no outono, a Comissão Europeia publicou o seu contributo para o debate sobre o aprofundamento da UEM (Comissão Europeia, 2012). No documento, o reconhecimento da valência de um novo instrumento soberano da área do euro para combater a fragmentação financeira é acompanhado de uma proposta concreta: a emissão conjunta de dívida soberana de curto prazo, designada por *Eurobills*. A Comunicação refere que, para além de promover a integração e estabilidade financeiras, o instrumento contribuiria para a transmissão da política monetária única e permitiria criar uma *pool* de *safe assets* – admitindo expressamente os méritos deste tipo de ativo no combate a uma das causas da crise. Porém, a proposta não viria a ter seguimento no imediato, ficando ausente da segunda versão do “Relatório dos Quatro Presidentes”<sup>8</sup> e do “Relatório dos Cinco Presidentes” de 2015. Com efeito, dado que a maioria das propostas avançadas para um *safe asset* previa algum tipo de mutualização de dívida, criou-se a perceção que estes conceitos se encontravam associados. A consideração de um *safe asset* gerou assim reticências no debate

7. Seguir-se-iam Espanha e Chipre em 2012 – os primeiros países a beneficiar do novo mecanismo de gestão de crises na área do euro, designado Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE). Em contraste com os restantes quatro países referidos, o programa dirigido à economia espanhola centrou-se na assistência ao setor financeiro.

8. O “Relatório dos Quatro Presidentes” de dezembro de 2012 inclui uma breve referência à possibilidade de mutualização de dívida soberana, mas diretamente associada a uma função de estabilização orçamental e não como via para quebrar o ciclo vicioso banco-soberano.

político, ficando tal possibilidade adiada – também mediante a melhoria gradual nas condições de financiamento dos Estados-Membros e no desempenho das economias da área do euro.

A importância de estabelecer um *safe asset* à escala europeia regressaria ao debate sobre o aprofundamento da UEM apenas no verão de 2016, quando o Conselho Geral do Comité Europeu do Risco Sistémico (na sigla inglesa, ESRB – European Systemic Risk Board) constituiu a High-Level Task Force on *safe assets* (HLTF)<sup>9</sup>. Embora as reformas efetuadas no setor financeiro tivessem permitido progressos significativos no reforço do balanço dos bancos e na redução global do risco, constatou-se que o ciclo vicioso banco-soberano continuava relativamente forte. Em paralelo, já na perspetiva de prevenir uma próxima crise, concluiu-se que seria difícil evitar um novo fenómeno de *flight to safety* entre Estados-Membros, não obstante a convergência de prémios de risco na atual conjuntura. Van Riet (2017) recorda que, com exceção das obrigações alemãs, a generalidade dos mercados de dívida soberana nacional se mantiveram, até à data, vulneráveis a choques adversos.

O mandato atribuído à HLTF era claro: “investigate the potential creation of sovereign bond-backed securities, which could comprise senior and junior claims on a diversified portfolio of sovereign bonds”. Esta descrição, assim como uma referência explícita no relatório da HLTF (2018), clarifica que os trabalhos tomaram por base a proposta de Brunnermeier et al. (2011)<sup>10</sup>. Em termos de aceitação no debate político, a iniciativa tem a vantagem central de não prever qualquer tipo de mutualização de dívida, permitindo manter o quadro orçamental em vigor na UEM e evitando uma alteração dos Tratados da União Europeia. Acresce que os autores da proposta argumentam que a estrutura dos títulos assegura as características necessárias de um *safe asset*: por um lado, existe o benefício da diversificação de exposição aos diversos títulos de dívida soberana da área do euro, que constituem os ativos subjacentes; por outro, o trancheamento do novo título emitido cria efetivamente um ativo de menor risco – o *safe asset* corresponderá à tranche sénior. Com efeito, o relatório sustenta que a criação de uma carteira diversificada com títulos de dívida soberana da área do euro (sem trancheamento) não seria suficiente, por si só, para alcançar os objetivos de um *safe asset*, uma vez que incorpora o risco de contágio, que poderá ter proporções sistémicas. Em face destes dois elementos centrais para o desenho das SBBS – a diversificação e o trancheamento –, a HLTF destaca que a composição da *pool* de ativos subjacentes e a calibração da estrutura de senioridade são parâmetros que deverão ser criteriosamente definidos pelos legisladores tendo em vista o propósito fundamental subjacente à criação deste instrumento de salvaguarda da estabilidade financeira. Os trabalhos da HLTF e o potencial deste tipo de ativos têm assumido relevância no debate público sobre o aprofundamento da UEM.

