

# Relatório de Estabilidade Financeira

Junho 2019



BANCO DE  
PORTUGAL  
EUROSISTEMA



# Relatório de Estabilidade Financeira

Junho 2019

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, 2019 • [www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)



# Índice

Apreciação global | 5

## I Perspetiva global da estabilidade financeira | 11

1 Riscos, vulnerabilidades e política macroprudencial | 13

1.1 Riscos e vulnerabilidades | 13

1.2 Política Macroprudencial | 30

2 Enquadramento macroeconómico e de mercados | 35

2.1 Situação macroeconómica e perspetivas a curto prazo | 35

2.2 Mercados financeiros | 39

2.3 Mercado imobiliário | 47

3 Situação patrimonial das administrações públicas e do setor privado não financeiro | 60

3.1 Administrações públicas | 60

3.2 Situação patrimonial do setor privado não financeiro | 65

4 Sistema bancário | 87

4.1 Rendibilidade | 88

4.2 Qualidade de ativos | 94

4.3 Concentração de exposições | 99

4.4 Critérios de concessão de crédito | 101

4.5 Liquidez e financiamento | 107

4.6 Capital | 110

Caixa 1 • *Brexit*: Riscos e mitigantes na perspetiva da estabilidade financeira | 113

Caixa 2 • Riscos para a estabilidade financeira decorrentes das alterações climáticas | 121

Caixa 3 • Um indicador de risco sistémico cíclico em Portugal | 124

Caixa 4 • Avaliação da Recomendação macroprudencial relativa a novos créditos à habitação e ao consumo | 131

Caixa 5 • Sociedades de Investimento e Gestão Imobiliária | 137

## II Temas em destaque | 143

Revisão do regime da resolução: o que há de novo? | 145

A experiência de política macroprudencial na União Europeia: principais desafios da interação entre instrumentos macroprudenciais | 163



## Apreciação global

A economia portuguesa prosseguiu, em 2018, o ajustamento num conjunto de dimensões relevantes na perspetiva da estabilidade financeira, ainda que, de uma forma geral, esse ajustamento continue a ser gradualmente menos intenso.

A balança corrente e de capital manteve um excedente, ainda que inferior ao de 2017, e a Posição de Investimento Internacional (PII, avaliada em % do PIB) registou uma ligeira melhoria. Esta evolução teve lugar num quadro de recomposição da capacidade de financiamento dos setores residentes, com os progressos alcançados ao nível das administrações públicas a terem como contrapartida uma diminuição da capacidade de financiamento do agregado das sociedades não financeiras (SNF) e dos particulares, num contexto de recuperação do investimento empresarial.

A taxa de poupança das SNF reduziu-se em 2018, o que contrasta com a subida significativa observada nos últimos anos, que foi instrumental para o financiamento do investimento sem acumulação significativa de dívida. No caso dos particulares, a taxa de poupança manteve-se num nível muito baixo, tornando o setor vulnerável a evoluções adversas da atividade económica e/ou das condições de financiamento.

Os rácios de endividamento dos particulares e das SNF, medidos em percentagem do rendimento disponível e do PIB, respetivamente, voltaram a reduzir-se em 2018. Esta evolução continuou a ser acompanhada por um reforço da capitalização e da liquidez das SNF, evolução consistente com uma diminuição do nível de risco associado ao setor. Porém, quer para particulares, quer para SNF, a redução dos rácios de endividamento decorreu sobretudo do efeito denominador. Acresce que, quando avaliados no contexto da área do euro, os rácios de endividamento destes dois setores mantêm-se elevados, não obstante os significativos progressos registados nos últimos anos.

De igual forma, o rácio da dívida pública (em percentagem do PIB) continuou a reduzir-se em 2018, apesar do aumento da dívida em termos nominais. A evolução observada refletiu o excedente primário significativo e o efeito dinâmico favorável, que resulta do facto de a taxa de crescimento do PIB nominal ser superior à taxa de juro implícita no *stock* da dívida. É de referir que, tendo subjacente um cenário central, é expectável que o rácio de dívida pública portuguesa se continue a reduzir nos próximos anos.

Os desenvolvimentos favoráveis nas contas públicas traduziram-se numa melhoria da perceção de risco dos investidores, refletida, por sua vez, numa compressão dos *spreads* de dívida pública, bem como numa melhoria das notações de *rating*. As três principais agências de *rating* classificam o sobreano português no nível de *investment grade*. Na linha do sucedido nos últimos anos, é essencial prosseguir com políticas que promovam a sustentabilidade das finanças públicas, atendendo nomeadamente a que este fator influencia decisivamente a perceção do risco associado aos agentes económicos domésticos por parte dos investidores internacionais.

Por sua vez, o sistema bancário português registou, em 2018, uma evolução positiva em dimensões relevantes, destacando-se a recuperação significativa da rendibilidade e a continuação da trajetória de redução acentuada dos empréstimos *non-performing* (NPL). A recuperação da rendibilidade em 2018 foi alicerçada, em especial, na redução do custo de risco de crédito, mas também beneficiou da continuação da queda dos custos operacionais. A recuperação ocorreu apesar da diminuição muito significativa dos resultados de operações financeiras, em grande parte associada à menor realização de mais-valias em ativos financeiros, bem como ao reconhecimento de perdas em operações de venda de empréstimos *non-performing* realizadas por algumas instituições e ainda ao registo de menos-valias em derivados financeiros. Por sua vez, a

redução do *stock* e do rácio de NPL prosseguiu a um ritmo acentuado, tanto em termos brutos como líquidos de imparidade para crédito. No final de 2018, o rácio atingiu 9,4% em termos brutos, e 4,5% em termos líquidos. A posição de liquidez manteve-se em níveis confortáveis. O rácio de fundos próprios totais estabilizou, tendo ocorrido algumas emissões de instrumentos de dívida elegíveis para fundos próprios.

De salientar que o sistema bancário está a beneficiar do esforço de estabilização ocorrido em anos anteriores. É de destacar, a este respeito, o reforço da capitalização de alguns dos principais bancos portugueses em 2017, que aumentou a sua capacidade para reduzir o *stock* de NPL, ao mesmo tempo que melhorou a perceção dos investidores internacionais relativamente aos bancos portugueses e, conseqüentemente, ao soberano. Adicionalmente, a estratégia de redução dos custos operacionais levada a cabo por diversos bancos, que no curto prazo tende a traduzir-se numa subida dos custos não recorrentes, começa a apresentar resultados positivos.

Prosseguiu, assim, a redução de algumas das vulnerabilidades da economia portuguesa e do sistema bancário português, em particular, face à situação imediatamente anterior à crise económica e financeira internacional. Importa, contudo, notar que os desenvolvimentos observados nos últimos anos tiveram lugar num contexto económico e de mercados particularmente favorável. A economia portuguesa tem mantido taxas de crescimento que se estima serem superiores à do produto potencial, as condições de financiamento dos emitentes portugueses, designadamente do soberano, têm sido favoráveis, e o mercado imobiliário tem registado acentuada recuperação, refletindo de forma significativa o comportamento de não residentes.

É fundamental manter as trajetórias de ajustamento num contexto de abrandamento económico. De facto, a generalidade das projeções de crescimento económico foram recentemente revistas em baixa. Existe contudo incerteza quanto ao ritmo a que o abrandamento se irá processar.

O principal risco para a estabilidade financeira na economia portuguesa continua a ser a possível reavaliação significativa e abrupta dos prémios de risco, quer seja espoletada por um movimento de reavaliação a nível global ou europeu, ou de carácter mais idiossincrático, a nível nacional. A manifestação deste risco pode decorrer de um abrandamento da atividade económica superior ao antecipado pelos investidores nos mercados, designadamente por materialização de riscos decorrentes das tensões comerciais, do agravamento da incerteza política ou de um evento de crédito a nível internacional num quadro de alavancagem historicamente elevada, a nível internacional, das sociedades não financeiras.

Note-se que, após o movimento de *sell-off* observado no final de 2018, os prémios de risco regressaram a níveis abaixo da média histórica e os episódios de volatilidade têm sido relativamente contidos. Contudo, é importante destacar que o movimento de *sell-off* evidenciou vulnerabilidades importantes no mercado financeiro, em particular que a volatilidade de mercado poderá ser mais elevada na próxima inversão do ciclo quando comparada com episódios anteriores.

No seguimento das eleições em Itália, em março de 2018, as taxas de rendibilidade da dívida pública desta economia aumentaram, refletindo as preocupações com a sustentabilidade da dívida. Importa assinalar que, até ao presente, o contágio às *yields* de outras economias da área do euro foi relativamente contido. Contudo, numa situação extrema em que a incerteza se intensifique (e.g. associada às tensões comerciais), poderá ocorrer uma reavaliação dos prémios de risco e o reaparecimento de riscos de redenominação e de fragmentação financeira e económica na área do euro, resultando numa deterioração do sentimento de mercado relativamente a outros Estados-Membros, com destaque para os que apresentam maiores níveis de endividamento.

Uma eventual reavaliação em alta dos prémios de risco soberano assume particular importância para o setor financeiro português, tendo em conta a crescente exposição das instituições a

títulos de dívida pública, nomeadamente dívida pública nacional, e à maturidade relativamente longa dessa exposição. Refira-se que, no caso do setor bancário, essa exposição e a respetiva maturidade residual têm vindo aumentar ao longo desta década, pelo que a posição de capital dos bancos se tem tornado mais sensível à concretização deste risco. A evolução observada não pode, porém, ser dissociada do ambiente de baixas taxas de juro e de elevada liquidez do setor.

A nível internacional, a reavaliação abrupta dos prémios de risco e a sua propagação estará a ser potenciada pelo ambiente prolongado de baixas taxas de juro a nível global, que tem contribuído para o desenvolvimento de novos instrumentos de financiamento em mercado (e.g. *leveraged loans*), conduzindo, por sua vez, a um crescimento excessivo do crédito a empresas muito endividadas e a uma potencial deterioração da qualidade creditícia. Apesar de não ser uma vulnerabilidade direta para Portugal, um evento de crédito de uma empresa de grande dimensão poderá desencadear uma reavaliação dos prémios de risco a nível mundial.

A reavaliação dos prémios de risco a nível internacional pode ter outros efeitos adversos ao nível da estabilidade financeira, na medida em que afete de forma abrupta a procura externa dirigida à economia portuguesa, quer a exportação de serviços de turismo, quer o investimento direto em ativos imobiliários. De facto, a atuação dos não residentes tem dado um contributo importante para o elevado dinamismo do mercado imobiliário português, que desde a segunda metade de 2017 tem revelado alguns sinais de sobrevalorização no segmento residencial. Os bancos portugueses continuam materialmente expostos aos desenvolvimentos no mercado imobiliário, tendo beneficiado da sua dinâmica recente. Refira-se, porém, que, ao contrário do observado em outros países europeus, a valorização dos ativos imobiliários em Portugal tem coexistido com uma contínua redução do *stock* de crédito a particulares para aquisição de habitação. Adicionalmente, a Recomendação Macroprudencial do Banco de Portugal sobre o novo crédito ao consumo e à habitação, poderá contribuir para mitigar o risco de interação entre o crédito interno e os preços no mercado imobiliário.

Por fim, uma reavaliação dos prémios de risco, se significativa e com efeitos duradouros, acabará por se refletir necessariamente num agravamento dos custos de financiamento dos setores residentes, na linha do que ocorreu no período mais agudo da crise da dívida soberana que afetou a economia portuguesa no início da década. Esta situação será tanto mais relevante quanto maior for a necessidade de aceder aos mercados de capitais internacionais, seja para refinar dívida já existente, seja, no caso do setor bancário, para dar cumprimento a novos requisitos regulamentares (associados, nomeadamente, aos requisitos de MREL).

O prolongamento do ambiente de taxas de juro muito baixas cria riscos para a rendibilidade do setor financeiro. A manutenção de taxas de juro baixas tende a repercutir-se favoravelmente sobre o serviço da dívida das empresas e dos particulares, contribuindo para a redução dos níveis de incumprimento do crédito e mitigando o impacto do abrandamento económico. Contudo, o ambiente prolongado de baixas taxas de juro também fomenta uma procura mais intensa por rendibilidade, potenciando o *mispricing* de várias classes de ativos, (e.g., ativos imobiliários e ações) e criando incentivos no mercado de dívida para a compressão dos *spreads* por via de pressões concorrenciais. Mais especificamente, ao nível da intermediação financeira, cria uma pressão adicional sobre a sustentabilidade da margem financeira dos bancos, reforçando incentivos à expansão da carteira de crédito e a um potencial desajustamento entre o *spread* de crédito e o risco assumido. A tentativa de ganhar quota de mercado através de um *pricing* desadequado do risco tenderá a manifestar-se a prazo num aumento do incumprimento do crédito, em particular num contexto de deterioração da situação económica.

Importa realçar a crucial importância de as instituições de crédito manterem a necessária prudência na definição do *pricing* das suas operações, tendo em conta não apenas os incentivos de curto prazo para geração de rendimento mas considerando as perdas potenciais na totalidade do horizonte temporal expectável para as operações, que tende a exceder largamente o estipulado contratualmente, dada a persistência comportamental típica deste tipo de relacionamento.

A exposição, direta ou indireta, a países em desenvolvimento particularmente dependentes da exportação de matérias-primas continua a ser relevante para alguns bancos portugueses. Apesar do perfil de investimento ser heterogéneo, a generalidade das exposições diretas a estas economias assume a forma de empréstimos e investimento em títulos de dívida pública, tendo associados risco de crédito e risco de mercado (alterações cambiais e preço das matérias-primas), sendo que os dois tipos de risco tendem a interagir. Estas exposições registam rácios de NPL substancialmente superiores aos valores registados na atividade doméstica.

A digitalização do setor financeiro e o cibercrime podem ser uma fonte de risco sistémico. Estas duas dimensões tornam necessária a adaptação das instituições financeiras a um novo enquadramento em termos de modelo de negócio, bem como aos riscos e desafios associados, incluindo o ciber-risco e a potencial concorrência por parte de *BigTechs*. Após um período caracterizado por desafios significativos associados à recente crise económica e financeira, o sistema bancário português encontra-se numa fase de transformação digital e de adaptação ao novo enquadramento tecnológico, quer pelo investimento no digital, quer pelo estabelecimento de parcerias com novos *players*, quer pela própria internalização do desenvolvimento tecnológico. A cibersegurança assume, neste contexto, um papel preponderante. Os incidentes cibernéticos têm, potencialmente, a capacidade de comprometer a prestação de serviços financeiros, seja por via de impactos diretos financeiros ou operacionais, seja pelo impacto reputacional inerente. As instituições financeiras em Portugal têm vindo a intensificar esforços e investimentos nesta área, assim como a cooperação entre elas e com o supervisor. Várias ações têm vindo a ser levadas a cabo pelo supervisor para fazer face a estes riscos, tendo o Mecanismo Único de Supervisão elegido a cibercriminalidade e as perturbações informáticas um dos principais fatores de risco no setor bancário. Na perspetiva das autoridades competentes, é igualmente essencial continuar a acompanhar e aprofundar o conhecimento sobre os novos *players* de mercado. De entre estes, destaca-se a entrada no mercado de empresas tecnológicas denominadas *BigTech*, que utilizam as suas próprias plataformas para oferecer serviços financeiros, começando, geralmente, pela área dos serviços de pagamentos, mas estendendo a sua atividade, em algumas jurisdições, a outro tipo de produtos financeiros

Uma fonte potencial de risco que tem emergido no período mais recente está relacionada com as alterações climáticas. Estas têm o potencial de, quer no curto prazo, pela manifestação crescente das suas consequências a nível físico, quer a médio e longo prazo, também em resultado das iniciativas de política que vierem a ser adotadas, poder representar uma fonte potencial de riscos para a estabilidade financeira. Em particular, os designados riscos de transição refletem a incerteza relativamente à forma como se irá adotar uma economia sustentável de baixo carbono e, em particular, a velocidade desta transição ("*soft*" versus "*hard landing*"). As instituições financeiras devem internalizar crescentemente nos seus processos de decisão questões como a necessidade de pagamento de indemnizações, a redução de valor de colaterais de operações, ou a exposição a determinados ativos mais vulneráveis a riscos de alterações climáticas e consequente materialização de riscos, com potencial impacto na respetiva solidez financeira.

Tal como sinalizado em edições anteriores do *Relatório de Estabilidade Financeira*, persiste a fragmentação da arquitetura institucional europeia – associada ao facto de os centros de decisão ao

nível da supervisão e resolução do setor bancário terem sido transferidos para a esfera europeia, apesar dos custos decorrentes dessas decisões, em termos de preservação da estabilidade financeira, continuarem a recair, em grande medida, nas “redes de segurança” nacionais. A fragmentação reflete-se na ausência de um Sistema Europeu de Garantia de Depósitos, de um enquadramento de gestão de crises robusto, que salvaguarde a continuidade do fluxo de financiamento sem efeitos disruptivos e de um equilíbrio sustentável e promotor de estabilidade financeira no tratamento de grupos bancários transfronteiriços. A incompletude da União Bancária ou mesmo, de uma forma mais geral, ao nível da União Económica e Monetária intensifica os riscos para a estabilidade financeira.

De acordo com a Comissão Europeia, apesar do significativo reforço do quadro normativo europeu, os recentes casos de branqueamento de capitais associados a bancos europeus demonstram que ainda subsistem importantes fragilidades, no plano europeu, em matéria de prevenção do branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo (BC/FT). Atendendo a que os quadros institucionais aplicáveis à supervisão prudencial e de prevenção do BC/FT são distintos, a articulação, designadamente no domínio da cooperação e partilha de informação, entre a supervisão prudencial e a supervisão preventiva do BC/FT é crucial – tanto a nível interno, entre autoridades prudenciais e de prevenção do BC/FT nacionais, como transfronteiriço, entre autoridades de diferentes Estados-Membros e com autoridades de países terceiros. Neste contexto, o Conselho da União Europeia adotou, em dezembro de 2018, conclusões sobre um plano de ação destinado a reforçar a monitorização do branqueamento de capitais, tendo já sido aprovada a proposta de atribuição de poderes reforçados à EBA em matéria de prevenção do BC/FT. No plano nacional, iniciou-se, em 2018, a atualização da avaliação nacional dos riscos de BC/FT. Em acréscimo ao tradicional acompanhamento *off-site* das instituições supervisionadas pelo Banco de Portugal, foram desencadeados dois ciclos de inspeções temáticas, em matéria de medidas restritivas e de abertura de conta através de canais digitais, que tiveram como principal objetivo facilitar a absorção das inovações normativas nestes domínios.

Em suma, a economia portuguesa continua a estar vulnerável a choques adversos com potenciais consequências para a estabilidade financeira, sendo de destacar a reavaliação significativa e abrupta dos prémios de risco a nível global ou europeu, que poderá ser desencadeada por diversos fatores, com consequências negativas para o mercado de ativos e para a atividade económica.

As perspetivas de abrandamento da atividade económica geram um desafio para a estabilidade financeira, em particular dado o ainda elevado nível de endividamento. Este facto, conjugado com a sobrelvalorização dos preços no mercado imobiliário residencial, em especial em algumas áreas geográficas e segmentos de mercado, aconselha particular cuidado na definição dos critérios de concessão de crédito por parte dos bancos. Com efeito, a tentativa de aumento do volume de crédito através da fixação de *spreads* de taxa de juro que não cubram o risco de crédito de maneira sustentável traduzir-se-á, no futuro, num maior nível de incumprimento no crédito.

Apesar da redução significativa do rácio de NPL desde meados de 2016, este mantém-se elevado no contexto europeu, pelo que importa continuar a implementar os planos de redução de NPL submetidos às autoridades de supervisão.

As instituições financeiras devem ainda internalizar crescentemente nos seus processos de decisão os riscos decorrentes de alterações climáticas, assim como a necessidade de ajustamento dos seus modelos de negócios, por forma a manter-se tecnologicamente eficientes e competitivas, face à entrada de novos participantes na atividade financeira, e a manter um adequado controlo dos riscos, onde se incluem, *inter alia*, riscos operacionais, cibercrime, branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo.

É necessário prosseguir o ajustamento estrutural da situação financeira dos diversos setores não financeiros, de forma a garantir a sustentabilidade das respetivas dívidas.

No caso das empresas não financeiras e dos bancos é importante continuar a reforçar a capacidade de absorção de choques negativos através de níveis de capitalização adequados. Assim, é fundamental a adoção de políticas prudentes na aplicação dos resultados gerados, em especial no que concerne à distribuição de dividendos.



# 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 Sistema bancário



# 1 Riscos, vulnerabilidades e política macroprudencial

## 1.1 Riscos e vulnerabilidades

O contexto macrofinanceiro da economia portuguesa é, em larga medida, condicionado pelo enquadramento da área do euro. O elevado grau de integração económica e financeira da área do euro na economia mundial justifica a dimensão global dos riscos elencados neste Relatório. Os riscos identificados poderão interagir e, em caso de materialização, poderão reforçar-se mutuamente.

Os riscos para a estabilidade financeira a nível global agravaram-se nos últimos seis meses, refletindo as perspetivas de abrandamento da atividade económica, permanecendo, contudo, incerteza quanto ao ritmo do ajustamento.

O menor crescimento económico, conjugado com a elevada incerteza geopolítica e tensões comerciais, colocam desafios adicionais à estabilidade do sistema financeiro a nível mundial. A incerteza e os riscos associados ao crescimento da economia mundial aumentaram nos últimos meses (Gráficos I.1.1 e I.1.2), em particular devido às tensões comerciais internacionais (e.g., EUA e China, EUA e União Europeia), mas também fruto da instabilidade em redor do processo de saída do Reino Unido da União Europeia (UE) (*Brexit*).<sup>1</sup> Adicionalmente, uma desaceleração mais acentuada da atividade económica na China (não obstante a evolução registada no início de 2019, acima do previsto) e a ainda elevada sensibilidade de alguns mercados emergentes a alterações nos prémios de risco, podem acentuar os riscos descendentes para a atividade económica global.

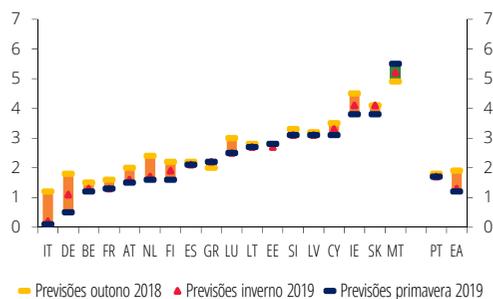
Na área do euro, a deterioração da confiança e as tensões sociais são apontados como os principais fatores a condicionar as perspetivas de crescimento, traduzidos em particular na desaceleração da produção industrial (Comissão Europeia, maio 2019).<sup>2</sup> Existe, contudo, incerteza quanto ao ritmo a que o abrandamento da atividade económica se irá processar, atendendo também à evolução observada no início de 2019, mais favorável do que o projetado. A desaceleração da produção automóvel na Alemanha, bem como a incerteza política e a deterioração da confiança em Itália, são as principais razões apontadas pela Comissão Europeia para uma revisão em baixa do crescimento económico na área do euro em 2019 para 1,1% (menos 0,6 pp face às projeções de dezembro de 2018). A desaceleração económica e o decréscimo significativo dos preços dos produtos petrolíferos conduziu também a uma revisão em baixa das expectativas de inflação, com o Banco Central Europeu (BCE) a projetar um decréscimo progressivo do IHPC para 1,2% em dezembro de 2019 (menos 0,4 pp face ao projetado em dezembro 2018).

1. Para mais detalhes, ver Caixa 1.

2. *European Commission European Economic Forecasts* (maio 2019).

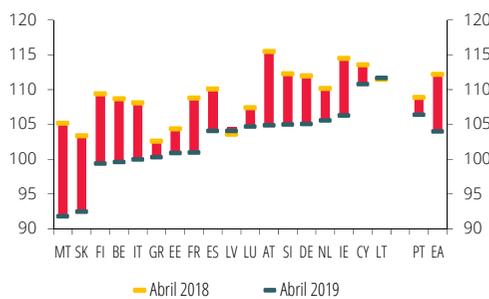
Em Portugal, um abrandamento mais acentuado da atividade económica nos principais parceiros comerciais, tal como Alemanha, França e Reino Unido (que representaram, respetivamente, 31% e 45% da exportação de bens e serviços portugueses em 2018), aumenta os riscos descendentes para a atividade económica nacional, com implicações sobre o setor financeiro (via, designadamente, o aumento dos empréstimos *non-performing* – NPL). Uma análise de sensibilidade<sup>3</sup> mostra que um choque adverso de 3,3 pp sobre a procura externa dirigida a Portugal poderá representar uma redução do PIB em 2019 e 2020 até 0,7 pp em cada um dos anos.

**Gráfico I.1.1 • Perspetivas de crescimento para os Estados-Membros da UE para 2019 (%)**



Fonte: European Commission European Economic Forecasts (novembro 2018, fevereiro 2019 e maio 2019). | Notas: O gráfico apresenta as previsões de crescimento do PIB para os países da área do euro em 2019, conforme publicado em nov. 18 (Outono 2018), fev. 19 (Inverno 2019) e maio 19 (Primavera 2019). A barra a laranja (verde) sinaliza uma revisão em baixa (alta) em comparação com a primeira previsão de novembro de 2018.

**Gráfico I.1.2 • Índice de sentimento económico | Base 1990**

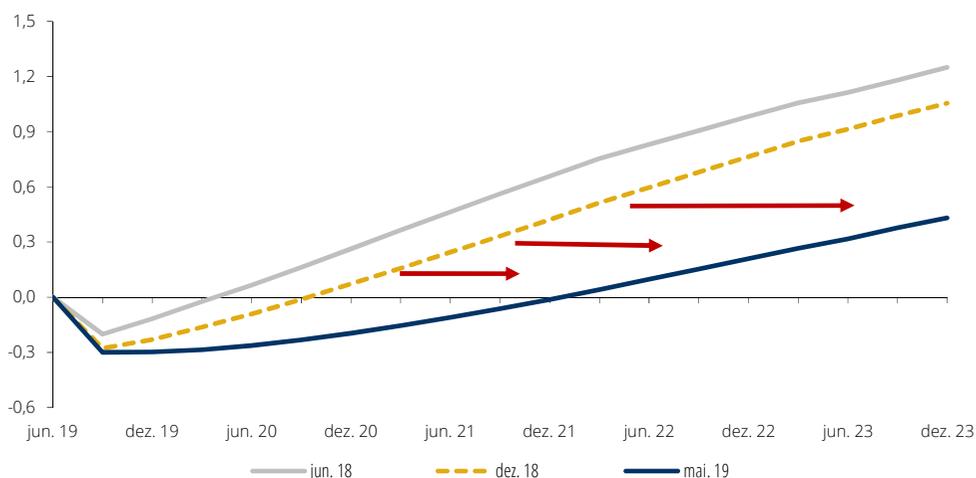


Fonte: European Commission Business e Consumer Survey. | Notas: O gráfico apresenta o indicador de confiança económica para a área do euro, calculado como a média desde 1990 e ajustado de sazonalidade. Os pesos dos setores incluídos são, respetivamente, 40% indústria, 30% serviços, 20% consumidores, 5% construção e vendas a retalho. Para o cálculo do indicador são inquiridos mensalmente 140 000 empresas e 41 000 consumidores. | Última observação: abril 2019.

Em resposta ao abrandamento significativo da economia europeia e das expectativas de inflação, o BCE anunciou, no dia 7 de março de 2019, um prolongamento da política monetária acomodatória para os próximos dois anos, nomeadamente a manutenção das taxas de juro de referência em mínimos históricos e uma nova linha de financiamento ao setor bancário por prazo alargado (TLTRO III, de 2 anos).<sup>4</sup> Com estas medidas, o BCE pretende preservar as condições favoráveis ao financiamento bancário e à transmissão da política monetária. Refira-se, no entanto, que ainda não são conhecidos os termos e requisitos de acesso às TLTRO III, em particular o custo destas operações. Neste contexto, tem sido também sinalizada pelas autoridades monetárias a necessidade de se analisar as externalidades negativas sobre a intermediação bancária decorrentes da manutenção das taxas de juro negativas nos depósitos (Draghi, M.).<sup>5</sup> Comparativamente com o anterior *Relatório de Estabilidade Financeira*, e refletindo a política monetária anunciada, observa-se uma deslocação descendente da curva das taxas de juro implícitas nos contratos de futuro sobre a Euribor, esperando-se que atinjam valores positivos apenas a partir de março de 2022 (Gráfico I.1.3).

3. Caixa 1 “Uma análise de sensibilidade das projeções a choques adversos de procura externa” (Banco de Portugal, *Boletim Económico*, março 2019).  
 4. *Targeted longer-term refinancing operations*.  
 5. <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190307-de1fdb0b0.en.html>.

Gráfico I.1.3 • Taxa de juro implícita nos contratos de futuros sobre a Euribor a 3 meses  
| Em percentagem



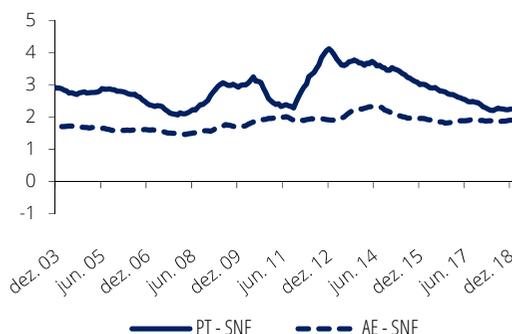
Fonte: Refinitiv e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Última atualização: 20 de maio de 2019.

### Um ambiente prolongado de taxas de juro muito baixas pode aumentar os riscos para o sistema financeiro na Europa se estimular uma procura mais intensiva por rentabilidade

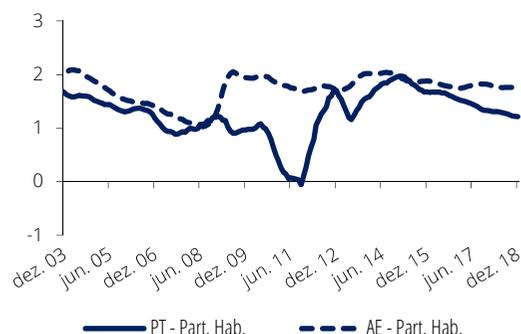
A manutenção de taxas de juro muito baixas tende a repercutir-se positivamente sobre o serviço de dívida do setor não financeiro. Por um lado, contribui para a redução dos níveis de incumprimento deste setor, mitigando o impacto do abrandamento da atividade económica e, por outro lado, facilita a gestão de liquidez por parte dos bancos. No entanto, o ambiente de taxas de juro muito baixas poderá ter também efeitos indesejados sobre a estabilidade financeira, nomeadamente se promover uma procura mais intensa por rentabilidade (*search-for-yield*), potenciando o *mispicing* de diversas classes de ativos, como sejam os ativos imobiliários, as ações e, no caso da dívida, através de uma compressão excessiva dos *spreads*.

Apesar de representar um estímulo à economia, o prolongamento do ambiente de taxas de juro muito baixas poderá colocar pressões adicionais sobre a rentabilidade do sistema financeiro (Gráficos I.1.4 e I.1.5) (Secção 4.1 Rentabilidade). Em particular, no caso dos bancos, o prolongamento do ambiente de taxas de juro muito baixas poderá reforçar os incentivos à expansão da carteira de crédito, nomeadamente dos créditos com maior risco, e estimular um desajustamento entre o *spread* de crédito e o risco subjacente (Secção 4.4 Critérios de concessão de crédito). Estratégias de aumento de quota de mercado baseadas em políticas desajustadas do *pricing* do risco tendem a refletir-se em subidas de NPL no futuro, em particular num contexto de abrandamento de atividade económica (Secção 4.2 Qualidade dos ativos). Contudo, em 2018, continuou a observar-se uma diferenciação do *spread* de taxas de juro nos novos empréstimos a sociedades não financeiras de acordo com o risco de crédito das empresas e os novos empréstimos continuaram a ser direcionados para empresas de menor risco.

**Gráfico I.1.4 • Diferencial entre taxas de juros de novas operações de empréstimos e de depósitos – Sociedades não financeiras (SNF) | Em percentagem**



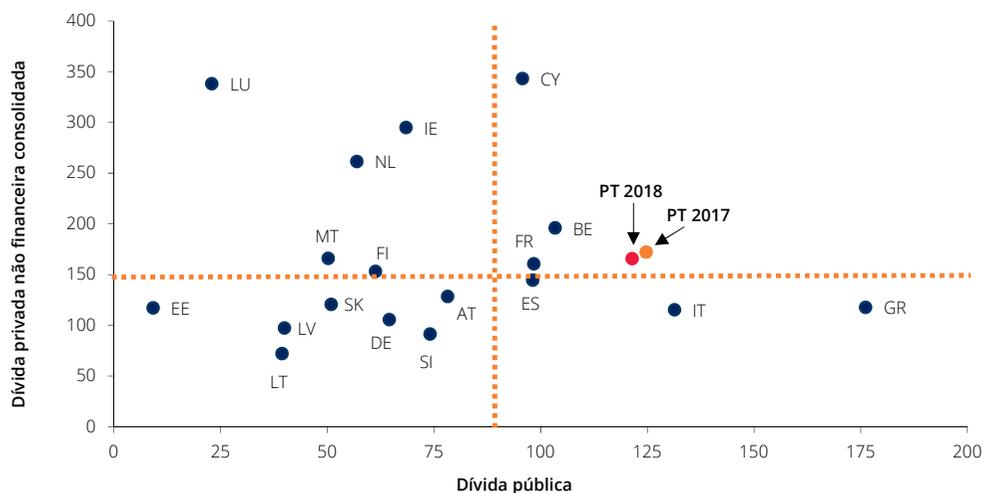
**Gráfico I.1.5 • Diferencial entre taxas de juro de novas operações de empréstimos e de depósitos – Particulares, finalidade habitação | Em percentagem**



Fonte: Banco Central Europeu e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: Diferencial entre as taxas de juro das novas operações de crédito (de SNF ou de Particulares para finalidade habitação, respetivamente) e a taxa de juro ponderada dos depósitos de Particulares e SNF. Valores para a área do euro correspondem a uma média simples dos países. Fluxos semestrais.

..... O risco de uma reavaliação significativa e abrupta dos prémios de risco a nível global intensificou-se, num contexto macroeconómico menos favorável e elevado endividamento

**Gráfico I.1.6 • Dívida nos setores privado não financeiro e soberano – 2017 | Em percentagem do PIB**

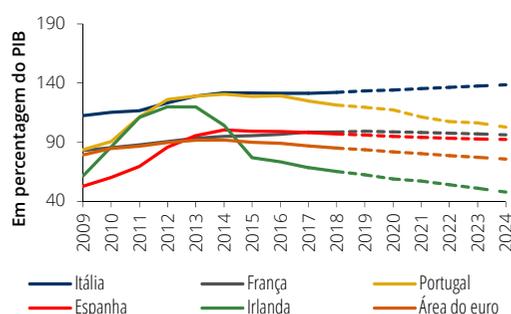


Fontes: Banco de Portugal e Eurostat. | Notas: As linhas a tracejado referem-se à média da área do euro em 2017 para cada um dos setores institucionais. A dívida privada não financeira inclui empréstimos, títulos de dívida e créditos comerciais em base consolidada. A dívida pública é calculada de acordo com a definição utilizada no Procedimento dos Défices Excessivos (Regulamento (CE) 479/2009, 25 de maio), isto é, dívida bruta consolidada das administrações públicas ao valor facial, denominada dívida de Maastricht.

A desaceleração económica, num contexto de ainda elevado e heterogéneo nível de endividamento público e privado (Gráficos I.1.6 e I.1.7), torna a economia europeia particularmente vulnerável a reavaliações diferenciadas de risco entre várias geografias e segmentos do mercado financeiro. Neste contexto, os Estados-Membros com maiores níveis de endividamento e limitações estruturais de médio/longo prazo, encontram-se particularmente expostos a reavaliações

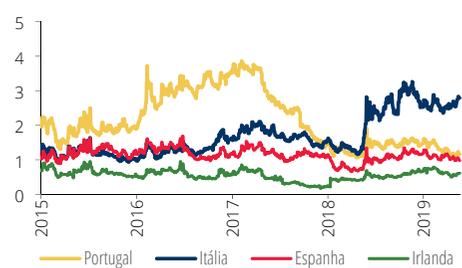
significativas dos prémios de risco (Secção 3.1 Administrações públicas). Esta vulnerabilidade foi visível, por exemplo, no seguimento das eleições em Itália, com uma materialização parcial deste risco que se refletiu na subida das *yields* da dívida pública e com o reaparecimento de preocupações com a sustentabilidade da dívida (Gráfico I.1.8). Importa assinalar que, até ao presente, o contágio às *yields* de outras economias da área do euro foi relativamente contido. Contudo, numa situação extrema em que a situação/incerteza se intensifique (e.g. associada ao resultado das eleições europeias e ao agudizar das tensões comerciais), poderá ocorrer uma reavaliação do prémio de risco, o reaparecimento de riscos de redenominação e de fragmentação financeira e económica na área do euro, podendo resultar numa deterioração do sentimento de mercado relativamente a outros Estados-Membros.

**Gráfico I.1.7 • Evolução do rácio da dívida das administrações públicas | Em percentagem do PIB**



Fonte: FMI, *Fiscal Monitor* de abril de 2019. | Notas: Valores a tracejado correspondem a projeções. Valor bruto da dívida das administrações públicas.

**Gráfico I.1.8 • Spreads da dívida pública a 10 anos face à Alemanha | Pontos base**



Fonte: Refinitiv e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Última atualização: 20 de maio de 2019.

No caso da economia portuguesa, a recuperação da atividade económica e o ajustamento da situação orçamental das administrações públicas contribuíram para a melhoria da perceção dos investidores internacionais relativamente à economia nacional. As três principais agências de *rating* classificam atualmente a dívida do soberano português no nível de *investment grade*<sup>6</sup>, alargando o leque de investidores potenciais e reduzindo o custo de financiamento. Contudo, e não obstante o progresso observado nos últimos anos, em especial no setor privado, a economia portuguesa continua a registar elevados níveis de endividamento no contexto europeu, quer no setor público (121,5% do PIB), como no setor privado não financeiro (165,5% do PIB).

Adicionalmente, o prolongamento das atuais condições de financiamento poderá contribuir para a manutenção dos elevados níveis de alavancagem observadas no setor não financeiro. Num contexto de maior turbulência e incerteza nos mercados financeiros internacionais, esta vulnerabilidade é particularmente relevante, atendendo à dependência e sensibilidade da economia nacional às condições de financiamento internacionais. Por exemplo, em dezembro de 2018, Portugal permanece como um dos Estados-Membros com uma dívida externa líquida mais elevada (89% do PIB). A referida dependência assume uma relevância acrescida dada a estrutura de endividamento das administrações públicas em Portugal. Apesar do aumento da maturidade

6. Mais em detalhe, 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 para o patamar de *investment grade*. Em abril de 2018, a DBRS também aumentou a notação em nível de BBB- para BBB (atualmente com *outlook* positivo). Em outubro de 2018, a Moody's também reviu em alta o *rating* para Baa3, com *outlook* estável. Mais recentemente, em março de 2019, a Standard & Poor's (S&P) reviu em alta para BBB-, com *outlook* estável.

média das emissões realizadas em 2018, para 10,4 anos, Portugal continua a registar, a par com Itália, uma maior proporção de dívida de curto prazo e, portanto, comparativamente mais sensível a variações abruptas nos prémios de risco soberano.

## · A elevada exposição aos títulos de dívida soberana deixa o sistema financeiro português particularmente sensível a reavaliações dos prémios de risco nos mercados financeiros internacionais

Um enquadramento económico caracterizado por riscos descendentes para a atividade económica poderá relançar a incerteza quanto à sustentabilidade da dívida pública e privada. Conforme referido, e apesar da redução observada no período mais recente, o setor das administrações públicas em Portugal continua a registar elevados níveis de endividamento no contexto europeu. Esta é uma exposição relevante para o setor bancário português, que concentra uma parte significativa dos seus ativos nestes títulos de dívida. De facto, a elevada liquidez do setor bancário tem-se traduzido num aumento da sua exposição a títulos de dívida pública, a qual ascendia a 12,7% do ativo total em dezembro de 2018, dos quais 9% relativos ao soberano português e o remanescente relativo a títulos de dívida pública de outros países da área do euro, como Espanha e Itália (Secção 4.3 Concentração de exposições). No caso do setor segurador, e apesar do ajustamento observado nos últimos dois anos, a exposição ao soberano doméstico mantém-se em níveis particularmente elevados (cerca de 26% do ativo total).

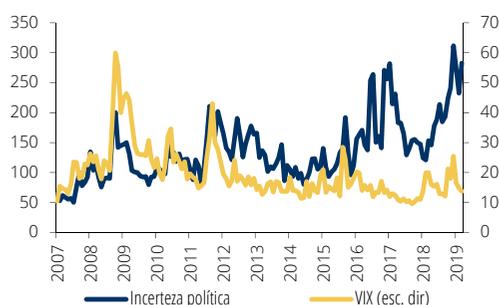
Os bancos portugueses estão, assim, vulneráveis a um cenário hipotético de reavaliação dos prémios de risco nos mercados financeiros internacionais. Em primeiro lugar, e dado que as variações das *yields* dos títulos de dívida soberana na carteira dos bancos portugueses tendem a estar positivamente correlacionados em situações de *stress* financeiro, os ganhos de diversificação poderão ser limitados. Em segundo lugar, tem-se observado um alongamento da maturidade residual média nas carteiras de títulos detidos pelo setor bancário, o que, na ausência de estratégias de cobertura, aumenta a exposição ao risco de taxa de juro. A análise regular de sensibilidade de fundos próprios dos principais bancos portugueses (*Common Equity Tier 1 – CET 1*) mostra que, a dezembro de 2018, uma eventual subida de 100 pb das *yields* da dívida pública nacional, reduziria o rácio CET 1 em cerca de 51 pb.<sup>7</sup> Nesse sentido, uma reavaliação brusca e expressiva dos prémios de risco, quer decorra de uma reavaliação de cariz global ou com uma natureza mais localizada na Europa, continua a ser o risco mais relevante para a estabilidade financeira em Portugal.

A materialização de um cenário de aumento dos prémios de risco do soberano, mesmo que parcial, tenderia a gerar uma interação negativa entre a economia real e o setor financeiro. Este ciclo poderá ser particularmente relevante para países como Portugal que, devido ao já elevado nível de endividamento e baixa poupança, têm menor capacidade para absorver choques abruptos e adversos nos mercados financeiros internacionais. Adicionalmente, uma potencial alteração na perceção do risco soberano tenderia a ser transmitido aos outros setores institucionais, repercutindo-se num potencial agravamento das condições de financiamento e dificultando a emissão

7. Ignorando estratégias de *hedging*. Este impacto incorpora a remoção do filtro prudencial, a partir de 1 de janeiro de 2018, que permitia imunizar os rácios de fundos próprios a variações no valor da dívida pública, bem como a reclassificação dos títulos de dívida pública no âmbito da adoção do novo enquadramento contabilístico (IFRS 9).

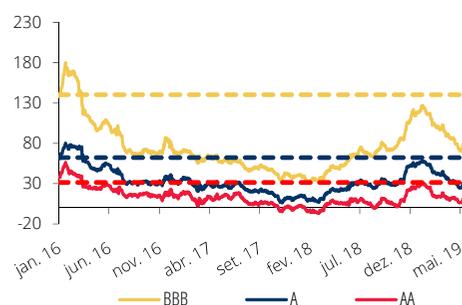
de instrumentos para o cumprimento dos requisitos de MREL<sup>8</sup> por parte dos bancos. O impacto adverso sobre as condições de financiamento dos particulares e das empresas seria mitigado pela política monetária acomodatória, uma vez que a generalidade do financiamento destes dois setores está estreitamente ligado a taxas de juro de curto prazo. Contudo, importa frisar que, em 2018, a taxa de poupança dos particulares manteve-se em níveis historicamente baixos (4,6% do rendimento disponível), assistindo-se ainda a uma redução da taxa de poupança das empresas (menos 1,2 pp para 9,4% do PIB). No caso das empresas, a taxa de poupança manteve-se a um nível claramente superior ao observado imediatamente antes da crise económica e financeira internacional, mas é baixa no contexto europeu. Estas dinâmicas apontam para uma menor resiliência das famílias e empresas a choques adversos sobre a atividade económica (Secção 3.2 Setor privado não financeiro). Deste modo, é essencial prosseguir com as políticas que promovam a sustentabilidade das finanças públicas, a poupança dos particulares e empresas, o crescimento potencial da economia portuguesa e a resiliência do sistema bancário, fatores que influenciam a perceção de risco por parte dos investidores.

**Gráfico I.1.9 • Incerteza política e volatilidade implícita nos mercados acionistas | Esq. Índice; Dir. %**



Fonte: Economic Policy Uncertainty webpage, Refinitiv e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: Dados mensais. O índice mede a incerteza política global com base em notícias de 20 países (agregados e ponderados pelo PIB). Para mais detalhes, ver Davis (2016), "An index of global economic policy uncertainty", *Macroeconomic Review*, e Baker/Bloom/Davis (2016), "Measuring Economic Policy Uncertainty", *Quarterly Journal of Economics*. O VIX representa a volatilidade implícita em opções sobre o índice acionista S&P500. | Última observação: março 2019.

**Gráfico I.1.10 • Prémios de risco das empresas privadas não financeiras | Pontos base**



Fonte: Refinitiv e cálculos do 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 a partir de 2000 para as taxas *mid-swap* do euro nas maturidades de 1 a 10 anos. | Última observação: 20 de maio de 2019.

A probabilidade de materialização de um choque adverso na economia mundial, que conduza a uma reavaliação dos prémios de risco, permanece elevada. Tal reflete as já referidas perspetivas de abrandamento do crescimento económico mundial, mas também o facto da incerteza política atingir máximos históricos (Gráfico I.1.9). Contudo, nos mercados financeiros internacionais, e após o movimento de *sell-off* observado no final de 2018, os prémios de risco regressaram a níveis abaixo da média histórica (e.g., A abaixo da média histórica de AA, Gráfico I.1.10) e os episódios de volatilidade e reavaliações dos prémios de risco têm sido relativamente contidos (Secção 2.2 Mercados financeiros). Numa perspetiva de estabilidade financeira, a correção observada nos mercados acionistas no final de 2018 é um fator positivo. Apesar da magnitude e intensidade

8. Requisito mínimo de fundos próprios e créditos elegíveis suscetíveis de absorver perdas e contribuir para a recapitalização da instituição em caso de resolução.

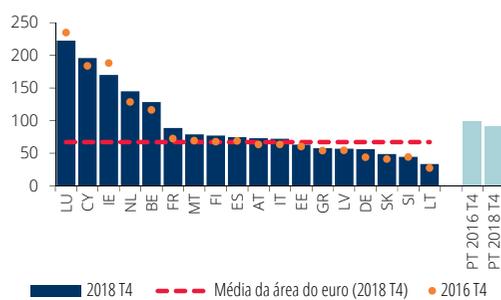
da correção terem sido significativas, o mercado reagiu de forma controlada e sem “*panic selling*”, contribuindo, em certa medida, para uma limitação do apetite de risco de alguns investidores. No entanto, é importante destacar que o movimento de *sell-off* também revelou vulnerabilidades relevantes nos mercados financeiros internacionais, nomeadamente que a volatilidade de mercado poderá ser mais elevada na próxima inversão do ciclo quando comparada com períodos anteriores, possibilidade que se adensou com a revisão em baixa do crescimento económico. A título de exemplo, a liquidez nos títulos de investimento especulativo (*high yield corporate bonds*), medida pelo *bid-ask spread*, deteriorou-se mais rapidamente do que em episódios anteriores de *stress* financeiro, como na crise de dívida soberana europeia. Adicionalmente, os *spreads* na dívida privada não financeira também já registaram uma maior sensibilidade, e correlação, com o preço das ações, quando comparados com a crise financeira de 2008 (Gráfico I.1.11). Estas duas observações podem ser parcialmente explicadas pela elevada alavancagem observada nas sociedades não financeiras (Gráfico I.1.12).

**Gráfico I.1.11 • Sensibilidade e correlação entre os títulos de dívida e ações (%)**



Fontes: Deutsche Bank, Bloomberg Finance LP e Moody's.

**Gráfico I.1.12 • Dívida total das Sociedades não Financeiras | Em percentagem do PIB**



Fontes: Banco Central Europeu e Comissão Europeia. | Nota: Dívida total (inclui empréstimos e títulos de dívida) em base consolidada.

## O elevado endividamento das empresas não financeiras e o recurso a novos instrumentos de financiamento pode ser um fator de instabilidade para o sistema financeiro a nível global

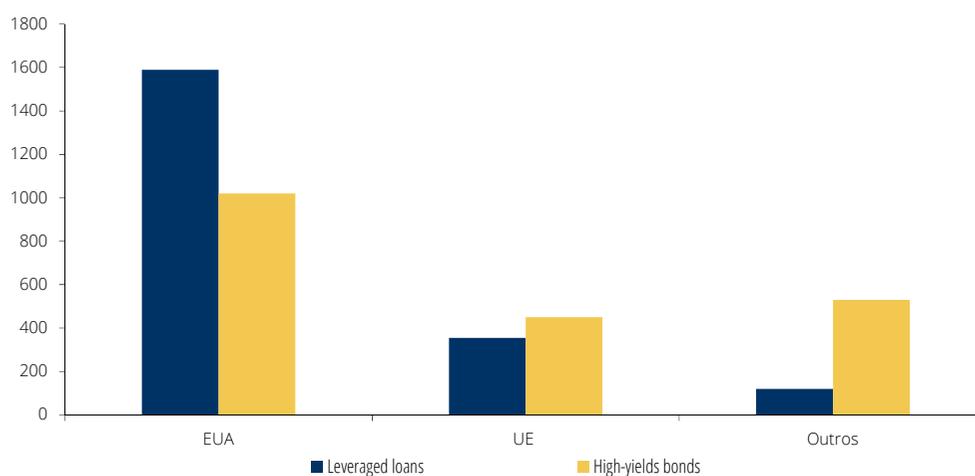
Um evento de crédito de empresas não financeiras a nível internacional, num quadro de endividamento historicamente elevado, poderá ser um *trigger* para uma reavaliação dos prémios de risco nível global. O ambiente prolongado de taxas de juro muito baixas, iniciado após a crise financeira, e a procura por rendibilidades mais elevadas têm contribuído para o desenvolvimento de novos instrumentos de financiamento em mercado, conduzindo, por sua vez, a um crescimento excessivo do crédito em determinadas áreas e perfis de risco.

Esta tendência tem um reflexo direto no crescimento dos “*leveraged loans*”.<sup>9</sup> Estes instrumentos são empréstimos concedidos a empresas ou particulares caracterizados por um nível de endividamento já elevado e com pior qualidade creditícia, o que limita a sua capacidade de obter financiamento através dos mecanismos tradicionais de mercado (e.g., títulos de dívida). Estes agentes

9. Para uma discussão mais ampla do mercado de *leveraged loans*, ver e.g. *European Central Bank's Financial Stability Review*, Nov. 2018 (Capítulo 2), IMF Blog, *Sounding the Alarm on Leveraged Lending*, 15 Nov. 2018 e *Bank of England's Financial Stability Report*, Nov. 2018.

económicos têm uma probabilidade de incumprimento mais elevada e, portanto, oferecem uma taxa de rendibilidade também mais elevada aos investidores. Deste modo, num contexto de procura mais intensiva por rendibilidade (*search-for-yield*) e taxas de juro muito baixas, o investimento nestes instrumentos revela-se particularmente atrativo. Acresce que, ao contrário dos títulos de dívida de elevado rendimento (*high-yield bonds*), estes empréstimos estão indexados à taxa de juro interbancária, evitando assim o risco de taxa de juro. Adicionalmente, o recurso à titularização destes empréstimos, através de *collateralised loans obligations* (CLOs), tem sido um veículo importante para o crescimento deste mercado.<sup>10</sup>

**Gráfico I.1.13 • Montante de *leveraged loans* e *high-yield bonds* | Mil milhões EUR**



Fonte: ECB Financial Stability Review, novembro 2018, Gráfico 2.3, baseado em dados de Bloomberg, Revinitiv, Bank of America Merrill Lynch e Association for Financial Markets in Europe. | Nota: Dados para outubro de 2018.

Comparativamente com os EUA, a exposição e emissão destes instrumentos no mercado europeu é relativamente reduzida (Gráfico I.1.13). Contudo, em alguns países (e.g., Reino Unido) a emissão de *covenant-lite leveraged loans*<sup>11</sup> tem aumentado significativamente, atingindo máximos históricos e ultrapassando os níveis observados antes da crise financeira de 2008<sup>12</sup>. Na área do euro, apenas os fundos de investimento em França têm uma participação relevante neste mercado, com 11% dos seus ativos investidos nestes instrumentos. De qualquer modo, o aumento da atividade global neste mercado poderá contribuir para o sobre-endividamento das empresas não financeiras, o que, num quadro de abrandamento económico, aumenta a probabilidade de materialização de um evento de crédito, com consequências diretas nos prémios de risco e liquidez de mercado a nível internacional. Atendendo a que uma parte significativa destes empréstimos são titularizados e negociados em mercado, é fundamental acompanhar o canal de negociação destes instrumentos e limitar a exposição dos agentes financeiros aos mesmos.

10. Ver, a título de exemplo, "Divergences widen in markets", BIS, setembro 2018.

11. *Covenant-lite* são empréstimos com cláusulas de proteção para os credores menos restritivas, o que aumenta o risco e reduz significativamente a qualidade da carteira de crédito.

12. Aproximadamente 60% do volume total de *leveraged loans* emitidos a nível global. Para mais detalhes, ver Bank of England Financial Stability Report, novembro 2018.

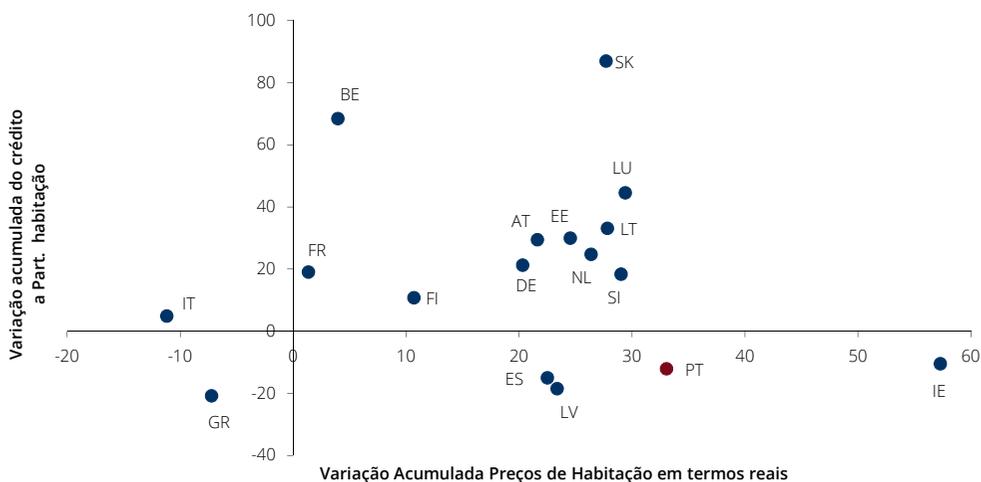
Apesar de este mercado não ser uma vulnerabilidade direta para Portugal, o atual enquadramento macrofinanceiro e o elevado nível de incerteza poderão traduzir-se em episódios de maior volatilidade nos mercados financeiros mundiais, com impacto direto nas condições de financiamento da economia portuguesa, em particular dado o ainda elevado nível de endividamento. Numa situação em que a reavaliação dos prémios de risco tenha um carácter persistente, as condições de financiamento de mercado tenderão a agravar-se mesmo para os agentes económicos nacionais com dívida de maior maturidade, fontes de financiamento mais diversificadas e maior disponibilidade de liquidez.

## ..... O mercado imobiliário português continua a estar ..... particularmente sensível à atuação de não residentes

No último ano, o mercado imobiliário português manteve um dinamismo elevado, com um reflexo direto no volume de transações e crescimento dos preços. Esta dinâmica tem sido justificada pelo crescimento económico, procura de não residentes, dinamismo do turismo, mas também pelo ambiente de baixas taxas de juro e elevada liquidez, o qual induz comportamentos de procura por rentabilidade por parte dos agentes económicos (*search-for-yield*). No entanto, importa salientar que, na segunda metade de 2018, observou-se uma moderação no crescimento dos preços e das transações, bem como dos novos empréstimos à habitação, e um aumento do tempo médio de venda dos imóveis (Secção 2.3 Mercado imobiliário).

A dinâmica dos preços do imobiliário residencial tem sido partilhada por muitos países europeus, observando-se, em alguns casos, um forte crescimento do crédito para aquisição de habitação (Gráfico I.1.14). Para Portugal, no entanto, o *stock* de empréstimos à habitação reduziu aproximadamente 12% em termos acumulados, entre 2013 e 2018, e espera-se que o abrandamento da atividade económica, a desaceleração do turismo e o aumento da oferta de imóveis, contribuam para a moderação do crescimento dos preços dos imóveis residenciais em 2019. Contudo, a manutenção de taxas de juro muito baixas pode criar incentivos para a inversão desta tendência.

**Gráfico I.1.14 • Variação acumulada dos preços da habitação em termos reais e do crédito a particulares para habitação nos países da área do euro | Em percentagem**



Fontes: Banco Central Europeu e Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE). | Notas: Variação acumulada entre 2013 e 2018. Chipre e Malta são excluídos da amostra por ausência de dados. Variação acumulada dos stocks de empréstimos a particulares para finalidade habitação.

Os bancos portugueses continuam a concentrar uma parte significativa das suas exposições no mercado imobiliário – essencialmente por via do crédito à habitação –, apesar da ligeira redução observada desde 2016 (Secção 4.3. Concentração de exposições). A dinâmica do mercado imobiliário tem tido um impacto positivo no sistema bancário português. Nos últimos anos, o aumento da procura por não residentes, em particular de imóveis comerciais, tem permitido que os bancos reduzam o número de imóveis que detinham em carteira e o volume de NPL garantidos por imóveis. No mesmo sentido, o aumento dos preços dos bens imobiliários tem um efeito direto sobre os rácios entre o valor dos empréstimos e o valor das garantias (LTV, na sigla inglesa). A este efeito sobre o *stock* de crédito acresce a redução habitual deste rácio por via das amortizações regulares. No entanto, a dinâmica dos preços pode representar um risco para a estabilidade financeira se introduzir prociclicidade no crescimento do crédito, nomeadamente num contexto de valorização excessiva dos preços.

A atual dinâmica no mercado imobiliário pode ser interrompida por um conjunto de fatores, como sejam alterações no quadro regulamentar nacional sobre o mercado imobiliário, a materialização de eventos de tensão geopolítica, aumentos dos prémios de risco e o abrandamento da atividade económica a nível global, que poderão limitar ou reduzir a procura externa dirigida a Portugal. Esta redução pode dever-se, por um lado, ao impacto sobre o setor do turismo e, por outro, à alteração das condições de financiamento e de confiança dos investidores não residentes, que tendem a apresentar um ritmo de ajustamento, e de desinvestimento, mais rápido. Em conjunto, a potencial ocorrência destes eventos poderá conduzir a uma redução na procura de imóveis e, conseqüentemente, a um ajustamento em baixa dos preços.

Neste contexto, ganha importância a Recomendação macroprudencial do Banco de Portugal, que mitiga estes riscos ao reduzir a interação entre os novos contratos de crédito às famílias e os preços do imobiliário.<sup>13</sup> No terceiro trimestre de 2018, a maioria das instituições reportou, no Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, critérios de aprovação de empréstimos mais restritivos, tanto no crédito à habitação como no crédito ao consumo, apontando alterações na regulação essencialmente associadas à recomendação como o principal fator para esta evolução.<sup>14</sup> Este resultado traduziu-se numa maior restritividade no rácio LTV, nos limites aos montantes concedidos e nas maturidades. É igualmente importante assegurar que o *pricing* dos novos empréstimos é adequado ao risco de crédito dos mutuários, mitigando assim as perdas num contexto de materialização de cenários mais adversos e conseqüente redução da capacidade de serviço da dívida dos mutuários.

### ⋮ A exposição dos bancos a países em desenvolvimento continua a assumir relevância, em particular num contexto de abrandamento económico global e/ou subida de prémios de risco

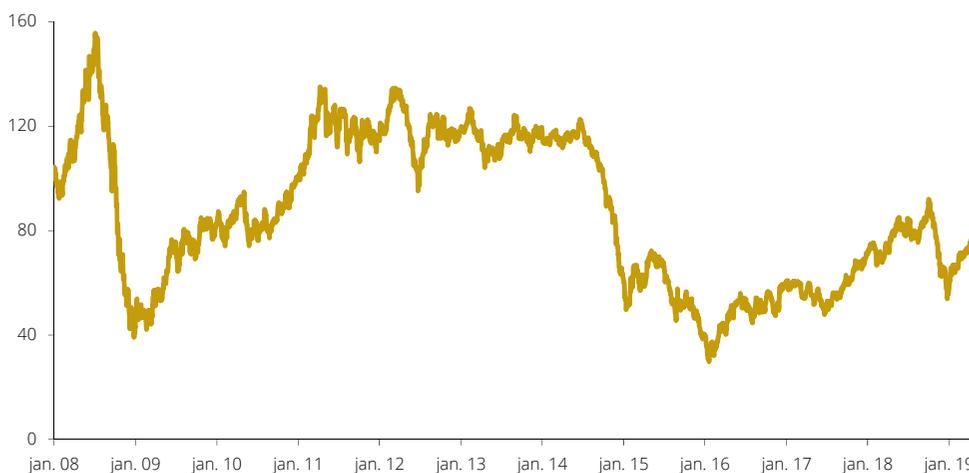
A exposição a algumas economias em desenvolvimento, particularmente dependentes da exportação de matérias-primas, continua a ser relevante para alguns bancos portugueses. No entanto, é importante destacar que existe uma significativa heterogeneidade no perfil de investimento das instituições financeiras portuguesas, sendo que a generalidade das exposições diretas a estas

13. Caixa 4 “Avaliação da Recomendação macroprudencial relativa a novos créditos à habitação e ao consumo”.

14. [https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/results\\_oct2018\\_pt.pdf](https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/results_oct2018_pt.pdf).

economias assume a forma de empréstimos concedidos à economia e investimento em títulos de dívida pública. A esta exposição, direta, acresce a exposição indireta, ou seja, via créditos e linhas de créditos a empresas portuguesas cuja atividade está dependente destas economias.

**Gráfico I.1.15 • Preços do petróleo: Brent | Índice base jan. 2008**



Fonte: Refinitiv e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Última observação: 20 de maio de 2019.

A exposição a estes países é particularmente sensível ao risco de crédito (*rating* soberano e *default*) e ao risco de mercado (alterações cambiais e preço das matérias-primas). Deve-se salientar que, dada a estreita relação entre a atividade económica destes países e os preços das matérias-primas, episódios de materialização de risco de mercado, em particular a queda do preço do petróleo (Gráfico I.1.15), podem resultar na intensificação do risco de crédito das contrapartes dessa geografia e na deterioração das suas posições financeiras. No mesmo sentido, estas exposições registam um custo de risco substancialmente superior, observando-se rácios de NPL superiores aos valores do mercado nacional. Deste modo, a evolução destas exposições e o desempenho económico destas economias deverão continuar a ser atentamente monitorizadas.

## ... A digitalização do setor financeiro e o cibercrime podem ser uma fonte de risco sistémico

No decorrer dos últimos anos, tem vindo a assistir-se a uma intensificação significativa da inovação tecnológica a nível do setor financeiro, com a introdução de novos *players*, atividades, serviços prestados e processos. Esta transformação tecnológica pode gerar ganhos expressivos, não apenas para o sistema financeiro, mas também para a economia como um todo, e compreende não apenas o esforço de inovação digital levado a cabo pelas instituições financeiras incumbentes, mas também o surgimento de novos parceiros e/ou concorrentes, como sejam as *fintech*<sup>15</sup> e as *bigtech*.<sup>16</sup> A inovação digital no setor financeiro é também um elemento essencial no que toca ao processo concorrencial entre instituições, com potencial impacto positivo sobre a qualidade do serviço prestado.

15. *Fintech* são aqui interpretadas como entidades que desenvolvem e fornecem serviços financeiros baseados em tecnologias inovadoras.

16. *FinTech and market structure in financial services: Market developments and potential financial stability implications* (FSB, fevereiro 2019).

No entanto, este processo pode também representar uma fonte de risco sistémico ou de ampliação de riscos sistémicos,<sup>17</sup> estando a ser extensivamente acompanhado pelas autoridades de supervisão nacionais e internacionais.<sup>18</sup> A atual vaga de inovação digital está a mudar o sistema financeiro em diferentes dimensões, podendo alterar de forma significativa a relação entre os agentes de mercado e a forma como os serviços financeiros são prestados e percecionados pelo setor não financeiro. Neste enquadramento, é fundamental garantir a confiança no sistema financeiro e a sua robustez, de modo a preservar a sua estabilidade, independentemente das entidades que asseguraram a atividade de intermediação financeira e o financiamento da atividade económica.

Após um período caracterizado por desafios significativos associados à recente crise económica e financeira, o sistema bancário português encontra-se, genericamente, numa fase de transformação digital e de adaptação ao novo enquadramento tecnológico, quer pelo investimento no digital (nas suas várias vertentes, desde a mais operacional, incluindo o tratamento de dados, à mais diretamente relacionada com os clientes) quer pelo estabelecimento de parcerias com novos *players*, quer ainda pela própria internalização do desenvolvimento tecnológico. É essencial que este processo se desenvolva de uma forma prudente, acautelando os riscos que lhe são inerentes.

A cibersegurança assume, neste contexto, um papel preponderante, fruto de uma maior dependência dos prestadores de serviços financeiros face a sistemas, aplicações e redes, da introdução de tecnologias inovadoras e do rápido crescimento e divulgação de ameaças externas aos sistemas. Os incidentes cibernéticos têm, potencialmente, a capacidade de comprometer a prestação de serviços financeiros, seja por via de impactos diretos financeiros (perdas) ou operacionais (disponibilidade), seja pelo impacto reputacional inerente.

As instituições financeiras em Portugal têm vindo a intensificar os seus esforços e investimentos nesta área, assim como a cooperação entre elas e com o supervisor. Neste contexto, o Banco de Portugal estabeleceu um grupo de trabalho, no âmbito das suas funções de supervisão, e em articulação com o Centro Nacional de Cibersegurança (CNCS), com vista a definir um enquadramento regulatório e operacional de acompanhamento de eventos de cibersegurança, tendo estabelecido um reporte de incidentes. O Mecanismo Único de Supervisão (MUS) elegeu como um dos principais fatores de risco no setor bancário a cibercriminalidade e as perturbações informáticas.<sup>19</sup> Assim, e para além da comunicação, por parte das instituições significativas, de incidentes cibernéticos ao BCE, o supervisor continuará a avaliar os riscos informáticos e cibernéticos enfrentados pelas instituições de crédito e procederá, durante 2019, a diversas inspeções no local centradas em aspetos relacionados com este tipo de riscos.

Na perspetiva das autoridades competentes, é igualmente essencial continuar a acompanhar e aprofundar o conhecimento sobre os novos *players* de mercado. De entre estes, destaca-se a entrada no mercado de empresas tecnológicas denominadas *bigtech*, que utilizam as suas próprias plataformas para oferecer serviços financeiros, começando, geralmente, pela área dos serviços de pagamentos, mas estendendo a sua atividade, em algumas jurisdições, a outro tipo de produtos financeiros. De salientar que as *bigtech* oferecem produtos financeiros apenas como uma parte da sua, bastante mais extensa, atividade, beneficiando das suas próprias plataformas e da quantidade massiva de dados por elas gerados.<sup>20</sup> Neste novo enquadramento, em

17. Caixa 2 “*Fintech – perspetiva da estabilidade financeira*” (*Relatório de Estabilidade Financeira*, dezembro 2018).

18. *Report on the prudential risks and opportunities arising for institutions from FinTech* (EBA).

19. [https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/priorities/html/ssm.supervisory\\_priorities2019.pt.html](https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/priorities/html/ssm.supervisory_priorities2019.pt.html).

20. Frost, et al. (2019), “Big Tech and the changing structure of financial intermediation” *BIS Working Papers* No 779.

constante e rápida evolução, é essencial acompanhar a atividade destas entidades, aferindo também os riscos de cariz sistémico que estas podem colocar e assegurando a adequação do enquadramento regulamentar e de supervisão aplicável a nível internacional.

## As alterações climáticas representam uma fonte de risco para a estabilidade financeira

De modo a promover a estabilidade do sistema financeiro, é necessário compreender como as alterações climáticas podem representar uma fonte potencial de riscos, nomeadamente ao nível físico e de transição para uma economia de baixo carbono.<sup>21</sup>

A primeira fonte de risco está associada aos riscos físicos, que refletem a ocorrência e a crescente intensidade de fenómenos naturais suscetíveis de gerar custos económicos, com repercussões no sistema financeiro. Dependendo da sua dimensão e frequência, estes eventos podem afetar áreas de modo mais circunscrito ou produzir efeitos sistémicos sobre a economia. De um modo geral, estes eventos evidenciam a existência de riscos potenciais sobre a sustentabilidade do sistema financeiro, como sejam os custos elevados e inesperados com o pagamento de indemnizações ou a exposição a determinados ativos mais vulneráveis a alterações climáticas. Tal reforça, por conseguinte, a necessidade de o sistema financeiro passar a incorporar fatores ESG (*environmental, social and governance*) nos processos de decisão, avaliação e determinação dos preços do risco.

A segunda fonte de risco está relacionada com o processo de transição para uma economia sustentável. Os riscos de transição refletem, em larga medida, a incerteza relativamente à forma como se irá adotar uma economia sustentável de baixo carbono e, em particular, a velocidade desta transição ("*soft*" vs "*hard landing*"). Neste âmbito, deve-se salientar as possíveis alterações fiscais às taxas sobre o carbono, a fixação de limites de emissões de CO<sub>2</sub> e/ou alterações tecnológicas que possibilitem uma redução das emissões. Todas estas mudanças podem ter consequências significativas sobre a sociedade, em particular sobre o sistema financeiro, sendo estas serão tanto maiores quanto mais rápido for o processo de transição. Desta forma, é importante garantir que o sistema financeiro está consciente de potenciais alterações regulamentares/fiscais e que o processo de transição seja realizado de modo gradual, por forma a evitar disrupções e garantir que os custos de ajustamento são devidamente acomodados.

## A materialização do risco nos recentes casos de branqueamento de capitais a nível europeu realça a importância das iniciativas do Banco de Portugal nesta matéria

Apesar do reforço do atual quadro normativo europeu, através da transposição da 4.ª diretiva relativa à prevenção da utilização do sistema financeiro para efeitos de branqueamento de capitais ou de financiamento do terrorismo (AMLD, na sigla inglesa) e da entrada em vigor, em julho de 2018, da 5.ª AMLD, a Comissão Europeia considera que os recentes casos de branqueamento de capitais associados a bancos europeus demonstram que ainda subsistem lacunas no

21. Para mais detalhes Caixa 2 "Riscos para a estabilidade financeira decorrentes de alterações climáticas".

enquadramento legislativo europeu em matéria de supervisão preventiva do Branqueamento de Capitais/Financiamento do terrorismo (BC/FT).

Para a Comissão Europeia, tais casos demonstram claramente os potenciais impactos para a estabilidade financeira da existência de fragilidades na eficácia da supervisão preventiva do BC/FT. Ademais, e dado que são distintos os quadros institucionais aplicáveis à supervisão prudencial e de prevenção do BC/FT, a articulação, designadamente no domínio da cooperação e partilha de informação, entre a supervisão prudencial e a supervisão preventiva do BC/FT é crucial – tanto a nível interno, entre autoridades prudenciais e de prevenção do BC/FT nacionais, como transfronteiriço, entre autoridades de diferentes Estados-Membros e com autoridades de países terceiros.

Em linha com as discussões ocorridas nos diferentes “fora”, onde tem sido largamente enfatizada a necessidade de se reforçar a articulação dos quadros prudencial e de prevenção do BC/FT na União Europeia, o Conselho da União Europeia adotou, em dezembro de 2018, conclusões sobre um plano de ação destinado a reforçar a monitorização do branqueamento de capitais (“Anti-Money Laundering Action Plan”)<sup>22</sup>, tendo já sido aprovada a proposta de atribuição de poderes reforçados à Autoridade Bancária Europeia (EBA, na sigla inglesa) em matéria de prevenção do BC/FT.

No plano nacional, iniciou-se, em 2018, a atualização da avaliação nacional dos riscos de BC/FT. O referido exercício surge na sequência da avaliação concluída em junho de 2015 pelo grupo de trabalho constituído na sequência do Despacho n.º 9125/2013, de 1 de julho, do Ministro de Estado e das Finanças, que deu origem à Comissão de Coordenação das Políticas de Prevenção e Combate ao Branqueamento de Capitais e ao Financiamento do Terrorismo, criada pela Resolução do Conselho de Ministros n.º 88/2015, de 6 de outubro, e à qual compete assegurar o corrente exercício de atualização.<sup>23</sup>

Do ponto de vista da atuação de supervisão do Banco de Portugal em matéria de prevenção do BC/FT, a autonomização funcional deste domínio da supervisão, em 2011, traduziu-se na implementação, desde então, de uma abordagem baseada no risco e assente, essencialmente, na realização de diversas inspeções *on-site* e na análise *off-site* de reportes às instituições identificadas como de maior risco. Esta abordagem mereceu parecer positivo pelo Grupo de Ação Financeira (GAFI), na recente avaliação conduzida ao sistema português de prevenção do BC/FT.

No ano de 2018, e em acréscimo ao tradicional acompanhamento *off-site* das instituições supervisionadas pelo Banco de Portugal, foram desencadeados dois ciclos de inspeções temáticas, em matéria de medidas restritivas e de abertura de conta através de canais digitais, que tiveram como principal objetivo facilitar a absorção das inovações normativas nestes domínios. No plano mais geral, espera-se que a entrada em vigor de um novo Aviso, a par de um novo modelo de reporte único em matéria de prevenção do BC/FT, se repercutam em ganhos adicionais de eficácia nesta atividade de supervisão.

22. Ver, a este propósito, <https://www.consilium.europa.eu/pt/press/press-releases/2018/12/04/money-laundering-council-adopts-conclusions-on-an-action-plan-for-enhanced-monitoring/>.

23. A síntese das conclusões resultantes da análise desenvolvida pelo referido grupo de trabalho está disponível em: [http://www.portalbct.pt/sites/default/files/anexos/sintese\\_da\\_avaliacao\\_nacional\\_de\\_riscos\\_de\\_bc-ft.pdf](http://www.portalbct.pt/sites/default/files/anexos/sintese_da_avaliacao_nacional_de_riscos_de_bc-ft.pdf).

## Subsistem riscos associados à transição do sistema bancário para o novo quadro regulamentar e à atual fragmentação da arquitetura institucional europeia

Os riscos associados (i) à transição do sistema bancário para o novo quadro regulamentar<sup>24</sup> e (ii) à atual fragmentação da arquitetura institucional europeia têm naturezas distintas. Enquanto o primeiro diz respeito a questões relacionadas com o cumprimento de regras atualmente previstas na regulação europeia, o segundo está fundamentalmente relacionado com o facto de não existir ainda um quadro institucional europeu robusto a nível do setor bancário, devido, designadamente, à incompletude da União Bancária.

No que toca ao primeiro risco, um dos principais desafios atualmente enfrentados pelo sistema bancário a nível europeu passa pelo cumprimento do requisito mínimo de fundos próprios e créditos elegíveis suscetíveis de absorver perdas e contribuir para a recapitalização da instituição em caso de resolução (MREL, no acrónimo inglês). Apesar das mais recentes emissões de instrumentos financeiros elegíveis para este efeito, um número muito significativo de bancos europeus terá de continuar a aceder aos mercados financeiros internacionais de forma intensiva nos próximos anos, para cumprir os referidos requisitos. Os bancos portugueses não serão exceção, também pela relevância que outras formas de financiamento têm vindo a assumir no seu balanço (designadamente, os depósitos), pelo que o sentimento de mercado relativamente a estas instituições continuará a ter uma relevância significativa. A materialização de um dos riscos detalhados no presente relatório, que tenha um impacto negativo no acesso do setor bancário português aos mercados financeiros internacionais, poderá condicionar a capacidade dos bancos portugueses em dar cumprimento aos requisitos de MREL. Tal poderá levar os bancos a prosseguir outras estratégias que permitam dar cumprimento a esses requisitos, nomeadamente com base num processo de desalavancagem do seu balanço, com impacto negativo sobre a oferta de crédito e, conseqüentemente, sobre a atividade económica, gerando potenciais efeitos negativos de *feedback loop*.

Relativamente ao segundo tipo de risco, e tal como já sinalizado em edições anteriores do *Relatório de Estabilidade Financeira*, a atual fragmentação da arquitetura institucional europeia – associada ao facto de os centros de decisão ao nível da supervisão e resolução do setor bancário terem sido transferidos para a esfera europeia, apesar dos custos decorrentes dessas decisões continuarem a recair, em grande medida, nas “redes de segurança” nacionais – comporta igualmente riscos significativos para a estabilidade financeira. São vários os elementos que estão ainda em falta para se alcançar uma verdadeira União Bancária, destacando-se (i) o Sistema Europeu de Seguro de Depósitos (EDIS, no acrónimo inglês), – parte integrante da vertente usualmente designada de “partilha de risco”–, (ii) um enquadramento de gestão de crises robusto, que salvaguarde a continuidade do fluxo de financiamento sem efeitos disruptivos e (iii) um equilíbrio sustentável e promotor de estabilidade financeira no tratamento de grupos bancários transfronteiriços.

Sobre a (in)completude na União Bancária, e desde a última edição do *Relatório de Estabilidade Financeira*, será de destacar, em primeiro lugar, a adoção final (i) do “pacote bancário”, com a

24. Para mais detalhes Tema em destaque “Revisão do regime de resolução: o que há de novo?”

revisão da CRD IV<sup>25</sup>, do CRR<sup>26</sup>, da BRRD<sup>27</sup> e do SRMR<sup>28,29</sup> e (ii) da *prudential backstop*, que vem introduzir, no CRR, níveis mínimos de provisionamento para novos empréstimos *non-performing*. Ambas as iniciativas constituem importantes avanços na vertente designada de “redução de risco”.<sup>30</sup> De destacar, igualmente, o relatório apresentado pelo Eurogrupo, em dezembro de 2018, cujos elementos foram aprovados na Cimeira do Euro realizada no mesmo mês.<sup>31</sup> Este relatório<sup>32</sup> subdivide-se em três partes: (i) reforma do Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE), incluindo a operacionalização de uma *backstop* comum para o Fundo Único de Resolução (FUR); (ii) União Bancária; e (iii) possíveis instrumentos orçamentais para a área do euro.

No que toca à operacionalização de uma *backstop* comum para o FUR<sup>33</sup>, foram aprovados termos de referência sobre vários pontos relevantes<sup>34</sup>, sendo que os detalhes da sua implementação estão ainda a ser debatidos a nível técnico. A possibilidade de a *backstop* ser introduzida antes do final do período de transição, i.e., antes de 2024, está dependente do progresso entretanto observado em termos de redução do risco dos sistemas bancários dos Estados-Membros da área do euro, a ser avaliado em 2020.<sup>35</sup> Mantém-se a incerteza sobre a forma como esta avaliação será feita, correndo-se o risco de poder vir a basear-se numa análise mecanicista quanto ao cumprimento de certos objetivos quantitativos pré-estabelecidos, designadamente a nível dos NPL e do cumprimento dos requisitos do MREL (como os termos de referência, aliás, deixam antever). Subsistem também dúvidas sobre a estrutura de governação em que se baseará a *backstop*, designadamente no que toca à capacidade de tomada de decisão.

Relativamente à União Bancária e, em particular, ao EDIS, o relatório do Eurogrupo refere que o trabalho sobre um “*roadmap*” para as negociações políticas deste *dossier* já começou, sendo necessário, porém, mais trabalho técnico. Neste contexto, foi criado um grupo de trabalho de alto nível com um mandato para definir os próximos passos neste “*roadmap*”. Espera-se que este grupo de trabalho apresente resultados em junho de 2019, englobando não apenas o EDIS, mas outros elementos que constituem ou que poderão estar associados à finalização da União Bancária.

Não há por isso, até ao momento, certeza sobre elementos centrais da União Bancária que estão ainda em falta, incluindo no que respeita ao seu terceiro Pilar, ou seja, o EDIS. Neste contexto, de incerteza e de riscos persistentes para a estabilidade financeira decorrentes da incompletude da

25. Sigla inglesa para a Diretiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento.

26. Sigla inglesa para o 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.

27. Sigla inglesa para a Diretiva 2014/59/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, que estabelece um enquadramento para a recuperação e a resolução de instituições de crédito e de empresas de investimento.

28. Sigla inglesa para o Regulamento (UE) n.º 806/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de julho de 2014, que estabelece regras de procedimento uniformes para a resolução de instituições de crédito e de certas empresas de investimento no quadro de um Mecanismo Único de Resolução e de um Fundo Único de Resolução bancária.

29. Ver tema em destaque do *Relatório de Estabilidade Financeira* de dezembro de 2018, “Revisão da CRD IV-CRR: o que há de novo?” e tema em destaque da presente edição do *Relatório de Estabilidade Financeira*, “Revisão do regime da resolução: o que há de novo?”

30. A este propósito ver [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-18-6659\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-6659_en.htm).

31. <https://www.consilium.europa.eu/pt/meetings/euro-summit/2018/12/14/>.

32. <https://www.consilium.europa.eu/pt/press/press-releases/2018/12/04/eurogroup-report-to-leaders-on-emu-deepening/>.

33. O FUR é financiado por contribuições provenientes do setor bancário. Numa situação em que os recursos do FUR não são suficientes, o MEE pode atuar como *backstop* e emprestar os fundos necessários ao FUR.

34. [https://www.consilium.europa.eu/media/37268/tor-backstop\\_041218\\_final\\_clean.pdf](https://www.consilium.europa.eu/media/37268/tor-backstop_041218_final_clean.pdf).

35. A última atualização está disponível em [https://www.consilium.europa.eu/media/37029/joint-risk-reduction-monitoring-report-to-eg\\_november-2018.pdf](https://www.consilium.europa.eu/media/37029/joint-risk-reduction-monitoring-report-to-eg_november-2018.pdf).

arquitetura institucional europeia, torna-se essencial garantir que os Estados-Membros têm à sua disponibilidade as ferramentas necessárias para promover a estabilidade financeira a nível nacional.

Tendo em conta os elementos que hoje integram a arquitetura institucional europeia a nível do setor bancário, torna-se relevante:

(i) não prosseguir o debate em torno de isenções prudenciais para grupos transfronteiriços, designadamente de capital e liquidez, e de isenções de MREL ou mecanismos substitutivos. Estas iniciativas têm sido apresentadas como essenciais para promover a integração do setor financeiro na Europa; no entanto, só podem ser ponderadas num contexto de uma verdadeira e completa União Bancária, em que a salvaguarda da estabilidade financeira, a nível europeu e de cada Estado-Membro, se torna claramente uma das prioridades centrais das instituições europeias;

(ii) repensar a faculdade conferida atualmente aos grupos bancários para escolherem a forma como pretendem desenvolver atividade significativa num outro Estado-Membro, ou seja, se através de sucursais ou filiais, bem como refletir acerca da difusão na União Bancária do modelo de ponto de entrada único na aplicação de medidas de resolução de grupos bancários transnacionais (SPE, no acrónimo inglês) vs ponto de entrada múltiplo (MPE, no acrónimo inglês). Esta reflexão deverá ter como ponto de partida a necessidade de promover (a) que a autoridade competente de um país de acolhimento (“*host-country*”) possa reagir atempadamente a decisões estratégicas que afetem as filiais e sucursais aí localizadas e (b) um nível adequado de separabilidade, no caso de ser seguido um modelo SPE, da filial face à casa-mãe, de forma a acautelar preocupações de estabilidade financeira tanto numa ótica de grupo, como ao nível da importância sistémica de cada uma das filiais localizadas em diferentes jurisdições;

(iii) avaliar o regime de resolução europeu e, em particular, se dispõe da flexibilidade adequada para preservar a estabilidade financeira a nível nacional, garantir a continuidade do financiamento da economia e prosseguir as finalidades da resolução. Será aqui crucial aferir o reequilíbrio entre a capitalização interna (*bail-in*, no acrónimo inglês) e o objetivo de estabilidade financeira, bem como repensar as funções dos Sistemas de Garantias de Depósitos numa situação de resolução ou liquidação;<sup>36</sup>

(iv) aferir a possibilidade de criar um enquadramento de liquidação administrativa (ou regimes de gestão de crises equiparados) de bancos não sistémicos a nível europeu, mas relevantes a nível nacional e local, em risco ou situação de insolvência e cuja resolução não seja viabilizada.

## 1.2 Política Macroprudencial

A autoridade macroprudencial dispõe de um conjunto de instrumentos cuja implementação tem como objetivos mitigar o risco sistémico cíclico e estrutural identificado em cada momento e aumentar a capacidade do sistema financeiro para absorver choques adversos. A avaliação do risco sistémico estrutural compreende a análise da distribuição do risco entre os diferentes intermediários financeiros, enquanto a avaliação do risco sistémico cíclico concerne à análise da acumulação de risco sistémico ao longo do tempo.

No que se refere à deteção atempada das fontes de risco sistémico cíclico, a Caixa 3 “Um indicador de risco cíclico sistémico em Portugal” analisa a evolução do risco sistémico no sistema financeiro português através de um indicador composto constituído pelas seguintes categorias

36. A este propósito ver recomendações do FMI que constam do último “Financial Sector Assessment Program” da área do euro: “Technical Note-Bank Resolution and Crisis Management” disponível em <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/07/19/Euro-Area-Policies-Financial-Sector-Assessment-Program-Technical-Note-Bank-Resolution-and-46106>.

de indicadores: i) evolução do crédito, ii) potencial sobrevalorização dos preços dos imóveis, iii) desequilíbrios externos e iv) serviço da dívida do setor privado. Os indicadores considerados em cada categoria foram selecionados com base na respetiva capacidade preditiva relativamente à acumulação de risco sistémico cíclico antes da ocorrência de crises bancárias sistémicas.

Os instrumentos macroprudenciais podem estar incluídos no quadro regulamentar harmonizado a nível europeu<sup>37</sup> ou a respetiva definição depender das autoridades nacionais, tendo em conta o respetivo mandato e os instrumentos que lhes foram atribuídos, sendo assim designados como instrumentos não harmonizados. As medidas de política macroprudencial podem ainda ser divididas entre medidas de capital, as quais incidem sobre os requisitos mínimos associados a parte ou à totalidade das exposições das instituições, e medidas que atuam sobre as condições de concessão de crédito (*borrower based*, na língua inglesa). Tendo em conta o enquadramento regulamentar em vigor a nível europeu, os instrumentos de capital correspondem aos instrumentos harmonizados, contrastando com as medidas *borrower based*.

Em cada momento, a escolha das autoridades por um destes tipos de medidas ou a eventual conjugação dos dois tipos está condicionada pela respetiva disponibilidade em termos do enquadramento legal nacional. Tendo por base essa limitação, a escolha poderá também depender de quatro vetores: i) a fase do ciclo financeiro; ii) o tipo de risco sistémico; iii) a existência de complementaridades e sinergias entre os instrumentos; e iv) as especificidades nacionais de cada sistema financeiro.

A classe de instrumentos que atuam sobre as condições de concessão de crédito tem um impacto direto na resiliência dos mutuários, aferida em função do respetivo rendimento e/ou do valor do colateral dado como garantia. Desta forma, no que concerne aos limites ao crédito concedido em função do rendimento, esta classe de medidas tem por objetivo limitar a probabilidade de incumprimento do mutuário, enquanto no que diz respeito aos limites ao crédito concedido em função do valor do colateral se pretende, essencialmente, reduzir a perda em caso de incumprimento (na sigla inglesa, LGD – *Loss Given Default*). Uma vez que estes instrumentos atuam geralmente sobre os fluxos de novo crédito, ancorando os critérios de concessão do mesmo nos níveis considerados adequados pela autoridade macroprudencial, são particularmente indicados na fase inicial de expansão do ciclo financeiro, em que já há sinais de que os riscos começam acumular-se mas a respetiva probabilidade de materialização ainda é baixa.

Por seu turno, os instrumentos de capital incluem as reservas de capital, o agravamento dos ponderadores de risco de determinadas exposições para cálculo de requisitos mínimos de fundos próprios de acordo com o método padrão ou a restrição das condições em que esses mesmos ponderadores podem ser aplicados, bem como o aumento da percentagem mínima de LGD, a aplicar pelas instituições que utilizam o método de notações internas. Estas medidas têm um impacto direto sobre a resiliência do sistema financeiro, ao reforçarem a capacidade de absorção de perdas das instituições de crédito, e alteram o custo relativo entre determinadas classes de ativos. Ao incidirem sobre o *stock* de exposições de crédito no balanço das instituições, estas medidas são particularmente eficazes quando os riscos já se acumularam, mas ainda não se materializaram, o que geralmente caracteriza a fase avançada de expansão do ciclo financeiro.

Os fatores que motivam a escolha e a combinação de instrumentos macroprudenciais, bem como a interação entre os mesmos são discutidos em detalhe no Tema em destaque “A experiência

37. Este enquadramento regulamentar é constituído por um sistema único de regras prudenciais harmonizadas que se aplicam a todas instituições de crédito e empresas de investimento autorizadas a operar na União Europeia (*single rulebook*, na língua inglesa).

de política macroprudencial na União Europeia: principais desafios decorrentes da interação de instrumentos macroprudenciais”.

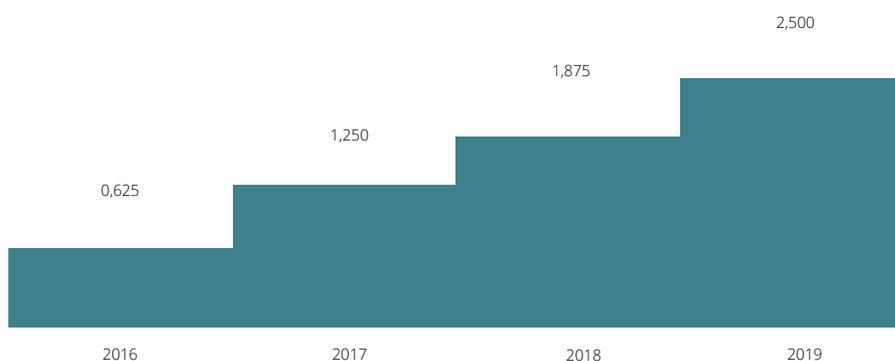
No âmbito dos instrumentos não harmonizados que atuam sobre as condições de concessão de crédito, o Banco de Portugal, enquanto autoridade macroprudencial, comunicou, em fevereiro de 2018, a decisão de implementar uma medida macroprudencial, sob a forma de recomendação. Esta medida incide sobre os novos contratos de crédito à habitação e ao consumo (a partir de agora a Recomendação) e tem por finalidade promover a adoção pelo sistema financeiro português de critérios de concessão de crédito prudentes. Esta Recomendação entrou em vigor a 1 de julho de 2018.

A adoção da Recomendação apresenta um carácter preventivo, ao limitar a acumulação de risco, num contexto de recuperação económica, ambiente prolongado de baixas taxas de juro e subida sustentada dos preços do imobiliário, enquanto se observa um elevado endividamento e uma reduzida taxa de poupança das famílias. Por um lado, o seu objetivo é garantir a resiliência do sistema financeiro, reforçando a respetiva capacidade para absorver potenciais choques adversos e, por outro, que as famílias obtenham financiamento sustentável, minimizando o risco de incumprimento. A Caixa 4 “Avaliação da Recomendação macroprudencial relativa a novos créditos à habitação e ao consumo”, apresenta uma súmula da primeira análise realizada no âmbito da monitorização da medida.

Em termos da implementação dos instrumentos macroprudenciais de capital previstos no enquadramento regulamentar europeu, o Banco de Portugal manteve inalterada a calibração e a velocidade de introdução dos requisitos de capital macroprudenciais.

No que concerne aos instrumentos macroprudenciais que mitigam riscos sistémicos com carácter estrutural, terminou em janeiro de 2019 o período de introdução faseada da reserva de conservação de capital, agora estabelecida em 2,5% do total da exposição em risco (Gráfico I.1.16). Se a instituição tiver que absorver um montante não expectável de perdas, utilizando parte ou a totalidade da reserva, deverá acordar com a autoridade de supervisão microprudencial a definição de um plano de conservação de capital que permita restabelecer os níveis adequados de capital, o qual deverá incluir restrições aos pagamentos de remunerações variáveis ou contingentes de instrumentos de capital e de dívida.

**Gráfico I.1.16 • Reserva de conservação de fundos próprios | Em percentagem do total da exposição ao risco**



Ainda neste âmbito, a implementação faseada do requisito de reserva para outras instituições de importância sistémica (O-SII, sigla inglesa para *Other Systematically Important Institutions*), estabelecida de forma a progredir linearmente entre 2018 e 2021<sup>38</sup>, continuou em janeiro de 2019, tendo este requisito atingido metade da reserva definida para cada instituição (Quadro I.1.1). Recorde-se que esta reserva tem como objetivo mitigar o risco associado à tomada excessiva de risco por instituições consideradas sistémicas em cada sistema financeiro nacional e é específica a cada instituição.

**Quadro I.1.1 • Reserva para outras instituições de importância sistémica | Em percentagem do total da exposição ao risco**

| O-SII                          | Reserva de O-SII em 1 de janeiro de 2018 | Reserva de O-SII em 1 de janeiro de 2019 | Reserva de O-SII em 1 de janeiro de 2020 | Reserva de O-SII em 1 de janeiro de 2021 |
|--------------------------------|--|--|--|--|
| Caixa Geral de Depósitos       | 0,250                                    | 0,500                                    | 0,750                                    | 1,000                                    |
| Banco Comercial Português      | 0,188                                    | 0,375                                    | 0,563                                    | 0,750                                    |
| Novo Banco                     | 0,125                                    | 0,250                                    | 0,375                                    | 0,500                                    |
| Santander Totta – SGPS         | 0,125                                    | 0,250                                    | 0,375                                    | 0,500                                    |
| Banco BPI                      | 0,125                                    | 0,250                                    | 0,375                                    | 0,500                                    |
| Caixa Económica Montepio Geral | 0,063                                    | 0,125                                    | 0,188                                    | 0,250                                    |

Relativamente aos instrumentos de capital cujo objetivo é mitigar risco sistémico com caráter cíclico, o Banco de Portugal decidiu manter inalterada, no segundo trimestre de 2019, a percentagem de reserva contracíclica de fundos próprios, em zero por cento das posições em risco. Efetivamente, o indicador quantitativo de referência a nível internacional no que concerne à calibração desta reserva, ou seja, o desvio do rácio entre o crédito concedido ao setor privado não financeiro e o PIB face à respetiva tendência de longo prazo, manteve valores negativos. A maioria dos indicadores adicionais definidos pelo Banco de Portugal para informar a calibração desta reserva não sinaliza acumulação de risco sistémico cíclico, à exceção da taxa de variação dos preços da habitação. No entanto, mais recentemente, o mercado imobiliário residencial tem vindo a apresentar alguns sinais de abrandamento (Secção 2.3 Mercado imobiliário).

No âmbito do enquadramento regulamentar da política macroprudencial a nível europeu, um país opta pela reciprocidade voluntária de uma medida adotada por outra autoridade se impuser uma medida idêntica ou equivalente às instituições sob sua jurisdição. Esta ação de política compreende as operações de sucursais de grupos bancários com sede nesse país e também as operações que envolvem contrapartes residentes no país que adotou originalmente a medida. A reciprocidade das medidas macroprudenciais reforça a respetiva eficácia e reduz a probabilidade de que ocorra arbitragem regulatória entre instituições com sede em diferentes países. No que concerne às reservas macroprudenciais de capital, atualmente apenas as percentagens de reserva contracíclica até 2,5% do total das exposições em risco são de reciprocidade obrigatória.

38. De acordo com a decisão do Banco de Portugal de 30 de novembro de 2018, esta reserva deve ser cumprida nos seguintes termos: 25% da reserva em 1 de janeiro de 2018, 50% da reserva em 1 de janeiro de 2019, 75% em 1 de janeiro de 2020 e 100% em 1 de janeiro de 2021. Comunicado disponível no sítio de internet do Banco de Portugal: <https://www.bportugal.pt/comunicado/comunicado-do-banco-de-portugal-sobre-imposicao-de-uma-reserva-de-fundos-proprios-0>.

Neste contexto, o Comité Europeu de Risco Sistémico (CERS) emitiu uma recomendação<sup>39</sup>, de âmbito geral, mediante a qual as diversas autoridades macroprudenciais podem solicitar a reciprocidade voluntária das medidas por si adotadas. Esta recomendação contém um princípio de materialidade das exposições a partir do qual o CERS recomenda a reciprocidade.

Em dezembro de 2018, o Banco de Portugal decidiu reciprocitar a decisão tomada pela autoridade macroprudencial da Bélgica (National Bank of Belgium – NBB), que se consubstanciou numa majoração do ponderador de risco associado ao crédito garantido por bens imóveis residenciais localizados na Bélgica. O seu cálculo pressupõe duas componentes. A primeira componente compreende a majoração fixa do ponderador de risco em 5 pp. A segunda componente inclui um incremento proporcional de 33% do ponderador médio de risco respeitante a exposições garantidas por imóveis residenciais localizados na Bélgica.<sup>40</sup>

Em 1 de julho de 2018, entrou em vigor a medida adotada pela autoridade macroprudencial francesa (Haut Conseil de Stabilité Financière) que reduz o limite máximo de exposição consolidada das instituições financeiras de importância sistémica (Instituições de importância Sistémica Global ou O-SII) a um grupo de SNF consideradas significativas e com elevada alavancagem, de acordo com os critérios definidos na medida, aplicando-se exclusivamente a grupos bancários e SNF com sede em França. De acordo com a medida adotada, esta exposição deverá agora ser inferior a 5% dos fundos próprios elegíveis, o que compara com a restrição anterior de 10% dos mesmos.<sup>41</sup> Esta decisão foi tomada tendo em conta os alertas efetuados por algumas instituições internacionais, em particular pelo Fundo Monetário Internacional e pelo CERS, sobre o nível de endividamento das SNF francesas e os riscos sistémicos associados ao aumento da respetiva alavancagem.

Tendo em consideração a reduzida materialidade das exposições das O-SII portuguesas ao setor das SNF francesas, o Banco de Portugal decidiu não reciprocitar a medida, devendo monitorizar anualmente a referida materialidade face ao limiar definido na Recomendação CERS/2018/8.<sup>42</sup>

39. Recomendação CERS n.º 2015/2.

40. Para mais detalhes consultar o documento de análise disponível no sítio de internet do Banco de Portugal, em [https://www.bportugal.pt/sites/default/files/analise\\_4\\_nbb.pdf](https://www.bportugal.pt/sites/default/files/analise_4_nbb.pdf).

41. Este limite, em vigor até julho de 2018, é anterior ao atual enquadramento regulamentar da política macroprudencial da União Europeia, como tal, a respetiva forma legal difere relativamente à medida agora adotada.

42. Para mais detalhes consultar o documento de análise disponível no sítio de internet do Banco de Portugal, em [https://www.bportugal.pt/sites/default/files/analise\\_5\\_hcsf.pdf](https://www.bportugal.pt/sites/default/files/analise_5_hcsf.pdf).