No plano institucional, a Comissão Europeia tem revelado um interesse crescente na criação de um *safe asset* à escala europeia. Em maio de 2017, foi avançada como medida a considerar no médio prazo, como contributo para o estabelecimento de uma União Financeira<sup>11</sup> – a par do tratamento regulamentar das posições em risco das instituições de crédito sobre Administrações Centrais de Estados-Membros (Comissão Europeia, 2017a). Em outubro, na Comunicação sobre a União Bancária, a Comissão Europeia (2017b) referiu explicitamente estar a acompanhar e a contribuir para os trabalhos da HLTF. No documento, reconhece o potencial contributo das SBBS para o aprofundamento da UEM, ao promover a redução de risco, a partilha de risco no setor privado e, de um modo geral, uma afetação de riscos mais eficiente no setor financeiro.

9. <https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2016/html/pr160929.en.html>.

10. Posteriormente desenvolvida, nomeadamente em Brunnermeier et al. (2016).

11. Que vai para além da União Bancária, incluindo, por exemplo, a União dos Mercados de Capitais.

No início de 2018, a proposta das SBBS ganhou destaque não apenas pela publicação do relatório da HLTF, mas também pela sua inclusão num artigo publicado por sete economistas alemães e sete economistas franceses, nos quais se inclui Brunnermeier (Bénassy-Quéré et al., 2018), e que se debruça sobre um conjunto de propostas de reforma da arquitetura da área do euro com vista a promover uma maior integração. Embora o artigo tenha cariz académico, tem ganho destaque no debate sobre o aprofundamento da UEM.

### 3 Características de SBBS e apreciação da sua viabilidade

O ponto de partida para a criação de SBBS é a definição do universo de títulos a ser incluídos na *pool* de ativos subjacentes. Neste aspeto, a HLTF defende que devem apenas ser considerados os títulos emitidos pela Administração Central dos Estados-Membros que sejam negociados a preços de mercado. Por seu turno, os títulos de outras autoridades estaduais, regionais ou locais devem ser excluídos, uma vez que têm características diferentes, no que respeita, essencialmente, ao risco de crédito e/ou liquidez. Adicionalmente, os títulos deverão ser emitidos em euros, para evitar desfasamentos na moeda de denominação que possam encarecer os instrumentos, devido à cobertura de risco de taxa de câmbio.

Conforme é suscitado pelo estudo da HLTF, há duas questões fulcrais do desenho das SBBS que determinam o seu perfil de risco: (i) qual o peso a atribuir a cada soberano no *portfolio* subjacente ao instrumento e (ii) que estrutura de senioridade ou trancheamento deve ser aplicada (ou, por outras palavras, que nível de proteção deve ser atribuída à tranche sénior pelas restantes tranches).

Relativamente à primeira questão, a HLTF recomenda a utilização da chave de capital do BCE para determinar os pesos de cada título soberano na *pool* subjacente às SBBS, por se tratar de uma medida baseada no PIB e na população que reflete a importância de cada Estado-Membro e por ser revista apenas infrequentemente (a cada cinco anos). Esta métrica contrasta com soluções baseadas no montante total de títulos emitidos por cada soberano. A segunda questão é de natureza empírica: recorrendo a métodos quantitativos e simulações, a HLTF identifica 70% como um nível adequado para a dimensão da tranche sénior, concluindo que esta última seria mais robusta a cenários extremos de incumprimento do que qualquer soberano individualmente. Os remanescentes 30% seriam distribuídos por uma tranche *mezzanine* (20%) e uma tranche júnior (10%). Esta opção por duas tranches subordinadas resultou de contactos com participantes no mercado, que consideraram vantajoso para a captação de interesse dos investidores.

Após a definição da composição da *pool* de títulos e da estrutura de senioridade, importa definir qual(is) entidade(s) responsável(is) pela emissão das SBBS. De acordo com a HLTF, estas últimas deverão ter, como única função, a canalização dos fluxos financeiros – juros e capital líquidos de custos administrativos –, gerados pelos títulos em ativo, para as componentes do passivo, de uma forma neutra e pré-estabelecida. Estas entidades não teriam capitais próprios ou mecanismos externos de suporte de crédito (como garantias públicas, sejam elas implícitas ou explícitas), nem estariam sujeitas a risco de mercado e/ou de crédito e não teriam relevância sistémica.