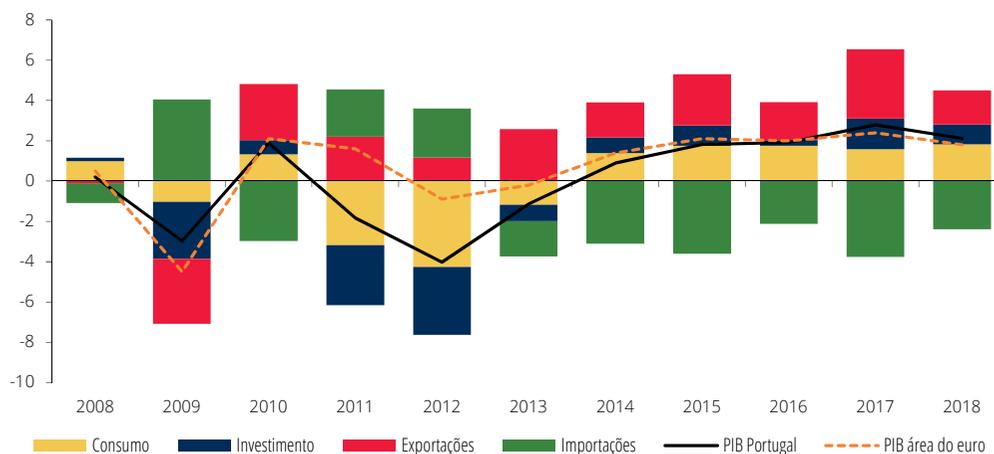
## 2 Enquadramento macroeconómico e de mercados

### 2.1 Situação macroeconómica e perspetivas a curto prazo

Em 2018 a economia portuguesa manteve a tendência de crescimento embora em desaceleração face a 2017

Em 2018, a economia portuguesa cresceu 2,1%, em termos reais. Esta evolução representou um abrandamento face a 2017 (quando cresceu 2,8%), e teve subjacentes desacelerações das exportações e do investimento (Gráfico I.2.1). Por sua vez, o consumo privado e o consumo público registaram ligeiras acelerações.<sup>43</sup> A evolução da atividade económica em Portugal manteve-se sincronizada com os desenvolvimentos económicos na área do euro, tendo a economia portuguesa registado um crescimento ligeiramente acima do observado na área do euro (1,8%) pelo segundo ano consecutivo. Em termos de perfil intra-anual, a evolução do PIB refletiu um abrandamento mais significativo na segunda metade do ano devido à evolução das exportações.

**Gráfico I.2.1 • Evolução do PIB e contributos brutos das suas componentes | Taxa de variação homóloga, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais**



Fonte: INE e cálculos do Banco de Portugal.

A nível mundial, observou-se um abrandamento do crescimento económico no conjunto das economias avançadas e de mercado emergentes, apesar de nos EUA se ter registado uma aceleração face a 2017. O comércio mundial desacelerou de forma significativa, tendo aumentado 3,8% em 2018 (face a 5,4% em 2017). As condições monetárias e financeiras permaneceram favoráveis, num contexto de manutenção de um ambiente de baixas taxas de juros. O abrandamento

43. Os dados das Contas Nacionais referentes a 2018 têm um carácter preliminar.

económico na área do euro refletiu a desaceleração das exportações em linha com a diminuição do crescimento da economia mundial e com o aumento da incerteza associado às políticas comerciais.

## ... A evolução da atividade económica em Portugal refletiu o abrandamento do investimento empresarial e das exportações apesar de o consumo privado ter registado uma ligeira aceleração

Em 2018, observou-se um crescimento do consumo privado de 2,5%, após o aumento de 2,3% em 2017. A evolução do consumo privado refletiu a aceleração do consumo de bens correntes e de serviços e o abrandamento de bens duradouros em ambas as componentes (automóvel e não automóvel). A manutenção de condições de financiamento favoráveis tem permitido um aumento da proporção da despesa de consumo não alimentar financiada com recurso a crédito. Contudo, observou-se, nos trimestres mais recentes, uma desaceleração nos fluxos trimestrais de novos empréstimos ao consumo, em linha com um abrandamento do consumo de bens duradouros. O consumo privado continuou a crescer a um ritmo ligeiramente superior ao do rendimento disponível, o que se traduziu na manutenção da taxa de poupança das famílias em níveis historicamente baixos (4,6%).

O investimento registou um aumento de 5,6% em 2018, o que representou uma desaceleração face ao observado em 2017 (9,2%). Esta evolução refletiu um abrandamento nas diversas componentes, mais pronunciado na FBCF em máquinas e equipamentos e na FBCF em construção excluindo habitação. A FBCF em habitação manteve um crescimento em torno de 6% face a 2017. Em linha com o dinamismo do mercado imobiliário residencial, a FBCF em habitação tem vindo a registar taxas de variação positivas desde 2015.<sup>44</sup>

Apesar de a FBCF (em percentagem do PIB) ter aumentado gradualmente desde 2013, o nível atingido em 2018 (17,1% do PIB) continuou a ser claramente inferior ao registado antes da crise económica e financeira (superior a 20% do PIB). A recuperação da FBCF tem sido mais pronunciada no setor das sociedades não financeiras do que nos setores das administrações públicas e dos particulares.

O crescimento da atividade económica foi generalizado aos diversos setores de atividade, tendo estes contribuído de forma positiva para o crescimento do VAB da economia. Contudo, em alguns setores observaram-se crescimentos inferiores aos de 2017, tendo as desacelerações mais significativas sido registadas nos setores da indústria transformadora, da construção, dos transportes e armazenagem e dos serviços prestados às empresas.<sup>45</sup>

As condições no mercado de trabalho em Portugal continuaram a evoluir favoravelmente em 2018. De acordo com o Inquérito ao Emprego do INE, o emprego aumentou 2,3%, enquanto a taxa de desemprego registou uma diminuição de 1,9 pp, atingindo 7%, em termos médios, abaixo do observado na área do euro (8,2%). A redução do desemprego de longa duração e, de

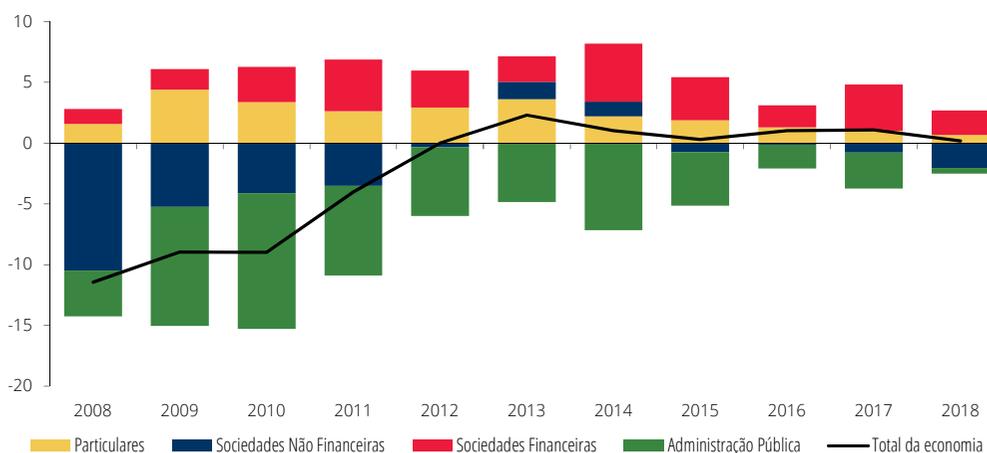
44. Para mais detalhe acerca dos desenvolvimentos no mercado imobiliário residencial, ver Secção 2.3 "Mercado imobiliário".

45. A análise da atividade económica por setor deve ser interpretada com alguma cautela, na medida em que tem por base as Contas Nacionais preliminares ou provisórias que estão sujeitas a revisões.

forma menos acentuada, do desemprego jovem contribuíram para a descida na taxa de desemprego. A melhoria das condições no mercado de trabalho refletiu-se, também, num aumento dos salários. Em 2018 observou-se um crescimento de 2,2% do salário médio da economia, superior ao aumento de 1,6% registado em 2017. Por seu turno, a taxa de inflação<sup>46</sup> diminuiu para 1,2% (-0,4 pp face ao observado em 2017), refletindo a menor variação de preços dos principais agregados, com exceção dos bens energéticos. O crescimento dos salários, conjugado com uma evolução negativa da produtividade, refletiu-se num aumento dos custos do trabalho por unidade produzida e colocou maior pressão sobre os preços. Esta pressão tem sido, parcialmente, acomodada por uma redução das margens.<sup>47</sup>

Desde 2013 que a economia portuguesa mantém capacidade de financiamento (Gráfico I.2.2). Em 2018 essa capacidade reduziu-se para 0,2% do PIB, após 1,1% em 2017, refletindo um crescimento do investimento superior ao da poupança interna. A balança de bens e serviços deteriorou-se, apesar do contributo positivo das viagens e turismo, setor que tem registado um aumento progressivo de importância para a atividade económica em Portugal. Adicionalmente, registou-se um agravamento do défice da balança de rendimento primário, com o aumento do pagamento de dividendos ao exterior. Após ter atingido um mínimo em 2014, a posição de investimento da economia portuguesa face ao exterior tem vindo a registar sucessivas melhorias, situando-se em -100,8% do PIB em 2018 (4,1 pp acima do observado em 2017). A evolução positiva da posição de investimento internacional refletiu, sobretudo, o crescimento do PIB.<sup>48</sup>

**Gráfico I.2.2 • Capacidade/necessidade de financiamento da economia por setor institucional**  
| Em percentagem do PIB



Fonte: INE.

46. Medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC).

47. Ver Banco de Portugal, *Boletim Económico*, maio de 2019, para uma análise mais detalhada sobre a economia portuguesa em 2018.

48. Para mais detalhe, ver *Nota de Informação Estatística* sobre a posição de investimento internacional, referente a dezembro de 2018, disponível no sítio da internet do Banco de Portugal em <https://www.bportugal.pt/comunicado/nota-de-informacao-estatistica-posicao-de-investimento-internacional-dezembro-de-2018>.

## O crescimento económico deverá manter a tendência de abrandamento em Portugal e nas economias avançadas e de mercado emergentes

No primeiro trimestre de 2019 a atividade económica cresceu, em termos homólogos, 1,8% (após 1,7% no trimestre anterior e 2,1% em termos médios anuais em 2018). Esta evolução refletiu, sobretudo, uma aceleração significativa do investimento. O indicador coincidente para o consumo privado manteve a trajetória descendente iniciada em finais de 2017. Por sua vez, o indicador coincidente para a atividade económica inverteu a tendência decrescente e iniciou uma recuperação no final de 2018.<sup>49</sup> A taxa de desemprego reduziu-se para 6,4% em março<sup>50</sup> enquanto a inflação registou valores abaixo da média de 2018.

A economia portuguesa deverá continuar a crescer no horizonte 2019-2021, a um ritmo superior ao projetado para a área do euro, embora em desaceleração face ao registado nos últimos anos, aproximando-se do crescimento potencial (Quadro I.2.1).<sup>51</sup> A evolução da economia deverá assentar num aumento sustentado das exportações e do investimento, a par de um crescimento moderado do consumo privado. Espera-se que se mantenha a capacidade de financiamento face ao exterior e que o emprego continue a crescer e a taxa de desemprego a diminuir, ambos a um ritmo contido. Por seu turno, antecipa-se que a taxa de poupança das famílias se mantenha em níveis baixos.

Face às projeções de dezembro<sup>52</sup>, o crescimento económico foi revisto em baixa para 2019 e manteve-se virtualmente inalterado no restante horizonte. No entanto, apesar do cenário positivo que se perspetiva, o abrandamento da economia poderá vir a revelar-se superior ao esperado na medida em que o exercício de projeção tem por base um conjunto de hipóteses para a evolução das variáveis de enquadramento externo que poderão não se materializar conforme previsto.<sup>53</sup> De facto, antevêm-se riscos descendentes para a atividade associados (i) à intensificação das políticas protecionistas, (ii) ao agravamento das tensões geopolíticas, (iii) à desaceleração mais acentuada da economia chinesa, (iv) ao aumento da turbulência nos mercados financeiros, (v) ao recrudescimento de tensões nos mercados da dívida soberana na área do euro, (vi) à possibilidade de perda de dinamismo da economia da área do euro e (vii) ao aumento da incerteza a nível global, em particular pelo processo de saída do Reino Unido da União Europeia. Projetam-se, ainda, riscos equilibrados relacionados com a inflação.

A nível internacional, observou-se um crescimento da atividade acima do esperado para os EUA no primeiro trimestre de 2019. Da mesma forma, o crescimento na área do euro surpreendeu pela positiva, influenciado pela evolução favorável nas principais economias. Ainda assim, antecipa-se um abrandamento do crescimento económico nas economias avançadas e de mercado emergentes.<sup>54</sup> Relativamente a 2020, projeta-se um crescimento mais diferenciado entre as economias avançadas, destacando-se a recuperação da área do euro enquanto os EUA deverão manter a trajetória de abrandamento. Por sua vez, o conjunto das economias de mercado emergentes deverá crescer a um ritmo superior ao de 2018. Estas projeções representam, contudo, uma revisão em baixa face às

49. Os indicadores coincidentes são indicadores compostos que procuram captar a evolução subjacente da variação homóloga do respetivo agregado económico.

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

51. Banco de Portugal, *Boletim Económico*, março de 2019.

52. Banco de Portugal, *Boletim Económico*, dezembro de 2018.

53. Para uma análise do desvio entre as taxas de crescimento observada e projetada, em 2018, ver Caixa 3 “Uma avaliação das projeções para 2018” do *Boletim Económico* de março de 2019.

54. Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook*, abril de 2019.

projeções apresentadas em outubro e dezembro de 2018<sup>55</sup>, refletindo a desaceleração da atividade económica ocorrida no segundo semestre de 2018. Embora as perspetivas para o crescimento económico se mantenham favoráveis, os riscos deverão manter-se descendentes, associados a uma subida das tensões comerciais e ao aumento da incerteza política.

#### Quadro I.2.1 • Crescimento do PIB | Taxa de variação anual, em percentagem

|  | 2018 | 2019 <sup>P</sup> | 2020 <sup>P</sup> | 2021 <sup>P</sup> | Revisões**        |                   |
|--|------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
|  |      |                   |                   |                   | 2019 <sup>P</sup> | 2020 <sup>P</sup> |
| Portugal   | 2,1  | 1,7               | 1,7               | 1,6               | -0,1              | 0,0               |
| Economia Mundial                                     | 3,6  | 3,3               | 3,6               | -                 | -0,4              | -0,1              |
| Economias avançadas                                  | 2,2  | 1,8               | 1,7               | -                 | -0,3              | 0,0               |
| EUA  | 2,9  | 2,3               | 1,9               | -                 | -0,2              | 0,1               |
| Área do euro   | 1,8  | 1,1               | 1,6               | 1,5               | -0,6              | -0,1              |
| Alemanha   | 1,5  | 0,8               | 1,4               | -                 | -1,1              | -0,2              |
| França   | 1,5  | 1,3               | 1,4               | -                 | -0,3              | -0,2              |
| Itália   | 0,9  | 0,1               | 0,9               | -                 | -0,9              | 0,0               |
| Espanha  | 2,5  | 2,1               | 1,9               | -                 | -0,1              | 0,0               |
| Reino Unido  | 1,4  | 1,2               | 1,4               | -                 | -0,3              | -0,1              |
| Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento | 4,5  | 4,4               | 4,8               | -                 | -0,3              | -0,1              |
| China  | 6,6  | 6,3               | 6,1               | -                 | 0,1               | -0,1              |
| Brasil   | 1,1  | 2,1               | 2,5               | -                 | -0,3              | 0,2               |
| Rússia   | 2,3  | 1,6               | 1,7               | -                 | -0,2              | -0,1              |

Fontes: Banco de Portugal, Banco Central Europeu e Fundo Monetário Internacional. | Notas: p – previsão. As projeções para a economia portuguesa referem-se à atualização de março de 2019. Para mais detalhe ver Banco de Portugal, *Boletim Económico*, março de 2019. As projeções para o conjunto da área do euro são as publicadas pelo BCE no *ECB staff macroeconomic projections for the euro area*, março de 2019, e para as restantes geografias são as publicadas pelo FMI no *World Economic Outlook*, abril de 2019. \*\*Revisões face às projeções apresentadas no *Boletim Económico* (para Portugal), no *Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area* (para o conjunto da área do euro), ambos de dezembro de 2018, e no *World Economic Outlook*, FMI, outubro de 2018 (para as restantes geografias).

## 2.2 Mercados financeiros

O final de 2018 foi marcado pelo aumento da aversão ao risco, devido à revisão em baixa das perspetivas de crescimento económico a nível global, às tensões nas relações comerciais entre EUA e China e à instabilidade política em alguns países europeus. Nos primeiros meses de 2019, até abril, observou-se uma descida dos níveis de volatilidade, a par de uma valorização das ações e de um estreitamento dos prémios de risco. O abrandamento da atividade económica nas principais economias mundiais no início de 2019, assim como a desaceleração dos preços, justificaram as expectativas dos investidores de uma normalização mais gradual da política monetária, tendo-se assistido a um aumento de tomada de risco nos diferentes mercados financeiros. Na área do euro, em particular, apesar da incerteza associada a alguns eventos políticos a ocorrer em 2019 (*Brexit*, eleições legislativas espanholas, eleições para o Parlamento Europeu) e à conjuntura económica italiana, o anúncio do Banco Central Europeu (BCE) de uma nova série de operações de refinanciamento a prazo alargado direcionadas (na sigla inglesa, TLTRO) e do compromisso de permanência das taxas de juro oficiais ao presente nível até pelo menos ao final de 2019, impulsionou o decréscimo da generalidade dos prémios de risco e a valorização do mercado acionista. Contudo, no início de maio, houve uma reversão da tendência generalizada

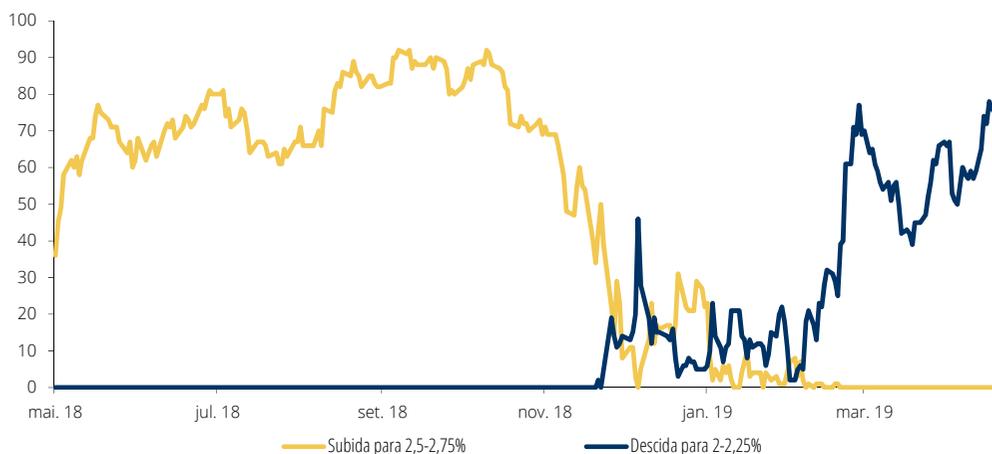
55. Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook*, outubro de 2018 e Banco Central Europeu, *Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area*, dezembro de 2018.

de valorizações nos diferentes mercados financeiros, justificada sobretudo com o ressurgimento de tensões comerciais entre a China e os EUA.

## As condições monetárias têm permanecido globalmente acomodáticas a nível internacional, situação que deverá manter-se no decurso de 2019

Nos EUA, o abrandamento do consumo privado no final de 2018, originou a expectativa dos investidores de um menor crescimento da economia e conseqüentemente de uma trajetória mais gradual de normalização da política monetária norte-americana do que o antecipado anteriormente. A esta evolução acresceu o contexto de incerteza relativa ao encerramento parcial dos serviços governamentais, de tensão nas relações comerciais com a China, a par do menor impacto económico esperado em 2019 proveniente do pacote de reformas fiscais iniciadas no ano anterior. Saliente-se que, em 2018, as taxas de referência *Fed Funds* subiram 25 p.b. por quatro vezes (em março, junho, setembro e dezembro), tendo o intervalo de referência terminado o ano em 2,25%-2,5%. Após um crescimento significativo do PIB em 2018 (de 2,9%), as expectativas de mercado para o intervalo de referência dos *Fed Funds* em 2019 alteraram-se substancialmente, sobretudo por receios quanto à capacidade da economia manter o atual nível de crescimento. Adicionalmente, o índice de preços PCE (na sigla inglesa, *Personal Consumption Expenditure*), registou um crescimento anual de 1,4%, em termos homólogos, no primeiro trimestre de 2019. Finalmente, a divulgação das minutas da reunião de março do FOMC alterou a perspetiva de subidas de taxa até ao final do ano para nenhuma alteração até ao final do ano (Gráfico I.2.3).

**Gráfico I.2.3 • Probabilidade de alterações de taxas pela Reserva Federal Norte Americana até dezembro de 2019 | Em percentagem**



Fonte: Bloomberg (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: As probabilidades estão implícitas nos instrumentos de mercado, extraídas de dados calculados pela Bloomberg, ao fecho de mercado. Última observação: 20 de maio de 2019.

Dois anos após a votação sobre a saída do Reino Unido da União Europeia, a incerteza persiste sobre o momento de saída e, sobretudo, sobre os termos da mesma. Após meses de negociação, o Reino Unido e os restantes membros da União Europeia estabeleceram um acordo vinculativo regendo os termos da saída, que implicava contrapartidas financeiras em cerca de 39 mil milhões de libras do Reino Unido à União Europeia. Contudo, este acordo foi sucessivamente rejeitado

pelo Parlamento Britânico. Já após a data estipulada para o *Brexit* (29 de março de 2019), o Conselho Europeu permitiu uma prorrogação (até 31 de outubro de 2019) para a ratificação do acordo de saída, a qual não pode, contudo, pôr em causa os termos gerais do acordo. A reação dos mercados financeiros ao anúncio de extensão do prazo para o *Brexit* foi positiva, apesar da incerteza que persiste sobre o momento da saída do Reino Unido da União Europeia e os seus termos. Neste contexto, o Banco de Inglaterra não efetuou alterações à política monetária desde agosto de 2018, tendo mencionado na reunião de maio deste ano que, apesar da inflação se encontrar perto do objetivo de 2%, existem outros fatores que mitigam o crescimento excessivo dos preços. Em particular, é referido que alguns indicadores de inflação gerada internamente permanecem contidos.

Após a redução das compras mensais do programa de compra de ativos (na sigla inglesa, APP) em outubro de 2018, o BCE confirmou, em dezembro, o fim do programa de ativos no final de 2018, tendo continuado, contudo, a manifestar a intenção de continuar a reinvestir os reembolsos de capital dos títulos comprados ao abrigo deste programa pelo tempo necessário para manter condições de liquidez favoráveis. Estes reinvestimentos deverão ser efetuados de acordo com a participação dos respetivos bancos centrais nacionais na chave de capital do BCE. Assim, para os países relativamente aos quais as detenções de títulos de dívida pública se encontrem abaixo da chave de capital, tal poderá representar compras líquidas de títulos de dívida pública, ainda que seja expectável que eventuais ajustamentos entre jurisdições ocorram de forma gradual.<sup>56</sup> Em março de 2019, o BCE anunciou uma nova série de operações de refinanciamento a prazo alargado direcionadas (na sigla inglesa, TLTRO-III), tendo em vista assegurar uma normalização progressiva da política monetária na área do euro. A nova série de sete operações de refinanciamento de longo prazo, com maturidade de dois anos, irá estar ativa de setembro de 2019 a março de 2021. A TLTRO III irá sobretudo auxiliar os bancos na sua gestão de liquidez, minimizando riscos de refinanciamento, dado que as operações efetuadas sob o anterior programa (TLTRO II) terão a primeira grande fase de amortização em meados de 2020. Apesar de não terem sido ainda concretizados todos os detalhes da nova TLTRO, foi anunciado que, à semelhança da série anterior (TLTRO II), existirão incentivos para que as condições de crédito permaneçam favoráveis e que os bancos poderão requerer financiamento até 30% dos empréstimos elegíveis numa data de referência a uma taxa indexada à taxa de juro das operações principais de refinanciamento durante a vida de cada operação. Estas decisões de política monetária ocorreram num quadro em que a inflação na área do euro se mantém abaixo do objetivo de estabilidade de preços do BCE e que as expectativas para a sua evolução têm sido revistas em baixa. De acordo com o exercício de projeção de março de 2019 do BCE, as medidas de inflação apenas se aproximam parcialmente do nível desejado pelo BCE em 2021. As estimativas do BCE têm tido revisões sucessivamente em baixa, refletindo um crescimento do índice harmonizado de preços no consumidor de 1,6% em 2021. De igual forma, as expectativas dos participantes nos mercados para os níveis de inflação a médio prazo para a área do euro, implícitas nos *swaps* de inflação de 5 anos a 5 anos (Gráfico I.2.4), tem vindo a reduzir-se e a aproximar-se do nível atingido em 2016, deixando antever que os participantes nos mercados financeiros não esperam uma normalização da política monetária a curto prazo. (Gráfico I.2.5).

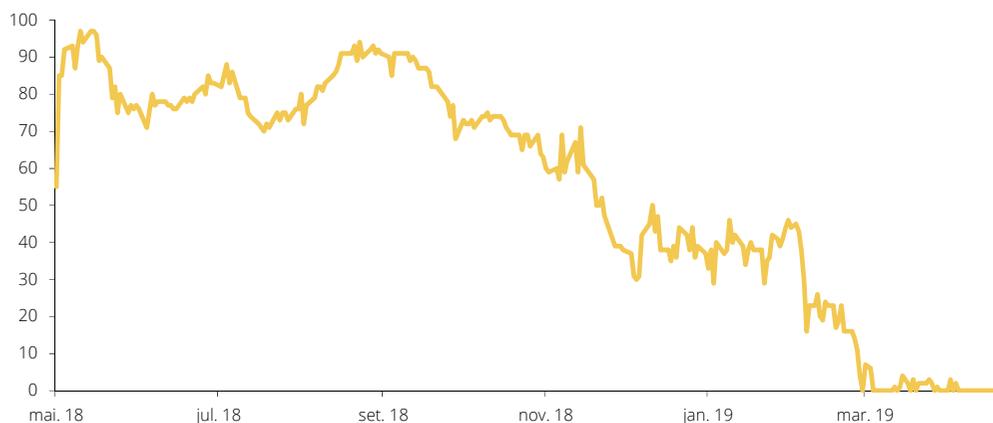
56. Ver *Relatório de Implementação de Política Monetária – 2018*, Banco de Portugal.

**Gráfico I.2.4 • Expetativas de inflação na área do euro | Em percentagem**



Fonte: Bloomberg. | Notas: Expetativas de inflação implícitas nos *swaps* de inflação 5 anos a 5 anos na área do euro. Cotações de fecho de mercado. Última observação: 20 de maio de 2019.

**Gráfico I.2.5 • Probabilidade de pelo menos uma subida de 10 pontos base da taxa de facilidade permanente de depósito do Banco Central Europeu até dezembro de 2019 | Em percentagem**



Fonte: Bloomberg (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: As probabilidades estão implícitas nos instrumentos de mercado, extraídas de dados calculados pela Bloomberg, ao fecho de mercado. Última observação: 20 de maio de 2019.

## ..... A trajetória de redução das taxas de rendibilidade da dívida soberana na área do euro manteve-se nos primeiros meses de 2019

Apesar de um acréscimo de volatilidade e aversão ao risco no final de 2018, o que originou uma reavaliação geral dos prémios de risco na área do euro, no início de 2019 o movimento de alargamento de *spreads* inverteu-se. As taxas de rendibilidade de dívida pública a 10 anos apresentaram uma trajetória de redução para a generalidade dos países da área do euro. O único

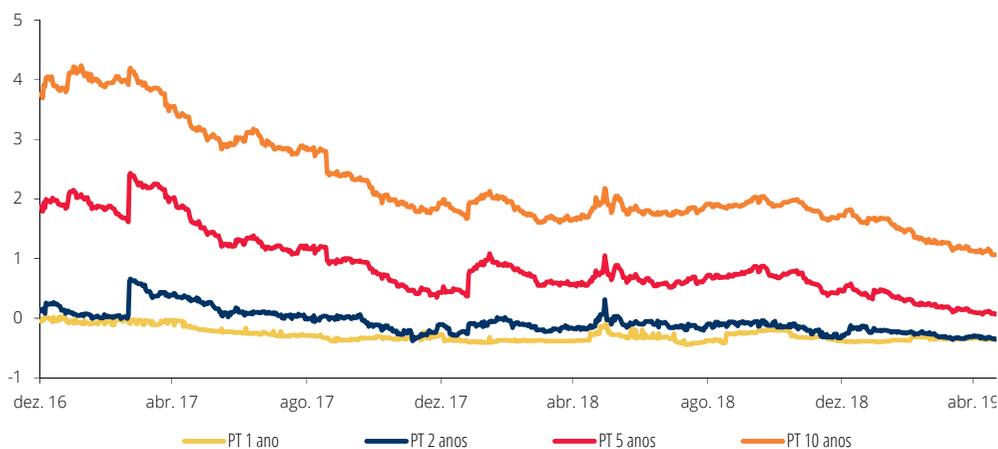
país que inicialmente apresentou um aumento foi a Itália, refletindo a entrada em recessão técnica da economia italiana, com queda da atividade económica nos dois últimos trimestres de 2018, e alguma expectativa dos investidores de uma possível redução do *rating* da dívida pública italiana. Em Espanha, o diferencial de taxas de rendibilidade face à dívida pública alemã continuou a diminuir, apesar de alguma surpresa do anúncio de eleições legislativas a 28 de abril.

A redução das taxas de rendibilidade acentuou-se, sobretudo após os anúncios, por parte do BCE, da permanência da taxa de juro das operações principais de refinanciamento pelo menos até ao fim de 2019 e do novo programa de TLTRO. Os países com maior diferencial de taxas de rendibilidade face à Alemanha foram os maiores beneficiados, em particular Itália, Espanha e Portugal, mas também, a Grécia, que regressou ao mercado primário com duas emissões a 5 e a 10 anos, em janeiro e março de 2019, respetivamente. Estas emissões foram as primeiras após a conclusão do seu terceiro programa de ajustamento em agosto de 2018. Ambas as emissões tiveram uma procura bastante superior à oferta (2,5 mil milhões de euros em cada emissão), atingindo um rácio *bid to cover*<sup>57</sup> superior a quatro. Na sequência desse regresso ao mercado, no decurso de 2019, algumas agências de *rating* reviram em alta o *rating* da dívida pública Grega. Na Alemanha, a taxa de rendibilidade da dívida pública a 10 anos tornou-se negativa pela primeira vez desde 2016 no final de março de 2019, tendo permanecido desde então em torno de 0%.

Depois de uma relativa estabilidade ao longo de 2018, as taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa apresentaram uma trajetória de redução desde o final do ano, no contexto de expectativas de manutenção das taxas de juro oficiais baixas, mas sobretudo associada a uma perceção dos investidores de uma melhoria das condições financeiras e económicas de Portugal (Gráfico I.2.6). De destacar, paralelamente, a recuperação no final do ano passado do estatuto de *investment grade* por três das principais agências de notação financeira (DBRS, Moody's e S&P) como fator importante da reafirmação desta recuperação. Em março deste ano, a S&P fez novo *upgrade* de um nível ao *rating* da república portuguesa para BBB, tendo destacado, nomeadamente, a expectativa de que a manutenção de um excedente primário nos próximos anos possibilite a continuação da trajetória de redução da dívida pública em relação ao PIB e a redução do custo médio da dívida pública para 2,8%, possível sobretudo após o reembolso antecipado do remanescente da dívida ao FMI em dezembro de 2018. A DBRS, por seu lado, reviu o *outlook* da dívida soberana portuguesa de estável para positivo, mantendo o *rating* em BBB. Dado o enquadramento favorável no início de 2019, o IGCP emitiu dívida pública a 10 anos, tendo esta nova emissão registado forte procura. Aproveitando igualmente a redução das taxas de rendibilidade da dívida em mercado secundário, o IGCP conduziu diversos leilões nas maturidades de 2026, 2029, 2034 e 2037. De registar o custo do leilão do título que serve de referência atualmente para os 10 anos (OT 1.95% 15 de junho de 2029) atingiu, em maio, um mínimo histórico com uma taxa de colocação de 1,059%. Adicionalmente, o IGCP continuou a promover trocas parciais de obrigações, por forma a alisar o perfil de reembolsos de dívida nos próximos anos.

57. O rácio *bid to cover* é um indicador de procura dos títulos sendo calculado como o valor da procura recebida sobre o valor emitido do título.

Gráfico I.2.6 • Taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa | Em percentagem



Fonte: Refinitiv. | Notas: As séries representam o *bid* de fecho da taxa de rendibilidade da obrigação do Tesouro com maturidade aproximada de 1, 2, 5 e 10 anos, respetivamente, em cada momento do tempo. Última observação: 20 de maio de 2019.

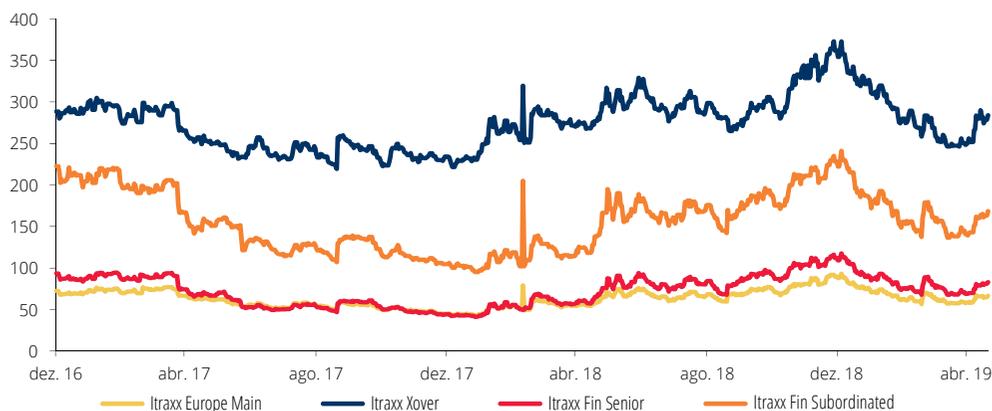
## A inversão do movimento de aversão ao risco no início de 2019 favoreceu a emissão de dívida de alguns bancos portugueses

Em relação à dívida titulada de empresas na área do euro, observou-se um aumento significativo dos *spreads* de crédito no último trimestre de 2018, acompanhado de um aumento da volatilidade (Gráfico I.2.7). Neste contexto, observou-se uma redução nas emissões de empresas sediadas na área do euro em 2018 por comparação com os dois anos anteriores, quer no segmento de dívida com notação de nível de investimento (*investment grade*) quer no segmento de dívida de menor qualidade creditícia (*high yield*). O segmento *high yield* foi o mais afetado pelo alargamento de *spreads* devido às preocupações em torno do crescente nível de dívida das empresas deste segmento e a consequente repercussão sobre a capacidade de serviço da dívida num cenário de abrandamento económico à escala mundial.

No primeiro trimestre de 2019, os principais índices de *credit default swaps* (CDS)<sup>58</sup> europeus apresentaram uma redução generalizada dos *spreads*, num contexto de política monetária mais acomodatória que o antecipado e menores tensões nas relações comerciais dos EUA e China. No final de março, as expectativas relativamente ao *Brexit* e à possibilidade de não haver um acordo de saída a breve trecho, traduziram-se num alargamento dos *spreads* em todos os segmentos de CDS sobre dívida titulada, tendo esta trajetória sido revertida. Dado o reavivar das tensões comerciais entre China e EUA no início de maio, existiu uma tendência generalizada de aversão ao risco, refletido no aumento dos níveis dos índices de CDS europeus.

58. Os índices *Itraxx* representam risco de crédito, sendo que, na Europa, o *Itraxx Europe Main* representa o risco de crédito do segmento *Investment grade* e o *Itraxx Xover* representa o risco de crédito do segmento *High Yield*.

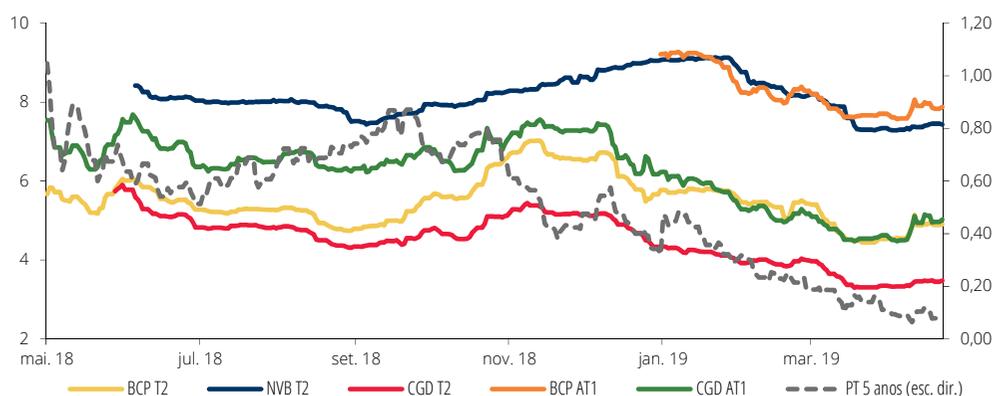
Gráfico I.2.7 • Índices de *Credit Default Swaps* | Em pontos base



Fonte: Refinitiv. | Notas: O gráfico apresentado reflete o *mid spread* de fecho de mercado. Última observação: 20 de maio de 2019.

Dada a recente alteração no enquadramento europeu em termos de hierarquia de credores<sup>59</sup>, a dívida sénior não preferencial na área do euro apresentou em 2018 grande procura, o que explica em parte a boa performance destes títulos no mercado de dívida bancária. O mercado de dívida perpétua (na sigla inglesa, *Additional Tier 1* (AT1)) foi o mais penalizado, quer em termos de oferta de títulos emitidos mas também em termos de valorização de mercado, sobretudo no último trimestre do ano, marcado pela aversão geral ao risco. Nos primeiros meses de 2019, seguindo os restantes segmentos de mercado financeiro, verificou-se uma tendência decrescente nas taxas de rendibilidade do mercado europeu de dívida bancária. Em Portugal, num contexto de taxas de juro baixas e antecipando a necessidade de diversificar as suas fontes de financiamento para cumprir requisitos como o MREL, os bancos continuaram a emitir dívida titulada (Gráfico I.2.8). Em janeiro de 2019, o BCP emitiu 400 milhões de euros de dívida AT1 a uma taxa de rendibilidade de 9,25 %. Em março, o Banco Montepio emitiu 100 milhões de euros de dívida subordinada (na sigla inglesa, *Tier 2* (T2)) a 10 anos a uma taxa de 10,5%. Em termos de ações de *rating* associadas a bancos portugueses e às suas emissões, existiram, em termos gerais, revisões positivas de *ratings*.

Gráfico I.2.8 • Taxas de rendibilidade de emissões portuguesas | Em percentagem



Fontes: Bloomberg e Refinitiv. | Notas: PT 5 anos designa o *bid* de fecho da taxa de rendibilidade da obrigação do Tesouro que, na respetiva data, era representativa da taxa de rendibilidade da obrigação do Tesouro com maturidade a 5 anos. As taxas de rendibilidade de *Tier 2* (T2) e de *Additional Tier 1* (AT1) mostradas no gráfico consideram a data da opção de recompra (na sigla inglesa, *call*) e *ask* de fecho de mercado. Última observação: 20 de maio de 2019.

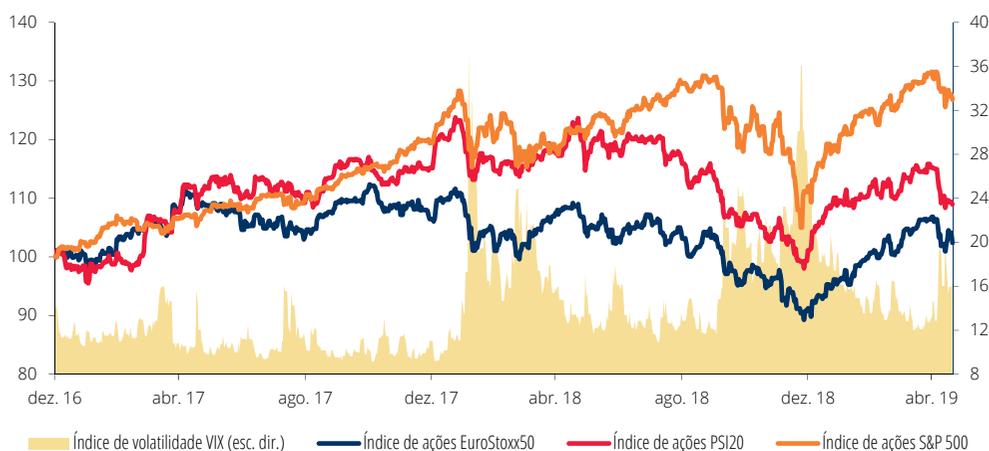
59. Diretiva (UE) 2017/2399 do Parlamento Europeu e do Conselho de 12 de dezembro de 2017.

## A expectativa de uma normalização mais gradual da política monetária contribuiu para valorizações nos principais mercados acionistas nos primeiros meses de 2019 embora penalizados pelo recrudescimento das tensões comerciais

Em 2018, as expectativas de aumento das taxas de juro e as oscilações na aversão ao risco originaram um desempenho inferior nos índices acionistas a nível mundial face a 2017. No último trimestre do ano, apesar de uma descida nas expectativas de subida das taxas de juro, a tensão nas relações comerciais entre os EUA e a China e os receios de um abrandamento económico a nível mundial e de um encerramento parcial dos serviços governamentais norte-americanos provocaram novo aumento na volatilidade no mercado acionista. Nos EUA, os dados de emprego e o forte crescimento da economia norte americana, permitiram que o *S&P 500* tivesse um melhor comportamento do que os congéneres europeus, tendo ainda assim terminado o ano de 2018 com uma queda de cerca de 6% (tendo o *EuroStoxx 50* desvalorizado cerca de 14%). Na área do euro, o desempenho dos índices acionistas ficou marcada pela instabilidade política em Itália, pelo *Brexit* e pelo abrandamento da atividade económica. O índice português seguiu a dinâmica das principais bolsas europeias, desvalorizando cerca de 12% (Gráfico I.2.9). De destacar que o Banco BPI deixou de estar cotado em bolsa no final do ano passado, após a oferta pública do Caixabank, que assim passou a deter a totalidade do capital social do banco. Apenas três títulos constituem agora o PSI Financeiro (BCP, Flexdeal<sup>60</sup> e Sonae Capital), sendo o BCP o único banco português cotado em bolsa. No primeiro trimestre de 2019, a trajetória descendente da generalidade dos índices acionistas foi invertida, num contexto de menores tensões comerciais entre os EUA e China e de expectativas de uma normalização mais gradual da política monetária por parte do FED e do BCE. Estes desenvolvimentos terão mitigado a reação dos mercados financeiros às revisões em baixa das perspetivas para o crescimento económico a nível global. No primeiro trimestre do ano, os mercados acionistas registaram ganhos significativos, tendo o índice acionista *S&P 500* valorizado cerca de 13% e o índice *EuroStoxx 50* cerca de 12%. A volatilidade, medida pelo índice VIX, apresentou uma tendência decrescente desde o final de 2018 até abril deste ano. Em março, contudo, registaram-se alguns picos de volatilidade, não obstante o anúncio da TLTRO III por parte do BCE e o adiamento do *Brexit*. Desde o final de abril, assistiu-se a uma inversão no sentimento de mercado, a que não terá sido alheio a renovação de tensões comerciais entre China e EUA. Após uma valorização de cerca de 17% quer do *S&P 500* quer do *EuroStoxx 50* desde o final do ano de 2018, em maio o regresso a um nível de maior volatilidade penalizou os mercados acionistas. Em consonância com os principais índices acionistas mundiais, o índice português de ações PSI-20 registou uma queda de valorização acentuada.

60. A Flexdeal é uma Sociedade de Investimento Mobiliário para o Fomento da Economia (SIMFE) com início de cotação na bolsa de valores da *Euronext* em 24 de dezembro de 2018 com uma capitalização bolsista próxima de 16 milhões de euros.

Gráfico I.2.9 • Índices acionistas e volatilidade



Fonte: Refinitiv. | Notas: O gráfico mostra a evolução dos índices acionistas tendo com base 31 de dezembro de 2016. O índice de volatilidade VIX é mostrado em cotação. Cotações de fecho de mercado. Última observação: 20 de maio de 2019.

## 2.3 Mercado imobiliário

Em 2018, o mercado imobiliário residencial em Portugal manteve um elevado dinamismo, com reflexo no crescimento dos preços e do volume de transações. Observou-se, contudo, alguma moderação a partir da segunda metade de 2018, tendo sido registados menores crescimentos dos preços, das transações e dos novos empréstimos à habitação. Não obstante, continua a existir evidência de alguma sobrevalorização dos preços da habitação a nível agregado. Em termos gerais, o dinamismo recente do mercado imobiliário residencial beneficiou do crescimento económico e da manutenção do ambiente de baixas taxas de juro, tendo refletido ainda a procura por não residentes.

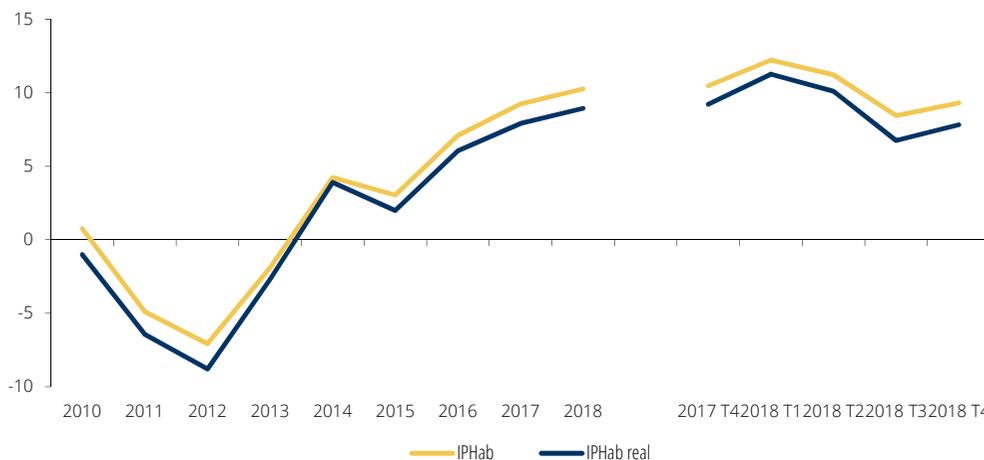
O mercado imobiliário comercial em Portugal também beneficiou deste quadro favorável. Em 2018, observou-se um maior crescimento dos preços dos imóveis comerciais, que se manteve, contudo, abaixo do crescimento observado no segmento residencial. Por sua vez, a forte subida das transações continuou a refletir maioritariamente o investimento por não residentes.

### 2.3.1 Mercado imobiliário residencial

#### Na segunda metade de 2018, observou-se uma desaceleração dos preços e das transações de imóveis residenciais

Os preços da habitação continuaram a crescer em 2018, tendo registado uma taxa de variação média de 10,3%, o que compara com 9,2% em 2017 (Gráfico I.2.10). Observou-se, contudo, uma desaceleração na segunda metade do ano. No quarto trimestre de 2018, os preços cresceram 9,3% em termos homólogos, o que compara com 12,2% no primeiro trimestre do ano. Entre 2013 e 2018, os preços aumentaram 39% em termos nominais e 32% em termos reais, depois de uma queda de 13% em termos nominais e de 17% em termos reais entre 2010 e 2013.

**Gráfico I.2.10 • Taxa de variação dos preços da habitação em termos nominais e reais**  
| Em percentagem

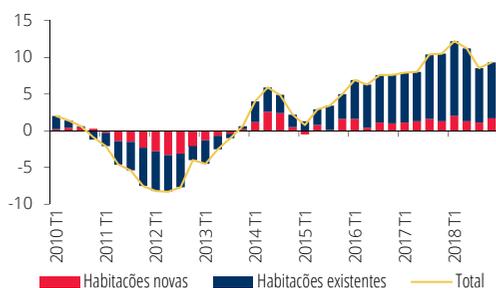


Fonte: INE e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: O índice de preços da habitação real foi calculado usando o deflator do consumo privado. A taxa de variação associada aos dados anuais corresponde à taxa de variação média anual e a taxa de variação associada aos dados trimestrais corresponde à taxa de variação homóloga.

Os preços e transações de habitações existentes têm sido responsáveis pela maior parte da dinâmica observada no mercado imobiliário residencial desde o início de 2015 (Gráfico I.2.11). Os seus preços cresceram 11,0%, em média, em 2018, uma taxa de variação mais elevada do que a das habitações novas, que aumentaram 7,5% no mesmo período. Em termos trimestrais, os preços das habitações existentes registaram uma desaceleração, tendo aumentado 9,5% no último trimestre de 2018, menos 2,3 pp do que no trimestre homólogo de 2017, enquanto que os preços das habitações novas cresceram 8,5%, um aumento de 2,5 pp no mesmo período. O número e montante das transações de habitações existentes também foi superior, tendo representado 81% do montante total de transações e 85% do seu número<sup>61</sup> em 2018. O contributo predominante das transações de habitações existentes para o dinamismo recente do mercado imobiliário residencial poderá estar a refletir um excesso de procura face à oferta em termos agregados que, dada a limitada capacidade de ajustamento da oferta de habitações novas no curto prazo, coloca uma pressão adicional sobre os preços dos imóveis usados. Apesar do seu elevado peso no total das transações, o valor médio das transações de habitações existentes é significativamente inferior ao das habitações novas (Gráfico I.2.12). Em termos agregados, observa-se que o valor médio de transação tem apresentado uma tendência de crescimento nos últimos dois anos, tanto no caso das habitações existentes como das habitações novas.

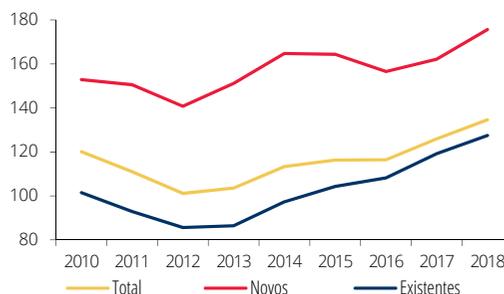
61. Note-se, porém, que, no caso das habitações existentes, a mesma habitação pode ser objeto de mais do que uma transação num ano, ao passo que, no caso das habitações novas, estas só podem ser consideradas na primeira transação.