A obtenção de ordens firmes de investidores e a constituição da *pool* de títulos de dívida emitida pela Administração Central dos vários Estados-Membros ficaria a cargo dos denominados promotores (no relatório da HLTF, *arrangers*). Estes últimos entregariam a *pool* às entidades emittentes de SBBS e receberiam, em troca, um *portfolio* de SBBS que, por sua vez, canalizariam para os investidores, cujas ordens haviam recebido. Os promotores deverão ser devidamente dissociados, do ponto de vista legal, das entidades emittentes de SBBS, e poderão ter natureza pública

ou privada. No caso de uma entidade pública, esta deverá estar enquadrada num regime de monopólio, em que será o único promotor. O quadro legal deverá ser claro e transparente, no que concerne a potenciais perdas dos investidores em SBBS, por forma a mitigar expectativas de garantias implícitas e impossibilitar a retenção, em balanço, de unidades das tranches subordinadas. Contrariamente, no caso de promotores privados, seria ideal recorrer a um conjunto de entidades diferentes, por forma a assegurar um nível mínimo de concorrência. Tal deverá ser acompanhado de mecanismos de escrutínio regulatório e de supervisão, para garantir o cumprimento dos princípios de desenho do instrumento, a redução do risco operacional e a harmonização das diferentes *vintages* de SBBS.

Segundo o estudo da HLTF, as entidades promotoras poderão efetuar as compras de títulos no mercado primário – competindo com outros investidores em leilões ou através de colocações específicas das agências de dívida pública, alocadas para este fim (SBBS), seja de reabertura de linhas de títulos já existentes ou de emissão de novos títulos – ou no mercado secundário – adquirindo a *pool* em mercado aberto ou diretamente a um investidor ou grupo de investidores que possua os títulos em carteira. Tanto a hipótese de participar em leilões de mercado primário como a de aquisição em mercado secundário conduzirão a uma *pool* heterogénea de títulos, com diferentes estruturas de pagamento de cupões e maturidades. Estas duas alternativas obrigam, por isso, a uma atividade de gestão de *cash flows*, o que não só encarece a emissão, como dificulta o propósito de tornar o processo o mais neutro possível. Em contraste, colocações específicas para os promotores de SBBS, feitas aos preços do *benchmark* de mercado secundário mais próximo, obviariam a estes problemas e minimizariam os custos de *warehousing* dos títulos. No entanto, esta última opção não é isenta de efeitos sobre as agências nacionais de emissão de dívida pública e revela a existência de um *trade-off* entre a minimização do impacto para a sua atividade e os custos de emissão das SBBS. Com efeito, a uniformização das características dos títulos da *pool* subjacente minimiza os custos de emissão de SBBS, mas poderia também exigir a emissão de títulos para a criação do instrumento – as agências nacionais de emissão de dívida pública manifestaram apreensão em relação a esta possibilidade, que poderia interferir com os respetivos planos de emissão e mandatos de gestão da dívida.

A standardização da *pool* de títulos é também referida como um aspeto importante para o funcionamento regular do mercado de SBBS e para evitar a fragmentação do mesmo, ao contribuir para um maior *turnover* e eficiente formação de preços. Para este efeito, os pesos dos títulos na *pool* deverão ser revistos apenas em circunstâncias excecionais (alterações da chave de capital do BCE ou quebra de acesso ao mercado) e a estrutura de senioridade deverá ser estabelecida *ex-ante*.

Em relação à promoção da liquidez das SBBS, a HLTF sustenta que a reabertura de linhas de títulos já existentes, à semelhança do que é feito nos mercados de dívida soberana nacional, poderá ser uma prática a considerar, assim como o desenvolvimento de mercados de empréstimos com garantia (acordos de recompra de títulos) e de derivados financeiros associados a SBBS. Finalmente, a inclusão das SBBS em índices de referência, num contexto em que as estratégias passivas de investimento têm vindo a ganhar preponderância, assim como o recurso a *primary dealers*, que assegurem montantes mínimos de compras no mercado primários e cotações no mercado secundário, são igualmente identificados no relatório da HLTF como elementos desejáveis para o sucesso do mercado de SBBS.