**Gráfico I.2.11 • Contributos para a variação dos preços da habitação**  
| Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: INE.

**Gráfico I.2.12 • Valor médio das transações de alojamentos familiares**  
| Em milhares de euros

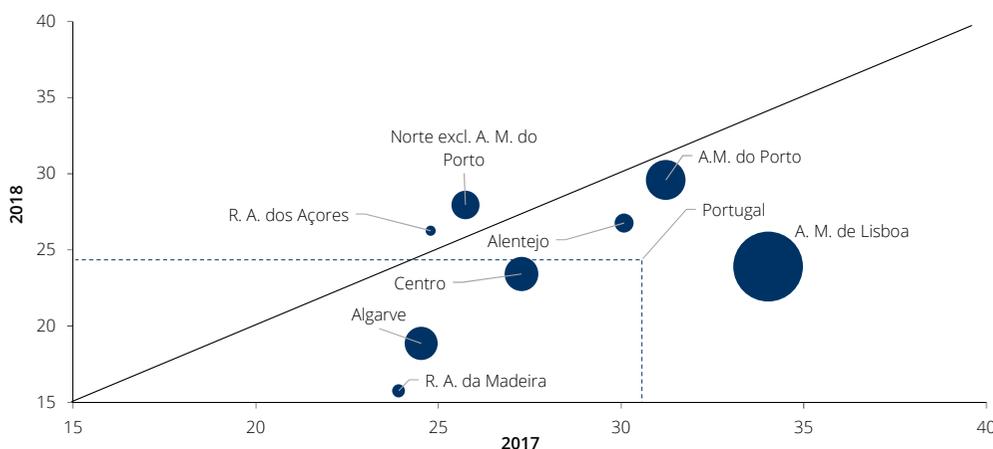


Fonte: INE e cálculos do Banco de Portugal.

## ... O crescimento no mercado imobiliário residencial ... foi transversal a todo o país

Em 2018, o valor das transações aumentou 24% e o seu número 17% a nível nacional, tendo sido observado um aumento do valor e do número de transações em todas as regiões (Gráfico I.2.13). Contudo, observou-se uma desaceleração face a 2017, com particular incidência no último trimestre do ano, o que deverá estar associado à consolidação do mercado habitacional após um período prolongado de crescimento acentuado das transações. Esta desaceleração ocorreu em todas as regiões, à exceção da região Norte excluindo a Área Metropolitana do Porto e da Região Autónoma dos Açores. Em 2018, observou-se também uma redução do tempo médio de venda dos imóveis residenciais.<sup>62</sup>

**Gráfico I.2.13 • Crescimento do valor das transações de alojamentos familiares**  
| Em percentagem



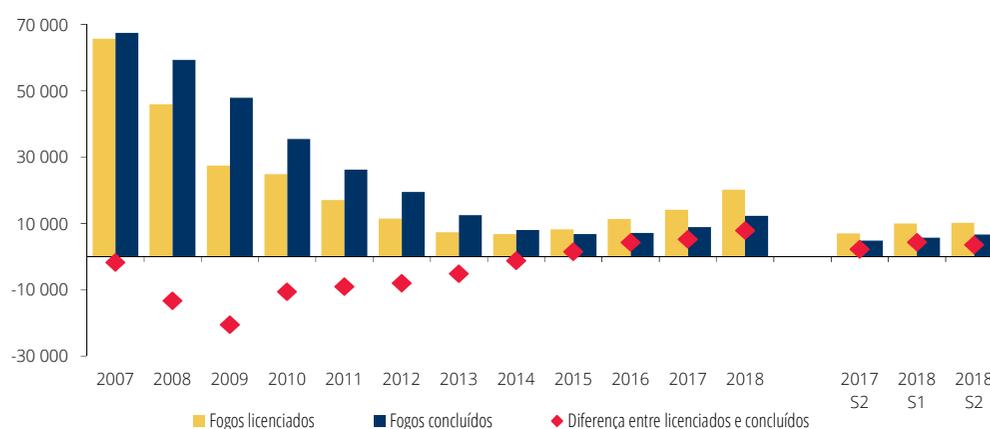
Fonte: INE e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: A dimensão dos círculos corresponde ao peso do valor das transações de cada região no total valor das transações ocorridas em Portugal em 2018.

62. De acordo com dados da Associação dos Profissionais e Empresas de Mediação Imobiliária de Portugal (APEMIP). Não existe informação intra-anual publicamente disponível que permita confirmar a trajetória de inversão deste indicador na segunda metade do ano. No entanto, esta associação antecipa um aumento do tempo médio de venda em 2019. Para mais detalhe ver análise do Gabinete de Estudos da APEMIP em: <https://associados.apemip.pt>.

## Em 2018 continuou a observar-se uma melhoria das perspetivas para o setor da construção

O número de fogos licenciados e concluídos em construções novas para habitação familiar aumentou 43% e 38%, respetivamente, em 2018, mantendo a trajetória de recuperação iniciada em 2015 no caso dos licenciamentos e em 2016 no caso das conclusões (Gráfico I.2.14). A diferença entre os fogos licenciados e concluídos é um indicador do acréscimo de oferta futura, dado o desfasamento existente entre o licenciamento e a conclusão de uma obra de construção. Assim, é expectável que o aumento da oferta no mercado imobiliário continue no futuro próximo.

**Gráfico I.2.14 • Fogos licenciados e concluídos em construções novas para habitação familiar**  
| Em número

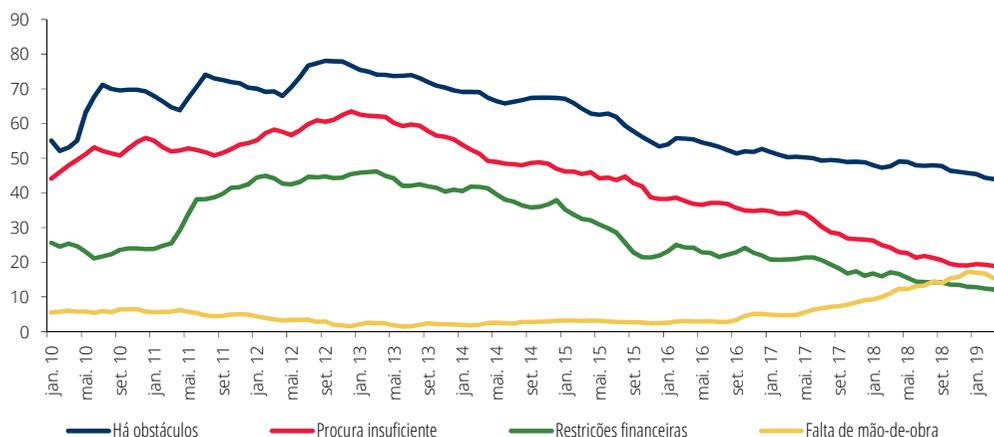


Fonte: INE e cálculos do Banco de Portugal.

A evolução do número de fogos licenciados e concluídos em construções novas para habitação é consistente com a informação de natureza prospetiva, obtida através do Inquérito de Conjuntura à Construção e Obras Públicas. Desde meados de 2012, a percentagem de empresas que aponta a existência de obstáculos à atividade no setor da construção em Portugal tem vindo a reduzir-se (Gráfico I.2.15), tendo atingido cerca de 45%, em média, no primeiro trimestre de 2019, menos 3 pp do que no trimestre homólogo de 2018. Ao longo do período considerado, a percentagem de empresas que indica a procura como principal obstáculo à atividade no setor também tem registado uma queda, tendo-se situado em 19,3% no mesmo período, uma redução de 6 pp face ao trimestre homólogo de 2018. A mesma tendência decrescente é observada para a percentagem de empresas que indica a existência de restrições financeiras como um dos principais obstáculos à construção em Portugal, que se situou em 12,5% no primeiro trimestre de 2019, menos 4 pp face ao período homólogo. Em sentido contrário, a falta de mão-de-obra qualificada tem apresentado uma tendência crescente, em particular desde 2017, tendo aumentado 6 pp em termos homólogos no primeiro trimestre de 2019 para 16,4%. Assim, observa-se uma alteração do padrão de fatores que limitam da atividade do setor, nomeadamente menos restrições associadas à procura, incluindo perspetivas de vendas, e maiores restrições associadas à oferta. Esta evolução é também observada ao nível da área do euro.<sup>63</sup>

63. Ver "The state of the housing market" do *Boletim Económico* n.º 7/2018 do Banco Central Europeu.

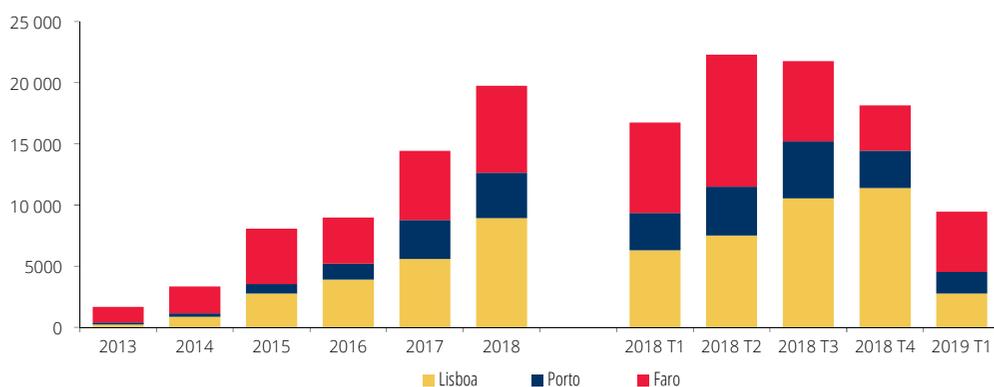
**Gráfico I.2.15 • Principais obstáculos à construção em Portugal | Em percentagem de respostas**



Fonte: Inquérito de Conjuntura à Construção e Obras Públicas, INE e Comissão Europeia. | Nota: Os dados utilizados estão ajustados sazonalmente e correspondem a médias móveis de três meses.

O turismo, e, em particular, o alojamento local têm contribuído para o crescimento do mercado imobiliário residencial, potenciando a procura de imóveis por investidores particulares e institucionais. O número de registos de alojamento local nos três distritos com maior peso no total de registos em Portugal, nomeadamente Lisboa, Porto e Faro, aumentou significativamente em 2018 (60%, 16% e 26%, respetivamente) face ao ano anterior (Gráfico I.2.16). No entanto, assinala-se que o número de registos sofreu uma quebra de 44% no total dos três distritos considerados no primeiro trimestre de 2019, em termos homólogos, a qual deverá estar associada à alteração de regulação do regime de alojamento local<sup>64</sup> que entrou em vigor em outubro de 2018. O regime fiscal dos residentes não habituais e o regime dos Vistos Gold têm contribuído para o dinamismo observado no período recente. Relativamente ao último, observou-se, contudo, uma redução do fluxo de investimento em aquisição de bens imóveis para a atribuição de autorização de residência de cerca de 1% em 2018 e uma queda de 35% no primeiro trimestre de 2019, em termos homólogos.<sup>65</sup>

**Gráfico I.2.16 • Número de registos de Alojamento Local em Lisboa, Porto e Faro | Em número**



Fonte: Registo Nacional do Turismo e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Os dados trimestrais foram anualizados.

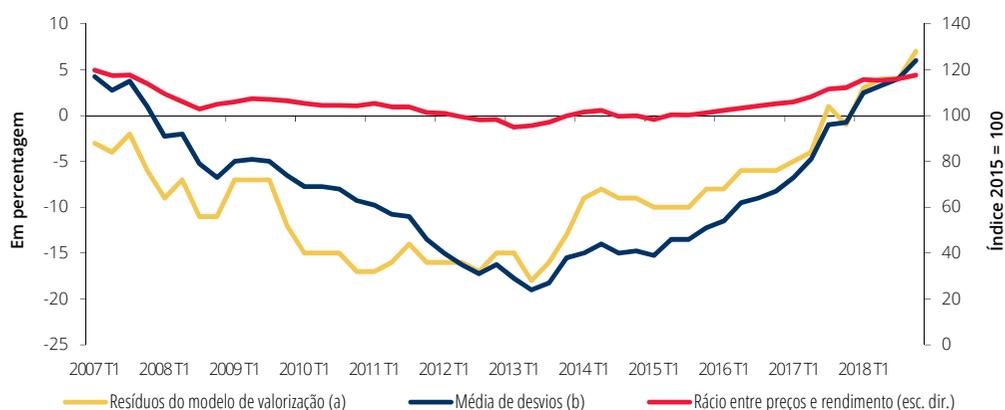
64. A alteração legislativa refere-se à Lei n.º 62/2018, publicada em *Diário da República* a 22 de agosto de 2018, que visa a alteração do regime de autorização de exploração dos estabelecimentos de alojamento local.

65. Informação obtida através do Serviço de Estrangeiros e Fronteiras (SEF).

A intensidade e persistência do aumento dos preços levou a que se mantenha alguma evidência, em termos agregados, de sobrevalorização no mercado imobiliário residencial (Gráfico I.2.17). Considerando as medidas estimadas pelo Banco Central Europeu<sup>66</sup>, os preços da habitação encontram-se acima dos seus fundamentos económicos<sup>67</sup> desde o primeiro trimestre de 2018. Atendendo à heterogeneidade existente entre diferentes áreas geográficas, é expectável que a sobrevalorização seja mais acentuada em algumas localizações, como é o caso de zonas *prime* nas áreas metropolitanas de Lisboa e do Porto.

Porém, deverá notar-se que existem alguns fatores com uma forte influência no dinamismo do mercado imobiliário no período recente e na determinação dos preços da habitação que não são considerados de forma explícita nas duas medidas apresentadas, tais como o investimento por não residentes<sup>68</sup> e o turismo.

**Gráfico I.2.17 • Medidas de valorização dos preços da habitação em Portugal |**  
Em percentagem e índice 2015 = 100



Fonte: Banco Central Europeu – Statistical Data Warehouse e Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico. | Notas: Valores positivos sinalizam a existência de sobrevalorização. (a) Os resíduos do modelo de valorização resultam da estimação de um modelo de preços da habitação com base nos seus fundamentos económicos. (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 expansão excessiva do crédito à habitação num contexto de sobrevalorização dos preços da habitação constitui um risco para a estabilidade financeira (Caixa 3 sobre um indicador de risco sistémico cíclico em Portugal e, em particular, os subindicadores associados aos preços da habitação e ao crédito bancário) na medida em que uma queda abrupta dos preços poderá resultar em perdas para os bancos, por exemplo, através da redução do valor dos colaterais associados ao crédito à habitação (Gráfico I.4.22, Secção 4.3), e numa redução do património real das famílias, dado que este é largamente constituído por habitação. No período recente, os fluxos brutos de novos empréstimos bancários para a aquisição de habitação mantiveram a trajetória de recuperação iniciada em 2013, não obstante a níveis significativamente inferiores aos observados no período pré-crise (Gráfico I.2.18), tendo sido

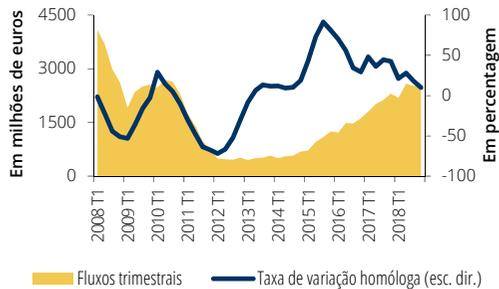
66. Estas estimativas baseiam-se em quatro métodos de valorização, nomeadamente, o rácio entre os preços de habitação e o rendimento disponível *per capita*, o rácio entre os preços da habitação e o valor das rendas, um modelo baseado na teoria de valorização de ativos e um modelo de procura invertida, estimado com base em técnicas bayesianas. Para mais informação consultar a Caixa 3 do *Relatório de Estabilidade Financeira* do Banco Central Europeu de junho de 2011 ou do de novembro de 2015.

67. Os fundamentos económicos considerados nas medidas apresentadas são o rendimento disponível real por agregado familiar, o *stock* de habitação real *per capita* e a taxa de juro média real em empréstimos para habitação.

68. Em 2017, o investimento no mercado imobiliário português por não residentes representou 8% dos imóveis transacionados, como apresentado no Gráfico I.2.14 do *Relatório de Estabilidade Financeira* de dezembro de 2018.

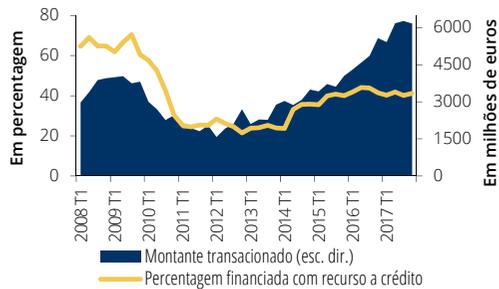
observada uma moderação a partir de meados do ano. Apesar da trajetória ascendente do montante transacionado de habitações, a percentagem destas transações financiada com recurso ao crédito tem-se mantido relativamente estável em torno de 40%, significativamente abaixo dos valores observados no passado (Gráfico I.2.19). Assim, a dinâmica de preços no mercado imobiliário residencial não tem sido acompanhada pelo aumento do fluxo líquido de crédito à habitação<sup>69</sup>. A taxa de variação anual do crédito à habitação continuou a ser negativa em 2018 e no primeiro trimestre de 2019 (-0,5% em março de 2019)<sup>70</sup>, embora apresentando um ritmo de queda cada vez menor.

**Gráfico I.2.18 • Fluxos de crédito à habitação**



Fonte: Banco de Portugal.

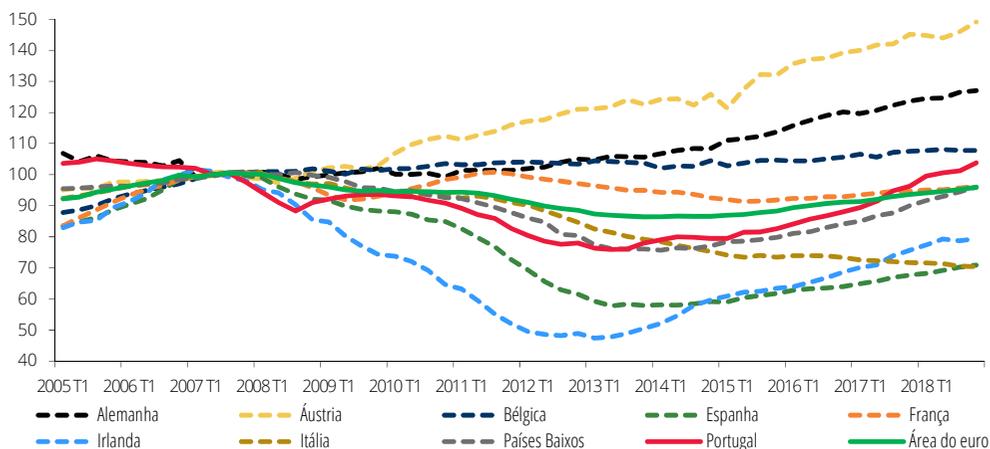
**Gráfico I.2.19 • Percentagem de transações financiada com recurso ao crédito**



Fontes: Banco de Portugal e INE.

O paradigma de crescimento dos preços da habitação é relativamente generalizado nos países da área do euro (Gráfico I.2.20). A recuperação económica e o ambiente de baixas taxas de juro, transversais à generalidade dos países considerados, poderão estar na base desta evolução. Portugal continuou a destacar-se como um dos países onde se registou um elevado crescimento dos preços da habitação, que, em termos reais, atingiram valores próximos dos observados antes da crise financeira internacional.

**Gráfico I.2.20 • Preços da habitação em termos reais | Índice 2007 = 100**



Fonte: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico.

69. O fluxo líquido de crédito à habitação consiste na diferença entre o montante associado às novas operações de crédito à habitação e os reembolsos efetuados, quer regulares quer antecipados.

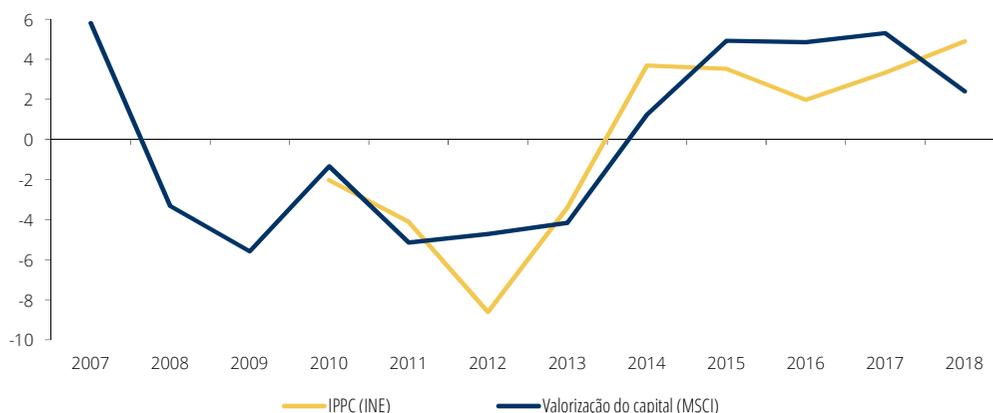
70. A taxa de variação anual do crédito é calculada com base na relação entre saldos em fim de mês e transações mensais. As transações mensais são calculadas a partir das diferenças entre saldos em fim de mês corrigidos de reclassificações, abatimentos ao ativo, vendas de carteiras de créditos, reavaliações cambiais e de preço e de quaisquer outras variações que não sejam devidas a transações financeiras.

### 2.3.2 Mercado imobiliário comercial

O mercado imobiliário comercial apresenta um conjunto de características singulares, como a sua maior correlação com o ciclo económico em comparação com o segmento residencial<sup>71</sup>, dado que, por um lado, a sua procura depende diretamente da atividade económica e, por outro, constitui uma classe de ativos de investimento cujo valor é determinado pelo valor atual líquido das rendas futuras<sup>72</sup>. Contudo, é importante notar que, à semelhança dos restantes países da área do euro, a sua análise é especialmente dificultada pela escassez de informação harmonizada, pela sua menor frequência e pela limitada cobertura territorial. A informação proveniente de fontes oficiais é reduzida, sendo os dados disponíveis maioritariamente de fontes privadas, que incidem tipicamente em propriedades situadas em localizações *prime* das áreas metropolitanas de Lisboa e do Porto.<sup>73</sup>

Em 2018, o mercado imobiliário comercial manteve a trajetória de crescimento iniciada em 2014. Os preços dos imóveis comerciais aumentaram 4,9%, o que corresponde a um aumento de 1,6 pp face a 2017 (Gráfico I.2.21). Em sentido contrário, o índice da Morgan Stanley Capital International (MSCI)<sup>74</sup> para Portugal aumentou 2,3% em 2018, menos 3 pp do que no ano anterior. Esta divergência poderá dever-se a diferenças na amostra de imóveis considerados, sendo que, no caso da MSCI, esta é largamente composta por imóveis do segmento de retalho, tipicamente situados em localizações *prime*. Assim, é esperado que este segmento seja mais sensível ao abrandamento do crescimento da atividade económica e do turismo, previamente considerados fatores impulsionadores da recuperação apresentada. Por outro lado, as diferenças metodológicas na produção das duas métricas<sup>75</sup> também poderão contribuir para o resultado obtido. Não obstante, observa-se neste segmento uma evolução mais contida do que no mercado imobiliário residencial, em que os preços cresceram mais 5,4 pp do que os preços de imóveis comerciais em 2018.

Gráfico I.2.21 • Preços de imóveis comerciais | Em percentagem



Fontes: INE e Morgan Stanley Capital International. | Nota: IPPC – Índice de Preços de Propriedades Comerciais.

71. BCE (2008), "Commercial Property Markets", dezembro de 2018.

72. Zhu, H. (2003), "The importance of property markets for monetary policy and financial stability", *BIS Papers* No 21.

73. À semelhança da análise efetuada na Secção 2.3 do *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2018, as fontes de informação privadas consideradas englobam empresas de consultoria, prestação de serviços e promoção imobiliária, apresentando as mesmas limitações enunciadas.

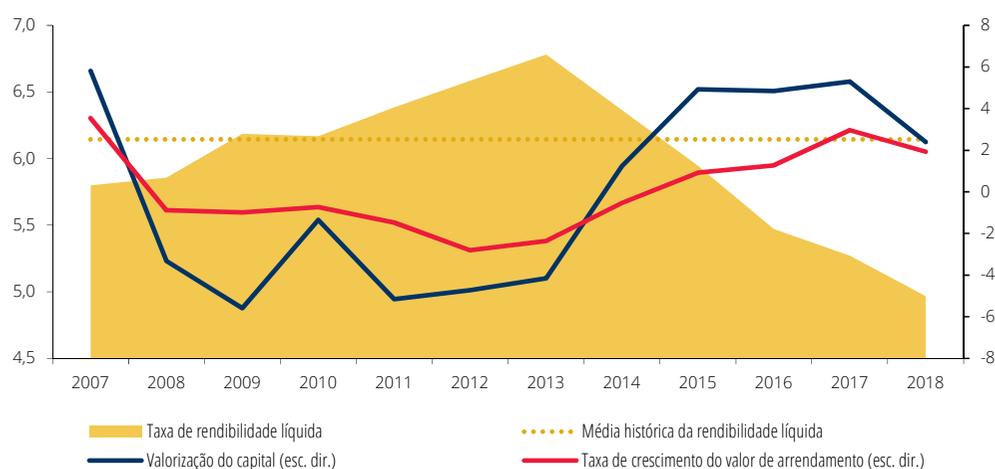
74. O índice da MSCI representa a valorização do capital de uma carteira de 523 imóveis. Para efeitos de análise, é considerada a carteira de imóveis consolidados (*standing investments*) da MSCI, que consiste em todos os investimentos diretos e permanentes em propriedades concluídas e arrendáveis e exclui qualquer propriedade que tenha sido sujeita a transação no período de 12 meses, salvo indicação em contrário. A valorização de capital corresponde à variação de valor dos imóveis considerados.

75. O IPPC é calculado com base nos preços de transação de imóveis comerciais, enquanto que o índice da MSCI corresponde à valorização dos imóveis considerados.

## Em 2018, a taxa de rentabilidade líquida do arrendamento do mercado imobiliário comercial atingiu mínimos históricos

Na presença de divergências significativas entre o valor atual líquido do arrendamento de um imóvel comercial e o seu preço de aquisição, é expectável que se observe uma correção deste desequilíbrio, seja através de uma variação do preço ou de uma variação da renda. Em 2018, a taxa de rentabilidade líquida do arrendamento<sup>76</sup> atingiu mínimos históricos (5,0%), seguindo a trajetória de redução iniciada em 2013 (Gráfico I.2.22). A compressão registada reflete o comportamento da valorização do capital, que ultrapassa o crescimento do valor de arrendamento.

**Gráfico I.2.22 • Taxa de rentabilidade líquida do arrendamento do mercado imobiliário comercial português | Em percentagem**

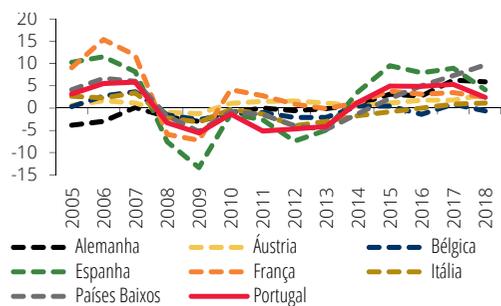


Fonte: Morgan Stanley Capital International e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: A média histórica da rentabilidade líquida corresponde à média entre 2000 e 2018.

De acordo com a informação da MSCI, a trajetória de desaceleração da valorização de imóveis comerciais foi comum a um conjunto de países da área do euro (Gráfico I.2.23). Paralelamente, à semelhança do caso português, a taxa de rentabilidade líquida do arrendamento no mercado imobiliário comercial continuou a reduzir-se, atingindo mínimos históricos na maior parte dos países da área do euro (Gráfico I.2.24). O comportamento semelhante em alguns destes países indicia que fatores comuns, tais como, por exemplo, o ambiente de baixas taxas de juro, têm tido um contributo relevante para os desenvolvimentos recentes no mercado.

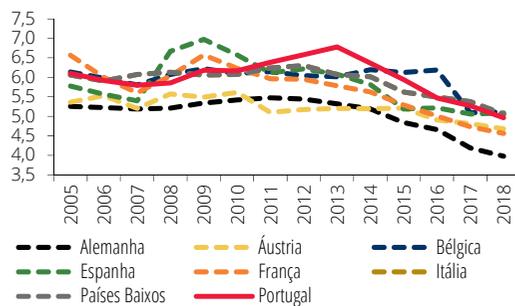
76. A taxa de rentabilidade líquida de arrendamento, em inglês *net reversionary yield*, é definida como  $\frac{VMAL_t}{VC_t}$ , em que  $VMAL_t$  é o valor de mercado de arrendamento líquido e  $VC_t$  o valor do capital.

**Gráfico I.2.23 • Valorização do capital**  
| Em percentagem



Fonte: Morgan Stanley Capital International.

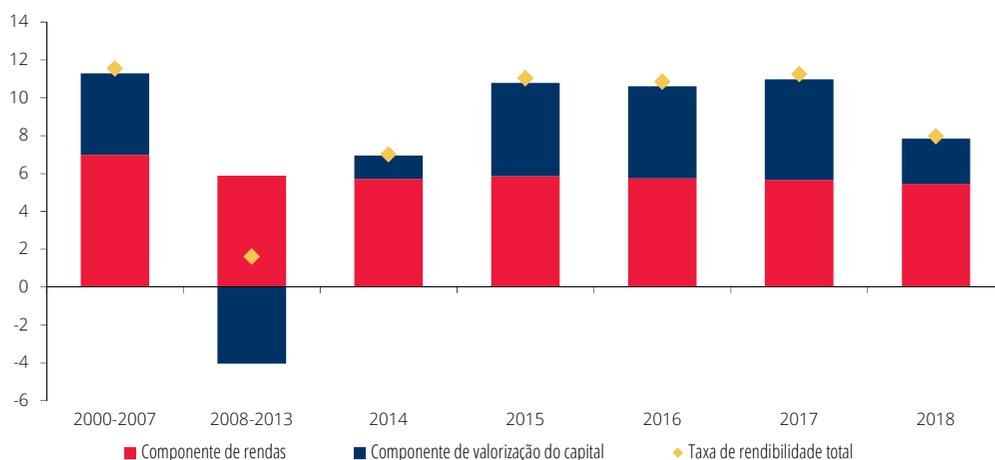
**Gráfico I.2.24 • Taxa de rendibilidade líquida de arrendamento**  
| Em percentagem



Fonte: Morgan Stanley Capital International.

A rendibilidade total do mercado imobiliário comercial<sup>77</sup> compreende a componente resultante da valorização dos imóveis em carteira e a componente resultante do seu arrendamento. Desta forma, observa-se que a taxa de rendibilidade total se manteve relativamente elevada (8,0% em 2018), tendo porém registado uma redução face a 2017 (menos 3,3 pp), refletindo sobretudo a evolução da valorização do capital (Gráfico I.2.25). Por sua vez, a componente associada às rendas manteve-se sensivelmente constante (5,5%), tendo registado apenas uma ligeira redução face a 2017 (menos 0,2 pp).

**Gráfico I.2.25 • Taxa de rendibilidade total do mercado imobiliário comercial**  
| Em percentagem



Fonte: Morgan Stanley Capital International.

O mercado imobiliário comercial tem apresentado um volume significativo de investimento (Gráfico I.2.26), que atingiu um máximo em 2018, em que representou 1,5% do PIB. O aumento do investimento permitiu que os bancos reduzissem o número de imóveis comerciais que detinham em carteira e o volume de NPL garantidos por imóveis comerciais. À semelhança do observado

77. A rendibilidade total é calculada através da soma da valorização do capital, que é definida como  $\frac{(VC_t - VC_{t-1} + R_t - D_t)}{(VC_{t-1} + D_t)} \times 100$ , e da componente de arrendamento, que é definida como  $\frac{RL_t}{VC_{t-1} + D_t} \times 100$ , em que  $VC$  corresponde ao valor do capital,  $R$  a receitas provenientes do capital,  $D$  a despesas de capital e  $RL$  ao rendimento líquido proveniente de um imóvel comercial.

no período recente, destaca-se o contributo dos não residentes que, tendo por base a informação considerada, representaram 91% do investimento total em 2018. Parte do investimento por não residentes foi efetuado por *Real Estate Investment Trusts* (na sigla inglesa, REIT) (*Relatório de Estabilidade Financeira*, junho 2018, Secção 2.3). Neste contexto, assinala-se que, mediante a publicação do Decreto-Lei n.º 19/2019 de 28 de janeiro, foi introduzido na ordem jurídica interna o regime das Sociedades de Investimento e Gestão Imobiliária (SIGI), instrumento semelhante ao existente em outras jurisdições e que visa a criação de “um novo veículo de promoção do investimento e dinamização do mercado imobiliário, em particular do mercado de arrendamento” (Caixa 5).

A diversificação da origem do investimento poderá melhorar a eficiência na fixação dos preços<sup>78</sup>, embora possa tornar o mercado mais volátil e vulnerável a alterações abruptas na perceção de risco dos investidores, visto que o investimento internacional é tipicamente mais móvel.

**Gráfico I.2.26 • Investimento no mercado imobiliário comercial, por origem | Em mil milhões de euros**

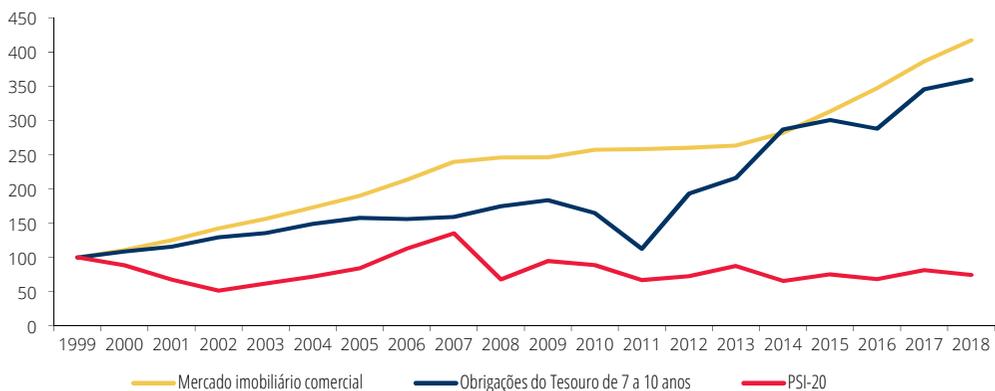


Fonte: Cushman & Wakefield.

A recuperação do mercado imobiliário no período recente é consistente com a melhoria da conjuntura económica e com o ambiente de baixas taxas de juro, que aumenta o custo de oportunidade de investir em outros ativos em comparação com o investimento em imobiliário. A rentabilidade no mercado imobiliário comercial tem apresentado uma menor volatilidade em comparação com outras classes de ativos, nomeadamente obrigações do Tesouro e ações de empresas portuguesas cotadas (Gráfico I.2.27). Num horizonte de investimento mais longo, a rentabilidade do mercado imobiliário comercial tem sido tipicamente superior à destas classes de ativos. Este diferencial acentuou-se nos últimos anos, tendo o imobiliário comercial português registado uma rentabilidade total, que inclui as componentes de valorização de ativos e de rendas recebidas, em termos acumulados, de 58% entre 2013 e 2018.

78. BCE (2007), *Financial Stability Review*, “Commercial Property Investment and Financial Stability”, dezembro de 2007.

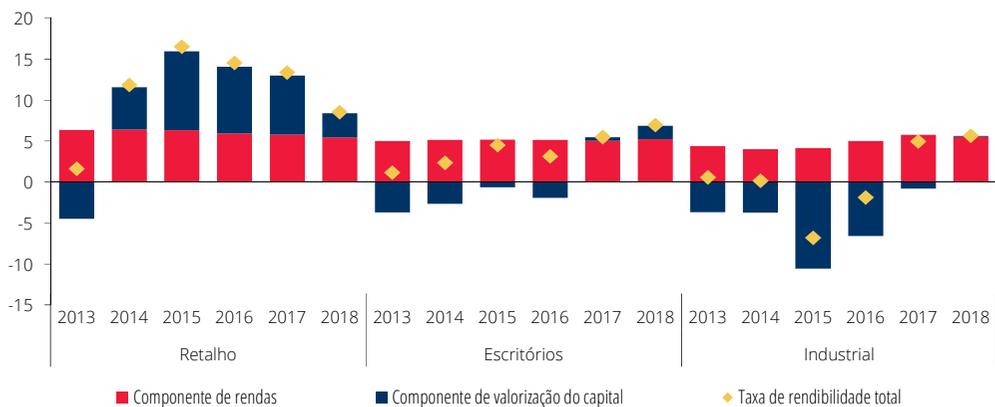
Gráfico I.2.27 • Índices de rendibilidade de diferentes classes de ativos | Índice 1999 = 100



Fontes: Morgan Stanley Capital International, Bloomberg e Refinitiv. | Nota: Os índices considerados incluem as componentes de valorização do capital e de rendas. Esta última corresponde aos cupões no caso das obrigações do Tesouro e à distribuição de dividendos no caso do PSI-20.

O mercado imobiliário comercial é bastante heterogéneo entre segmentos. No segmento de retalho, a taxa de rendibilidade total situou-se em 8,5% em 2018, tendo mantido a trajetória de redução observada desde 2014 (Gráfico I.2.28). A taxa de desocupação<sup>79</sup> deste segmento apresentou um aumento ligeiro de 1 pp face a 2017, enquanto que as rendas registaram uma queda de 1,8% (Gráfico I.2.29). A redução da rendibilidade total do segmento de retalho poderá estar associada à sua entrada numa fase de estabilização, em particular no caso de imóveis situados em localizações *prime* de comércio de rua e de centros comerciais. Por outro lado, o segmento de escritórios manteve a tendência de expansão, com um aumento da sua taxa de rendibilidade total (7,0% em 2018) por via da componente de valorização do capital. Neste segmento, a taxa de desocupação registou uma queda e a taxa de crescimento das rendas um aumento, dado que «o aumento de procura, aliado à falta de oferta, resultou num aumento generalizado das rendas»<sup>80</sup>. No segmento industrial, após uma queda significativa da valorização de capital no período recente, observou-se uma ligeira recuperação em 2018, tendo a taxa de rendibilidade total ascendido a 5,6%. Tal como no segmento de escritórios, observou-se uma queda da taxa de desocupação e, em particular, um aumento da taxa de crescimento das rendas, que subiram 4,5% em 2018.

Gráfico I.2.28 • Taxa de rendibilidade total por segmento | Em percentagem

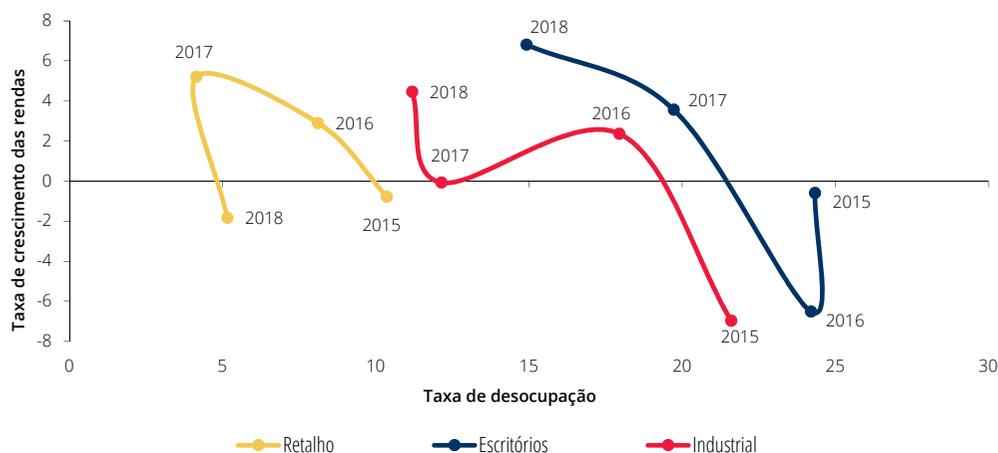


Fonte: Morgan Stanley Capital International.

79. A taxa de desocupação é definida como o rácio entre a área, em metros quadrados, disponível para arrendamento e a área total de imóveis comerciais.

80. Jones Lang LaSalle (2019), "Market 360° Portugal 2018-2019".

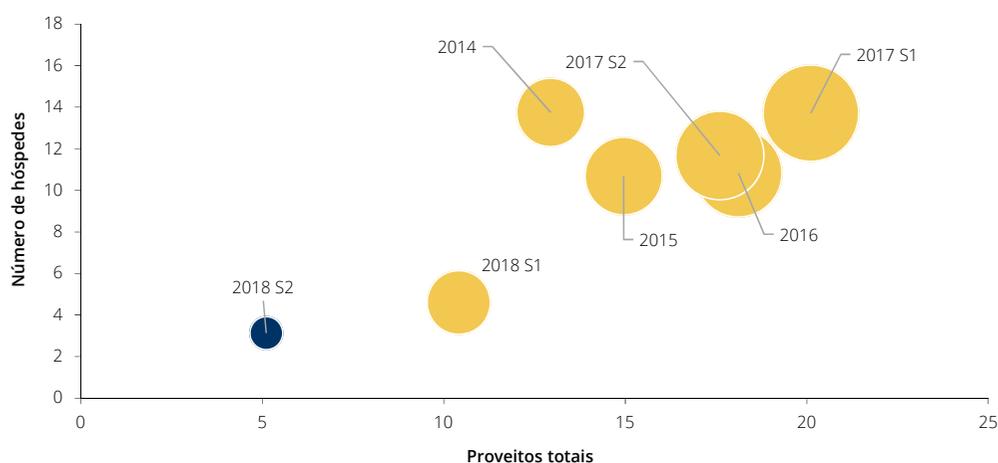
**Gráfico I.2.29 • Taxa de desocupação e taxa de crescimento das rendas por segmento**  
| Em percentagem



Fonte: Morgan Stanley Capital International. | Nota: Os indicadores apresentados referem-se a imóveis presentes na carteira tanto no início como no final de período de valorização e que não sofreram quaisquer transformações ou transações (*same store*).

Como referido anteriormente, o turismo tem estado associado à recuperação do mercado imobiliário residencial e comercial. No caso do imobiliário comercial, este tem estado particularmente relacionado, por um lado, com o crescimento do segmento de retalho, e, por outro lado, com o desenvolvimento dos setores da hotelaria e restauração. A tendência de crescimento do turismo manteve-se em 2018, tendo porém registado alguma desaceleração, em particular no segundo semestre (Gráfico I.2.30). Em termos anuais, em 2018, o número de hóspedes e os proveitos totais nos estabelecimentos de alojamento turístico registaram taxas de variação homóloga de 3,8% e de 7,3%, respetivamente, menos 8,8 e 8,6 pp do que o observado em 2017.

**Gráfico I.2.30 • Taxa de variação homóloga do número de hóspedes e dos proveitos totais nos estabelecimentos de alojamento turístico**  
| Em percentagem



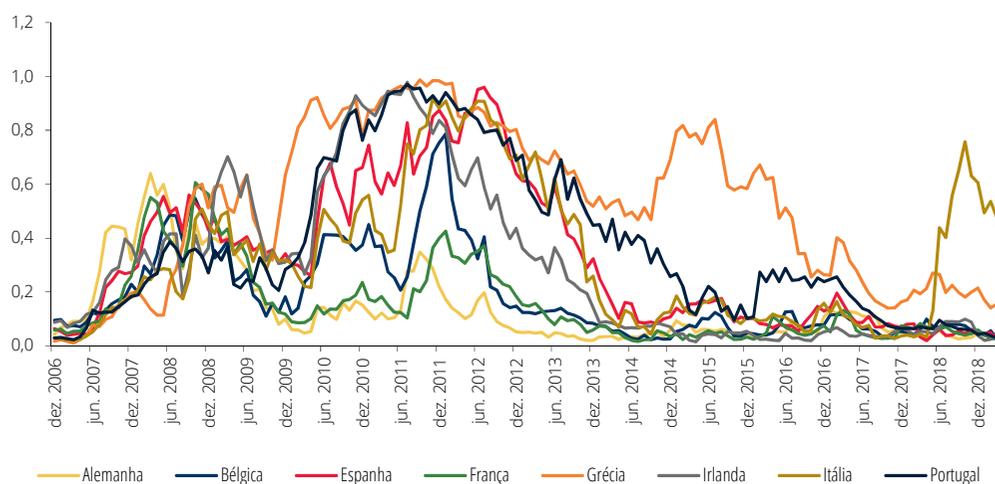
Fonte: INE e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: A dimensão dos círculos corresponde à taxa de variação homóloga do rendimento médio por quarto disponível (RevPAR) nos estabelecimentos de alojamento turístico.

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

## 3.1 Administrações públicas

Em 2018 e nos primeiros meses 2019, o financiamento das administrações públicas continuou a beneficiar da evolução positiva da atividade económica, em Portugal e na área do euro, e da manutenção de baixos custos de financiamento. A incerteza associada aos desenvolvimentos políticos em Itália, em meados de 2018, teve um efeito contido nos mercados de dívida soberana da área do euro, sem contágio material e persistente sobre outras jurisdições, incluindo Portugal (Gráfico I.3.1).<sup>81</sup> Na vertente orçamental, os desenvolvimentos foram positivos, tanto no défice como na dívida. É contudo desejável um aprofundamento do esforço de ajustamento orçamental, no sentido de assegurar a continuação da trajetória de redução do endividamento das administrações públicas, mesmo num contexto de menor dinamismo da atividade económica e de condições de financiamento menos favoráveis.

**Gráfico I.3.1 • Indicador de stress sistémico nos mercados de dívida soberana da área do euro – SovCISS**



Fonte: Banco Central Europeu. | Notas: Indicador composto que agrega informação de prémios de risco, volatilidade e condições de liquidez em mercado secundário. Para mais detalhe ver Banco Central Europeu, *Financial Stability Review May 2018*. Dados mensais. Última observação: abril de 2019.

### ... O défice orçamental reduziu-se para um nível baixo em termos históricos

Em Portugal, o défice das administrações públicas na ótica da contabilidade nacional situou-se em 0,5% do PIB em 2018. Excluindo o impacto de medidas classificadas como temporárias

81. Para mais detalhe acerca dos desenvolvimentos no mercado de dívida soberana ver Secção 2.2 deste Relatório.

no âmbito do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC),<sup>82</sup> o défice reduziu-se 1 pp do PIB. Esta redução beneficiou da evolução positiva da atividade económica,<sup>83</sup> da redução da despesa com juros e, em menor medida, da melhoria do saldo primário estrutural. A receita total das administrações públicas aumentou 5,5% em 2018 (4% em 2017), refletindo o crescimento da coleta dos principais impostos e das contribuições sociais. A evolução da despesa foi fortemente influenciada pelo impacto de medidas temporárias em 2017 e 2018. Excluindo este efeito, a despesa primária aumentou 3,9%. Por sua vez, a despesa com juros diminuiu 6,5% por cento, tendo representado 3,5% do PIB em 2018. A redução da despesa com juros continuou a refletir a emissão de nova dívida com condições de preço mais favoráveis do que a dívida reembolsada.<sup>84</sup>

As projeções da Primavera da Comissão Europeia apontam para que, em 2019, o défice orçamental se situe em 0,4% do PIB. Esta estimativa inclui o impacto da injeção de fundos no Novo Banco ao abrigo do Mecanismo de Capitalização Contingente realizada em maio (0,6% do PIB). Em 2020, a Comissão prevê uma redução do défice para 0,1% do PIB. Esta projeção corresponde a uma trajetória de melhoria do saldo orçamental ligeiramente menos acentuada do que a apresentada pelo Governo no Programa de Estabilidade para o período de 2019-2023 (PE/2019).

Em 2018, a melhoria do saldo orçamental foi transversal à maioria dos países da área do euro. No conjunto da área, o saldo orçamental situou-se em -0,5% do PIB, o que representa uma melhoria de 0,5 pp face a 2017, refletindo em larga medida a evolução positiva da atividade económica. A contribuir para o saldo negativo em termos agregados, destaque-se a França, Espanha e Itália que, apesar das ligeiras melhorias registadas, continuaram a apresentar um défice orçamental acima de 2%.<sup>85</sup> No conjunto da área do euro, as projeções da Comissão apontam para uma redução do saldo orçamental, em 2019, e uma estabilização em 2020. Esta evolução ocorre num contexto de deterioração do saldo primário estrutural, refletindo uma orientação expansionista da política orçamental na maioria dos países da área do euro.

## ⋮ O Estado concluiu o objetivo de amortização dos empréstimos ⋮ obtidos ao abrigo do PAEF com um custo mais elevado

Em 2018, o financiamento<sup>86</sup> das administrações públicas junto de particulares, através de instrumentos de retalho, registou uma magnitude significativamente inferior ao observado nos últimos anos (Gráfico I.3.2). As subscrições líquidas de certificados do Tesouro diminuíram 63% face a 2017, refletindo a diminuição da remuneração das novas subscrições, e os certificados de

82. Em particular, pela sua magnitude, é de destacar, em 2017, o impacto da injeção de capital na CGD (2,0 pp do PIB), e, em 2018, o impacto da injeção do Fundo de Resolução no Novo Banco, no seguimento da ativação do mecanismo de capital contingente (0,4 pp). Para mais detalhe acerca do financiamento das administrações públicas em 2018, incluindo do conjunto de medidas temporárias e outros fatores não recorrentes com impacto no saldo orçamental e da evolução das principais variáveis orçamentais em termos estruturais, ver Banco de Portugal, *Boletim Económico*, maio 2019.

83. O contributo da atividade económica para os desenvolvimentos orçamentais é aferido com base na metodologia de ajustamento cíclico dos saldos desenvolvida pelo SEBC e cuja aplicação para análise dos desenvolvimentos orçamentais em Portugal é apresentada em Braz et al. (2019), "A nova metodologia do SEBC para o cálculo dos saldos orçamentais ajustados do ciclo: uma aplicação ao caso português", *Revista de Estudos Económicos*, Vol. V, n.º 2, abril de 2019.

84. Refira-se, em particular, os reembolsos antecipados ao FMI, no decurso de 2017 e de 2018, e o vencimento de obrigações do Tesouro a 10 anos, em 2017 e 2018, que tinham taxas de cupão de 4,35% e de 4,45%, respetivamente.

85. Note-se que no caso de Espanha, o único Estado-Membro atualmente sujeito à vertente corretiva do Pacto de Estabilidade e Crescimento, o valor agora apurado para o saldo orçamental permite a correção do défice excessivo dentro do prazo estipulado.

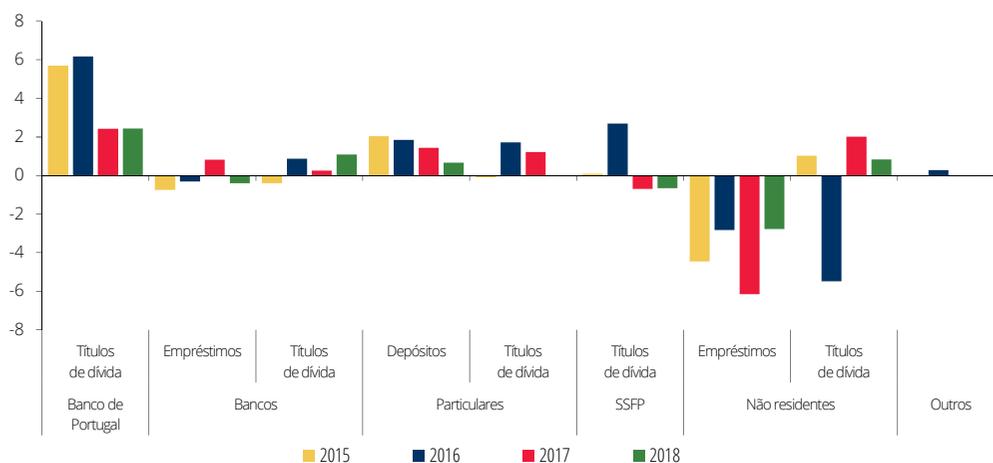
86. Na análise do financiamento das administrações públicas, suportada pelo Gráfico I.3.2, por "financiamento" entende-se o fluxo de financiamento no ano, isto é, as transações em passivos com base nos conceitos de Contas Nacionais (SEC 2010), em particular, em passivos sob a forma de numerário e depósitos, empréstimos e títulos.

aforro registaram reembolsos líquidos residuais. Apesar da emissão de obrigações do Tesouro de Rendimento Variável no montante de mil milhões de euros, o fluxo líquido destes títulos na posse de particulares foi virtualmente nulo, refletindo vendas em mercado secundário.<sup>87</sup> No conjunto destes produtos, o financiamento junto de particulares representou 0,7% do PIB (2,7% do PIB em 2017). No final de 2018, os particulares detinham 12,3% do total da dívida pública,<sup>88</sup> representando aproximadamente 9%<sup>89</sup> dos ativos financeiros do setor.

O financiamento junto de bancos residentes ascendeu em 2018 a 0,7% do PIB. Por comparação com os dois anos anteriores, destaca-se o maior financiamento sob a forma de títulos (1,1% do PIB), apenas parcialmente compensado pela redução de empréstimos. Por sua vez, tal como em 2017, o financiamento junto de sociedades de seguros e Fundos de Pensões foi negativo (0,7% do PIB). A carteira de dívida pública portuguesa detida pelo Banco de Portugal manteve um crescimento semelhante ao observado em 2017. A redução das compras líquidas mensais ao abrigo do PSPP foi heterogénea entre países. Em 2018, as compras líquidas reduziram-se 64% no conjunto da área do euro mas apenas 11% no caso português. Refira-se que, refletindo a política de reinvestimentos definida pelo BCE, o volume de compras líquidas de títulos portugueses no primeiro trimestre de 2019 foi ainda significativo e superior ao registado no último trimestre de 2018.

No que se refere ao financiamento obtido junto de não residentes, em 2018 é de destacar a amortização antecipada do remanescente do empréstimo do FMI, no montante de 5,5 mil milhões de euros.<sup>90</sup> Por sua vez, o financiamento junto de não residentes através títulos de dívida foi de 0,8% do PIB, mas em magnitude inferior ao observado em 2017 (2% do PIB) e apenas através de instrumentos de curto prazo. O financiamento das administrações públicas junto de não residentes, excluindo os empréstimos do PAEF, manteve-se, assim, num nível bastante baixo em termos históricos.

**Gráfico I.3.2 • Financiamento das administrações públicas por setor de contraparte e instrumento | Em percentagem do PIB**



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

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

88. Dívida pública na ótica de Maastricht.

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

90. Em dois pagamentos: 0,8 mil milhões de euros, em janeiro, e 4,7 mil milhões de euros em dezembro.

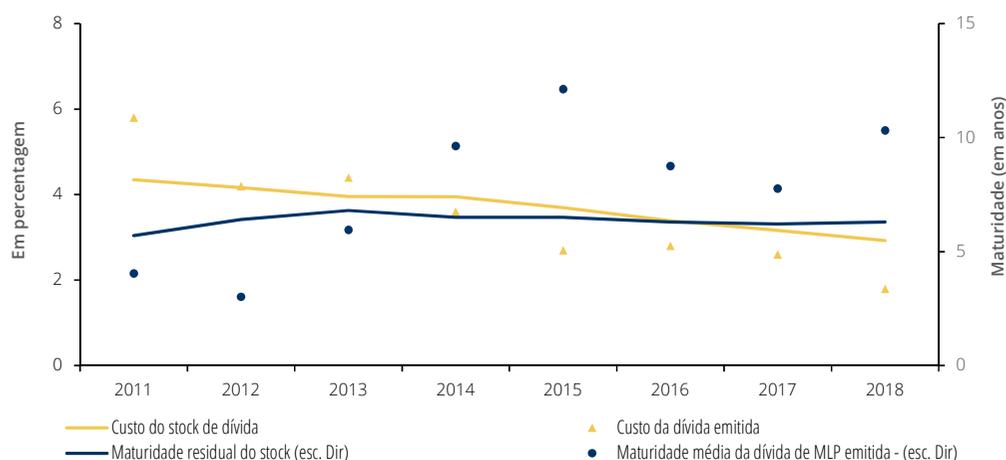
## As condições de financiamento nos mercados de dívida soberana mantiveram-se favoráveis

A taxa de colocação média nos leilões de obrigações do Tesouro (OT) com maturidade aproximada de 10 anos situou-se em 1,9%, menos 0,9 pp do que o observado em 2017.<sup>91</sup> A trajetória de descida prosseguiu nos primeiros meses de 2019, de forma bastante pronunciada, num contexto de níveis já bastante reduzidos, tendo a taxa de colocação média de OT comparáveis diminuído para 1,3%, nos leilões realizados até maio. No plano de financiamento da República Portuguesa para 2019, o IGCP planeia uma emissão bruta de OT de cerca de 15 mil milhões euros, à semelhança do planeado e executado no ano anterior, tendo sido assegurado até maio cerca de 55% deste montante. Por sua vez, nos leilões de Bilhetes do Tesouro, a taxa de colocação média situou-se em -0,34% em 2018, após -0,24% em 2017, tendo-se mantido virtualmente inalterada no conjunto dos leilões realizados em 2019, no mesmo período.

Em 2018, observou-se um aumento da maturidade média da dívida de médio e longo prazo emitida no ano, tendo sido invertida a trajetória descendente dos últimos dois anos (Gráfico I.3.3). Em 2019, nas emissões de OT realizadas até maio, a maturidade média manteve-se num valor próximo do observado em 2018.

Em 2018, o custo médio da dívida emitida manteve-se cerca de 1 pp abaixo do custo médio do *stock*. Assim, ainda existe margem para redução da despesa do Estado com juros, caso as condições de financiamento nos mercados de dívida soberana permaneçam favoráveis. Em particular, refira-se que as três emissões de OT que vencem em 2019, 2020 e 2021, no montante acumulado de cerca de 28,5 mil milhões de euros,<sup>92</sup> têm taxas de cupão associadas de 4,75%, 4,8% e 3,85%, respetivamente.

**Gráfico I.3.3 • Custo e maturidade da dívida pública**



Fontes: Banco de Portugal, INE, IGCP e Banco Central Europeu. | 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 emitida compreende OT e MTN emitidas no ano correspondente.

91. 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.

92. Saldo vivo a 30 de abril de 2019. A 22 de maio de 2019, no contexto de uma oferta de troca de Obrigações do Tesouro, o IGCP comprou 742 milhões de euros da OT com maturidade em abril de 2021.

## ... O rácio de dívida pública manteve a trajetória descendente em 2018

À semelhança do observado em 2017, a evolução do endividamento das administrações públicas foi bastante diferenciada por trimestre. Apesar da relativa estabilização nos três primeiros trimestres do ano, o rácio da dívida pública reduziu-se 3,3 pp em 2018, para 121,5% do PIB, nível ligeiramente acima da estimativa inerente ao OE para 2019. A melhoria do rácio da dívida pública refletiu o excedente primário significativo e o efeito dinâmico favorável, que resulta do facto de o diferencial entre a taxa de juro implícita no *stock* da dívida e a taxa de crescimento do PIB nominal ter sido negativo, pelo quarto ano consecutivo. Em termos nominais, a dívida pública aumentou cerca de 2,1 mil milhões de euros.

A redução do rácio da dívida pública prevista no PE/2019 é um pouco mais gradual do que a apresentada no PE/2018, mas mantém-se significativa.<sup>93</sup> Esta revisão reflete sobretudo a menor magnitude dos excedentes primários ao longo do horizonte de projeção. Por sua vez, o efeito dinâmico é apenas ligeiramente mais favorável do que na anterior atualização do PE, uma vez que, a revisão em baixa das projeções para o crescimento nominal do PIB é compensada pelo menor contributo das despesas em juros.<sup>94</sup>

No conjunto da área do euro o rácio da dívida pública reduziu-se 2,0 pp, para 87,1% do PIB, no final de 2018.<sup>95</sup> A maior parte dos países da área do euro registou uma redução do rácio da dívida pública em percentagem do PIB, embora com evoluções relativamente diferenciadas. No conjunto de países mais endividados, apenas se observaram reduções em Espanha, na Bélgica e, de forma mais acentuada, em Portugal (Gráfico I.3.4), tendo o rácio da dívida pública agregado dos sete países mais endividados permanecido virtualmente inalterado.

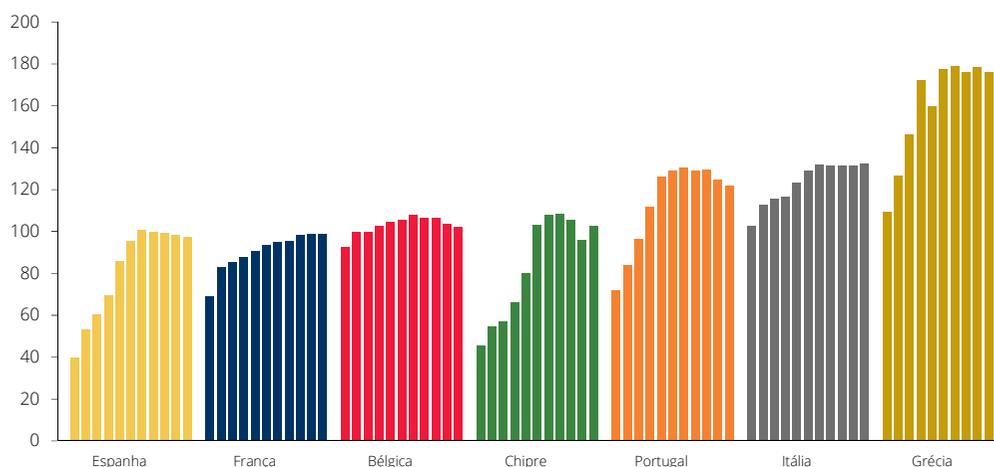
Os fatores de risco para a evolução dos rácios de dívida pública, em Portugal e na generalidade nos países da área do euro mais endividados, permaneceram inalterados. Os principais riscos a médio prazo continuam associados ao aumento do nível geral das taxas de juro, à reavaliação dos prémios de risco à escala global, incluindo nos mercados de dívida soberana, e ao abrandamento da atividade económica. No longo prazo, o principal desafio diz respeito à tendência de envelhecimento demográfico, que se deverá traduzir, por um lado, num aumento da despesa dos Estados com pensões e com saúde, e, por outro, numa diminuição da população ativa, com impacto no potencial de crescimento das economias.

93. No total, uma redução de 21,9 pp, para 99,6% do PIB, no final de 2023 (103,7% no final de 2022). No PE/2018 a previsão era de 102% no final de 2022.

94. A comparação entre PE/2018 e PE/2019 tem apenas em conta o período comum aos dois programas (2019 -2022).

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

**Gráfico I.3.4 • Rácio da dívida pública nos países da área do euro mais endividados**  
 | Em percentagem do PIB, dados em fim de período, de 2008 a 2018



Fontes: Banco de Portugal e Eurostat. | Notas: Dívida pública na ótica de Maastricht. Países com rácio da dívida pública superior à média da área do euro em 2018. Países ordenados com base no valor do rácio em 2018.

## 3.2 Situação patrimonial do setor privado não financeiro

Em 2018, o setor privado não financeiro (SPNF) registou uma necessidade de financiamento de 1,3% do PIB, que contrasta com a capacidade de financiamento registada desde 2011 (0,2% do PIB em 2017). Face ao ano anterior, esta evolução decorreu da diminuição da poupança das sociedades não financeiras (SNF) – em resultado sobretudo do aumento da distribuição de resultados – e, em menor grau, do aumento do investimento de particulares e SNF.

Num contexto de aumento do consumo privado, registou-se, em 2018, pelo segundo ano consecutivo, um recurso a dívida financeira por parte dos particulares. Observou-se contudo uma moderação do crescimento dos novos créditos à habitação e ao consumo na segunda metade de 2018 e nos primeiros meses de 2019. No setor das SNF, foi retomada a trajetória de amortização líquida de dívida financeira interrompida em 2017. Esta evolução refletiu sobretudo a amortização de dívida financeira face a particulares e a não residentes, uma vez que o fluxo líquido de crédito concedido pelo sistema financeiro residente foi positivo, pela primeira vez desde 2012. Não obstante o aumento dos resultados distribuídos pelas empresas em 2018, continuou a observar-se um reforço dos capitais próprios na estrutura de financiamento das SNF.

Os rácios de endividamento<sup>96</sup> dos particulares e das SNF, medidos em percentagem do rendimento disponível e do PIB, respetivamente, continuaram a reduzir-se em 2018, em ambos os casos sobretudo por via do efeito denominador.

96. Para a determinação do agregado dívida utilizado nesta secção, com referência aos setores institucionais particulares e sociedades não financeiras, utiliza-se informação relativa a empréstimos obtidos, títulos emitidos e créditos comerciais recebidos, em base consolidada no setor institucional (i.e., excluem-se as posições entre entidades pertencentes ao mesmo setor institucional). A informação sobre empréstimos obtidos e títulos emitidos por cada setor (SNF e particulares), regra geral, é obtido com base na informação reportada pelos setores credores (i.e. refere-se a dados do ativo dos setores credores, e não do passivo dos setores devedores). Neste sentido, quando, por exemplo, um banco procede ao abatimento ao ativo de um crédito concedido a uma SNF ou a um particular, o valor da dívida do respetivo setor reduz-se-á nesse montante, ainda que tal não implique, por si só, a extinção das responsabilidades dos mutuários.

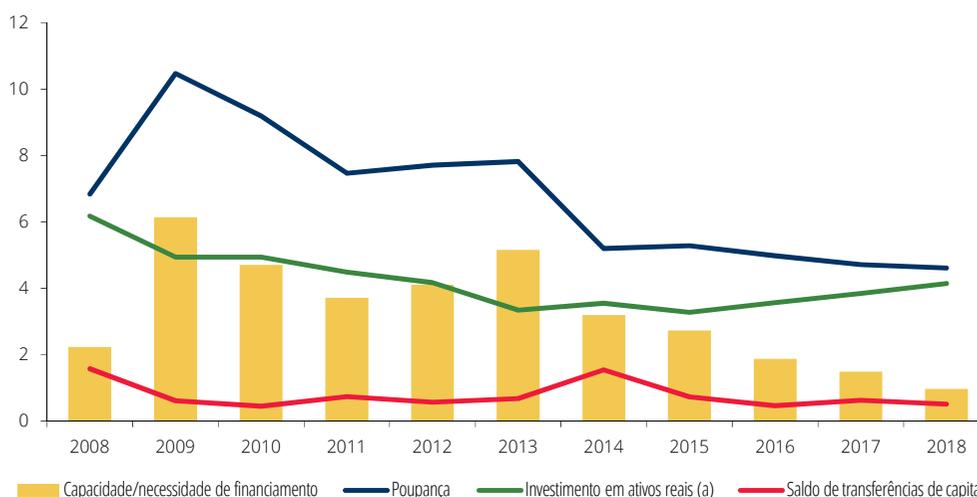
As famílias e as empresas portuguesas têm beneficiado de uma conjuntura favorável nos últimos anos, num contexto de crescimento da atividade económica e de taxas de juro baixas. Não obstante, o rácio de endividamento destes dois setores mantém-se elevado no contexto da área do euro. Assim, é essencial assegurar a continuidade da trajetória de redução da alavancagem, de forma a aumentar a resiliência de famílias e empresas face a choques adversos no futuro.

### 3.2.1 Particulares

#### Em 2018 a capacidade de financiamento dos particulares continuou a reduzir-se

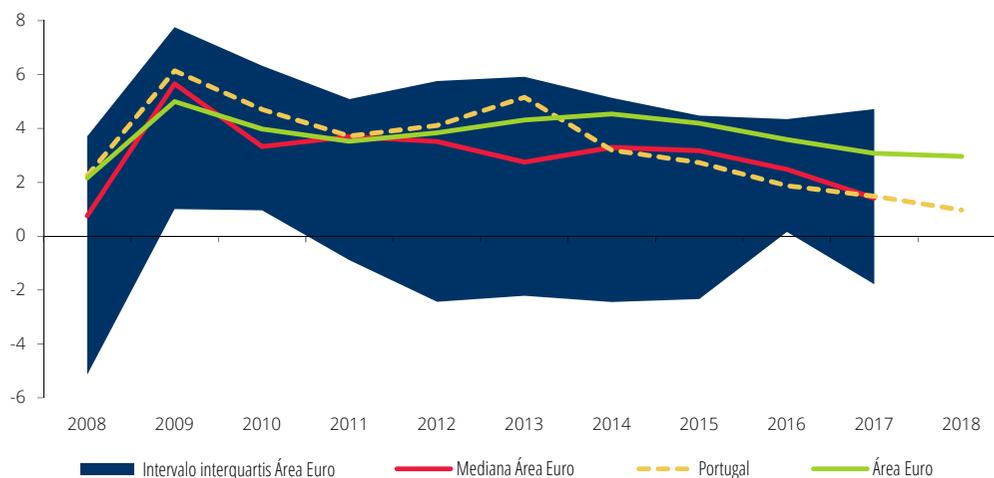
Em 2018, a capacidade de financiamento dos particulares cifrou-se em 1,0% do rendimento disponível, o que representa uma redução de cerca de 0,5 pp face a 2017. Manteve-se, assim, a trajetória decrescente observada desde 2013 (Gráfico I.3.5). Esta evolução refletiu principalmente o aumento do investimento em ativos reais, mas também uma diminuição ligeira da taxa de poupança, decorrente de um crescimento do consumo privado superior ao do rendimento disponível. A taxa de poupança continuou a registar um valor reduzido em termos históricos e internacionais. No conjunto da área do euro, a capacidade de financiamento dos particulares reduziu-se, marginalmente, de 3,1%, em 2017, para 3,0%, em 2018. Desde 2014, que se observam em Portugal valores próximos da mediana dos países da área do euro (Gráfico I.3.6).

**Gráfico I.3.5 • Poupança, investimento e capacidade/necessidade de financiamento dos particulares | Em percentagem do rendimento disponível**



Fonte: INE (e cálculos do Banco de Portugal). | 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.

**Gráfico I.3.6 • Capacidade/necessidade de financiamento dos particulares | Em percentagem do rendimento disponível**



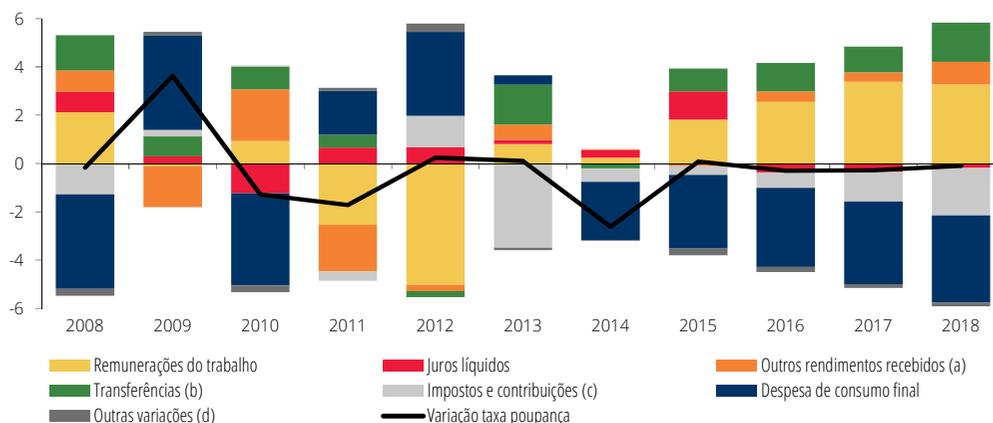
Fonte: Eurostat (e cálculos do Banco de Portugal). | Notas: O valor para a área do euro corresponde ao rácio entre a soma da capacidade/necessidade de financiamento dos países membros e a soma do rendimento disponível desses países (os fluxos transfronteiriços dentro da área do euro são consolidados). O valor da área do euro para 2018 é uma estimativa baseada na soma dos valores trimestrais. No cálculo do intervalo interquartis e mediana estão a ser considerados todos os países da área do euro com exceção de Malta, em virtude de não existir informação disponível para este país.

Em Portugal, a taxa de poupança dos particulares reduziu-se ligeiramente face a 2017, para 4,6% do rendimento disponível, o que representa um novo mínimo em termos históricos. Após a queda da taxa de poupança entre 2009 e 2014, nos últimos anos a trajetória de redução tem sido menos acentuada. Para esta evolução contribuiu a despesa de consumo final que, desde 2014, regista uma aceleração (Gráfico I.3.7). O rendimento disponível tem crescido a um ritmo inferior ao do consumo privado, em termos nominais, desde 2016, destacando-se o crescimento acentuado dos impostos diretos e contribuições sociais. Neste período, o decréscimo dos juros líquidos recebidos, resultante de uma redução do montante de juros recebidos superior à dos juros pagos, contribuiu para um crescimento mais moderado dos rendimentos de empresa e propriedade. As remunerações do trabalho e as transferências registaram um crescimento significativo, apresentando, desde 2016, um crescimento superior ao dos rendimentos de propriedade e empresa. Uma vez que esta última fonte de rendimento é a que terá associada uma maior propensão a poupar,<sup>97</sup> o seu menor crescimento em relação a outras fontes poderá estar a contribuir para a redução observada na taxa de poupança.

Portugal é um dos países da área do euro com menor taxa de poupança dos particulares (Gráfico I.3.8). Contrariamente aos desenvolvimentos a nível nacional, a taxa de poupança na área do euro aumentou, de 11,8%, em 2017, para 12,1% em 2018.

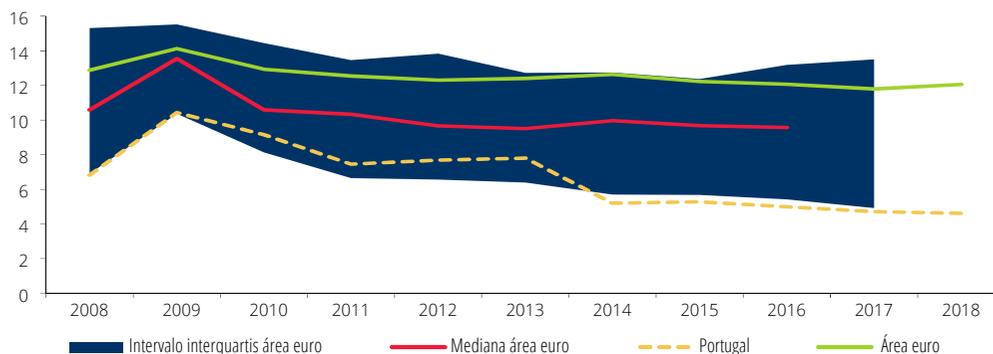
97. Para mais detalhe, consultar Caixa 5.1, *Relatório Anual do Conselho de Administração – A economia portuguesa em 2012*, Banco de Portugal.

**Gráfico I.3.7 • Contributos para a variação da taxa de poupança dos particulares<sup>98</sup>**  
 | Em pontos percentuais do rendimento disponível



Fonte: INE (e cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (a) Os “outros rendimentos recebidos” incluem excedente bruto de exploração, rendimento misto bruto, rendimentos distribuídos de sociedades, rendas recebidas e rendimentos de propriedade atribuídos aos detentores de apólices de seguro, (b) As “transferências” respeitam a outras transferências correntes, (c) Os “impostos e contribuições” incluem impostos diretos e contribuições sociais, (d) As “outras variações” incluem a variação do rendimento disponível, rendas pagas e o ajustamento decorrente da variação dos direitos das famílias em fundos de pensões.

**Gráfico I.3.8 • Taxa de poupança dos particulares | Em percentagem do rendimento disponível**



Fonte: Eurostat (e cálculos do Banco de Portugal). | Notas: O valor para a área do euro corresponde ao rácio entre a soma da poupança dos países membros e a soma do rendimento disponível desses países (os fluxos transfronteiriços dentro da área do euro são consolidados). O valor da área do euro para 2018 é uma estimativa baseada na soma dos valores trimestrais. O intervalo interquartil e a mediana da área do euro foram calculados com a informação sobre a taxa de poupança de todos os países pertencentes à área com exceção de Malta, em virtude de não existir informação disponível para este país. O rendimento disponível é ajustado da variação dos direitos das famílias em fundos de pensões.

## ... O número reduzido de famílias que poupa contribui para a baixa taxa de poupança dos particulares

De acordo com o Inquérito às Condições de Vida e Rendimento do Eurostat (ICOR)<sup>99</sup>, em Portugal, a percentagem dos particulares que revela dificuldade em fazer face às suas despesas regulares

98. A poupança das famílias é igual à diferença entre a soma do rendimento disponível com o valor do ajustamento decorrente da variação dos direitos das famílias em fundos de pensões e o consumo final. A fim da análise dos contributos para a sua variação, a taxa de poupança foi calculada como o rácio entre a poupança e o rendimento disponível. Para mais detalhe sobre a evolução da taxa de poupança das famílias, consultar tema em destaque “Uma interpretação da evolução da taxa de poupança das famílias em Portugal”, *Boletim Económico*, maio de 2016.

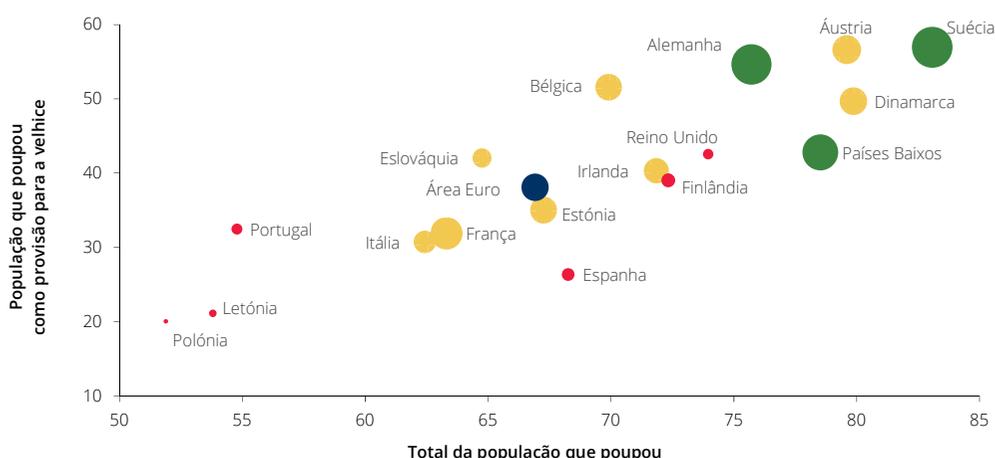
99. Em inglês, *European Union Statistics on Income and Living Conditions* (EU SILC).

é elevada, representando 68%<sup>100</sup> do total dos inquiridos em 2018. Apesar da redução que se tem registado desde 2013, este valor é superior à média da área do euro, de 45%. Este facto estará a contribuir para a baixa taxa de poupança das famílias portuguesas a nível agregado. É, também, de realçar a heterogeneidade na capacidade de poupança das famílias,<sup>101</sup> observável nos dados do Banco Mundial, que indicam que Portugal era, em 2017, um dos países da área do euro com uma percentagem mais reduzida da população que poupou nos 12 meses anteriores ao inquérito, 55%, significativamente abaixo da média da área do euro (67%) (Gráfico I.3.9).

Segundo o ICOR, um número significativo de particulares em Portugal não tem capacidade de fazer face a despesas financeiras inesperadas (cerca de 35%, ligeiramente superior a 31% da média da área do euro). Existe, assim, uma elevada proporção de famílias vulneráveis a choques inesperados no seu rendimento, facto que poderá refletir-se em restrições ao consumo e aumento do incumprimento no serviço da dívida por famílias endividadas perante a ocorrência desses choques. Na medida em que a poupança é elencada como a principal fonte de fundos de emergência dos particulares,<sup>102</sup> o seu aumento contribuiria para aumentar a resiliência do setor.

Com o aumento da idade média da população, a poupança dos particulares tendo em vista a constituição de uma provisão para a velhice contribui para a diminuição da pressão financeira sobre as famílias numa fase do ciclo de vida caracterizada pela diminuição dos fluxos de rendimento. Os dados do Banco Mundial indicam que, apesar de se observar, em Portugal, uma percentagem reduzida da população que poupa, é atribuída uma relevância significativa à poupança com este fim.<sup>103</sup>

**Gráfico I.3.9 • População que poupou nos últimos 12 meses | Em percentagem**



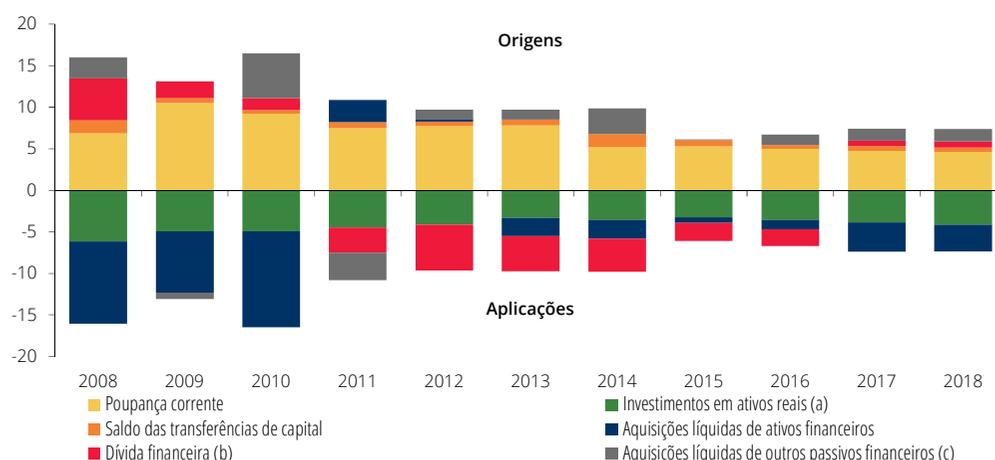
Fontes: Eurostat e Banco Mundial (Global Findex Database). | Notas: Valores de 2017. A amplitude das bolas corresponde à taxa de poupança (definida como o rácio entre a poupança bruta e o rendimento disponível ajustado de participações em fundos de pensões) dos particulares. Representados a verde encontram-se os países com um valor de taxa de poupança, em 2017, superior a 15% e a vermelho os com valores inferiores ou iguais a 6%. O conjunto da área do euro está representado a azul.

- 100. Este valor corresponde à soma da percentagem dos particulares que reportou dificuldade, alguma dificuldade ou muita dificuldade em fazer face às despesas regulares.
- 101. Para uma caracterização mais detalhada do padrão de poupança das famílias portuguesas ver Caixa 4 “A vulnerabilidade financeira das famílias portuguesas”, *Relatório de Estabilidade Financeira*, dezembro de 2017. Em particular, com base no Inquérito à Situação Financeira das Famílias de 2013, é documentada a existência de uma proporção significativa de famílias com poupança bastante reduzida ou negativa, isto é, para as quais as despesas excedem o rendimento.
- 102. Segundo dados do Banco Mundial (Global Findex Database).
- 103. De salientar, contudo, que em alguns países, onde existe uma maior participação em fundos de pensões, a percentagem da população que poupou com este propósito poderá estar subestimada pelo inquérito, em virtude de os particulares não estarem, porventura, a considerar estes montantes como poupança. A poupança como provisão para a velhice é também influenciada pela generosidade do sistema público de pensões, na medida em que uma maior taxa de reposição está associada a uma menor poupança por parte das famílias para este fim. Para uma análise dos determinantes da poupança dos particulares ver, por exemplo, *Household Saving Behaviour and Credit Constraints in the Euro Area*, *International Journal of Central Banking*, junho, 2016.

## · O investimento em ativos reais manteve-se como a principal aplicação de fundos dos particulares

O investimento dos particulares em ativos reais ascendeu a 4,1% do rendimento disponível em 2018 (aumento de 0,3 pp face ao ano anterior) (Gráfico I.3.10). Esta evolução está em linha com o crescimento do investimento em habitação (13,8%) e das transações de alojamentos familiares novos (Secção 2.3 Mercado imobiliário). As aplicações em ativos imobiliários continuam, assim, à semelhança de anos anteriores, a destacarem-se no conjunto das aplicações de fundos dos particulares. Num contexto de maior dinamismo nas construções novas de alojamentos familiares, é estimado que o património em habitação<sup>104</sup> tenha crescido 9,3% em termos nominais e 1,7% em termos reais, entre 2017 e 2018.

**Gráfico I.3.10 • Origem e aplicação de fundos dos particulares | Em percentagem do rendimento disponível**



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (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. (b) Corresponde à soma de empréstimos e títulos de dívida. (c) Inclui outros débitos e créditos.

## · As aplicações de particulares em depósitos bancários aumentaram significativamente em 2018

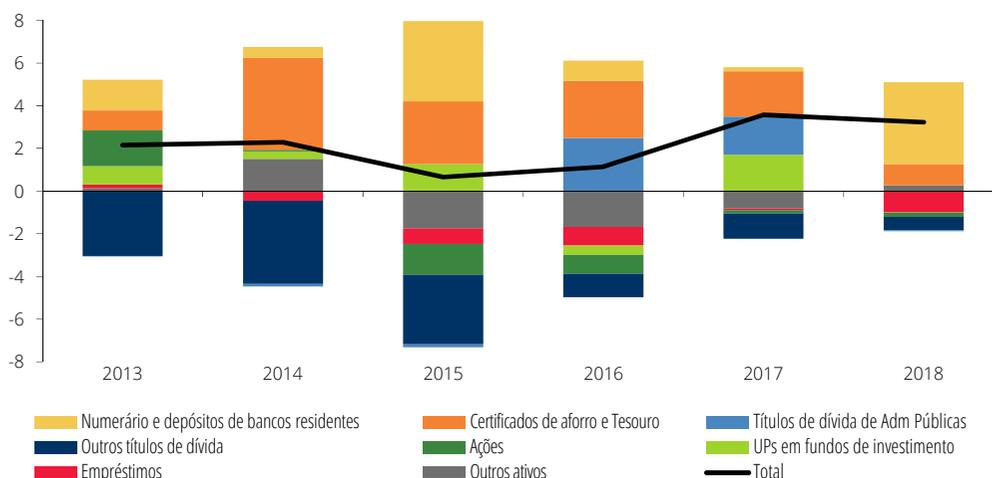
As aplicações líquidas dos particulares em ativos financeiros reduziram-se ligeiramente, tendo representado 3,2% do rendimento disponível em 2018 (3,6% em 2017) (Gráfico I.3.11). Não obstante, as transações líquidas em depósitos junto de bancos residentes superaram significativamente o montante registado em 2017, ascendendo, no ano em análise, a 3,8% do rendimento disponível (0,2% em 2017). Esta evolução estará, em parte, associada à menor atratividade dos instrumentos de aforro em dívida pública,<sup>105</sup> cujas transações líquidas representaram

104. Séries anuais do património dos particulares: 1980-2018, *Boletim Económico*, maio de 2018.

105. Em outubro de 2017, os certificados do Tesouro Poupança Mais (CTPM) foram substituídos pelos certificados do Tesouro Poupança Crescimento (CTPC). Estas aplicações, ao contrário das antecedentes, têm associado um prazo maior e uma menor remuneração. Por outro lado, em 2016 e 2017 foram efetuadas três emissões, por ano, de obrigações do Tesouro de Rendimento Variável (OTRV), o que contrasta com apenas uma emissão em 2018 (julho). A taxa de juro associada é inferior à das emissões anteriores e a maturidade foi alargada de 5 para 7 anos.

1,0% do rendimento disponível, o valor mais baixo registado desde 2013. Observou-se, ainda, um desinvestimento líquido em outros títulos de dívida e em empréstimos (-0,6% e -1,0% do rendimento disponível, respetivamente) e transações em unidades de participação de fundos de investimento virtualmente nulas (o que compara com 1,7% do rendimento disponível em 2017).

**Gráfico I.3.11 • Transações de particulares em ativos financeiros | Em percentagem do rendimento disponível**



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

Estas evoluções traduzem uma preferência dos particulares por ativos de maior liquidez e sem risco de capital, apesar das reduzidas taxas de remuneração proporcionadas pelos depósitos bancários. Em Portugal, o total dos depósitos registou, no final de 2018, uma taxa de variação anual de 3,7%, próxima da observada na área do euro (4,1%), o que representa um aumento de 2,1 pp face ao final de 2017 (Gráfico I.3.12).

Em 2018, observou-se um crescimento acentuado dos depósitos transferíveis, que registaram, no final do ano, uma taxa de variação anual de 13,4%. Esta evolução observou-se, também, na área do euro, com todos os países a registarem taxas de variação dos depósitos transferíveis superiores ou iguais a 4,5% no final de 2018. Em Portugal, o elevado crescimento deste tipo de depósitos deverá estar associado à continuação da redução da remuneração dos novos depósitos a prazo, cuja taxa de juro média no último trimestre de 2018 se situou em 0,2%.

Num contexto de aumento significativo dos depósitos de particulares, os novos depósitos bancários com prazo acordado continuaram a registar em 2018 uma redução (-0,9%), ainda que menos pronunciada do que a observada em 2017 (quando diminuíram 10,3%). De entre estas aplicações, observou-se um crescimento de 3,0%<sup>106</sup> nos novos depósitos com prazo até um ano, enquanto nos novos depósitos a mais de 1 ano se registou uma redução de 12,2%, ligeiramente mais acentuada que a observada em 2017.

106. A taxa de variação dos novos depósitos bancários com prazo acordado até 1 ano não registava um valor positivo desde 2011.

Gráfico I.3.12 • Taxa de variação anual dos depósitos de particulares | Em percentagem



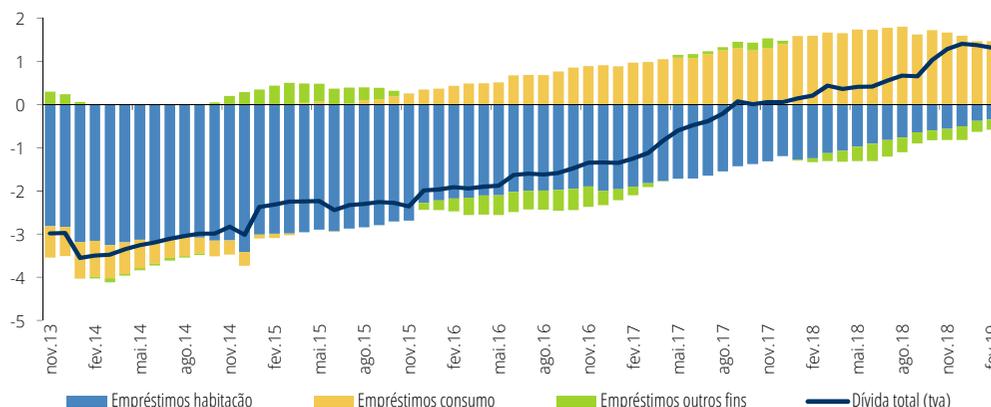
Fontes: Banco de Portugal e Eurostat. | Notas: As taxas de variação anual são calculadas com base na relação entre posições em fim de trimestre e transações trimestrais, corrigidas de variações que não sejam devidas a transações financeiras. A taxa de variação anual do total inclui numerário, depósitos transferíveis e outros depósitos. (a) podem ser convertíveis de imediato em numerário, não existindo restrição ou penalização significativa, (b) incluem-se os que têm alguma restrição ou penalização associada à conversão em numerário; estão incluídos os depósitos a prazo, depósitos de poupança, certificados de depósito não negociáveis, certificados de aforro, entre outros.

..... A dívida total dos particulares aumentou em 2018,  
 ..... refletindo o elevado crescimento do crédito ao consumo,  
 ..... num contexto de redução do *stock* de crédito à habitação,  
 ..... embora a um ritmo cada vez menor

A taxa de variação anual da dívida total dos particulares ascendeu a 1,4% no final de 2018, o que corresponde a um aumento face a 2017 (quando foi de 0,1%) (Gráfico I.3.13). Em particular, em 2018, registou-se um fluxo líquido positivo de dívida financeira dos particulares de 0,8% do rendimento disponível.

Para esta evolução contribuíram os empréstimos à habitação, cuja taxa de variação anual se tem tornado gradualmente menos negativa, e os empréstimos ao consumo, cuja taxa de variação anual se situou em 12,3% no final de 2018. No início de 2019, a taxa de variação anual da dívida decresceu ligeiramente, refletindo, em particular, a desaceleração dos empréstimos ao consumo que, desde outubro de 2018, registaram taxas de variação anual positivas mas decrescentes.

**Gráfico I.3.13 • Contributos para a taxa de variação anual da dívida total dos particulares**  
| Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: 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. A taxa de variação anual da dívida resulta das transações ajustadas relativas a empréstimos para habitação, consumo e outros fins (cujo contributo é apresentado no gráfico) bem como de transações ajustadas relativas a créditos comerciais.

Os novos empréstimos bancários para aquisição de habitação aumentaram significativamente no conjunto de 2018 (19,1%), tendo os fluxos trimestrais observado uma desaceleração na segunda metade do ano. No primeiro trimestre de 2019 esta trajetória manteve-se, tendo os novos empréstimos bancários à habitação registado uma taxa de variação homóloga de 7,5%<sup>107</sup>, permanecendo a um nível bastante inferior ao registado antes da crise financeira. Paralelamente, a taxa de juro média praticada nos novos empréstimos à habitação reduziu-se de 1,6% no conjunto de 2017 para 1,4% em 2018, mantendo-se em valores baixos, quer em termos históricos, quer comparativamente a outros países da área do euro.

As novas operações de crédito pessoal e crédito automóvel contribuíram para a desaceleração do crédito ao consumo na segunda metade de 2018, tendo sido observada uma redução, em termos homólogos, no primeiro trimestre de 2019

Os novos empréstimos ao consumo aumentaram 10,1% no conjunto de 2018, representando um ligeiro decréscimo face a 12,0% em 2017. O crédito pessoal registou um crescimento de 11,8%, superior a 8,4% observado em 2017, refletindo, sobretudo, o crédito com finalidade específica, uma vez que em 2018 se observou uma diminuição do crédito pessoal sem finalidade específica. Por seu turno, o crédito automóvel apresentou um crescimento de 12,0%, inferior ao valor observado em 2017 (20,4%). Esta desaceleração está em linha com o abrandamento nas vendas de viaturas e acompanhou a redução do crescimento do consumo de bens duradouros. No final do ano, o rácio entre o volume de novos empréstimos ao consumo e o consumo privado não alimentar fixou-se em 6,1% (5,7% em 2017).<sup>108</sup>

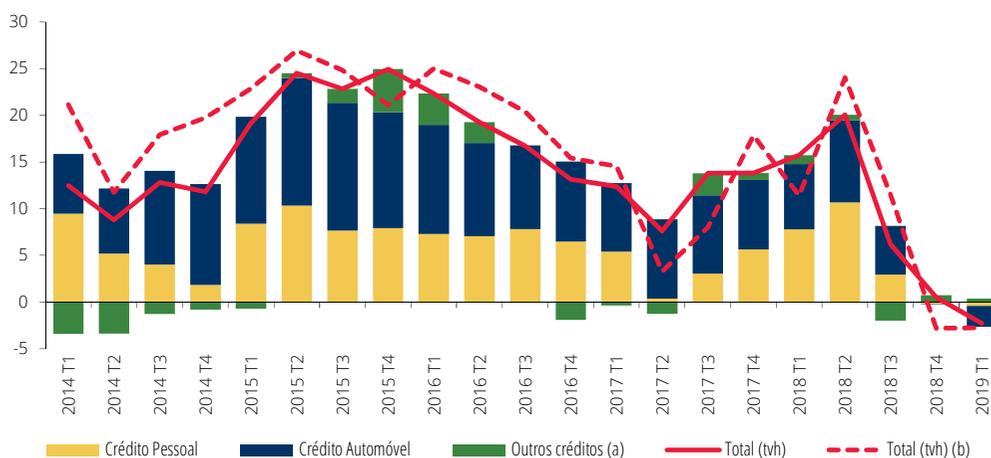
107. Este valor tem como base os fluxos trimestrais de novos empréstimos bancários à habitação. Refira-se que a taxa de variação homóloga destes fluxos registou uma trajetória descendente desde o segundo trimestre de 2018, quando se situou em 28%.

108. Este rácio foi calculado através do quociente entre o fluxo anual do total de novos empréstimos ao consumo, excluindo os montantes contratados de cartões de crédito, linhas de crédito, contas correntes bancárias e facilidades de descoberto, e o valor a preços correntes da despesa de consumo final de famílias residentes, exceptuando os bens alimentares.

A evolução intra-anual foi, contudo, bastante diferenciada. Na segunda metade de 2018, observou-se uma significativa desaceleração dos novos empréstimos ao consumo nos principais segmentos, com o crédito pessoal e o crédito automóvel a diminuírem no quarto trimestre, em comparação com o período homólogo (Gráfico I.3.14). No primeiro trimestre de 2019 observou-se uma redução de 2,3% nos novos empréstimos ao consumo face ao período homólogo, sendo que os principais segmentos registaram uma queda, com destaque para o crédito automóvel.

Em 2018, observou-se um crescimento do prazo médio e do montante médio no novo crédito automóvel,<sup>109</sup> embora em menor magnitude do que o observado em 2017. Por outro lado, no crédito pessoal, o prazo e montante médios mantiveram-se próximos dos de 2017. A taxa de juro média dos novos empréstimos ao consumo reduziu-se apenas ligeiramente, de cerca de 7,3%, em 2017, para 7,2%, em 2018, tendo permanecido acima da taxa média da área do euro, que se manteve em 5,6%.<sup>110</sup>

**Gráfico I.3.14 • Contributos para a taxa de variação homóloga dos novos empréstimos ao consumo | Em percentagem e pontos percentuais**



Fonte: Banco de Portugal | Notas: (a) Os outros créditos incluem cartões de crédito, linhas de crédito, contas correntes bancárias e facilidades de descoberto; (b) Considera apenas empréstimos concedidos por bancos residentes.

## ..... O rácio de endividamento reduziu-se em 2018, refletindo em especial o crescimento do rendimento disponível nominal

A dívida total dos particulares reduziu-se para 103% do rendimento disponível no final de 2018, aproximando-se da média da área do euro, mas continuando a ser superior a este valor.<sup>111</sup> À semelhança do observado em 2017, a redução deste rácio refletiu sobretudo o crescimento do rendimento disponível nominal, num contexto de aumento do valor nominal da dívida, associado ao crescimento do crédito ao consumo. A contribuir para a redução do rácio refira-se ainda o fluxo líquido negativo do crédito à habitação, embora menos significativo do que nos anos anteriores, e o volume não negligenciável de créditos abatidos ao ativo (Gráfico I.3.15). Não

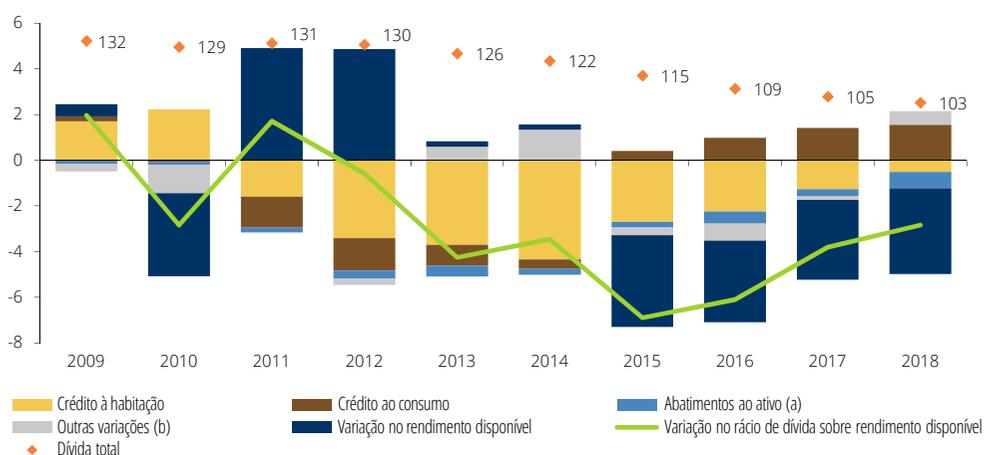
109. O crescimento do prazo médio indicia um crescimento do número de automóveis que deprecia mais rapidamente do que o pagamento do principal do empréstimo. O prazo médio destes empréstimos, em 2018, era de cerca de 7 anos.