O relatório da HLTF sustenta ainda que um princípio fundamental que deverá nortear este projeto é a garantia de que os mercados de dívida soberana nacional não sejam afetados negativamente pelas SBBS. As repercussões negativas que a absorção dos títulos subjacentes a este instrumento, por parte da(s) entidade(s) emitente(s), possa vir a ter para a liquidez e normal funcionamento

dos mercados de dívida soberana nacional é, aliás, uma das principais preocupações ventiladas pelos participantes no mercado e pelas agências nacionais de emissão de dívida pública. A esta observação acresce a incerteza em relação à liquidez das tranches das SBBS, em particular das subordinadas, que poderá afetar o preço destes instrumentos.

Com esse princípio em mente, as compras de títulos de dívida emitida pela Administração Central dos vários Estados-Membros poderiam ser limitadas a uma determinada percentagem do montante total negociável, tal como acontece no Public Sector Purchase Programme (PSPP) do Eurosistema. Ainda em relação a este programa, a HLTf não identifica efeitos substanciais resultantes da sua implementação nos mercados de dívida soberana nacional e conclui que a criação de um mercado de SBBS deverá ter impacto ainda menor, uma vez que, ao invés do PSPP, os títulos soberanos nacionais retirados do mercado serão compensados pela colocação de outros títulos.

Adicionalmente, o montante global de SBBS a emitir deverá refletir o interesse manifestado por potenciais investidores – em particular, pela tranche júnior, de menor procura – considerando os autores do relatório que o mercado de SBBS será portanto *demand driven*. Importa realçar que existem algumas dúvidas no que concerne à aceitação deste novo instrumento pelos investidores, em particular, em relação à potencial procura dirigida à tranche júnior. O ceticismo, no entanto, não se cingiu apenas a esta tranche de menor qualidade. Numa análise preliminar, a S&P (2017) refere que, contrariamente ao defendido pela HLTf, os títulos que compõem as SBBS apresentam possibilidades de diversificação relativamente reduzidas e, em particular em cenários adversos de elevada aversão ao risco, existe uma correlação positiva do risco de incumprimento dos soberanos da área do euro. Esta razão justificaria um *rating* de BBB- para a tranche sénior, o que a colocaria no limite inferior da categoria de *investment grade*. Desta forma, a consubstanciar-se a atribuição de um *rating* nesta magnitude para a tranche sénior, a procura por este instrumento poderá ser inibida. Tal dificultaria a criação deste ativo em dimensão suficiente para mitigar a atual escassez e, consequentemente, inviabilizaria desde logo esta iniciativa. No limite, o novo ativo poderia ter o efeito contrário ao pretendido, na medida em que contribuiria para a redução do montante de títulos AAA disponíveis no mercado. Importa, contudo, realçar que a S&P utiliza uma metodologia na sua análise das SBBS que difere das tradicionalmente aplicadas a CDO, e que, entre outras características, assume uma correlação perfeita entre o *default* de Itália, Grécia, Portugal e Chipre.

Também com o intuito de preservar os mercados de dívida soberana nacional, a HLTf advoga uma abordagem incremental da criação do mercado de SBBS, iniciando-se pelos prazos dos dois, cinco e dez anos, de maior liquidez. Assumindo um nível de emissões de 3% do total anual da emissão das agências de dívida pública, o mercado de SBBS teria, ao fim de cinco anos, um montante em linha com o que o Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEFF) e do Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE) tinham ao fim de igual período de tempo, após iniciarem as respetivas emissões. Realce-se que os títulos destas organizações negociam a prémios contidos face à dívida de países de melhor *rating* da área do euro e com boas condições de liquidez, apesar do menor *turnover*.

Finalmente, a HLTf identifica, como um requisito necessário para a criação deste instrumento, a alteração do atual enquadramento regulatório, que penaliza produtos titularizados face a títulos de dívida pública e que, no seu entender, justifica, por si só, a inexistência de SBBS até ao momento. Para fazer face a este entrave, o relatório defende a criação de um enquadramento regulatório específico para este tipo de instrumento, que reflita as suas características particulares como produtos titularizados. Da análise levada a cabo, a HLTf conclui que a tranche sénior não deveria ter um tratamento prudencial mais severo do que o aplicável aos títulos de dívida soberana e que o tratamento das tranches subordinadas deveria refletir o seu perfil de risco superior.