110. A informação de taxas de juro compreende apenas empréstimos concedidos por bancos residentes.

111. A comparação com o agregado da área do euro foi realizada com base em valores trimestrais não consolidados da dívida total, correspondendo à soma dos quatro trimestres do ano.

obstante a acentuada redução nos últimos anos, embora a um ritmo cada vez menor, o rácio de endividamento dos particulares permanece elevado, o que constitui uma vulnerabilidade importante para a estabilidade financeira, ao condicionar a resiliência das famílias a choques adversos. A redução deste rácio tende a ocorrer mais lentamente do que em outros países da área do euro, devido, em parte, ao maior peso de créditos de maturidades longas decorrente da importância que os empréstimos à habitação têm na dívida dos particulares portugueses.<sup>112</sup> Por sua vez, tal como nos países onde uma parte significativa do *stock* de empréstimos à habitação tem subjacente uma taxa de juro variável, o baixo nível das taxas de juro na área do euro traduz-se numa maior proporção da prestação afeta a amortização de capital, o que tem contribuído para a redução do endividamento dos particulares.

**Gráfico I.3.15 • Evolução e contributo para a variação da dívida total dos particulares**  
| Em percentagem do rendimento disponível



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (a) Corresponde a créditos abatidos ao ativo no balanço de instituições financeiras monetárias residentes; (b) As outras variações incluem os empréstimos para outros fins (que não habitação ou consumo), os créditos comerciais, os juros corridos (independentemente do tipo de crédito) e outras variações de volume e preço.

O rácio de alavancagem dos particulares<sup>113</sup> estabilizou em 34%, em 2018, enquanto o rácio em que apenas se consideram as aplicações líquidas,<sup>114</sup> mais facilmente mobilizadas caso seja necessário utilizar ativos financeiros para liquidar a dívida, registou uma redução de cerca de 1 pp, fixando-se em 62%. Em ambos os casos, continuaram a observar-se valores superiores à média da área do euro.

Os encargos com o serviço da dívida dos particulares continuaram a beneficiar do ambiente de baixas taxas de juro, uma vez que grande parte dos empréstimos à habitação vivos foram contratados a taxa variável. Enquanto em 2017 se tinha observado uma redução do peso dos novos empréstimos bancários à habitação contratados a taxa com período de fixação inicial até um ano,<sup>115</sup> em 2018 registou-se um aumento de cerca de 5 pp, para 65%. Apesar deste aumento,

112. Refira-se que, em 2017, 37% dos particulares tinham uma hipoteca e/ou crédito à habitação, um valor elevado no contexto da área do euro, que apresenta um valor médio de 27%, segundo dados do ICOR.

113. O rácio de alavancagem respeita ao quociente entre a dívida financeira dos particulares e o total de ativos financeiros.

114. Foram consideradas como aplicações líquidas dos particulares numerário e depósitos, títulos de dívida, ações cotadas e ações ou unidades de participação em fundos de investimento.

115. Estes empréstimos são comumente utilizados como referencial para os empréstimos a taxa variável.

que incrementa a vulnerabilidade das famílias a alterações das taxas de juro no curto prazo, o peso destes empréstimos no total é mais reduzido do que o observado no passado (o peso médio entre 2003 e 2016 foi de 90%).

### 3.2.2 Sociedades não financeiras

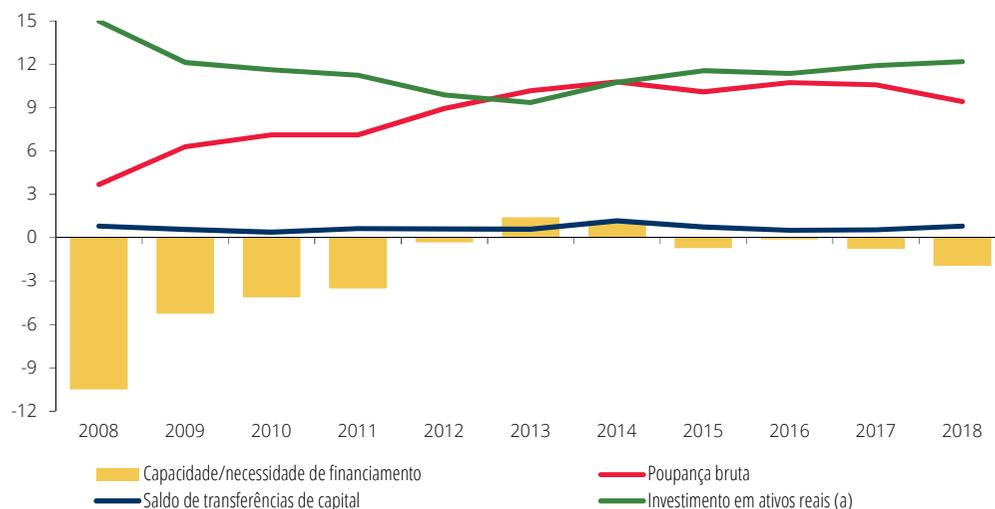
... A necessidade de financiamento das SNF, em percentagem do PIB, agravou-se em 2018, o que refletiu uma diminuição da taxa de poupança e um ligeiro aumento da taxa de investimento do setor

Em 2018, a necessidade de financiamento das sociedades não financeiras (SNF) foi de 2,0% do PIB, tendo-se observado um aumento de 1,2 pp face ao ano anterior. Esta evolução refletiu sobretudo a diminuição da taxa de poupança, para 9,4% do PIB (10,6% do PIB em 2017), num contexto em que o investimento registou um ligeiro acréscimo face ao ano anterior (para 12,2% do PIB) (Gráfico I.3.16). A diminuição da taxa de poupança das SNF resultou essencialmente de um aumento dos rendimentos distribuídos das sociedades (em termos líquidos) e, em menor grau, da diminuição do excedente bruto de exploração. O agravamento da necessidade de financiamento das SNF portuguesas traduziu-se num aumento da diferença de Portugal face à média da área do euro, apesar da capacidade de financiamento das SNF na área do euro também ter registado um ligeiro decréscimo em 2018 (Gráfico I.3.17).

O aumento dos resultados distribuídos pelas empresas portuguesas verifica-se após a relativa estabilização registada desde o final do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF). A retenção de lucros durante este período contribuiu para o aumento da taxa de poupança das SNF para níveis historicamente elevados, ainda que esta se tenha mantido relativamente baixa no contexto europeu (Gráfico I.3.18). Os desenvolvimentos observados em 2018 contrastam com a tendência observada no passado recente. Com efeito, quando avaliados em percentagem do rendimento empresarial líquido, os rendimentos distribuídos pelas empresas não financeiras registaram um aumento de 4,0 pp em 2018, para 40%, atingindo o valor mais elevado desde 2012. Uma evolução semelhante, embora menos acentuada, foi também registada na maior parte dos países da área do euro (Gráfico I.3.19).

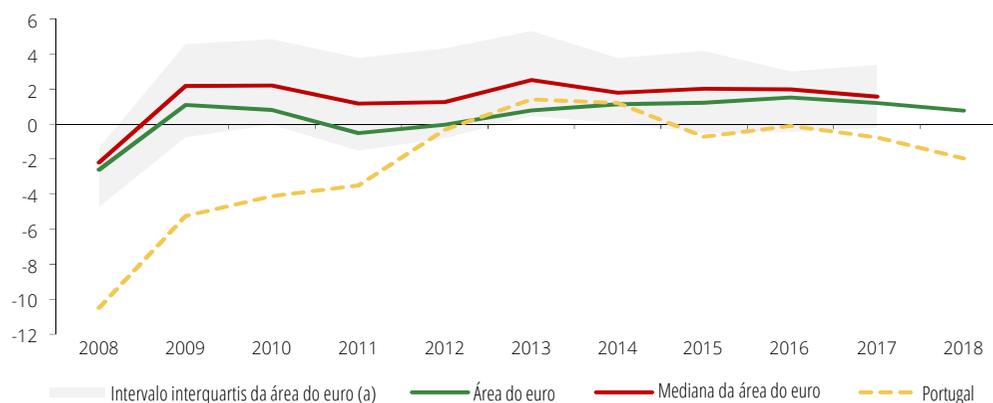
Em 2018, o investimento das SNF em ativos reais foi financiado sobretudo com recurso a poupança do setor e, em menor grau, com o aumento de passivos financeiros, destacando-se a emissão líquida de ações e outras participações no capital. À semelhança dos anos anteriores, continuou também a registar-se uma variação positiva de ativos financeiros, sendo de destacar o aumento de numerário e depósitos bancários (Gráfico I.3.20).

**Gráfico I.3.16 • Poupança, investimento e capacidade/necessidade de financiamento das SNF**  
| Em percentagem do PIB



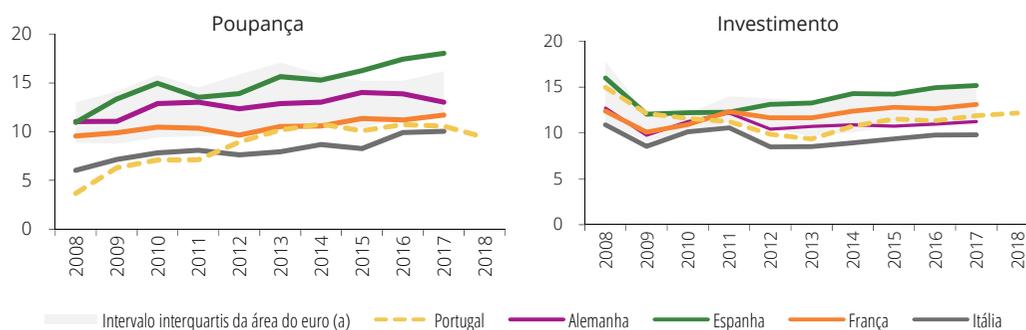
Fonte: INE (e cálculos do Banco de Portugal). | Nota: (a) Corresponde à soma de formação bruta de capital fixo, variação de existências, aquisições líquidas de cessões de objetos de valor e aquisições líquidas de cessões de ativos não financeiros não produzidos.

**Gráfico I.3.17 • Capacidade/necessidade de financiamento das SNF** | Em percentagem do PIB



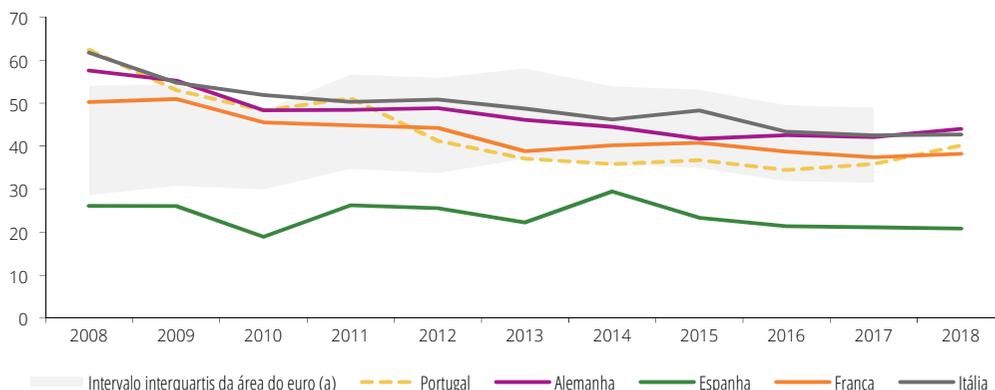
Fonte: Eurostat (e cálculos do Banco de Portugal). | Nota: (a) O intervalo interquartil foi apurado com base na distribuição da capacidade/necessidade de financiamento dos países da área do euro, com exceção de Malta cujos dados não estão disponíveis.

**Gráfico I.3.18 • Poupança e investimento das SNF** | Em percentagem do PIB



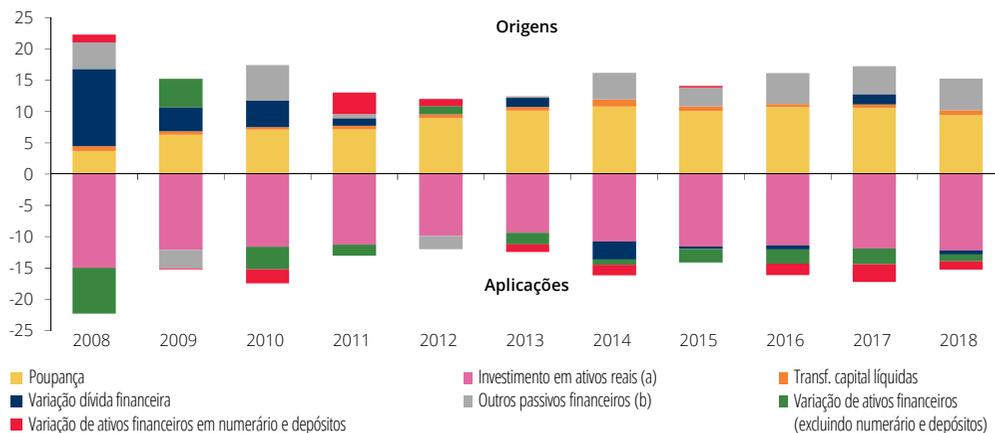
Fonte: Eurostat (e cálculos do Banco de Portugal). | Nota: (a) O intervalo interquartil foi apurado com base na distribuição da capacidade/necessidade de financiamento dos países da área do euro, com exceção de Malta cujos dados não estão disponíveis.

**Gráfico I.3.19 • Taxa de distribuição de resultados das SNF | Em percentagem do rendimento empresarial líquido**



Fonte: Eurostat (e cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (a) À semelhança do gráfico anterior o intervalo interquartil foi apurado com base na distribuição das taxas de distribuição de resultados dos países da área do euro, com exceção de Malta cujos dados não estão disponíveis. A taxa de distribuição de resultados das SNF corresponde ao rácio entre os rendimentos distribuídos das sociedades e o rendimento empresarial líquido. Por sua vez, o rendimento empresarial líquido corresponde ao saldo de rendimentos primários adicionado aos empregos relativos a rendimentos distribuídos de sociedades e a resultados reinvestidos de empresas de investimento direto estrangeiro (rendimento empresarial) e é líquido de impostos sobre o rendimento e o património.

**Gráfico I.3.20 • Origens e aplicações de fundos das SNF | Em percentagem do PIB**



Fontes: 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) Os outros passivos financeiros incluem os passivos associados a todos os instrumentos financeiros, definidos em sede de contas nacionais financeiras, com exceção dos empréstimos e títulos de dívida (dívida financeira). Inclui também a discrepância estatística entre os saldos da capacidade/necessidade de financiamento apurada no âmbito da conta de capital e da conta financeira.

Em 2018, o investimento empresarial continuou a beneficiar de perspectivas globalmente positivas para o crescimento económico

Em 2018, o investimento das SNF em ativos reais cresceu 6% face ao ano anterior, em termos nominais, atingindo o valor mais elevado desde 2008. A recuperação do investimento empresarial continuou a beneficiar de um clima económico globalmente positivo e de condições de financiamento favoráveis, num quadro de taxas de utilização da capacidade produtiva próximas

das médias registadas antes do início da crise financeira internacional. Não obstante as projeções do Banco de Portugal<sup>116</sup> apontarem para um abrandamento do crescimento económico no período 2019-21, projetam-se crescimentos da FBCF superiores ao observado em 2018, tendo como principal contributo a componente empresarial. No entanto, as decisões de investimento das empresas portuguesas poderão ser significativamente condicionadas no futuro próximo pela incerteza geopolítica, em particular em torno do *Brexit*, e pelas tensões comerciais internacionais. Os inquéritos qualitativos recentes mostram que os empresários têm vindo a avaliar de forma menos positiva as suas perspetivas, em larga medida devido ao aumento da incerteza.<sup>117</sup> De acordo com o *Inquérito de Conjuntura ao Investimento*<sup>118</sup> do INE, a percentagem de empresas com indicação de limitações ao investimento registou um aumento para 33,4% em 2018 (30,6% em 2017). A deterioração das perspetivas de vendas foi identificado por estas empresas como o principal fator limitativo ao investimento, permanecendo, contudo, muito abaixo dos valores registados antes da crise financeira. Importa referir que a percentagem de empresas que identificaram a dificuldade em obter crédito bancário como o principal fator limitativo ao investimento permaneceu relativamente baixa (apenas 8,8% em 2018).

## Empresas com rácios de endividamento mais baixos têm registado taxas de investimento mais elevadas

O aumento do investimento empresarial em 2017 (último ano com informação da IES<sup>119</sup> disponível) foi suportado pelas empresas que registavam menores rácios de endividamento em 2016, mantendo a tendência observada nos anos anteriores. As empresas menos endividadas, cujo rácio de endividamento (dívida financeira em percentagem do ativo) se situa abaixo de 50 por cento, têm vindo a registar, de forma sistemática, uma taxa de investimento mediana (e média) mais elevada do que as restantes empresas (Gráfico I.3.21). O esforço financeiro associado aos novos investimentos refletiu-se num aumento da dívida financeira destas empresas. Não obstante, os respetivos rácios de endividamento registaram uma ligeira redução, tendo permanecido abaixo da mediana do conjunto global de empresas. Os empréstimos bancários têm constituído uma importante fonte de financiamento das empresas que aumentaram o investimento nos últimos anos. Este desenvolvimento esteve particularmente associado às pequenas e médias empresas (PME) que, em 2017, apresentaram taxas de investimento mais elevadas do que as grandes empresas e que, tipicamente, recorrem mais aos empréstimos bancários como fonte de financiamento. Refira-se que, nos últimos anos, as PME têm conseguido conciliar o aumento do investimento, e o recurso a empréstimos bancários, com o reforço da sua capitalização. Finalmente, é importante realçar também que a mediana da taxa de investimento das empresas mais endividadas (cujo rácio de endividamento se situa acima de 50 por cento) também tem vindo a aumentar e a aproximar-se da taxa de investimento mediana das empresas sem dívida financeira.

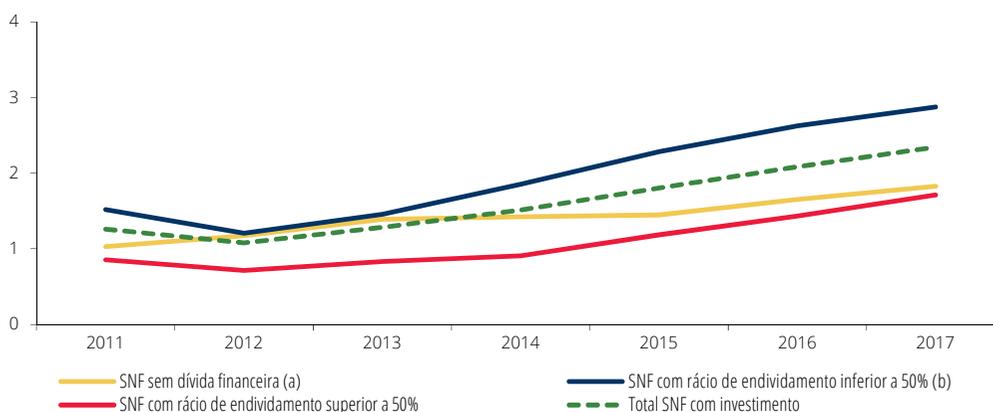
116. Para mais detalhes ver *Boletim Económico*, março de 2019.

117. As portuguesas inquiridas num inquérito recente do Banco Europeu de Investimento elegeram a incerteza quanto ao futuro como a maior barreira ao investimento em 2018. Para mais detalhes sobre este inquérito ver: [https://www.eib.org/attachments/efs/eibis\\_2018\\_portugal\\_en.pdf](https://www.eib.org/attachments/efs/eibis_2018_portugal_en.pdf).

118. Para mais detalhes sobre o *Inquérito de Conjuntura ao Investimento* ver: [https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_destaquas&DESTAQUESdest\\_boui=315404122&DESTAQUESstema=00&DESTAQUESmodo=2](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_destaquas&DESTAQUESdest_boui=315404122&DESTAQUESstema=00&DESTAQUESmodo=2).

119. IES – Informação empresarial simplificada.

**Gráfico I.3.21 • Mediana da taxa de investimento das empresas com investimento, por rácio de dívida financeira no ano anterior | Em percentagem do ativo**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: (a) Inclui as empresas que num determinado ano (t) e no ano anterior (t-1) não tinham dívida financeira. (b) Inclui as empresas que não tinham dívida no ano anterior (t-1) e que passaram a ter no ano seguinte (em t). A taxa de investimento resulta do quociente entre o investimento e o ativo das empresas que, em cada ano, aumentaram o investimento. O investimento foi calculado a partir de uma proxy da formação bruta de capital fixo (FBCF) estimada para cada empresa. O rácio de endividamento resulta do quociente entre dívida financeira e o ativo de cada empresa.

## Em 2018, foi retomada a trajetória de amortização líquida de dívida financeira das SNF interrompida em 2017

Em 2018, voltou a registar-se uma amortização líquida de dívida financeira<sup>120</sup> das SNF (0,7% do PIB), tendo sido retomada a trajetória iniciada em 2014, que havia sido interrompida em 2017.<sup>121</sup> Esta evolução refletiu, por um lado, a amortização de dívida financeira face a particulares (0,7% do PIB), os quais tiveram um papel importante no financiamento das empresas durante a crise financeira. Por outro lado, assistiu-se também a uma amortização de dívida financeira de não residentes (0,4% do PIB), associada a empréstimos concedidos por acionistas e empresas de grupo. Finalmente, o fluxo líquido de crédito concedido pelo sistema financeiro residente, com destaque para o setor bancário, foi positivo em 2018 (0,4% do PIB), pela primeira vez desde 2012.

O aumento do recurso das SNF a crédito concedido pelo sistema bancário residente em 2018 foi diferenciado de acordo com a dimensão das empresas. As PME registaram uma taxa de variação anual positiva, aumentando face a 2017, e sobretudo impulsionada pelo crescimento do crédito concedido a microempresas, enquanto as empresas grandes continuaram a registar uma taxa de variação anual negativa, embora acelerando face ao ano anterior (Gráfico I.3.22). A taxa de variação anual registou uma aceleração na maioria dos setores de atividade, sendo de destacar o maior dinamismo do crédito concedido ao setor da construção e atividades imobiliárias, cuja taxa de variação anual passou de negativa a positiva, e, em sentido oposto, a evolução do crédito ao setor do comércio, alojamento e restauração, cuja taxa de variação anual registou uma desaceleração (de 2,3%, no final de 2017, para 1,1% no final de 2018). A taxa de variação

120. A dívida financeira das SNF corresponde à soma de títulos de dívida e empréstimos.

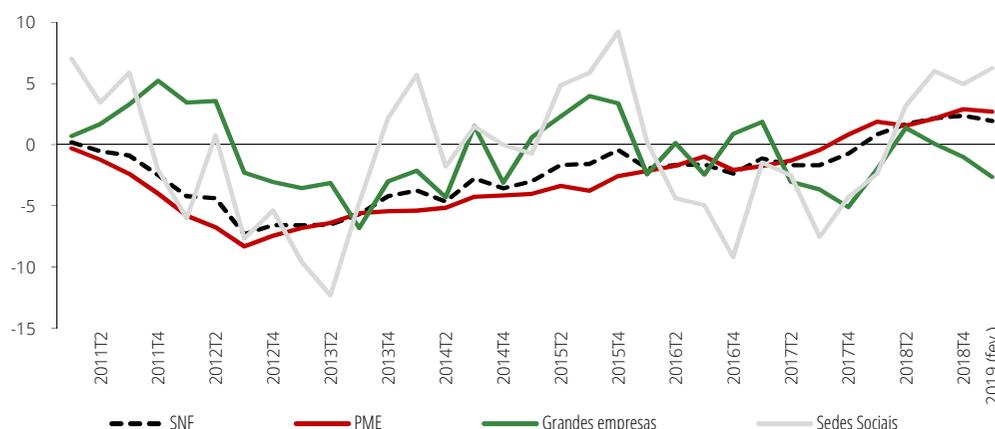
121. O fluxo líquido de empréstimos em 2017 foi significativamente influenciado por um conjunto de operações de financiamento intra-grupo de uma grande empresa do setor da eletricidade, gás e água. Excluindo estas operações ter-se-ia registado uma amortização da dívida financeira das SNF também em 2017.

anual do crédito concedido ao setor da indústria transformadora e extrativa foi positiva, ligeiramente acima dos valores registados no final de 2017.

O maior recurso das SNF a empréstimos bancários em 2018 foi também evidente no aumento do fluxo bruto de novas operações de empréstimo, sobretudo associado a operações com prazo contratual superior a um ano. De forma consistente com esta evolução, refira-se que, segundo os bancos portugueses participantes no *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*<sup>122</sup>, em 2018, a procura de empréstimos por SNF continuou a aumentar, sobretudo de longo prazo, tendo a necessidade de financiamento do investimento sido o principal motivo identificado.

O aumento do fluxo bruto de novos empréstimos bancários verificou-se após a queda acentuada registada entre 2013 e 2017. Esta queda foi, contudo, muito influenciada pelo aumento significativo do prazo médio das novas operações de empréstimo durante aquele período (Gráfico I.3.23), o que estará relacionado com a recuperação do investimento empresarial após 2013. O peso dos novos empréstimos com prazo superior a um ano no fluxo bruto total aumentou de cerca de 18%, em 2013, para 43%, em 2018. Neste sentido, refira-se que o fluxo bruto anualizado dos novos empréstimos bancários<sup>123</sup> permaneceu relativamente estável entre 2013 e 2017, tendo registado um aumento expressivo em 2018 (Gráfico I.3.24).

**Gráfico I.3.22 • Taxa de variação anual do crédito bancário a SNF | Em percentagem**

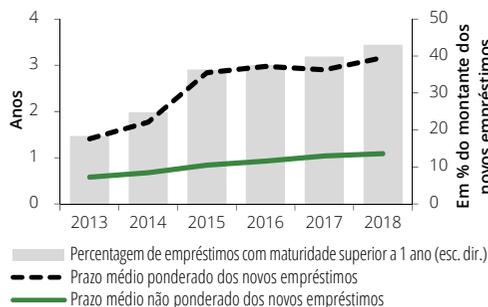


Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A taxa de variação anual do crédito é calculado com base na relação entre saldos em fim de mês e transações mensais. As transações mensais são calculadas a partir das diferenças entre saldos em fim de mês corrigidos de reclassificações, abatimentos ao ativo, vendas de carteiras de créditos, reavaliações cambiais e de preço e de quaisquer outras variações que não sejam devidas a transações financeiras.

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

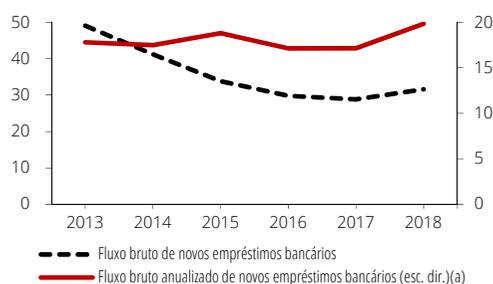
123. O fluxo bruto anualizado de cada novo empréstimos foi obtido multiplicando, para os empréstimos de prazo inferior a 1 ano, o montante do empréstimo pelo respetivo prazo anualizado. O prazo anualizado do empréstimo resulta do quociente entre o número de dias do empréstimo e 365. Assim, para um empréstimo de 1000 euros a 90 dias, o fluxo bruto anualizado é 246.58 (1000\*(90/365)). Já no caso de empréstimo de 1000 euros a 2 anos, o fluxo bruto anualizado é 1000 euros.

**Gráfico I.3.23 • Prazo médio dos novos empréstimos bancários a SNF**



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico I.3.24 • Fluxo bruto anualizado de novos empréstimos bancários a SNF**  
| Em mil milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: (a) O fluxo bruto anualizado de cada novo empréstimo foi obtido multiplicando o montante do empréstimo, caso este tenha um prazo inferior a 1 ano, pelo respetivo prazo anualizado. O prazo anualizado do empréstimo resulta do quociente entre o número de dias do empréstimo e 365.

## O rácio de endividamento das SNF, em percentagem do PIB, manteve a trajetória de redução, tendo, em 2018, refletido sobretudo o crescimento do PIB

O rácio de endividamento<sup>124</sup> das SNF, em percentagem do PIB, registou um decréscimo de cerca de 5,0 pp em 2018, atingindo, no final do ano, o valor mais baixo desde 2005 (96% do PIB). A redução do rácio de endividamento do setor refletiu o crescimento do PIB em termos nominais (contributo de -3,4 pp) e, em menor grau, o abatimento ao ativo de créditos bancários (contributo de -2,0 pp).

A redução do rácio de endividamento das SNF entre 2011 e 2014 esteve muito associada à amortização líquida de crédito bancário, ainda que esta tivesse sido parcialmente compensada pelo fluxo líquido de crédito concedido por não residentes e por outras instituições financeiras residentes não bancárias. Não obstante, a redução deste rácio desde 2016 beneficiou sobretudo do crescimento do PIB nominal e, em menor escala, do abatimento ao ativo de créditos bancários (Gráfico I.3.25).

A par da redução do rácio de endividamento das SNF tem-se registado um aumento do nível de liquidez (avaliado pelo saldo de numerário e depósitos) do setor que, no final de 2018, atingiu um novo máximo histórico (23% do PIB). Por setor de atividade, e tendo como referência o período entre 2012 e 2017 (último ano com informação da IES<sup>125</sup> disponível), observa-se que este aumento foi transversal à maioria dos setores de atividade. Em particular, destaca-se o aumento mais expressivo nos setores das atividades imobiliárias e do alojamento e restauração. Refira-se que este aumento foi mais pronunciado nas empresas de menor dimensão (Gráfico I.3.26).

A acumulação de liquidez por parte das SNF tem sido observada em vários países da área do euro e poderá ser explicada por motivos de precaução, num contexto em que o custo de oportunidade associado à detenção de ativos líquidos é muito baixo. A falta de oportunidades de investimento com retorno satisfatório também poderá, pelo menos no curto prazo<sup>126</sup>, ajudar a explicar a evolução do *stock* de liqui-

124. A dívida das SNF inclui os títulos de dívida, os empréstimos e créditos comerciais.

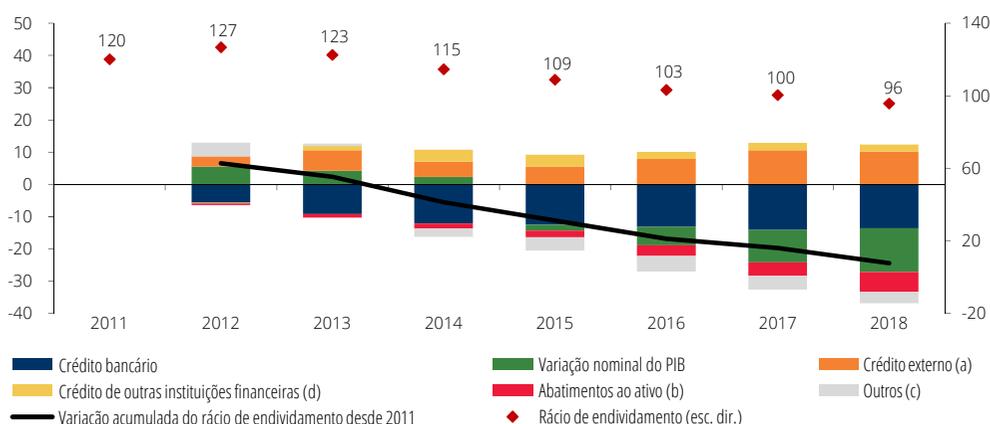
125. IES – Informação empresarial simplificada.

126. Na literatura económica a existência de oportunidades de crescimento aparece correlacionada com uma menor distribuição de dividendos (Fama e French, 2001). Em sentido contrário, a falta de oportunidades de investimento deverá traduzir-se numa maior distribuição de resultados pelas empresas no futuro. Por sua vez, o aumento da distribuição de resultados traduzir-se-á numa redução do nível de liquidez das empresas.

dez. De acordo com os últimos dados do *Inquérito de Conjuntura ao Investimento* do INE, das empresas com indicação de limitações ao investimento, a percentagem daquelas que identifica a rendibilidade dos investimentos como principal fator limitativo ao investimento tem permanecido em níveis historicamente elevados desde 2014, em torno de 20%. Por setor de atividade, verifica-se que este fator tem afetado relativamente mais os setores do alojamento e restauração e indústria transformadora.

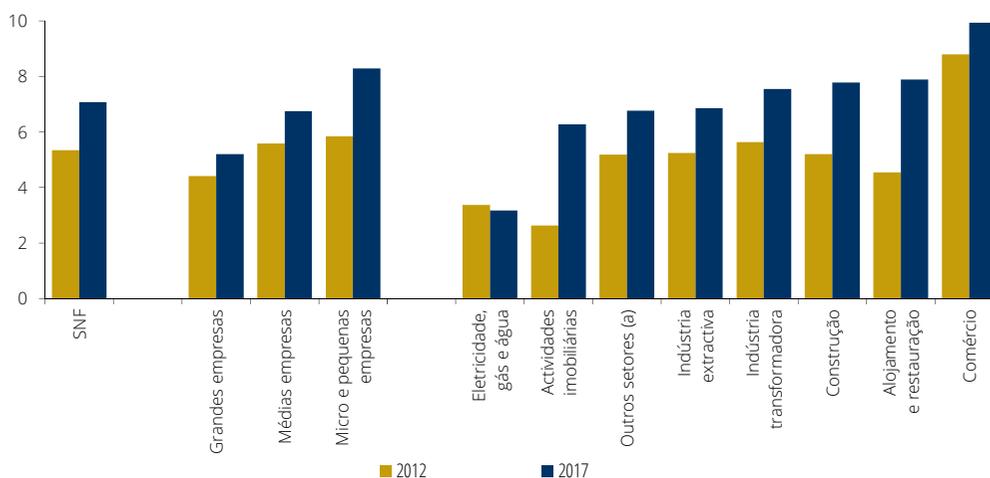
Entre 2013 e 2016, o aumento de liquidez foi observado particularmente em empresas menos endividadas. Apesar da significativa heterogeneidade entre empresas, com as empresas menos endividadas a terem em média mais liquidez do que as empresas mais endividadas, entre 2016 e 2017 o aumento de liquidez terá ocorrido, sobretudo, em empresas mais endividadas. O aumento de liquidez das SNF, em simultâneo com a redução do seu endividamento, indicia assim uma diminuição do nível de risco associado ao setor das SNF (Gráfico I.3.27).

**Gráfico I.3.25 • Contributos para a variação acumulada do rácio de endividamento das SNF desde 2011 | Em percentagem do PIB**



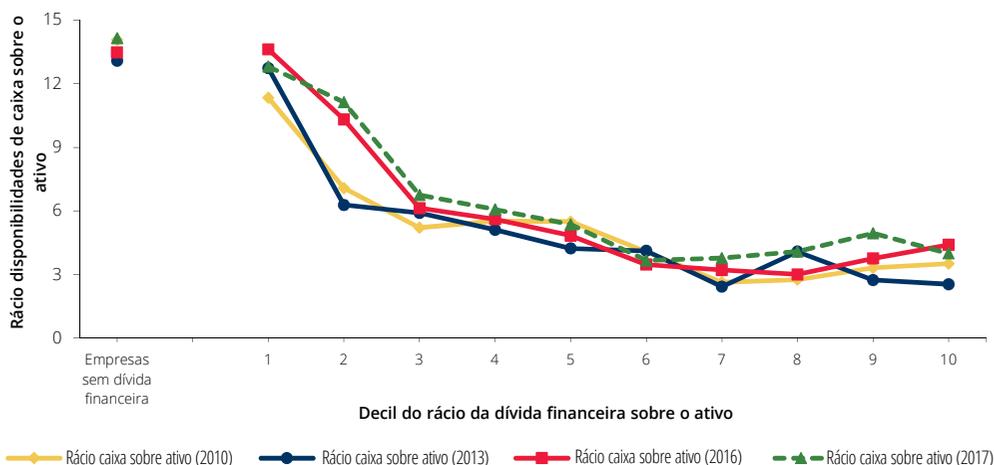
Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: Valores consolidados. (a) Consideram-se no crédito externo os passivos relativos a empréstimos e a títulos de dívida na posse de não residentes. (b) Corresponde a créditos abatidos ao ativo no balanço de instituições financeiras monetárias residentes. (c) Inclui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

**Gráfico I.3.26 • Rácio de disponibilidades de caixa sobre o ativo | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: As disponibilidades de caixa incluem os ativos financeiros líquidos da empresa (caixa e depósitos bancários). (a) Estão incluídos nos "Outros setores" todos os setores de atividade económica não apresentados individualmente no gráfico.

**Gráfico I.3.27 • Disponibilidades de caixa das SNF, por decil do rácio de dívida financeira**  
| Em percentagem do ativo



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: 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.

## Em 2018, continuou a observar-se um reforço da capitalização e uma redução da dívida financeira das SNF

Em 2018, continuou a registar-se uma melhoria da situação financeira das SNF portuguesas. O custo médio de financiamento das empresas<sup>127</sup> continuou a reduzir-se (de 3,0%, em 2017, para 2,8% em 2018) e o rácio de rentabilidade<sup>128</sup> manteve a tendência de subida (de 10,7%, em 2017, para 11,0% em 2018), num contexto de crescimento da atividade económica e de taxas de juro historicamente baixas. No mesmo sentido, o rácio de cobertura de juros<sup>129</sup> atingiu um novo máximo histórico no final de 2018 (8,3, após 7,0 no final de 2017) (Gráficos I.3.28 e I.3.29).

A estrutura de financiamento das empresas portuguesas continuou, em 2018, a favorecer os capitais próprios em detrimento dos capitais alheios, apesar do aumento da distribuição de resultados e do maior dinamismo do crédito bancário. Com efeito, o rácio de autonomia financeira, definido como o quociente entre capital próprio e ativo, aumentou para 38% no final de 2018, um valor máximo desde 2006. A melhoria registada na situação financeira das empresas foi transversal aos diferentes setores de atividade e às diferentes dimensões de empresa<sup>130</sup>. Refira-se que, desde 2012, o rácio de alavancagem das empresas em Portugal, avaliada com base no peso da dívida financeira na estrutura de financiamento (capital próprio mais dívida financeira), tem vindo a diminuir progressivamente. Esta evolução tem subjacente, no entanto,

127. O custo médio de financiamento é definido como o coeficiente entre os juros suportados e os financiamentos obtidos. Os financiamentos obtidos incluem empréstimos obtidos e títulos de dívida emitidos.

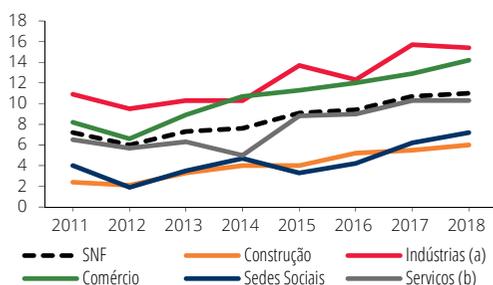
128. O rácio de rentabilidade é definido como o quociente entre o EBITDA (resultado antes de depreciações e amortizações, juros suportados e impostos) e os capitais próprios mais financiamentos obtidos. Os financiamentos obtidos incluem empréstimos de instituições financeiras, de participantes e participadas e títulos de dívida emitidos.

129. 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.

130. Para mais detalhe ver o capítulo G (Estatísticas das Empresas Não Financeiras da Central de Balanços) do *Boletim Estatístico* do Banco de Portugal.

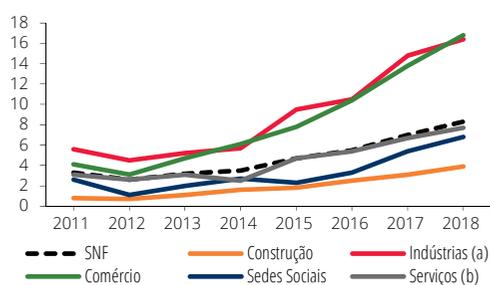
uma significativa heterogeneidade entre dimensões de empresas.<sup>131</sup> O rácio de alavancagem das grandes empresas permaneceu estável entre 2012 e 2017, registando uma diminuição significativa em 2018, enquanto o rácio de alavancagem das PME tem vindo a diminuir progressivamente desde 2012 (Gráfico I.3.30). A alavancagem das SNF em Portugal continua significativamente acima do observado na maior parte dos países da área do euro (Gráfico I.3.31).

**Gráfico I.3.28 • Rácio de rendibilidade das SNF | Em percentagem**



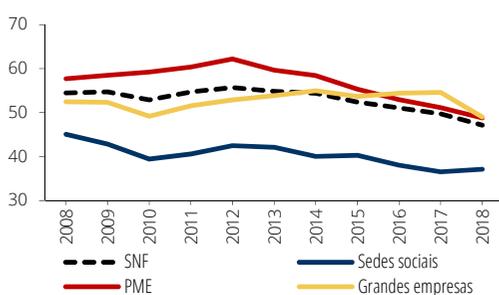
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O rácio de rendibilidade é definido como o quociente entre o EBITDA (resultado antes de depreciações e amortizações, juros suportados e impostos) e os capitais próprios mais financiamentos obtidos. (a) O setor das Indústrias inclui a indústria transformadora e a indústria extrativa. (b) O setor dos Serviços inclui as secções I, J, L, M (excluindo Sedes Sociais), N, P, Q, R e S da CAE – Rev. 3.

**Gráfico I.3.29 • Rácio de cobertura de juros das SNF | Em número de vezes**



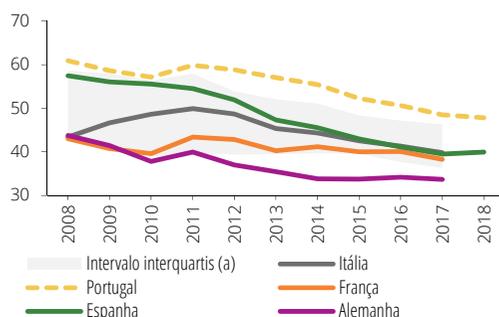
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O rácio de cobertura de juros é definido como o quociente entre o EBITDA (resultado antes de depreciações e amortizações, juros suportados e impostos) e os juros suportados. (a) O setor das indústrias inclui a indústria transformadora e a indústria extrativa. (b) O setor dos Serviços inclui as secções I, J, L, M (excluindo Sedes Sociais), N, P, Q, R e S da CAE – Rev. 3.

**Gráfico I.3.30 • Rácio de alavancagem das SNF, por dimensão de empresa | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Rácio de alavancagem foi definido como o quociente entre os financiamentos obtidos e a soma do capital próprio com os financiamentos obtidos. Os financiamentos obtidos incluem empréstimos e títulos de dívida emitidos. O capital próprio e os financiamentos obtidos estão valorizados de acordo com o respetivo valor contabilístico. Valores apurados com base nas Estatísticas das Empresas Não Financeiras da Central de Balanços (baseados na informação da IES).

**Gráfico I.3.31 • Alavancagem das SNF na área do euro | Em percentagem**



Fonte: Eurostat (e cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (a) O intervalo interquartil foi apurado com base na distribuição dos rácios de alavancagem das SNF nos países da área euro. Rácio de alavancagem foi definido como o quociente entre a dívida financeira e a soma do capital próprio com a dívida financeira. O valor da dívida financeira corresponde ao stock de empréstimos e títulos de dívida, enquanto o valor do capital próprio corresponde ao stock de ações e outras participações (passivos) das SNF. Valores apurados com base nas Contas Nacionais Financeiras. Os instrumentos financeiros cotados, de acordo com a metodologia de contas nacionais, estão valorizados a valor de mercado.

131. Para mais detalhe sobre a evolução da desalavancagem das SNF, entre 2010 e 2016, por dimensão e setor de atividade ver Caixa 2 “Evolução da desalavancagem das empresas em Portugal” *Boletim Económico*, maio de 2018.

## ..... A redução da vulnerabilidade das SNF a choques adversos ..... requer a continuação da trajetória de redução da alavancagem ..... e de reforço da capitalização do setor

Nos últimos anos, as empresas portuguesas têm beneficiado de uma conjuntura favorável, em particular de um contexto de elevado dinamismo da procura interna e de crescimento robusto da procura externa. A redução do endividamento e a descida do custo de financiamento têm contribuído para aliviar de forma significativa os encargos associados ao serviço da dívida das SNF. Num contexto de expectável prolongamento do ambiente de baixas taxas de juro, os principais focos de risco para o setor relacionam-se com o eventual recrudescimento de tensões comerciais e com a expectativa de abrandamento da atividade económica em Portugal e nos principais parceiros comerciais de Portugal.

Em períodos de recessão económica as empresas mais endividadas tendem a reduzir mais o investimento e o emprego do que as empresas menos endividadas,<sup>132</sup> contribuindo desta forma para recessões mais profundas.<sup>133</sup> O reforço da resiliência do setor das SNF a choques adversos requer assim a continuação das trajetórias de diminuição da alavancagem e de aumento da capitalização.

132. Ver, a este propósito, Bank of England *Financial Stability Report*, Issue No 44, November 2018.

133. Jordà et al. (2013) analisam o efeito da alavancagem nas crises financeiras e mostram que um elevado endividamento está associado a menor crescimento económico e investimento.

## 4 Sistema bancário

Em 2018, a rentabilidade do sistema bancário foi positiva pelo segundo ano consecutivo. A melhoria da rentabilidade em 2018 foi justificada por um menor registo de perdas por imparidade para crédito e uma melhoria do resultado de exploração, e atenuada por uma diminuição dos resultados de operações financeiras. Simultaneamente, a eficiência operacional continuou a melhorar. Os empréstimos *non-performing* (NPL) diminuíram significativamente e os rácios de cobertura por imparidade continuaram a aumentar. A concentração de exposições a determinadas classes de ativos, em particular a títulos de dívida pública e ao setor imobiliário manteve-se elevada. A posição de liquidez melhorou, continuando em níveis confortáveis. O rácio de fundos próprios totais estabilizou em 2018, beneficiando da emissão de instrumentos de *Additional Tier 1* (AT 1) e *Tier 2*.

Não obstante os desenvolvimentos favoráveis nos últimos anos, o sistema bancário português continua a enfrentar um conjunto de desafios, potenciados pelo abrandamento da atividade económica e pelo prolongamento do ambiente de baixas taxas de juro. Em primeiro lugar, os reduzidos volumes de novo crédito e de margem comercial nas novas operações dificulta o crescimento da margem financeira. Em segundo lugar, a necessidade de cumprimento dos requisitos de MREL poderá justificar a necessidade de emissão de instrumentos de dívida de elevado nível de subordinação, aumentando a vulnerabilidade do sistema bancário a alterações da perceção de risco nos mercados financeiros internacionais. Em terceiro lugar, a convergência dos indicadores de qualidade de ativos para os padrões internacionais exige a continuação da redução do *stock* de empréstimos *non-performing* e, em alguns casos, da constituição de imparidades e/ou de reconhecimento de perdas na alienação destes ativos. Por fim, existem ainda desafios relacionados com a melhoria da eficiência operacional, nomeadamente a continuação do redimensionamento das estruturas de custos operacionais e do investimento em infraestruturas tecnológicas no atual paradigma de digitalização dos serviços financeiros.

A recente adoção da IFRS 9 deverá levar ao reconhecimento mais rápido das perdas por imparidade num contexto de abrandamento da atividade económica. Também neste sentido, a implementação da adenda às orientações do BCE sobre o provisionamento de novos empréstimos *non-performing*<sup>134</sup>, bem como a introdução no Regulamento 575/2013 da UE (*Capital Requirements Regulation – CRR*) de níveis mínimos de provisionamento para os novos empréstimos *non-performing*, constituem um incentivo adicional para o reconhecimento de perdas por imparidade nos contratos de crédito que entram na situação de *non-performing*.

Neste enquadramento, apesar da atual melhoria da rentabilidade, as instituições deverão promover a adoção de políticas prudentes de aplicação dos resultados gerados, em particular no que concerne à distribuição de dividendos. Adicionalmente, os esforços com vista à melhoria da eficiência através da redução dos custos operacionais não devem comprometer a adoção de políticas adequadas de controlo dos riscos inerentes à sua atividade. Em particular, as instituições deverão assegurar uma adequada avaliação e controlo, não só dos riscos financeiros, como também do risco operacional, nomeadamente no que diz respeito às atividades de combate ao branqueamento de capitais e ao financiamento do terrorismo, bem como, da mitigação do ciber-risco.

134. Para mais informações sobre a adenda às orientações do BCE sobre o provisionamento de novos NPL consultar: [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.npl\\_addendum\\_201803.pt.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.npl_addendum_201803.pt.pdf).

## 4.1 Rendibilidade

Apesar da queda dos resultados de operações financeiras, a rendibilidade aumentou de forma expressiva em 2018, suportada pela redução de provisões e imparidades

Em 2018, a rendibilidade do sistema bancário português manteve-se positiva pelo segundo ano consecutivo (Quadro I.4.1). Em termos anuais, observou-se um aumento significativo da rendibilidade do ativo (no acrónimo inglês, ROA), que se situou em 0,66% (0,31% em 2017), e da rendibilidade do capital próprio (no acrónimo inglês, ROE)<sup>135</sup>, que se situou em cerca de 7% (3% em 2017). Esta melhoria foi essencialmente determinada pela redução expressiva de provisões e imparidades e, em menor grau pela melhoria do resultado de exploração, só parcialmente compensada pela redução de resultados de operações financeiras e de outros resultados. Para o agregado das instituições que têm atividade internacional relevante<sup>136</sup>, a rendibilidade em 2018 refletiu também um contributo positivo dessa atividade.