### 3.1 Iniciativas promotoras da criação de SBBS

O envolvimento da Comissão Europeia no âmbito do desenvolvimento de um *safe asset* para a área do euro evoluiu muito recentemente no sentido do reconhecimento público das valências da iniciativa da HLTf para a criação das SBBS. Tendo em conta o relatório produzido por este grupo, o órgão executivo da UE declarou mesmo a firme intenção de apresentar uma proposta legislativa que estabeleça um enquadramento regulatório europeu específico para esta classe de ativos (Comissão Europeia, 2017b, 2017c). A proposta de Regulamento<sup>12</sup> viria a ser publicada em 24 de maio (acompanhada de um estudo de impacto) e tem como elemento central a equiparação do tratamento regulamentar atribuído às SBBS (e a todas as tranches, incluindo à tranche subordinada) ao que é atualmente aplicado às posições em risco das instituições de crédito sobre Administrações Centrais de Estados-Membros (expressas e financiadas na respetiva moeda nacional) – na sigla inglesa, RTSE – *regulatory treatment of sovereign exposures*, relativamente ao qual a Comissão não propõe quaisquer alterações. Nesta medida, a Comissão destaca que este enquadramento específico para as SBBS “contribuirá para eliminar obstáculos regulamentares injustificados” ao desejável desenvolvimento de um mercado amplo para este novo instrumento financeiro. A Comissão realça, ainda, que esta proposta configura uma medida para reduzir o risco no setor bancário, contribuindo para a diversificação das exposições dos bancos a soberanos e, conseqüentemente, para a mitigação da correlação entre bancos e o respetivo soberano que esteve no centro da crise das dívidas soberanas da área do euro.

Globalmente, a proposta legislativa parece alinhada com as preocupações centrais assinaladas pela HLTf nesta matéria. Em particular, é realçado que o risco das SBBS se distancia da generalidade das titularizações no mercado por não acarretar os riscos tipicamente relacionados com assimetria de informação entre o originador e os investidores e, por isso, não justifica, numa perspetiva de estabilidade financeira, a aplicação de requisitos de capital acrescidos ou penalizações por menor liquidez. Isto porque, refere a Comissão, não só a composição do *portfolio* é bem conhecida e pré-determinada (os pesos de cada título na *pool* subjacente às SBBS seguem a chave de capital do BCE), como os ativos subjacentes são transparentes, líquidos e transacionáveis, significando que os investidores podem adquirir os ativos subjacentes sem necessitarem de adquirir SBBS.

Ao prever ajustamentos ao quadro regulatório aplicável às titularizações tendo em vista refletir as particularidades desta categoria de titularizações, a presente proposta legislativa para as SBBS assume contornos semelhantes ao pacote legislativo que visou criar um regime específico para as denominadas titularizações “simples, transparentes e padronizadas” (STS), estabelecendo critérios de elegibilidade que uma transação deve satisfazer para ser designada como tal<sup>13</sup>. Inclusivamente, a Comissão acrescenta que a justificação para a criação de um regime específico para as SBBS é ainda mais evidente por comparação com as titularizações STS, não só porque os ativos subjacentes são ainda mais simples, transparentes e standardizados como também porque esses ativos beneficiam do tratamento regulamentar mais favorável, refletindo as suas características e as funções que desempenham no sistema financeiro.

12. [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/com-2018-339\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/com-2018-339_en).

13. Regulamento (UE) 2017/2402, de 12 de dezembro de 2017, que estabelece um regime geral para a titularização e cria um regime específico ao introduzir na legislação da UE o conceito de titularizações “simples, transparentes e padronizadas” e critérios que uma transação deve satisfazer para ser designada como tal; e Regulamento (UE) 2017/2401, de 12 de dezembro de 2017, que altera o Regulamento (UE) n.º 575/2013 (CRR) relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento, visando introduzir um regime de capital preferencial para posições detidas em titularizações STS por instituições de crédito e empresas de investimento.