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

|   | Em milhões de euros |         |         | Em percentagem do ativo médio |       |       | Contributo p/ Δ ROA (pp) |
|---|---------------------|---------|---------|-------------------------------|-------|-------|--------------------------|
|   | 2016                | 2017    | 2018    | 2016                          | 2017  | 2018  | 2018                     |
| 1. Margem financeira                            | 5886                | 6109    | 6292    | 1,48                          | 1,59  | 1,64  | 0,05                     |
| 2. Rendimentos de serviços e comissões líquidos | 2714                | 2855    | 2943    | 0,68                          | 0,74  | 0,77  | 0,02                     |
| 3. Resultados de operações financeiras          | 791                 | 840     | 10      | 0,20                          | 0,22  | 0,00  | -0,22                    |
| 4. Outros resultados de exploração              | 87                  | 1001    | 52      | 0,02                          | 0,26  | 0,01  | -0,25                    |
| 5. Custos operacionais                          | -5628               | -5707   | -5600   | -1,41                         | -1,48 | -1,46 | 0,03                     |
| 6. Provisões e imparidades                      | -6791               | -4255   | -1803   | -1,70                         | -1,11 | -0,47 | 0,64                     |
| 7. Outros resultados                            | 216                 | 260     | 569     | 0,05                          | 0,07  | 0,15  | 0,08                     |
| Resultado antes de impostos                     | -2340               | 1184    | 2512    | -0,59                         | 0,31  | 0,66  | 0,35                     |
| Por memória:                                    |                     |         |         |                               |       |       |                          |
| Resultado de exploração [=1+2-5]                | 2972                | 3256    | 3635    | 0,75                          | 0,85  | 0,95  | 0,10                     |
| Produto bancário [=1+2+3+4]                     | 9478                | 10 804  | 9298    | 2,38                          | 2,81  | 2,43  | -0,39                    |
| Imparidades para crédito                        | -4700               | -2464   | -1045   | -1,18                         | -0,64 | -0,27 | 0,37                     |
| Resultado líquido do exercício                  | -1590               | -228    | 1252    | -0,40                         | -0,06 | 0,33  | 0,38                     |
| Ativo médio                                     | 398 469             | 384 587 | 382 753 |                               |       |       | 0,00                     |

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

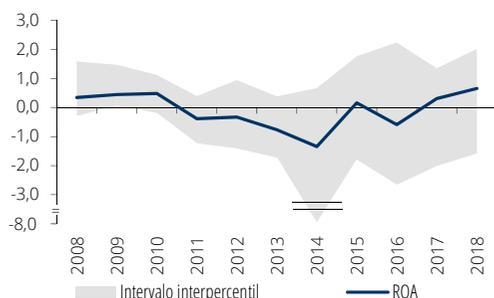
135. A rendibilidade do ativo (ROA) e a rendibilidade do capital próprio (ROE) correspondem aos rácios entre os resultados antes de impostos anualizados e o ativo médio e o capital próprio médio, respetivamente.

136. Por atividade internacional relevante entende-se um peso da atividade não doméstica superior a 10% da exposição total.

Embora o aumento da rentabilidade tenha sido transversal às diversas instituições, assistiu-se a um aumento da heterogeneidade (Gráfico I.4.1). Esta evolução é, em parte, explicada pelo facto de as instituições se encontrarem em diferentes fases de ajustamento da sua atividade.

Em 2018, a rentabilidade do sistema bancário português atingiu um valor superior ao observado em 2008, num contexto de menor alavancagem (10,8 face a 16,4 em 2008)<sup>137</sup>. De facto, a desalavancagem do sistema bancário português, no período de 2011 a 2014, decorreu num contexto de ROE negativo e decrescente, tendo tido início em 2014 um processo de recuperação da rentabilidade sem pôr em causa a redução da alavancagem (Gráfico I.4.2). Contudo, os resultados positivos obtidos nos últimos dois anos estão ainda aquém do total de perdas acumuladas no período posterior à crise financeira.

**Gráfico I.4.1 • Rentabilidade do ativo**  
| Em percentagem do ativo médio



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: No cálculo da rentabilidade do ativo (ROA) são considerados os resultados antes de impostos, em percentagem do ativo médio. O intervalo interpercentil foi obtido através da diferença entre o percentil 95 e 5 da distribuição do ROA ponderada pelo ativo.

**Gráfico I.4.2 • ROE e Rácio de alavancagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: O rácio de alavancagem corresponde ao rácio entre o total de ativo médio e o capital próprio médio.

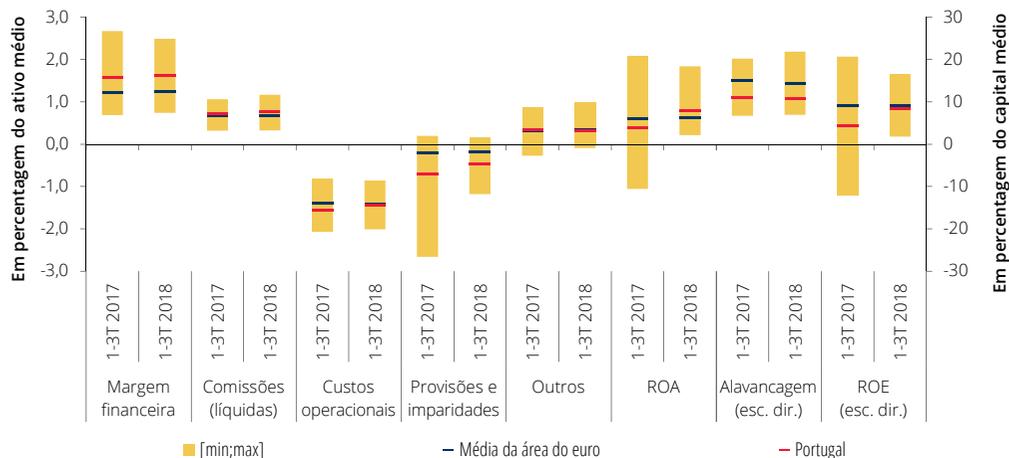
... No período entre janeiro e setembro de 2018, a rentabilidade do ativo do sistema bancário português situou-se acima da média da área do euro

Nos primeiros três trimestres de 2018<sup>138</sup>, a rentabilidade do ativo do sistema bancário português situou-se acima da média da área do euro. A posição relativa do sistema bancário português tem beneficiado do contributo da margem financeira, superior ao observado para a média da área do euro. Simultaneamente, os bancos portugueses apresentaram um menor nível de alavancagem e um ROE em linha com a média da área do euro (Gráfico I.4.3). A melhoria da rentabilidade resultou essencialmente da redução expressiva da componente de provisões e imparidades que, contudo, se mantém acima do valor médio da área do euro e, embora em menor grau, da convergência observada ao nível dos custos operacionais. Assinale-se, todavia, que o ainda elevado *stock* de empréstimos *non-performing* de alguns bancos portugueses sugere que o reconhecimento de perdas por imparidade deverá prosseguir no futuro próximo, apesar da redução acentuada observada nos últimos anos. O ROA do sistema bancário português, em 2018, foi de 0,66%, inferior ao registado nos primeiros três trimestres de 2018, o que poderá afetar a posição relativa de Portugal no conjunto do ano.

137. A alavancagem contabilística é medida pelo rácio entre o ativo total e o capital próprio.

138. A informação do “Consolidated Banking Data” do BCE não inclui, à data de publicação deste relatório, os dados para o conjunto do ano.

Gráfico I.4.3 • ROA, ROE e alavancagem – comparação internacional (1T-3T 2018)

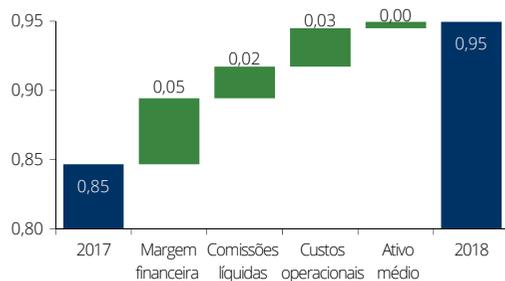


Fonte: Banco Central Europeu (*Consolidated Banking Data*). | Notas: Para alguns países não se encontram disponíveis dados para determinadas rubricas, pelo que não foram considerados. A componente Outros inclui goodwill negativo, apropriação de resultados de filiais, *joint-ventures* e associadas e resultados de ativos não correntes classificados como detidos para venda e não qualificados como operações descontinuadas. Valores anualizados.

### ..... A rentabilidade beneficiou do contributo positivo das diferentes componentes do resultado de exploração

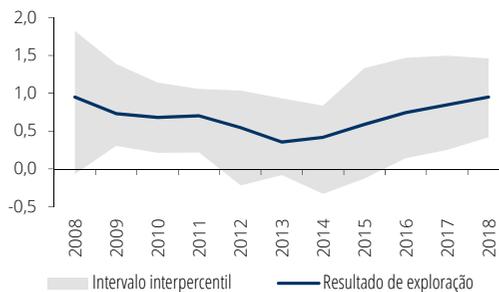
O resultado de exploração<sup>139</sup>, em percentagem do ativo médio, aumentou 0,10 pp, suportado pelo contributo positivo de todas as componentes, em especial da margem financeira (Gráfico I.4.4). Esta evolução foi determinada essencialmente pelas instituições com menor resultado de exploração em percentagem do ativo médio (Gráfico I.4.5).

Gráfico I.4.4 • Rendibilidade do ativo | Em percentagem do ativo médio



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O resultado de exploração é o agregado da margem financeira e das comissões líquidas deduzido dos custos operacionais. As barras azuis dizem respeito ao resultado de exploração em percentagem do ativo médio. As restantes barras correspondem a contributos para a variação do rácio.

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

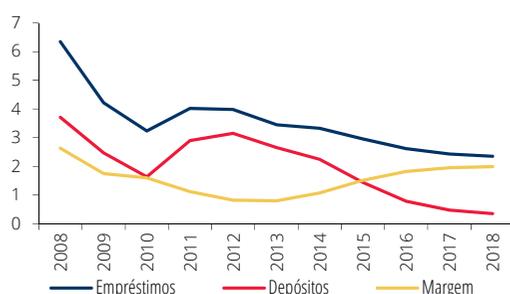


Fonte: Banco de Portugal. | Nota: O intervalo interpercentil foi obtido através da diferença entre o percentil 95 e 5 da distribuição do resultado de exploração ponderada pelo ativo.

139. O resultado de exploração é definido pelo agregado da margem financeira e das comissões líquidas deduzido dos custos operacionais.

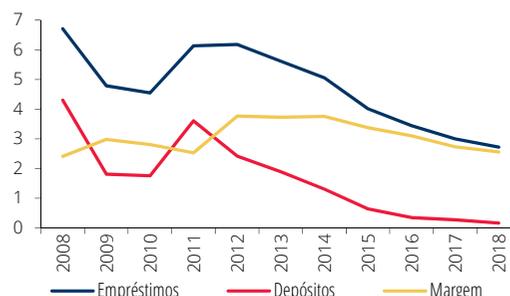
À semelhança de anos anteriores, a queda da taxa de juro implícita dos depósitos de clientes e das responsabilidades representadas por títulos permitiu reduzir a taxa de juro implícita do passivo em 0,19 pp, com impacto positivo sobre a margem financeira, em linha com o observado na atividade doméstica (Gráfico I.4.6). Adicionalmente, a evolução da margem financeira também beneficiou do aumento dos depósitos de clientes, em detrimento das responsabilidades representadas por títulos, fonte de financiamento tipicamente mais onerosa (4.5 Liquidez e financiamento). Estas dinâmicas permitiram atenuar o impacto negativo na margem financeira da redução da carteira de empréstimos e da taxa de juro implícita do ativo (-0,10 pp). Contudo, dado que a possibilidade de reduções adicionais das taxas de juro aplicadas às novas operações de depósito é já muito limitada (tanto em magnitude como no conjunto de instituições para as quais tal é possível) e que o efeito de recomposição do passivo poderá ser limitado no quadro da necessidade de emissão de instrumentos de dívida para fazer face ao cumprimento dos requisitos de MREL, o prolongamento de um nível baixo de taxas de juro poderá dificultar a melhoria dos resultados através da margem financeira, como já evidenciado pela queda da margem subjacente às novas operações com clientes desde 2014 (Gráfico I.4.7).

**Gráfico I.4.6 • Taxas de juro de saldos de empréstimos e depósitos com o setor privado não financeiro – Atividade doméstica | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O setor privado não financeiro inclui SNF e particulares. Taxas médias anuais ponderadas pelos seus respetivos montantes. As séries referem-se ao reporte em base individual das outras instituições financeiras monetárias residentes em Portugal.

**Gráfico I.4.7 • Taxas de juro de novas operações de empréstimos e depósitos, setor privado não financeiro – Atividade doméstica | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O setor privado não financeiro inclui SNF e particulares. Taxas médias anuais ponderadas pelos seus respetivos montantes. As séries referem-se ao reporte em base individual das outras instituições financeiras monetárias residentes em Portugal.

O produto bancário teve um contributo negativo de 0,39 pp para a variação do ROA. Por um lado, a diminuição dos resultados em operações financeiras justificou um contributo negativo de 0,22 pp para a variação do ROA. Esta diminuição esteve, em grande parte, associada à menor realização de mais-valias em ativos financeiros, em contraste com o período entre 2015 e 2017, bem como ao reconhecimento de perdas em operações de venda de empréstimos *non-performing* realizadas por algumas instituições e ao registo de menos-valias em derivados financeiros. Refira-se que em 2018, o contributo dos resultados de operações financeiras para o ROA foi praticamente nulo, tendo sido o valor mais baixo em termos históricos. Por outro lado, no exercício de 2017, o valor correspondente ao acionamento do Mecanismo de Capital Contingente previsto nos contratos celebrados no âmbito da venda do Novo Banco (na sigla inglesa, CCA) foi registado em outros resultados de exploração, enquanto em 2018 o mesmo foi considerado em capital próprio. Assim, esta alteração teve um efeito negativo de 0,21 pp na variação do ROA.

Os rendimentos de serviços e comissões líquidos aumentaram 3,1%, passando a representar 0,77% do ativo médio (0,74% em 2017). Esta evolução resultou do aumento mais acentuado das

comissões recebidas em comparação com as comissões pagas. O aumento das comissões recebidas foi transversal às principais instituições, sendo parcialmente explicado pelo aumento das comissões de serviços de pagamentos, as quais representavam 22% do total de comissões recebidas no final de 2018.

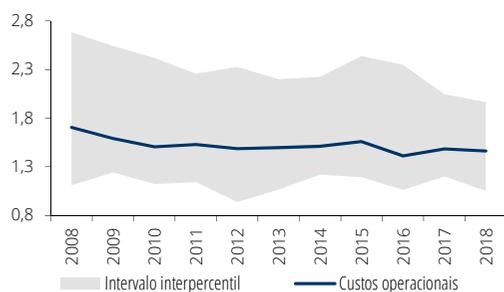
## Os custos operacionais permaneceram numa trajetória decrescente

Os custos operacionais diminuíram 1,9%, tendo contribuído para o aumento do ROA (Gráfico I.4.8). Esta diminuição reflete a redução em magnitude semelhante dos custos com pessoal e das amortizações do exercício. A redução dos custos com pessoal ocorreu nas principais instituições, as quais continuaram a reduzir balcões e empregados.

A diminuição do produto bancário interrompeu a trajetória de redução do rácio *cost-to-income*<sup>140</sup> que se observava desde 2013. O rácio aumentou 7,4 pp em 2018, para 60,2%, convergindo virtualmente para a mediana da área do euro (Gráfico I.4.9). Contudo, o rácio *cost-to-core-income* manteve a tendência de redução iniciada em 2014, decorrente principalmente do aumento do rendimento de exploração<sup>141</sup> (1,9 pp), mas também da redução dos custos operacionais (1,2 pp).

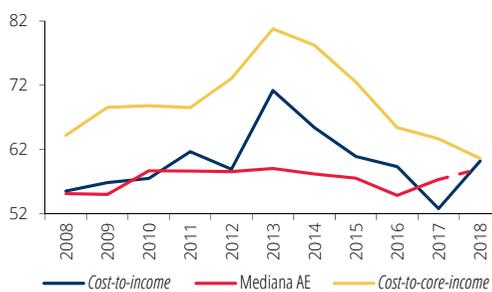
Embora o sistema bancário apresente níveis de eficiência em linha com a mediana da área do euro, os necessários investimentos com vista à transição para uma componente digital mais intensa da atividade bancária deverão prosseguir. Esta transição não deve comprometer a continuação da melhoria da sua eficiência operacional nem pôr em causa uma alocação adequada de recursos às funções de controlo, designadamente no que diz respeito ao controlo de branqueamento de capitais e à prevenção do financiamento do terrorismo, bem como à mitigação do ciber-risco. Assim, a melhoria da eficiência operacional deverá continuar a ser uma prioridade para os bancos portugueses (1.1 Riscos e vulnerabilidades).

**Gráfico I.4.8 • Custos operacionais**  
| Em percentagem do ativo médio



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: O intervalo interpercentil foi obtido através da diferença entre o percentil 95 e 5 da distribuição do rácio entre os custos operacionais e o ativo médio ponderada pelo ativo.

**Gráfico I.4.9 • Rácios *cost-to-income* e *cost-to-core-income***  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O rácio *cost-to-income* corresponde ao rácio entre os custos operacionais e o produto bancário. O rácio *cost-to-core-income* corresponde ao rácio entre os custos operacionais e o somatório entre a margem financeira e as comissões líquidas. A mediana da área do euro corresponde à mediana do *cost-to-income*.

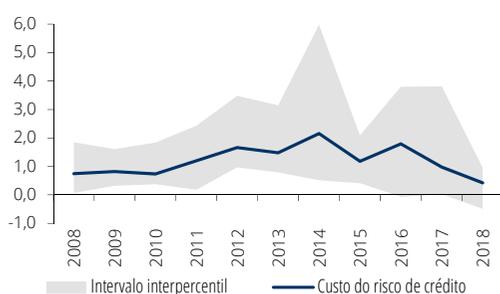
140. Rácio entre os custos operacionais e o produto bancário.

141. O rendimento de exploração corresponde ao agregado da margem financeira e das comissões líquidas.

## Redução expressiva do custo do risco de crédito num contexto de empréstimos *non-performing* ainda elevados

Em 2018, o custo do risco de crédito reduziu-se 0,6 pp, situando-se em 0,4%, um valor inferior ao registado em 2008 (Gráfico I.4.10). A redução do custo do risco resultou essencialmente da diminuição das imparidades para crédito e, em menor grau, da redução das imparidades para ativos não financeiros (Gráfico I.4.11). Embora generalizada, a redução do custo do risco de crédito foi mais acentuada nas instituições para as quais este indicador era mais elevado em 2017. Adicionalmente, algumas instituições já apresentam um custo do risco negativo, decorrente de reversões líquidas de imparidades para crédito.

**Gráfico I.4.10 • Custo do risco de crédito**  
| Em percentagem do crédito bruto médio



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O custo do risco de crédito corresponde ao fluxo das imparidades para crédito líquido de reversões em percentagem do total do crédito bruto médio concedido a clientes. O intervalo interpercentil foi obtido através da diferença entre o percentil 95 e 5 da distribuição do custo do risco de crédito ponderada pelo ativo.

**Gráfico I.4.11 • Provisões e imparidades**  
| Em percentagem do ativo médio



Fonte: Banco de Portugal.

Num contexto de expansão da atividade económica, de aumento dos preços no mercado imobiliário e de baixas taxas de juro, observou-se uma redução do fluxo de perdas por imparidade (líquido de reversões) em 2018. Este facto resultou, por um lado, de uma menor materialização do risco de crédito, isto é, de um menor fluxo de novos empréstimos *non-performing* e, por conseguinte, de uma menor necessidade de constituição de imparidades sobre a carteira de crédito. Por outro lado, a situação económica favorável tenderá a conduzir à passagem de empréstimos para o estado de *performing* (curas) devido à melhoria da situação financeira dos devedores. No mesmo sentido, o atual contexto tem favorecido a valorização do colateral imobiliário, reduzindo o montante de perda esperada.

Todavia, existe evidência de uma relação positiva entre o crescimento económico e a diminuição do fluxo de imparidades, pelo que a atual dinâmica de redução poderá estagnar ou inverter-se em caso de deterioração da situação económica.<sup>142</sup> Adicionalmente, os efeitos da aplicação da IFRS 9 e da adenda às orientações do BCE sobre o provisionamento de novos empréstimos *non-performing* poderão implicar uma aceleração no registo de imparidades. Por fim, a convergência dos indicadores de qualidade de ativos para os padrões internacionais exige a continuação do esforço de redução do *stock* de empréstimos *non-performing* e, em alguns casos, de constituição de imparidades e/ou de reconhecimento de perdas na alienação destes ativos.

142. Para mais detalhes sobre a influência dos fatores macroeconómicos na rentabilidade do sistema bancário, consultar o Tema em destaque "Rentabilidade do sistema bancário português – determinantes e análise prospetiva" do Relatório de Estabilidade Financeira de junho de 2017 e Martinho et al. (2017), "Bank profitability and macroeconomic factors", Artigos de Estabilidade Financeira, Banco de Portugal.

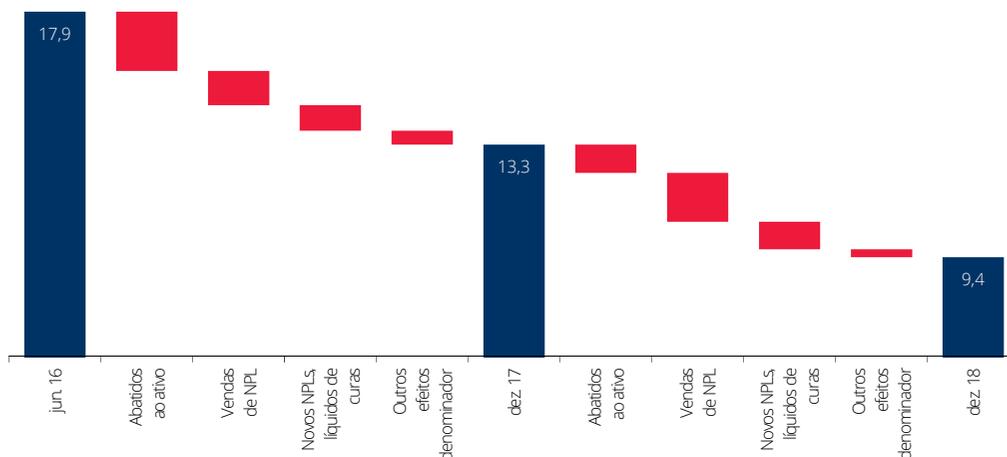
Com vista à aplicação consistente dos princípios contabilísticos previstos na IFRS 9, o Banco de Portugal divulgou, na forma de Carta Circular<sup>143</sup>, o seu entendimento quanto aos critérios de referência e princípios que suportam a avaliação das metodologias de cálculo de perdas de crédito esperadas das instituições sujeitas à sua supervisão.

## 4.2 Qualidade de ativos

Em 2018, o rácio de NPL atingiu um valor inferior a 10% em termos brutos, e inferior a 5% líquido de imparidades, persistindo todavia como dos mais elevados da área do euro

A redução do rácio de NPL bruto em 2018 foi de 3,8 pp, para 9,4% no final do ano, o valor mais baixo desde que a definição de NPL da Autoridade Bancária Europeia (no acrónimo em língua inglesa, EBA) foi introduzida nos modelos de reporte de informação às autoridades de supervisão. Este desenvolvimento deveu-se à diminuição acentuada do *stock* de empréstimos *non-performing* e, em menor dimensão, ao aumento dos empréstimos *performing*. Em 2018, o decréscimo dos empréstimos *non-performing* foi de 30%, devendo-se, principalmente, às vendas destes ativos. Estima-se que as vendas de empréstimos *non-performing* tenham contribuído em 1,7 pp para a diminuição do rácio enquanto os abatimentos ao ativo e as curas líquidas contribuíram, em ambos os casos, em 1,0 pp (Gráfico I.4.12).

Gráfico I.4.12 • Rácio de NPL – Contributos para a evolução | Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal (cálculos internos). | Notas: NPL na definição da EBA. As vendas de NPL incluem titularizações. A rubrica “Novos NPL, líquidos de curas” reflete todas as entradas e saídas do segmento de NPL por outros motivos que não abatimentos ao ativo, vendas e titularizações, designadamente, novos NPL 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 NPL (e.g. fluxo líquido de empréstimos *performing*).

Ao longo dos últimos anos, o sistema bancário português tem reduzido significativamente o nível de NPL. Desde o máximo histórico, observado em junho de 2016, o *stock* total de empréstimos *non-performing* diminuiu 49% (SNF: 49%; particulares: 46%), correspondendo a uma redução de 24,6 mil milhões de euros (SNF: -16,1 mil milhões de euros; particulares: -5,9 mil milhões de euros). Esta dinâmica, aliada a um aumento dos empréstimos *performing*

143. Carta circular n.º CC/2018/00000062 publicada em 15/11/2018.

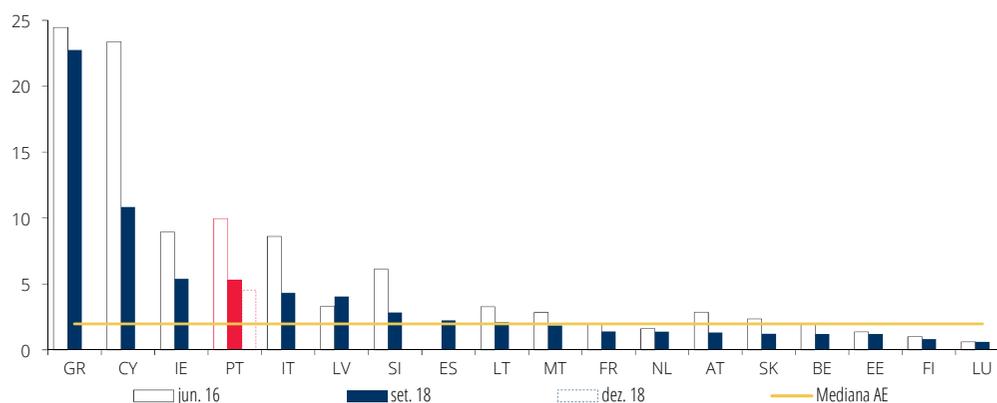
nos últimos dois anos, resultou numa diminuição de 8,5 pp no rácio de NPL (SNF: -11,9 pp; particulares: -4,1 pp), para 9,4%. Esta diminuição do rácio resultou, essencialmente, do abatimento ao ativo e das vendas dos empréstimos *non-performing*.

Em 2018, o rácio de NPL líquido de imparidades<sup>144</sup> diminuiu 2,2 pp, situando-se em 4,5%. Esta redução deveu-se, principalmente, a uma diminuição do rácio de NPL bruto<sup>145</sup> e, em menor grau, a um aumento do rácio de cobertura por imparidade<sup>146</sup>. A redução do rácio de NPL líquido de imparidades foi transversal às instituições do sistema bancário, embora mais acentuada nas que apresentavam os rácios mais elevados em 2017.

A cobertura por imparidades dos empréstimos *non-performing* aumentou 2,5 pp em 2018, situando-se em 51,9% no final do ano. A evolução observada deriva de uma diminuição do *stock* de empréstimos *non-performing* muito mais acentuada do que a diminuição das imparidades para estes empréstimos.

Apesar do progresso significativo já alcançado, o nível de empréstimos *non-performing* líquidos de imparidades do sistema bancário português continua a ser um dos mais elevados no quadro europeu (Gráfico I.4.13). Em setembro de 2018, os empréstimos *non-performing* líquidos de imparidades da área do euro representavam 2,4%, o que traduz uma redução de 1,8 pp face a junho de 2016.<sup>147</sup> Esta redução concentrou-se principalmente nos países que, em junho de 2016, estavam acima da mediana. Assim, é importante a prossecução da trajetória de redução de empréstimos *non-performing*, de acordo com os planos de redução de ativos não produtivos que foram submetidos às autoridades de supervisão e que têm vindo a ser implementados pelas instituições.

**Gráfico I.4.13 • Rácio NPL líquido de imparidades – Comparação internacional (setembro 2018)**  
| Em percentagem



Fonte: Banco Central Europeu (*Consolidated Banking Data*). | Notas: NPL na definição da EBA. Alguns países não se encontram representados por indisponibilidade de dados. A mediana da área do euro refere-se a setembro de 2018.

144. Rácio entre o valor dos empréstimos *non-performing* líquido de imparidades e o valor total bruto dos empréstimos.

145. Rácio entre o valor dos empréstimos *non-performing* e o valor total bruto dos empréstimos.

146. Rácio entre as imparidades constituídas para empréstimos *non-performing* e o valor bruto dos mesmos.

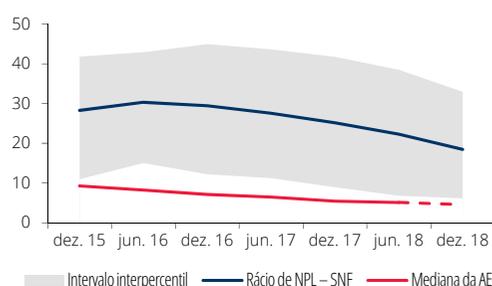
147. Para o cálculo do rácio de NPL líquido de imparidades médio da área do euro, em ambos os períodos, não se consideraram a Alemanha e a Espanha por ausência de dados na base de dados *Consolidated Banking Data* (ECB).

## A diminuição do rácio de NPL das SNF foi transversal aos diferentes setores de atividade

O rácio de NPL líquido de imparidades das SNF foi de 8,1% no final de 2018, o que configurou uma queda de 3,5 pp no decurso do ano. Esta diminuição resultou da redução acentuada do rácio de NPL bruto (6,7 pp, para 18,5%), que se deveu, essencialmente, à redução dos empréstimos *non-performing* (Gráfico I.4.14). A evolução do rácio de NPL líquido de imparidades das SNF resultou também de um aumento do rácio de cobertura (2,4 pp), facto que refletiu uma redução dos empréstimos *non-performing* superior à redução das imparidades.

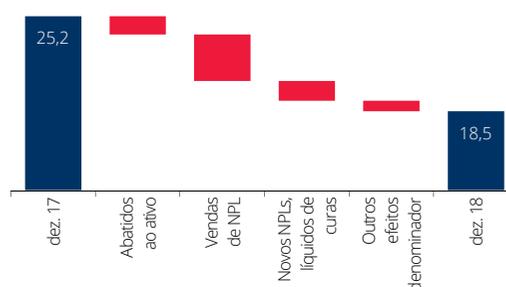
A redução do rácio de NPL bruto das SNF foi transversal no setor bancário, tendo as instituições com um maior rácio registado uma diminuição mais acentuada, conduzindo a uma redução da heterogeneidade. A redução de 6,7 pp do rácio NPL bruto das SNF resultou, principalmente, das vendas de empréstimos *non-performing*, estimando-se um impacto de 3,3 pp (Gráfico I.4.15). A diminuição dos empréstimos *non-performing* por via de passagem à situação *performing* (curas) e por abatimento ao ativo tiveram contributos de 1,7 pp e 1,0 pp respetivamente. Em termos europeus, o rácio de NPL bruto das SNF continuou a aproximar-se da mediana da área do euro.

**Gráfico I.4.14 • Rácio de NPL bruto das SNF**  
| Em percentagem



Fontes: Banco Central Europeu (Consolidated Banking Data) e Banco de Portugal. | Notas: NPL na definição da EBA. O intervalo interpercentil foi obtido através da diferença entre o percentil 95 e 5 da distribuição do rácio de NPL bruto das SNF ponderada pelo ativo. A mediana da área do euro relativa a dezembro de 2018 não se encontra disponível, pelo que se optou por utilizar a mediana de setembro de 2018.

**Gráfico I.4.15 • Rácio de NPL bruto das SNF – Contributos para a evolução**  
| Em percentagem e pontos percentuais

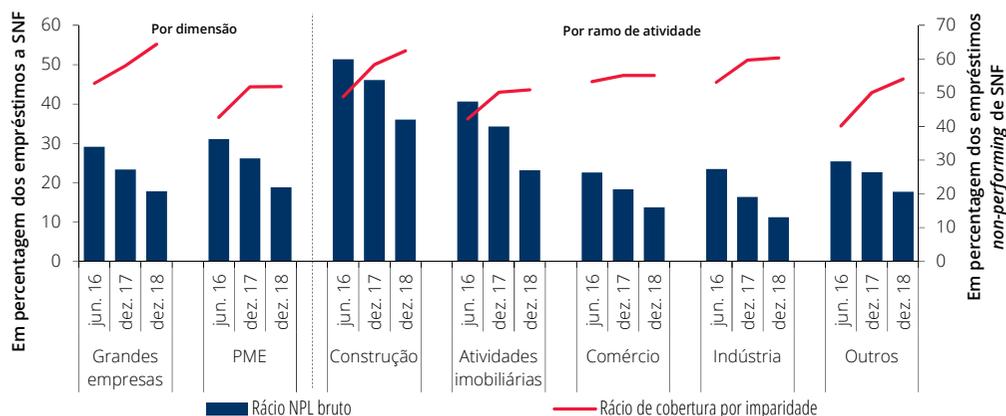


Fonte: Banco de Portugal (cálculos internos). | Notas: NPL na definição da EBA. As vendas de NPL incluem titularizações. A rubrica “novos NPL, líquidos de curas” reflete todas as entradas e saídas do segmento de NPL por outros motivos que não abatidos ao ativo, vendas e titularizações, designadamente, novos NPL 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 NPL (e.g. fluxo líquido de empréstimos *performing*).

A redução dos empréstimos *non-performing* das SNF, observada desde junho de 2016, foi transversal aos diferentes ramos de atividade. Esta redução foi mais acentuada nos ramos que, em junho de 2016, apresentavam um maior *stock* destes empréstimos no total da carteira de empréstimos às SNF. A cobertura destes empréstimos por imparidades também observou um aumento transversal aos ramos de atividade. Em 2018, os rácios de NPL bruto da Construção e das Atividades Imobiliárias reduziram-se em 10 pp e 11 pp, face a 2017, situando-se em 36% e 23%, respetivamente, tendo constituído as maiores reduções do rácio de NPL na carteira de empréstimos a SNF (Gráfico I.4.16). Estas reduções refletiram a queda acentuada dos empréstimos *non-performing* o que, por sua vez, levou a uma diminuição da carteira de empréstimos totais a estes ramos de atividade. As carteiras de empréstimos associadas a estes ramos foram as que evidenciaram uma maior redução do rácio de NPL em 2018, superando as reduções que se observaram nos anos anteriores.

A diminuição dos empréstimos *non-performing* por dimensão de empresa, observada desde junho de 2016, foi maior entre as pequenas e médias empresas (PME). Em 2018, os rácios de NPL bruto das grandes empresas e das PME diminuíram 5,5 pp e 7,4 pp, situando-se em 17,8% e 18,8%, respetivamente.

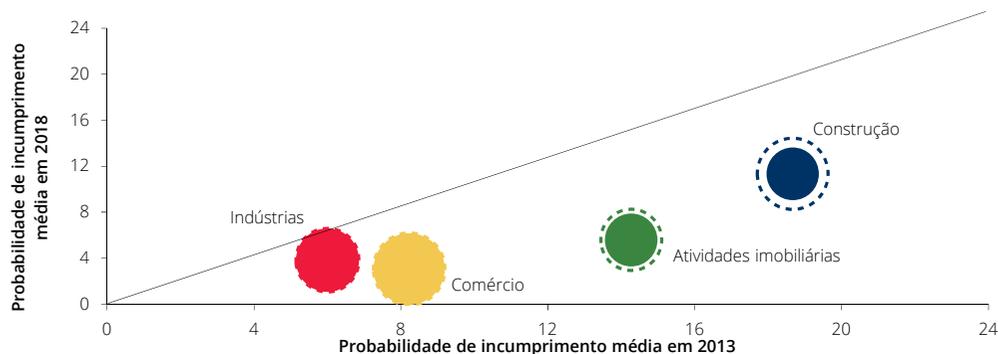
**Gráfico I.4.16 • Empréstimos *non-performing* de SNF por dimensão e ramo de atividade**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: NPL na definição da EBA. O setor “Comércio” corresponde ao agregado dos ramos “comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos” e “alojamento, restauração e similares”. O setor “Indústria” inclui as “indústrias transformadoras” e as “indústrias extrativas”. O setor “Outros” inclui os ramos de atividade não representados individualmente no gráfico.

Desde 2013, num contexto de recuperação económica e do mercado imobiliário, a melhoria da situação financeira das empresas portuguesas e a redução do nível de empréstimos *non-performing*, traduziram-se numa redução do crédito concedido a empresas de baixa produtividade<sup>148</sup> e numa diminuição da probabilidade de incumprimento média do *stock* de empréstimos concedidos a SNF pelo sistema financeiro residente (Gráfico I.4.17).

**Gráfico I.4.17 • Probabilidade de incumprimento média do *stock* de empréstimos concedidos pelo sistema financeiro residente (2013 vs. 2018) | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O setor “Comércio” corresponde ao agregado dos ramos “comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos” e “alojamento, restauração e similares”. O setor “Indústria” inclui as “indústrias transformadoras” e as “indústrias extrativas”. A dimensão do círculo é proporcional ao *stock* de empréstimos não vencidos concedidos pelo sistema financeiro residente às empresas do setor. O círculo a cheio corresponde ao *stock* no final de 2018 e o círculo a tracejado corresponde ao *stock* no final de 2013. As empresas que se encontram em incumprimento ou que não têm um *rating* atribuído não foram consideradas no cálculo da probabilidade de incumprimento média do setor em que se encontram inseridas. A probabilidade de incumprimento associada a cada empresa foi estimada com base na metodologia apresentada no artigo de Antunes, Gonçalves e Prego (2016) “Revisiting probabilidades de incumprimento de empresas”, Banco de Portugal, *Revista de Estudos Económicos*, vol. 2, n.º 2, abril de 2016.

148. Ver Azevedo, Mateus e Pina (2018), “Bank credit allocation and productivity: stylised facts for Portugal”, *Working Paper* No 25, Banco de Portugal.

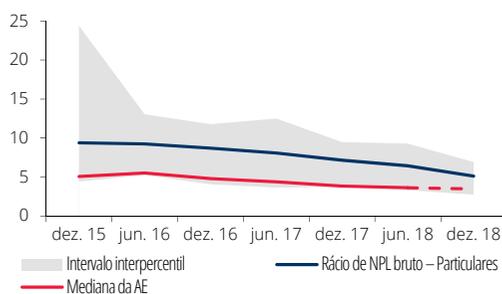
Com a introdução da IFRS 9<sup>149</sup> no início de 2018, a carteira de empréstimos é classificada em três fases consoante a qualidade do empréstimo: fase 1 – *performing*; fase 2 – *underperforming*; fase 3 – *credit impaired*. Em 2018, 69% dos empréstimos as SNF encontravam-se na fase 1, 13% na fase 2 e 18% na fase 3.

## Redução do rácio de NPL dos particulares, num quadro de aumento da cobertura por imparidade

Em 2018, o rácio de NPL líquido de imparidade dos particulares diminuiu 1,5 pp, situando-se no final do ano em 3,0%. Esta dinâmica reflete, essencialmente, a diminuição do rácio de NPL bruto, por via da redução do montante de empréstimos *non-performing* (Gráfico I.4.18). O rácio de cobertura por imparidade aumentou 3,8 pp, para 40,9%, refletindo uma diminuição dos empréstimos *non-performing* superior à redução das imparidades associadas.

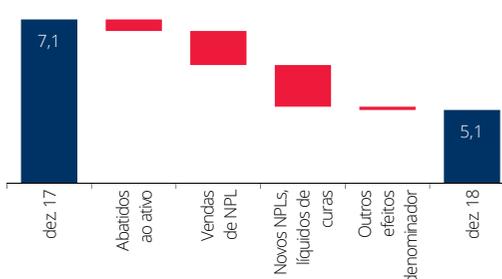
O rácio de NPL bruto dos particulares situou-se em 5,1%, o que representa uma redução de 2 pp face ao final de 2017. Esta evolução deveu-se, essencialmente, às curas líquidas e a vendas destes empréstimos. Estima-se que o impacto das curas líquidas na redução do rácio foi de 0,9 pp e o das vendas de 0,8 pp (Gráfico I.4.19). Ao nível da área do euro, o rácio de NPL bruto dos particulares aproximou-se da mediana.

**Gráfico I.4.18 • Rácio de NPL bruto dos particulares | Em percentagem**



Fontes: Banco Central Europeu (Consolidated Banking Data) e Banco de Portugal. | Notas: NPL na definição da EBA. O intervalo interpercentil foi obtido através da diferença entre o percentil 95 e 5 da distribuição do rácio de NPL bruto dos particulares ponderada pelo ativo. A mediana da AE relativa a dezembro de 2018 não se encontra disponível, pelo que se optou por utilizar a mediana de setembro de 2018.

**Gráfico I.4.19 • Rácios de NPL bruto dos particulares – Contributos para a evolução | Em percentagem e pontos percentuais**



Fonte: Banco de Portugal (cálculos internos). | Notas: NPL na definição da EBA. As vendas de NPL incluem titularizações. A rubrica “novos NPL, líquidos de curas” reflete todas as entradas e saídas do segmento de NPL por outros motivos que não abatidos ao ativo, vendas e titularizações, designadamente, novos NPL 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 NPL (e.g. fluxo líquido de empréstimos *performing*).

A redução do peso dos empréstimos *non-performing* de particulares na carteira das instituições ao longo de 2018 foi transversal aos segmentos de empréstimos à habitação e de empréstimos ao consumo e outros fins. O rácio de NPL bruto dos empréstimos a particulares para habitação reduziu-se em 2 pp, para 3,7%, em resultado de uma diminuição de 35% do montante de empréstimos *non-performing*. No mesmo sentido, o rácio de NPL bruto associado ao segmento do consumo e outros fins diminuiu 2,5 pp para 10,6%. As diminuições dos rácios foram transversais às instituições do sistema bancário, tendo-se reduzido a heterogeneidade.

149. Tema em destaque 2 “IFRS 9 – Principais alterações e impactos previstos para o sistema bancário e para a estabilidade financeira”, *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2017.

Em 2018, 86% da carteira de empréstimos a particulares estava classificada na fase 1 do modelo de imparidade da IFRS 9, 9% encontrava-se na fase 2 e 5% na fase 3.

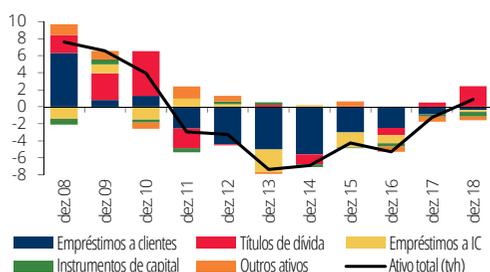
## 4.3 Concentração de exposições

### As exposições a títulos de dívida pública e ao setor imobiliário mantiveram-se elevadas em 2018

O sistema bancário português caracteriza-se por uma elevada exposição a determinadas classes de ativos, em particular a títulos de dívida pública, ao setor imobiliário e a exposições intra-setoriais no sistema financeiro.

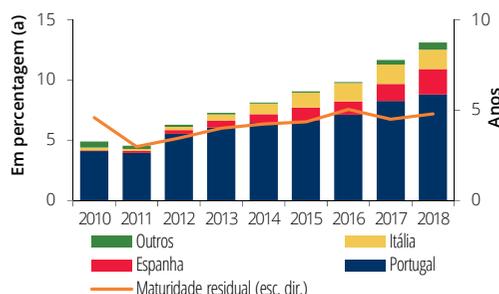
Em 2018, o aumento do valor da carteira de títulos de dívida pública deu o maior contributo para o crescimento de 0,9% do ativo total do sistema bancário. As restantes rubricas contribuíram negativamente para a evolução do ativo (Gráfico I.4.20). A exposição a títulos de dívida pública portuguesa situou-se em cerca de 9% do ativo total, constituindo um importante canal de transmissão de risco soberano ao sistema bancário (1.1 Riscos e vulnerabilidades). Desde 2011, o sistema bancário português tem também aumentado a sua exposição a títulos de dívida pública de outros países da área do euro, nomeadamente Espanha e Itália (Gráfico I.4.21). Simultaneamente, a maturidade residual média dos títulos de dívida pública em carteira dos bancos tem vindo a aumentar.

**Gráfico I.4.20 • Ativo – Taxa de variação homóloga e contributos**  
| Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico I.4.21 • Títulos de dívida pública – Atividade doméstica**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: (a) Em percentagem do ativo das outras instituições financeiras monetárias. As séries referem-se ao reporte em base individual das outras instituições financeiras monetárias residentes em Portugal.

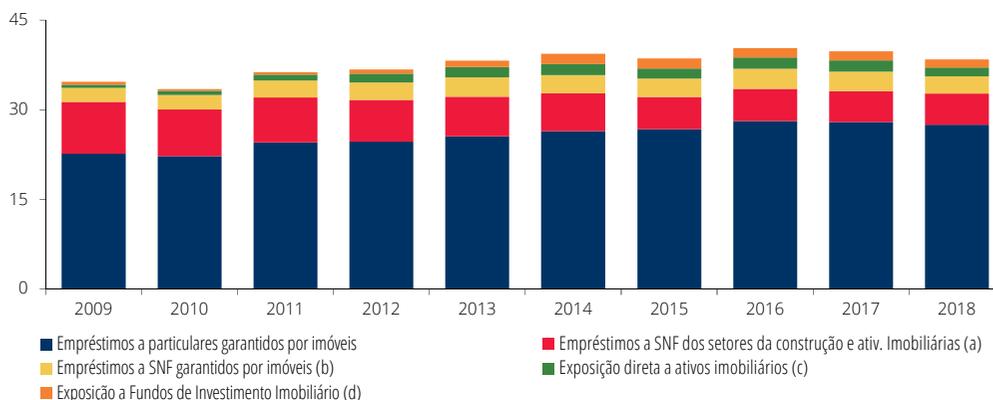
Apesar da ligeira redução observada desde 2016, os bancos portugueses continuam a concentrar uma parte significativa das suas exposições no mercado imobiliário (Gráfico I.4.22), representando em 2018 aproximadamente 38% do ativo total, dos quais 27% dizem respeito a empréstimos à habitação.

Em 2018, o mercado imobiliário residencial em Portugal manteve um elevado dinamismo, com reflexo no crescimento dos preços e do volume de transações. Contudo, observou-se alguma moderação a partir da segunda metade de 2018, registando-se um menor crescimento dos preços, das transações e, de forma mais acentuada, das novas operações de crédito à habitação, bem como um aumento do tempo médio de venda dos imóveis (2.3 Mercado Imobiliário).

A dinâmica do mercado imobiliário, nos últimos anos, tem tido um impacto positivo no sistema bancário. O aumento da procura de imobiliário facilitou a venda de imóveis recebidos em dação

e contribuiu para a diminuição dos empréstimos *non-performing* associados a empréstimos garantidos por imóveis (1.1 Riscos e vulnerabilidades).

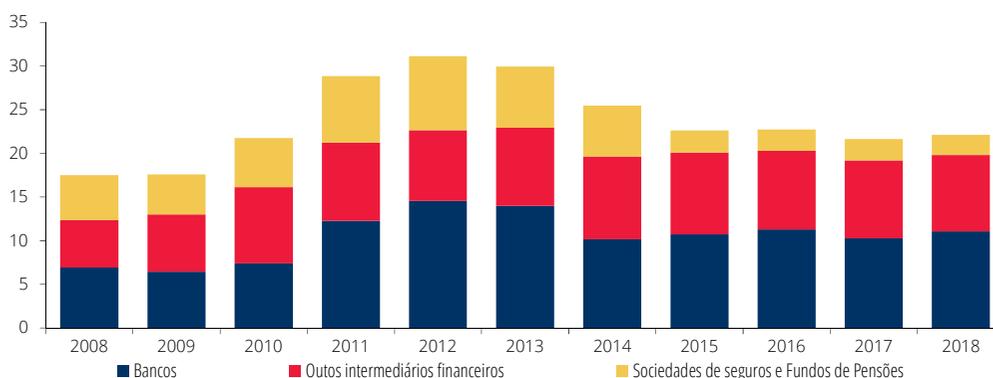
**Gráfico I.4.22 • Exposição do setor bancário ao setor imobiliário | Em percentagem do ativo total**



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

A exposição intra-setorial no sistema financeiro embora em níveis inferiores aos observados durante a crise económica e financeira, refletindo *inter alia* uma menor interligação com o setor segurador, ainda assume uma expressão relevante associada, em particular, à atividade intra-grupo<sup>150,151</sup>. Em 2018, considerando a totalidade dos ativos financeiros, constata-se que a exposição dos bancos<sup>152</sup> ao setor financeiro<sup>153</sup> (incluindo aos próprios bancos) aumentou ligeiramente, passando de 21,7% em 2017 para 22,1% dos ativos financeiros (Gráfico I.4.23). Esta evolução reflete o aumento da exposição aos bancos residentes, sobretudo por via do aumento dos títulos de dívida, e por um aumento das aplicações em depósitos.

**Gráfico I.4.23 • Exposição dos bancos ao setor financeiro | Em percentagem do total de ativos financeiros**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O subsetor "Outros intermediários financeiros" inclui igualmente auxiliares financeiros. As séries referem-se ao reporte em base individual das outras instituições financeiras monetárias residentes em Portugal.

150. Considera-se a atividade doméstica e em base individual.

151. Análise apresentada no Tema em destaque "Interligações diretas e indiretas no sistema financeiro nacional", *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho 2018.

152. A denominação "bancos" nesta secção corresponde às "outras instituições financeiras monetárias".

153. Além das outras instituições financeiras monetárias, inclui também as sociedades de seguros, os fundos de pensões, os fundos de investimento e os outros intermediários e auxiliares financeiros.

Em 2018, o financiamento dos bancos proveniente do setor financeiro aumentou, refletindo essencialmente o financiamento entre bancos, uma vez que os outros intermediários e auxiliares financeiros reduziram a sua exposição. Ainda assim, os restantes sub-setores do setor financeiro, i.e. excluindo bancos, continuam a ser uma fonte importante de financiamento dos bancos.

A exposição a algumas economias em desenvolvimento, particularmente dependentes da exportação de matérias-primas, continua a ser relevante para as maiores instituições do sistema bancário. Apesar de a exposição ser heterogénea entre instituições, a generalidade das exposições diretas a estas economias assumem a forma de empréstimos concedidos à economia e investimento em títulos de dívida pública, totalizando aproximadamente 3,1% do total do ativo do sistema bancário em 2018. Contudo, as exposições a economias em desenvolvimento assumem uma natureza sobretudo indireta, ou seja, via créditos e linhas de créditos a empresas portuguesas cuja atividade está concentrada nestas economias.