Face ao que precede e às motivações avançadas pela Comissão, as principais propostas de alteração regulatória para acautelar a criação das SBBS compreendem (i) a aplicação de requisitos de capital e de limites às exposições a SBBS iguais aos que são atualmente aplicados às posições em risco das instituições de crédito sobre Administrações Centrais de Estados-Membros (expressas e financiadas na respetiva moeda nacional) implicando, assim, uma alteração do CRR (conforme modificações a introduzir pelo Regulamento (UE) 2017/2401); (ii) a especificação na legislação europeia do conceito de SBBS e de (iii) uma lista de características exigidas para a qualificação como SBBS – a Comissão acrescenta que a standardização daqui resultante favoreceria a liquidez de mercado deste instrumento, tornando-o mais apelativo aos potenciais investidores. No entanto, a Comissão difere das sugestões da HLTf em vários aspetos, designadamente, ao (i) não diferenciar o tratamento prudencial aplicável consoante o nível de senioridade das tranches; (ii) circunscrever a emissão destes instrumentos apenas a entidades privadas (criadas exclusivamente para emitir e gerir estes instrumentos); (iii) prever, para além da tranche sénior com uma dimensão de 70%, a possibilidade de segmentação da parcela subordinada numa multiplicidade de tranches face à proposta da HLTf de duas (*mezzanine* de 20% e júnior de 10%). O número destas tranches subordinadas e o respetivo valor nominal dependerá da motivação do promotor privado, mas sujeito à restrição de que a tranche júnior – ou seja, a que sofrerá perdas antes de qualquer outra – terá um limite mínimo de 2% do valor nominal da emissão.

Relativamente ao posicionamento das SBBS no debate político em torno da criação de um *safe asset* para área do euro, a Comissão clarifica que se trata de instrumentos distintos: por um lado, as SBBS são criadas por emitentes privados, assentes em dívida emitida por soberanos da área do euro, não envolvendo mutualização de riscos entre Estados-Membros (o que difere da iniciativa de *Eurobonds*); por outro lado, distanciam-se do *safe asset* europeu a que alude o documento de reflexão sobre o aprofundamento da UEM (Comissão Europeia, 2017a) porquanto este pressupõe um novo instrumento para emissão conjunta de dívida, cuja viabilidade e eventuais características estão a ser analisados pela Comissão.

Ainda que esta proposta legislativa possa, eventualmente, contribuir para o desenvolvimento de SBBS, centra-se, porém, no quadro regulatório prudencial aplicável (capital e liquidez). Com efeito, algumas das considerações avançadas no relatório da HLTf serão da competência exclusiva de outras entidades europeias. O eventual tratamento das SBBS no quadro de ativos de garantia do Eurosistema, por exemplo, implica uma análise autónoma pelo Conselho do BCE. Adicionalmente, importa ter presente a interação entre o desenvolvimento das SBBS e o tratamento regulamentar das posições em risco das instituições de crédito sobre Administrações Centrais. Embora os membros da HLTf tenham manifestado posições divergentes quanto à eventual necessidade de uma revisão do RTSE para a criação de um mercado amplo de SBBS, não será de excluir que uma eventual alteração deste regime no sentido de penalizar a concentração ou de prever requisitos de capital diferenciados consoante o risco atribuído a exposições de dívida soberana tenha o potencial de influenciar a procura pela tranche sénior de SBBS.

A este respeito, é de salientar que a introdução de eventuais alterações ao RTSE é uma matéria que, pela sua complexidade, não tem reunido consenso. Em janeiro de 2015, o Comité de Supervisão Bancária de Basileia (Comité de Basileia) iniciou um trabalho de revisão do atual tratamento regulamentar das posições em risco sobre Administrações Centrais, tendo para o efeito sido constituída a high-level Task Force on Sovereign Exposures (TFSE). Em setembro de 2016, a TFSE apresentou um relatório no qual efetuou uma análise dos vários aspetos críticos associados ao tratamento regulamentar dos soberanos e apresentou um conjunto de opções para revisão do referido tratamento. Embora reconhecendo a importância das questões suscitadas neste estudo e que poderiam ainda beneficiar de uma discussão mais ampla, o Comité de Basileia não

chegou a um consenso sobre a alteração, nesta fase, do tratamento regulamentar das posições em risco perante soberanos. Neste sentido, a 7 de dezembro de 2017, publicou o *Discussion Paper* (DP) – “The regulatory treatment of sovereign exposures”, sublinhando que o intuito não era consultar acerca das ideias concretas apresentadas no documento, mas sim de recolher eventuais comentários dos *stakeholders* interessados tendo em vista contribuir para a definição da visão de longo prazo do Comité sobre esta matéria<sup>14</sup>.

## 4 Conclusão

À medida que os líderes europeus prosseguem as discussões sobre o aprofundamento da UEM e que cresce a expectativa sobre os resultados da reunião de junho do Conselho Europeu, é possível que a temática da criação de um *safe asset* para a área do euro continue a suscitar interesse académico e debate público. Embora o relatório da HLTF do ESRB, publicado no início do presente ano, se revista de carácter técnico, não será de excluir que o modelo apresentado – as *sovereign bond-backed securities* – constitua uma das propostas a considerar neste âmbito.

## 5 Referências

- Beck, T., Wagner W. e Uhlig H. (2011). “Insulating the financial sector from the European debt crisis: Eurobonds without public guarantees”. VoxEU.org, 17 de setembro.
- Bénassy-Quéré A., Brunnermeier M., Enderlein H., Farhi E., Fratzscher M., Fuest C. , Gourinchas P.-O., P. Martin, Pisani-Ferry J., Rey H., Schnabel I., Véron N., Weder di Mauro B., e Zettelmeyer J. (2018). “Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform”. CEPS Policy Insight No. 91.
- Bernanke B., Reinhart V. e Sack B., (2004). “Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment”. Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D. C.
- Brunnermeier, M. K., Garicano L., Lane P., Pagano M. , Reis R., Santos T., Thesmar D., Van Nieuwerburgh S. e Vayanos D., (2011). “European Safe Bonds (ESBies)”. *The Euronomics Group*.
- Brunnermeier, M.K., Langfield S., Pagano M., Reis R., Van Nieuwerburgh S., e Vayanos D., (2016). “ESBies: safety in the tranches”. *ESRB working paper* no. 21.
- Comissão Europeia (2012). “A blueprint for a deep and genuine economic and monetary union – Launching a European debate”. *Communication COM(2012) 777 final/2*, 30 de novembro.
- Comissão Europeia (2017a). “Reflection paper on the deepening of the economic and monetary union”. *Reflection Paper COM(2017) 291*, 31 de maio.

14. A *press release* e o *discussion paper* podem ser consultados em <https://www.bis.org/bcbcs/publ/d425.htm>.

Comissão Europeia (2017b). "On completing the Banking Union". *Communication COM(2017) 592 final*, 11 de outubro.

Comissão Europeia (2017c). "Further steps towards completing Europe's economic and monetary union: a roadmap". *Communication COM(2017) 821 final*, 6 de dezembro.

Dang T. V., Gorton G. e Holmström B., (2015). "The Information Sensitivity of a Security".

Delpha J. e Von Weizsäcker J., (2010). "The blue bond proposal". *Bruegel Policy Brief 420*.

ESRB High-Level task Force on safe assets (2018). "Sovereign bond-backed securities: a feasibility study – Volume I: main findings".

Fisher P., (2013). "Reflections on the Meaning of 'risk free'". BIS Paper No. 72.

Fundo Monetário Internacional (2012). "Safe assets: Financial System Cornerstone?" in *Global Financial Stability Report*, April 2012 (Capítulo 3).

Gelpern A., e Gerding E., (2016). "Inside safe assets", *Yale Journal on Regulation*.

German Council of Economic Experts – Bofinger, P., Feld L. P., Franz W., Schmidt C. M. e Weder di Mauro B., (2011). "A European Redemption Pact". *VoxEU.org*, 9 de novembro.

Gorton G., (2016). "The history and economics of safe assets", *NBER Working Paper* No. 22210.

Gorton G., Lewellen S., e Metrick A., (2012). "The Safe-Asset Share". *American Economic Review: Papers & Proceedings 2012*, 102(3): 101–106.

Hellwig, C. e Philippon T., (2011). "Eurobills, not Eurobonds". *VoxEU.org*, 2 de dezembro.

Holmström, B., (2015). "Understanding the Role of Debt in the Financial System," *BIS Working Paper* No. 479.

Juncker J.-C. (em estreita colaboração com D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi e M. Schulz), (2015). "The five presidents' report: completing Europe's economic and monetary union".

Secretariado Geral do Conselho (2013). "The European Council in 2012".

S&P (2017). "How S&P Global Ratings would assess European 'Safe' Bonds (ESBies)".

Van Riet A., (2017). "Addressing the safety trilemma: a safe sovereign asset for the eurozone." *ESRB working paper* No. 35.

Van Rompuy, H., em estreita colaboração com Barroso J. M., Juncker J.-C. e Draghi M., (2012). "Towards a genuine economic and monetary union". Versões publicadas a 26 de junho e 5 de dezembro.