## 4.4 Critérios de concessão de crédito

### 4.4.1 Sociedades não financeiras

Em 2018 continuou a observar-se uma diferenciação do *spread* de taxas de juro nos novos empréstimos a SNF de acordo com o risco de crédito das empresas e os novos empréstimos continuaram a ser direcionados para empresas de menor risco

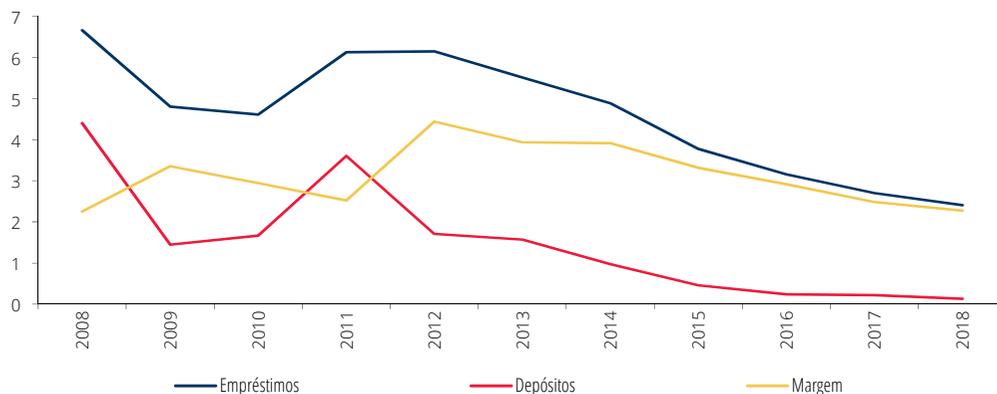
De acordo com os resultados do *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* (na sigla inglesa, BLS)<sup>154</sup>, os critérios de concessão e os termos e condições dos novos empréstimos a SNF permaneceram, de um modo geral, inalterados durante o ano de 2018 e o primeiro trimestre de 2019. No que diz respeito à procura de crédito pelas SNF, algumas instituições assinalaram um aumento pouco expressivo no último trimestre de 2018, tanto no segmento das PME como no das grandes empresas, em particular nos empréstimos de longo prazo. Subjacente a esta evolução, alguns bancos assinalaram um aumento ligeiro das necessidades de financiamento do investimento. No primeiro trimestre de 2019, a procura de crédito por parte de empresas manteve-se praticamente inalterada face ao último trimestre de 2018.

Na atividade doméstica, o fluxo bruto de novos empréstimos bancários a SNF aumentou em 2018, após a queda acentuada registada entre 2013 e 2017. Esta diminuição foi muito influenciada pelo aumento significativo do prazo médio das novas operações de empréstimo durante aquele período (3.2.2 Sociedades não financeiras).

Num contexto em que o diferencial entre a taxa de juro das novas operações de empréstimos e de depósitos com SNF se situou em valores semelhantes aos observados antes da crise financeira, a taxa de juro média das novas operações de empréstimo a SNF encontra-se a um nível substancialmente inferior (Gráfico I.4.24).

154. Edições de julho e outubro de 2018 e de janeiro e abril de 2019 do *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*, Banco de Portugal.

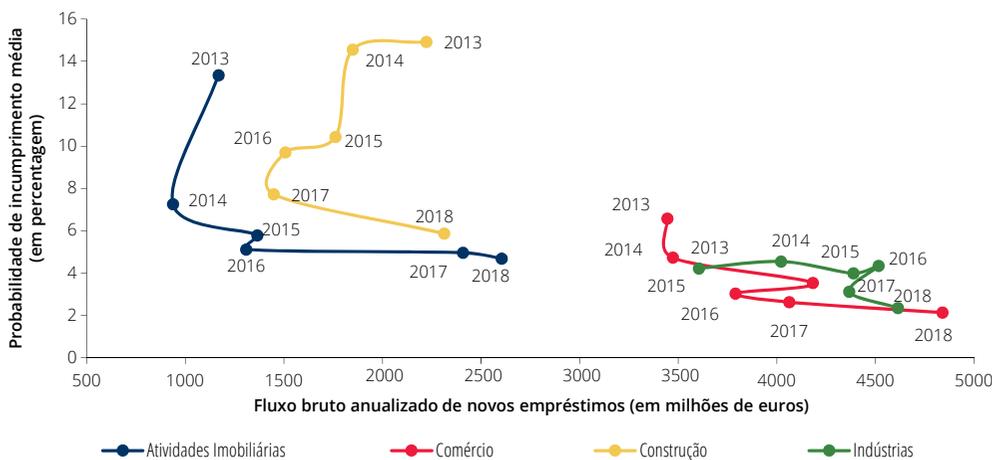
**Gráfico I.4.24 • Taxas de juro de novas operações de empréstimo e depósito – sociedades não financeiras | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Taxas médias anuais ponderadas pelos montantes de novas operações. As séries referem-se ao reporte em base individual das outras instituições financeiras monetárias residentes em Portugal.

Nos últimos anos, os novos empréstimos bancários têm vindo a privilegiar de forma muito marcada as empresas que evidenciam um menor risco de incumprimento, em detrimento das empresas mais arriscadas<sup>155</sup>. Com efeito, a probabilidade média de incumprimento associada aos novos empréstimos bancários a SNF tem registado uma diminuição significativa desde 2013, para a qual também contribuiu a evolução positiva do ciclo económico (Gráfico I.4.25).

**Gráfico I.4.25 • Probabilidade de média de incumprimento e fluxo bruto anualizado dos novos empréstimos bancários, por ramo de atividade e ano**

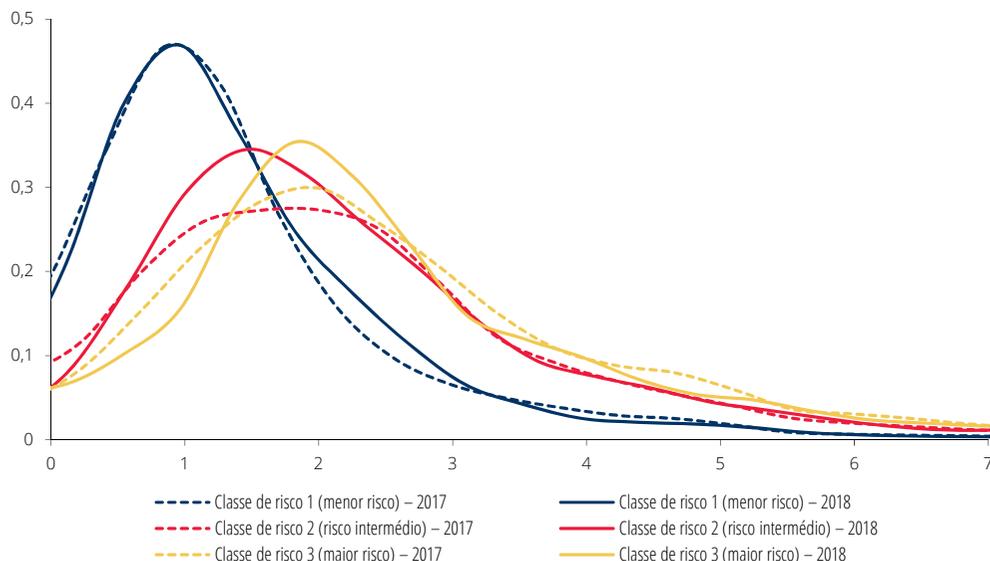


Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O setor “Comércio” corresponde ao agregado dos ramos “comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos” e “alojamento, restauração e similares”. O setor “Indústria” inclui as “indústrias transformadoras” e as “indústrias extrativas”. O fluxo bruto anualizado de cada novo empréstimo é obtido multiplicando o montante do empréstimo, caso este tenha um prazo inferior a 1 ano, pelo respetivo prazo anualizado. O prazo anualizado do empréstimo resulta do quociente entre o número de dias do empréstimo e 365. As empresas que se encontram em incumprimento ou que não têm um rating atribuído não foram consideradas no cálculo da probabilidade de incumprimento média do setor em que se encontram inseridas. A probabilidade de incumprimento associada a cada empresa foi estimada com base na 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. As séries referem-se ao reporte em base individual das outras instituições financeiras monetárias residentes em Portugal.

155. Ver capítulo I.3.2 do *Boletim Económico* de maio de 2019.

Em 2018, continuou a assistir-se a uma diferenciação dos *spreads* de taxas de juro nos novos empréstimos a SNF de acordo com o risco de crédito das empresas (Gráfico I.4.26). No caso dos novos empréstimos concedidos a empresas de menor risco (classe de risco 1), a distribuição no final de 2018 não se alterou significativamente face ao ano anterior. Relativamente às outras classes de risco, as distribuições dos *spreads* tornaram-se mais concentradas.

**Gráfico I.4.26 • *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. A atribuição de informação de risco a cada empresa segue a metodologia de Antunes, A. et.al (2016), “Firm default probabilities revisited”, Revista de Estudos Económicos, Banco de Portugal. Os pesos de cada classe de risco, assim como a série do montante total de novas operações, consideram as novas operações de empresas com informação de risco disponível. A classe de menor risco (classe de risco 1) corresponde às empresas com probabilidade de incumprimento (PD) a um ano inferior ou igual a 1%; a classe de risco 2 corresponde às empresas com PD a um ano superior a 1% e inferior ou igual a 5% e a classe de maior risco (classe de risco 3) corresponde às empresas com PD a um ano superior a 5%. Taxas de juro sobre novas operações realizadas por instituições financeiras monetárias residentes em Portugal (excluindo o banco central) com residentes na área do euro. As séries referem-se ao reporte em base individual das outras instituições financeiras monetárias residentes em Portugal.

O crédito bancário concedido a SNF pelos bancos residentes apresentou uma taxa de variação anual ajustada<sup>156</sup> positiva ao longo de 2018 (Gráfico I.4.27). A aceleração do crédito concedido a SNF foi suportada, a partir do segundo semestre, pelos títulos de dívida emitidos por SNF detidos pelos bancos, enquanto a taxa de variação anual dos empréstimos diminuiu de 2,0% em janeiro para 1,4% em dezembro de 2018.

No que concerne à atividade em base consolidada do sistema bancário, observou-se um aumento da componente *performing* dos valores brutos de empréstimos a SNF em 4,7% (Gráfico I.4.28). Apesar deste aumento, a carteira de empréstimos a SNF continuou a diminuir devido à já referida redução dos empréstimos *non-performing* (4.2 Qualidade de ativos).

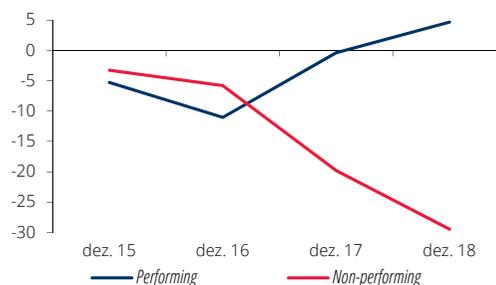
156. Taxa de variação anual ajustada de operações de titularização, reclassificações, abatimentos ao ativo e reavaliações cambiais e de preço e, quando relevante, ajustada do efeito de vendas de carteiras de crédito.

**Gráfico I.4.27 • Crédito bancário concedido a SNF – Taxa de variação anual | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Taxas de variação anual ajustadas de operações de titularização, reclassificações, abatimentos ao ativo e reavaliações cambiais e de preço e, quando relevante, ajustadas do efeito de vendas de carteiras de crédito. O crédito bancário a SNF inclui títulos de dívida detidos por bancos. As séries referem-se ao reporte em base individual das outras instituições financeiras monetárias residentes em Portugal.

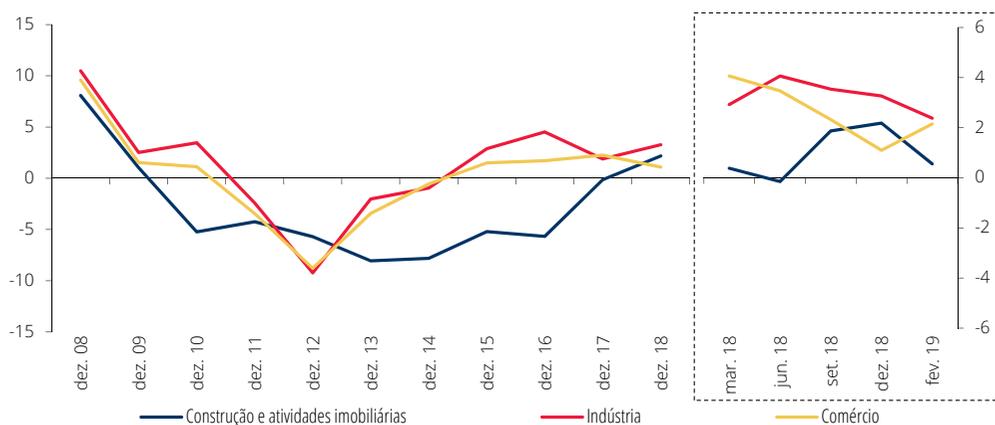
**Gráfico I.4.28 • Empréstimos concedidos às sociedades não financeiras – Taxa de variação homóloga | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Empréstimos *non-performing* (NPL) na definição da EBA. Atividade em base consolidada.

Apesar da recuperação do crédito bancário, a evolução por ramo de atividade continuou a apresentar alguma heterogeneidade. Por um lado, o crédito a SNF dos ramos da Indústria<sup>157</sup> e Comércio<sup>158</sup> registaram taxas de variação positivas desde 2015 (Gráfico I.4.29). Por outro lado, a recuperação do crédito concedido às empresas dos ramos da construção e das atividades imobiliárias está associada dinamismo do mercado imobiliário. Porém, no caso das empresas apenas do ramo da construção, o crédito bancário continuou a diminuir.

**Gráfico I.4.29 • Crédito bancário concedido às SNF por ramo de atividade – Taxa de variação anual | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O setor “Comércio” corresponde ao agregado dos ramos “comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos” e “alojamento, restauração e similares”. O setor “Indústria” inclui as “indústrias transformadoras” e as “indústrias extrativas”. Taxas de variação anual ajustadas de operações de titularização, reclassificações, abatimentos ao ativo e reavaliações cambiais e de preço e, quando relevante, ajustadas do efeito de vendas de carteiras de crédito. O crédito bancário a SNF inclui títulos de dívida detidos por bancos. Crédito concedido por instituições financeiras monetárias residentes em Portugal a residentes na área do euro. As séries referem-se ao reporte em base individual das outras instituições financeiras monetárias residentes em Portugal.

157. Inclui o ramo “indústrias transformadoras” e o ramo “indústrias extrativas”.

158. Inclui o ramo “comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos, automóveis e motocicletas” e o ramo “alojamento, restauração e similares”.

#### 4.4.2 Particulares

Os bancos reportaram critérios de concessão de crédito a particulares mais restritivos associados à Recomendação macroprudencial do Banco de Portugal, mas as taxas de juro do crédito à habitação mantiveram-se em mínimos históricos

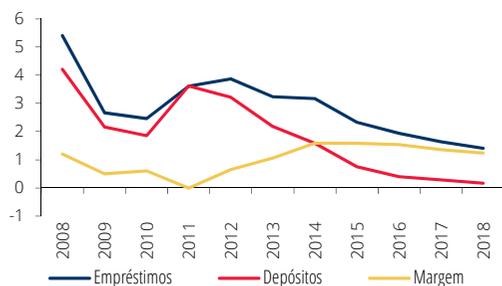
Durante o primeiro semestre de 2018, os critérios de concessão e os termos e condições contratuais no crédito a particulares mantiveram-se estáveis. No terceiro trimestre de 2018, segundo os resultados do BLS de outubro, a maioria das instituições reportou critérios de aprovação mais restritivos no crédito a particulares, tanto no segmento de habitação como no de consumo. Esta maior restritividade já havia sido prevista pelos bancos no inquérito realizado em julho de 2018, tendo sido associada pelos bancos inquiridos ao cumprimento da Recomendação do Banco de Portugal aplicada aos novos contratos de crédito a consumidores, que entrou em vigor a 1 de julho de 2018. Quanto aos termos e condições dos contratos de crédito à habitação, as instituições indicaram uma maior restritividade no que respeita a garantias exigidas, ao rácio LTV e a outros limites ao montante e à maturidade (Caixa 4).

No último trimestre de 2018 e primeiro trimestre de 2019, os critérios de concessão de crédito mantiveram-se, em geral, inalterados. Adicionalmente, segundo os resultados do BLS, no primeiro trimestre de 2019, observou-se uma ligeira redução da procura de crédito para aquisição de habitação, também associada à Recomendação do Banco de Portugal.

Os novos empréstimos à habitação têm registado um abrandamento, em particular na segunda metade de 2018 e nos primeiros meses de 2019. No primeiro trimestre de 2019, as novas operações de crédito à habitação aumentaram 7,5% em termos homólogos, permanecendo num nível muito inferior ao registado antes da crise financeira (3.2.1 Particulares). O diferencial entre a taxa de juro das novas operações de empréstimos à habitação e de depósitos de particulares encontra-se ligeiramente acima do nível de 2008, embora numa trajetória decrescente (Gráfico I.4.30).

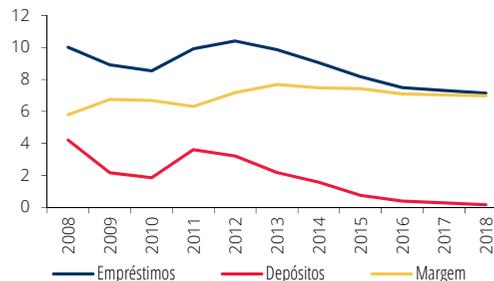
As novas operações de empréstimos ao consumo registaram um abrandamento no segundo semestre de 2018 e no primeiro trimestre de 2019. Esta evolução refletiu a desaceleração dos principais segmentos do crédito ao consumo (crédito pessoal e crédito automóvel) (3.2.1 Particulares). A taxa de juro dos novos empréstimos encontra-se em níveis historicamente baixos, embora num quadro de baixa inflação em comparação com o período anterior à crise financeira. Todavia, o diferencial entre a taxa de juro das novas operações de empréstimos ao consumo e depósitos de particulares encontra-se acima do nível de 2008, tendo estabilizado em 2018 (Gráfico I.4.31).

**Gráfico I.4.30 • Taxas de juro de novas operações de empréstimo e depósito – particulares, finalidade habitação**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Taxas médias anuais ponderadas pelos montantes de novas operações. As séries referem-se ao reporte em base individual das outras instituições financeiras monetárias residentes em Portugal.

**Gráfico I.4.31 • Taxas de juro de novas operações de empréstimo e depósito – particulares, finalidade consumo**  
| Em percentagem

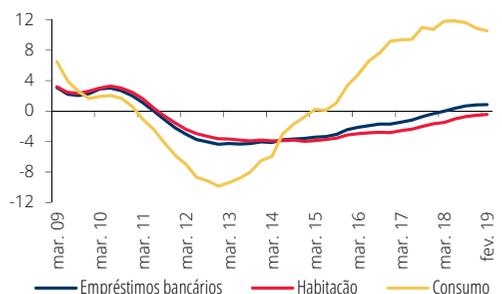


Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Taxas médias anuais ponderadas pelos montantes de novas operações. As séries referem-se ao reporte em base individual das outras instituições financeiras monetárias residentes em Portugal.

Em 2018, os saldos de empréstimos a particulares aumentaram 0,8%, tendo subido face ao ano anterior. Ao longo de 2018 e nos primeiros meses de 2019, observou-se uma desaceleração dos saldos de empréstimos ao consumo, enquanto a taxa de variação anual dos empréstimos à habitação aumentou, continuando, ainda assim, negativa (Gráfico I.4.32).

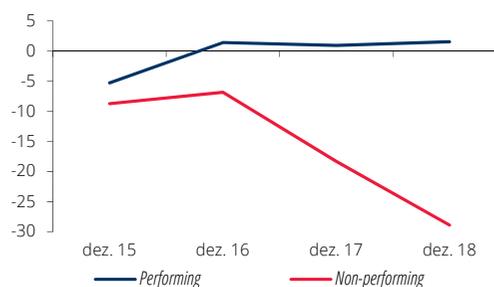
Relativamente à atividade em base consolidada do sistema bancário, observa-se um aumento da componente *performing* dos valores brutos de empréstimos a particulares em 1,5% (Gráfico I.4.33). Contudo, a carteira de empréstimos a particulares continua a diminuir devido à já referida queda dos empréstimos *non-performing* (4.2 Qualidade de ativos).

**Gráfico I.4.32 • Crédito bancário concedido a particulares – Taxa de variação anual**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Taxas de variação anual ajustadas de operações de titularização, reclassificações, abatimentos ao ativo e reavaliações cambiais e de preço e, quando relevante, ajustadas do efeito de vendas de carteiras de crédito. O crédito bancário a SNF inclui títulos de dívida detidos por bancos. As séries referem-se ao reporte em base individual das outras instituições financeiras monetárias residentes em Portugal.

**Gráfico I.4.33 • Empréstimos concedidos a particulares – Taxa de variação homóloga**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Empréstimos *non-performing* (NPL) na definição da EBA. Atividade em base consolidada.

## 4.5 Liquidez e financiamento

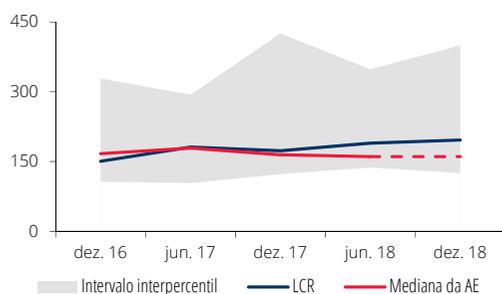
### ... A posição de liquidez reforçou-se e tornou-se menos heterogénea entre instituições

Em 2018, o rácio de cobertura de liquidez (na sigla inglesa, LCR)<sup>159</sup> agregado do sistema bancário português aumentou 23 pp face ao final de 2017, para 196,4%, consideravelmente acima do mínimo regulamentar de 100% e acima da mediana da área do euro. Adicionalmente, metade das instituições do sistema bancário, em termos de ativo, apresentava um rácio superior a 200%, tendo ocorrido uma diminuição da dispersão (Gráfico I.4.34).

A evolução do LCR reflete principalmente a variação da reserva de liquidez<sup>160</sup>, a qual aumentou 14,4%. A componente de dívida pública aumentou 24,5% face ao final de 2017, passando a representar 69% da reserva de liquidez, uma evolução parcialmente compensada pela redução das reservas em bancos centrais, que diminuíram cerca de 15%. No seu conjunto, em setembro de 2018, os ativos sobre ou garantidos por bancos centrais e organismos públicos<sup>161</sup> representavam mais de 95% da reserva de liquidez, ligeiramente acima da mediana da área do euro (91%).

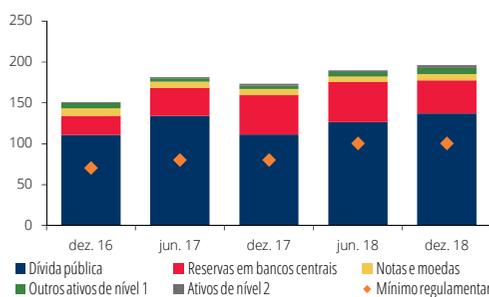
Os títulos de dívida pública emitidos por administrações públicas dos Estados-Membros da União Europeia são ativos particularmente atrativos para o cumprimento do LCR, uma vez que não estão sujeitos a ponderação no cálculo da reserva de liquidez. Neste quadro, os bancos portugueses detinham, em dezembro de 2018, um montante de títulos de dívida pública suficiente, por si só, para cumprir integralmente o mínimo regulamentar do LCR (Gráfico I.4.35).

**Gráfico I.4.34 • Rácio de cobertura de liquidez | Em percentagem**



Fontes: Banco Central Europeu (*Consolidated Banking Data*) e Banco de Portugal. | Notas: O rácio de cobertura de liquidez consiste no rácio entre os ativos líquidos disponíveis e as saídas líquidas de caixa calculadas num cenário adverso com duração de 30 dias. O intervalo interpercentil foi obtida através da diferença entre o percentil 95 e 5 da distribuição do LCR ponderada pelo ativo. A mediana da área do euro relativa a dezembro de 2018 não se encontra disponível, pelo que se optou por utilizar a mediana de setembro de 2018.

**Gráfico I.4.35 • Reserva de liquidez – Estrutura | Em percentagem das saídas líquidas de fundos**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: A reserva de liquidez consiste no montante dos ativos líquidos detidos pelas instituições de crédito, os quais satisfazem requisitos estabelecidos no Regulamento Delegado (UE) 2015/61 da Comissão de 10 de dezembro de 2014.

159. O rácio de cobertura de liquidez consiste no rácio entre os ativos líquidos disponíveis e as saídas líquidas de caixa calculadas num cenário adverso com duração de 30 dias (i.e. num cenário de uma saída significativa de fundos num período de 30 dias).

160. A reserva de liquidez consiste no montante dos ativos líquidos detidos pelas instituições de crédito, os quais satisfazem requisitos estabelecidos no Regulamento Delegado (UE) 2015/61 da Comissão de 10 de dezembro de 2014.

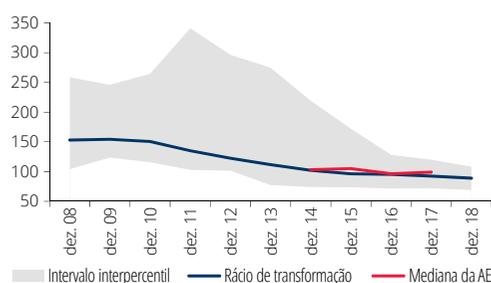
161. Inclui, entre outros, reservas disponíveis em bancos centrais e ativos face a, ou garantidos por, administrações públicas.

O rácio de ativos onerados<sup>162</sup> diminuiu 2,9 pp em 2018, para 17,5%, situando-se num valor ligeiramente acima da mediana da área do euro. Esta evolução refletiu uma redução de 15,4% dos ativos onerados e colateral recebido e reutilizado para obtenção de liquidez. O financiamento de bancos centrais constitui a principal fonte de oneração do ativo, correspondendo a cerca de 43% do financiamento obtido com recurso a colateral. Entre os ativos disponíveis para oneração, a fração elegível para operações de política monetária aumentou 3,8 pp, para 24,4%.

## Os depósitos de SNF e particulares aumentaram, enquanto as responsabilidades representadas por títulos diminuíram

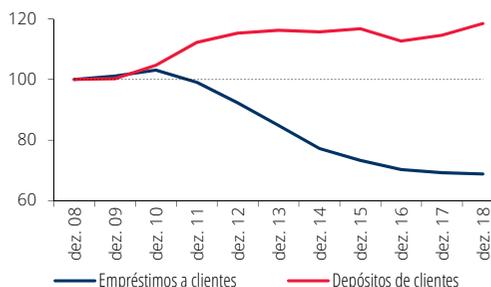
Ao longo de 2018 o rácio de transformação<sup>163</sup> continuou a reduzir-se, embora mostre sinais de estabilização (Gráfico I.4.36). No final do ano, o rácio de transformação situou-se em cerca de 89%, em termos agregados, 3,6 pp abaixo do observado em dezembro de 2017. Ao mesmo tempo, observou-se uma redução da dispersão deste indicador entre as instituições. À semelhança de 2017, o principal contributo para a redução do rácio de transformação proveio do aumento dos depósitos de clientes (3 pp), em especial dos depósitos à ordem de particulares (Gráfico I.4.37). O contributo da carteira de empréstimos a clientes para a redução do rácio de transformação foi significativamente menor do que o observado em 2017, sendo justificado em larga medida pela diminuição do *stock* de empréstimos a sociedades não financeiras (associado à já referida redução do *stock* de empréstimos *non-performing*).

**Gráfico I.4.36 • Rácio de transformação**  
| Em percentagem



Fontes: Banco Central Europeu (Consolidated Banking Data) e Banco de Portugal. | Notas: O rácio de transformação corresponde ao quociente entre os empréstimos a clientes e os depósitos de clientes. O intervalo interpercentil foi obtida através da diferença entre o percentil 95 e 5 da distribuição do rácio de transformação ponderada pelo ativo.

**Gráfico I.4.37 • Empréstimos e depósitos – Atividade com clientes**  
| Índice 2008 = 100



Fonte: Banco de Portugal.

Em 2018, o passivo do sistema bancário aumentou 1,3% face a 2017. Esta evolução decorre, sobretudo, do aumento dos depósitos de clientes (representando 2,2 pp da variação do passivo e capital próprio) e, em menor medida, do aumento dos depósitos de outras instituições de crédito (0,6 pp da variação

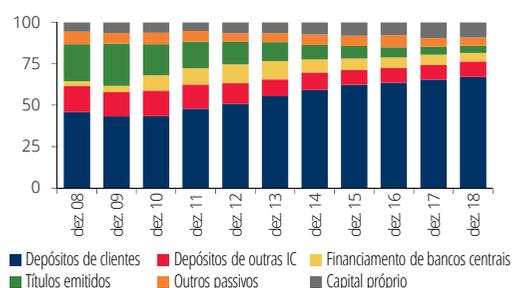
162. O rácio de ativos onerados mede a proporção do total do ativo (e do colateral recebido) que está a ser utilizada como colateral para a obtenção de liquidez. Para mais informações sobre indicadores para a avaliação do risco sistémico de liquidez ver o tema em destaque "Monitorização do risco sistémico de liquidez no sistema bancário português – alguns indicadores", *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2018.

163. Rácio entre os empréstimos a clientes e os depósitos de clientes. Por clientes entendem-se particulares, sociedades não financeiras, administrações públicas e instituições financeiras não monetárias.

do passivo e capital próprio). Em sentido oposto, a variação do financiamento obtido junto de bancos centrais e das responsabilidades representadas por títulos de dívida representaram -0,9 pp e -0,5 pp do passivo e capital próprio, respetivamente. Estas variações refletem a continuação da tendência de alteração da estrutura de financiamento do sistema bancário observada desde 2010 (Gráfico I.4.38). Ao mesmo tempo, continuou a observar-se uma redução das taxas e juro implícitas das fontes de financiamento, refletindo o prolongamento do ambiente de baixas taxas de juro (Gráfico I.4.39).

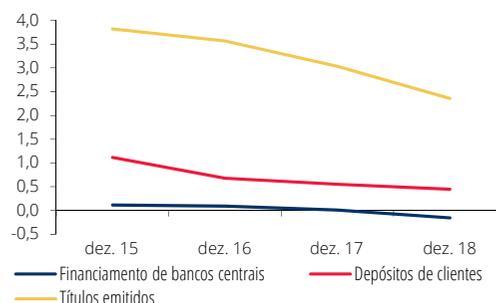
A dinâmica da estrutura de financiamento em 2018 traduziu-se no reforço da importância dos depósitos de clientes no financiamento do ativo, situando-se em 67% do ativo total. Apesar do atual contexto de taxas de juro muito baixas, os depósitos de particulares registaram um aumento expressivo face a dezembro de 2017 (3,7%), tendo contribuído em 2,5 pp para a taxa de variação dos depósitos de clientes. Os depósitos de SNF aumentaram 7,6%, contribuindo em 1,6 pp para a taxa de variação dos depósitos de clientes. Simultaneamente, continuou a ocorrer um aumento dos depósitos à ordem e uma diminuição dos depósitos com prazo acordado, refletindo o baixo custo de oportunidade da detenção de depósitos à ordem.

**Gráfico I.4.38 • Estrutura de financiamento**  
| Em percentagem do ativo total



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico I.4.39 • Taxas de juro implícitas do passivo**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: As taxas de juro implícitas do passivo correspondem aos rácios entre os juros pagos em cada classe de passivos e os respetivos saldos.

O financiamento interbancário líquido<sup>164</sup> aumentou 9,8% em 2018, decorrente sobretudo de um aumento dos depósitos de outras instituições de crédito. No final de 2018, o financiamento interbancário líquido representava 6,1% do ativo líquido de aplicações e disponibilidades em outras instituições de crédito.

O financiamento obtido junto de bancos centrais prosseguiu uma tendência decrescente ao longo de 2018, atingindo 5,3% do ativo total em dezembro. Este valor representa uma diminuição de 7,3 pp face ao máximo histórico registado durante o PAEF, em junho de 2012. Atualmente, o financiamento junto de bancos centrais é constituído, essencialmente, por fundos da segunda série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (na sigla inglesa, TLTRO II), as quais atingem a maturidade entre junho de 2020 e março de 2021. No início de março de 2019, o Banco Central Europeu anunciou uma nova série de TLTRO, que terá início em setembro de 2019 e terminará em março de 2021, tendo cada operação um prazo de dois anos. Refira-se, no entanto, que ainda não são conhecidos os termos e requisitos de acesso às TLTRO III, em particular o custo destas operações (2.2 Mercados Financeiros).

164. O financiamento interbancário líquido corresponde ao financiamento obtido junto de instituições de crédito líquido de disponibilidades e aplicações destas instituições.

O peso das responsabilidades representadas por títulos diminuiu 0,6 pp face a dezembro de 2017, passando a representar 4,2% do ativo do sistema bancário. Esta redução ocorre num contexto em que algumas das principais instituições do sistema bancário emitiram instrumentos elegíveis para fundos próprios e também elegíveis para MREL (4.6 Capital). Em 13 de março de 2019 foi publicada, em *Diário da República*, a Lei 23/2019 que procede à transposição da Diretiva (UE) 2017/2399, que altera a Diretiva 2014/59/UE, no que respeita à posição dos instrumentos de dívida não garantidos na hierarquia da insolvência, reforçando a proteção dos depósitos bancários em situações de insolvência ou resolução. Este tipo de instrumentos é elegível para MREL, mas não é elegível para fundos próprios (Tema em destaque “Revisão do regime da resolução: o que há de novo?”).

## 4.6 Capital

### ∴ O rácio de fundos próprios totais permaneceu estável

Em 2018, o rácio de fundos próprios totais<sup>165</sup> permaneceu estável, situando-se em 15,1% (Quadro I.4.2). Esta evolução resultou de uma redução dos fundos próprios totais numa magnitude semelhante à diminuição dos ativos ponderados pelo risco. A redução dos fundos próprios totais reflete uma diminuição dos fundos próprios principais de nível 1 (na sigla inglesa, CET 1), atenuada pelo aumento dos fundos próprios adicionais de nível 1 (na sigla inglesa, AT1) e dos fundos próprios de nível 2 (na língua inglesa, Tier 2).

**Quadro I.4.2 • Composição dos fundos próprios do sistema bancário | Em milhões de euros**

|  | dez. 2014 | dez. 2015 | dez. 2016 | dez. 2017 | dez. 2018 | Δ dez. 2014<br>dez. 2018 | Δ dez. 2017<br>dez. 2018 |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------------------------|--------------------------|
| Fundos próprios totais   | 29 480    | 31 083    | 26 449    | 30 640    | 29 434    | -46                      | -1206                    |
| Fundos próprios de nível 1 (Tier 1)                                    | 27 421    | 29 371    | 25 230    | 29 193    | 27 084    | -337                     | -2109                    |
| Fundos próprios principais de nível 1 (CET 1)                          | 27 150    | 28 966    | 24 583    | 28 062    | 25 614    | -1536                    | -2448                    |
| Fundos próprios adicionais de nível 1 (AT 1)                           | 270       | 405       | 647       | 1131      | 1470      | 1200                     | 339                      |
| Fundos próprios de nível 2 (T2)  | 2060      | 1712      | 1220      | 1448      | 2350      | 291                      | 903                      |
| Montante total das exposições em risco                                 | 240 564   | 233 242   | 215 502   | 202 306   | 194 511   | -46 053                  | -7795                    |
| Por memória:   |           |           |           |           |           |                          |                          |
| Fundos próprios principais de nível 1 (CET 1) - <i>fully phased-in</i> | 19 506    | 24 896    | 20 778    | 26 305    | 24 963    | 5457                     | -1343                    |

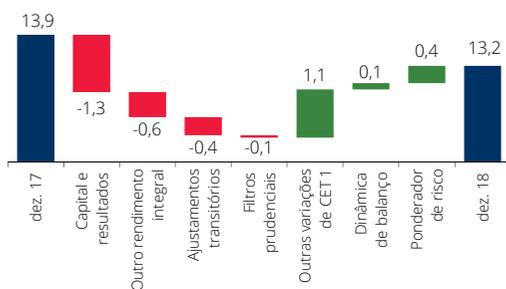
Fonte: Banco de Portugal

O rácio de fundos próprios de nível 1 (rácio CET 1)<sup>166</sup> diminuiu 0,7 pp, para 13,2% no final de 2018 (Gráfico I.4.40). Esta evolução refletiu, em parte, um conjunto de eventos extraordinários relevantes, dos quais se destaca a alteração, no final de 2018, da empresa mãe do grupo a que o Novo Banco pertence (passando a ser a LSF Nani Investments S.à.r.l.) para efeitos de supervisão prudencial. A diminuição do rácio CET 1 foi acompanhada por um aumento da heterogeneidade entre as instituições (Gráfico I.4.41). No período entre janeiro e setembro de 2018, assistiu-se à aproximação deste rácio para a mediana da área do euro, que também diminuiu, o mesmo sendo válido no caso do rácio de fundos próprios totais.

165. Rácio entre os fundos próprios totais e os ativos ponderados pelo risco.

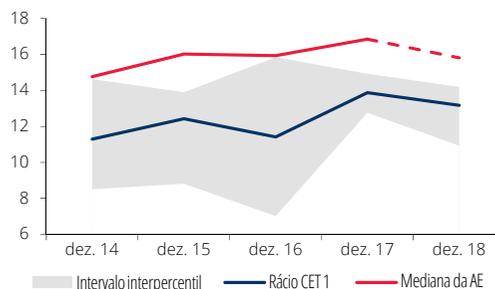
166. Rácio entre os fundos próprios principais de nível 1 (CET1) e os ativos ponderados pelo risco.

**Gráfico I.4.40 • Rácio de CET 1 – Contributos**  
| Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: O rácio CET 1 corresponde ao rácio entre os fundos próprios principais de nível 1 (Common Equity Tier 1) e os ativos ponderados pelo risco.

**Gráfico I.4.41 • Rácio de CET 1**  
| Em percentagem



Fontes: Banco Central Europeu (*Consolidated Banking Data*) e Banco de Portugal. | Notas: O intervalo interpercentil foi obtida através da diferença entre o percentil 95 e 5 da distribuição do rácio de CET 1 ponderada pelo ativo. A mediana da área do euro relativa a dezembro de 2018 não se encontra disponível, pelo que se optou por utilizar a mediana de setembro de 2018.

Relativamente à atividade regular do sistema bancário, a componente “capital e resultados” teve um contributo negativo para a evolução do rácio CET 1 devido ao desfazamento do reconhecimento dos resultados positivos atribuíveis à casa mãe de algumas instituições. Este facto decorre das disposições regulamentares que preveem que, quando os resultados são negativos, sejam reconhecidos em fundos próprios no período corrente e, quando os resultados são positivos, que seja cumprido um conjunto de condições para o reconhecimento dos mesmos em fundos próprios, nomeadamente a aprovação das contas em assembleia geral e pelo auditor (artigo 26 n.º 2 do CRR). Deste modo, parte dos resultados (positivos) de 2018 já se encontra refletida em fundos próprios, mas uma parte significativa dos resultados gerados poderá vir a ser reconhecida no primeiro trimestre de 2019, dependendo da política de distribuição de dividendos adotada pelas instituições.

A componente capital e resultados foi ainda condicionada pela reclassificação de parte<sup>167</sup> dos ativos financeiros de acordo com a IFRS 9, implicando o reconhecimento de perdas em resultados transitados. O aumento das perdas de justo valor acumuladas na rubrica de “outro rendimento integral” teve um impacto negativo no rácio CET 1 do sistema bancário, parcialmente justificado pela reclassificação de instrumentos financeiros devido à adoção da IFRS 9 e a perdas de justo valor de alguns ativos financeiros.

A eliminação da maioria das disposições transitórias em matéria de fundos próprios, estabelecidas no CRR e na Diretiva 2013/36 da UE (*Capital Requirements Directive – CRD IV*), que terminaram a 1 de janeiro de 2018, teve um impacto negativo de 0,4 pp no rácio CET 1 na rubrica de “ajustamentos transitórios”.

A diminuição do rácio CET 1 foi atenuada pelo contributo positivo da rubrica de “outras variações de CET 1”. A evolução desta componente reflete, parcialmente, o acionamento do mecanismo de capital contingente previsto nos contratos de venda do Novo Banco, num montante de 1149 milhões de euros, tendo tido um impacto de 0,6 pp no rácio CET 1 do sistema bancário”. Tal como em 2017, este montante compensa as perdas incorridas pelo Novo Banco com os ativos *non-performing* abrangidos por este mecanismo.

Os aumentos observados nas componentes de AT 1 e *Tier 2* refletiram, essencialmente, as emissões de instrumentos elegíveis concretizadas em 2018. O Haitong Bank realizou uma emissão de instrumentos elegíveis para AT 1 no montante de 130 milhões de dólares norte-americanos.

167. As perdas associadas à reclassificação dos ativos financeiros para carteiras avaliadas ao justo valor através do outro rendimento integral são reconhecidos na rubrica de outro rendimento integral acumulado.

A Caixa Geral de Depósitos emitiu 500 milhões de euros em instrumentos de dívida, concluindo o seu plano de recapitalização. O Novo Banco colocou no mercado instrumentos elegíveis para Tier 2 no valor de 400 milhões de euros. No início de 2019, o BCP emitiu 400 milhões de euros elegíveis para AT 1. Além do reforço dos fundos próprios das instituições, a emissão destes instrumentos é importante para o cumprimento dos futuros requisitos de MREL.

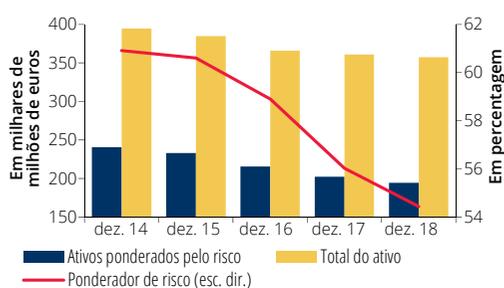
O rácio de alavancagem prudencial<sup>168</sup> diminuiu 0,5 pp, para 7,3%, refletindo a já referida redução dos fundos próprios de nível 1, superior à ligeira diminuição da exposição total do sistema bancário. Apesar desta diminuição, este valor estava muito acima do mínimo de referência definido pelo Comité de Supervisão Bancária de Basileia (3%). Considerando a amostra de instituições consideradas no *Risk Dashboard* publicado pela EBA, o sistema bancário português encontrava-se ligeiramente acima da mediana.

## ..... O ponderador médio de risco diminuiu, num quadro : de diminuição dos ativos ponderados pelo risco

O ponderador médio de risco<sup>169</sup> prosseguiu a tendência de decréscimo observada nos últimos anos, tendo diminuído 1,6 pp em 2018, para 54,4% (Gráfico I.4.42). Esta redução refletiu a diminuição dos ativos ponderados pelo risco (RWA) em cerca de 3,9%. A diminuição destes últimos resulta, por um lado, de uma redução das exposições<sup>170</sup> a empresas (*corporate*) e das exposições em situação de incumprimento (*default*), nomeadamente da componente vencida dos empréstimos *non-performing*. Por outro lado, o aumento do peso dos títulos de dívida pública da área do euro no ativo, cujo ponderador de risco é zero, contribuiu em cerca de 1,0 pp para a diminuição o ponderador médio de risco.

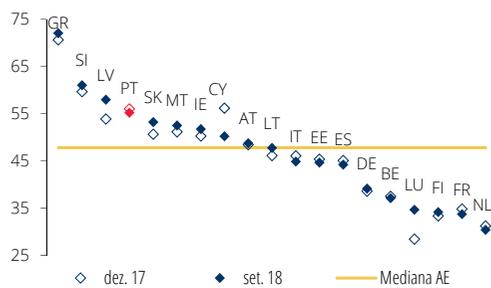
Apesar de o ponderador médio de risco ter diminuído, o sistema bancário português continua a apresentar um dos ponderadores mais elevados da área do euro (Gráfico I.4.43). Em setembro de 2018, o sistema bancário português era o quarto sistema com o maior ponderador médio de risco. Contudo, no conjunto dos sistemas bancários acima da mediana, apenas Portugal e Chipre apresentaram uma diminuição deste indicador.

**Gráfico I.4.42 • Ponderador médio de risco – Contributos**



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

**Gráfico I.4.43 • Ponderador médio de risco – Comparação internacional | Em percentagem**



Fonte: Banco Central Europeu (*Consolidated Banking Data*). | Nota: O ponderador médio de risco corresponde ao rácio entre os ativos ponderados pelo risco e o ativo total.

168. O rácio de alavancagem prudencial corresponde ao rácio entre fundos próprios de nível 1 e a exposição total.

169. O ponderador médio de risco corresponde ao rácio entre os ativos ponderados pelo risco e o ativo total.

170. As exposições para as quais se calculam requisitos de fundos próprios são organizadas em classes de risco estabelecidas no artigo 112.º do Regulamento 575/2013 da UE (*Capital Requirements Regulation – CRR*).

## Caixa 1 • *Brexit*: Riscos e mitigantes na perspetiva da estabilidade financeira

Esta análise corresponde à informação disponível a 31 de maio de 2019, não refletindo desenvolvimentos posteriores.

Na sequência da decisão do Reino Unido (RU) de sair da União Europeia (UE) e do início dos procedimentos para a respetiva operacionalização (habitualmente referido como *Brexit*), a UE iniciou um processo de identificação das principais fontes de risco para a estabilidade financeira daqui decorrentes e ponderou a adoção das medidas de mitigação consideradas adequadas. Refira-se que o *Brexit* tem sido caracterizado por um grau de incerteza elevado no que concerne ao momento da saída do RU da UE, bem como relativamente aos termos em que essa saída pode ocorrer.<sup>171</sup> Acresce que não existe nenhum precedente histórico de reversão de uma integração política e económica tão profunda que permita antever, com precisão, os impactos de carácter estrutural nas economias do RU e da UE-27 (União Europeia a 27 Estados-Membros, ou seja, considerando o RU como país terceiro).

Entre os cenários possíveis para a concretização do *Brexit*, a saída do RU da UE sem que previamente sejam acordados pelas duas partes os termos de saída (cenário habitualmente referido como *no deal*, na língua inglesa) será certamente a situação mais disruptiva e que pode implicar custos mais elevados e mais difíceis de estimar<sup>172</sup>. Assim, muitas das ações de mitigação adotadas pelas autoridades da UE e do RU têm como base este cenário mais gravoso. Naturalmente, as iniciativas da UE foram tomadas sem prejuízo de eventuais medidas de contingência a nível nacional.

Em termos da economia portuguesa, os impactos do *Brexit* poderão materializar-se, sobretudo, através de dois canais. Por um lado, por via das trocas comerciais, atendendo às relações diretas entre os dois países, sendo o RU é um dos principais mercados de destino das exportações portuguesas. Por outro lado, considerando um cenário de *no deal*, pelo aumento da turbulência nos mercados financeiros. Este aumento poderá promover a reversão (i) do ambiente de baixos prémios de risco, (ii) das valorizações elevadas no mercado de capitais e (iii) da baixa volatilidade em vários segmentos dos mercados financeiros, com possível impacto sobre o sistema bancário e eventual contágio aos mercados de dívida soberana e, desse modo, agravar os riscos para a

171. Na sua reunião de 10 de abril p.p., o Conselho Europeu decidiu prorrogar o prazo para a saída do RU da UE até 31 de outubro de 2019 sendo que: i) caso um acordo de saída entre o RU e a UE seja ratificado até essa data, a saída do RU será efetiva no primeiro dia do mês subsequente à data de ratificação do acordo; e ii) na eventualidade de RU não ter realizado eleições para o Parlamento Europeu e não ter ratificado o Acordo de Saída até 22 de maio, a data de saída seria 31 de maio de 2019. Note-se que o Acordo de Saída negociado prevê um período de transição até ao final de 2020.

172. Veja-se adicionalmente duas edições do *Boletim Económico* do Banco de Portugal, em outubro de 2016 a Caixa 2.1 “O impacto económico da saída do Reino Unido da União Europeia (*Brexit*)” e a Caixa 2.1 “Desenvolvimentos no processo de saída da União Europeia (*Brexit*) e o seu impacto no Reino Unido”, publicada em maio de 2019.

estabilidade financeira. Os países com maiores níveis de endividamento público (como Portugal) encontram-se particularmente vulneráveis a reavaliações dos prémios de risco. No entanto, até ao momento, no que se refere aos riscos associados à turbulência nos mercados financeiros, os impactos têm-se manifestado sobretudo ao nível do mercado cambial (desvalorização da libra)<sup>173</sup>.

Adicionalmente, poder-se-ão antecipar efeitos adversos sobre a confiança dos agentes económicos. A estes efeitos diretos acrescem os impactos de segunda ordem, por via do efeito que o *Brexit* poderá exercer sobre outros países relevantes para a economia portuguesa.

Em termos dos riscos associados às exposições diretas das instituições financeiras da área do euro ao RU, uma análise efetuada pelo BCE<sup>174</sup> conclui que a materialização destes riscos teria um impacto imediato limitado, concentrado em instituições específicas. No caso das instituições financeiras com sede em Portugal, as exposições diretas correspondem, em dezembro de 2018, a 0,7% do ativo total. Desta forma, não são esperados impactos diretos materiais<sup>175</sup> decorrentes do *Brexit*, mesmo na eventualidade de um *no deal*.

Relativamente à continuidade dos contratos existentes no momento da saída do RU da UE, a questão abrange vários segmentos do sistema financeiro. Na referida análise do BCE destacam-se em particular os riscos associados: i) à compensação de derivados através de Câmaras de Compensação e Contrapartes Centrais localizadas no RU (CCP, do acrónimo em inglês de *Central Clearing Counterparties*); ii) aos contratos de derivados celebrados entre contrapartes do RU e da UE e não compensados em CCP, habitualmente referidos como *uncleared* (da língua inglesa); iii) à elegibilidade dos instrumentos financeiros emitidos sob a lei do RU e que são utilizados pelas instituições financeiras da área do euro para cumprir o requisito mínimo de fundos próprios e créditos elegíveis (MREL, do acrónimo em inglês para *Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities*); iv) contratos de seguros; e v) transferência de dados.

No que respeita à elegibilidade dos instrumentos financeiros para cumprir o MREL, que neste momento é assegurada pela existência de um enquadramento regulamentar comum para o regime de resolução<sup>176</sup>, foi recomendado às instituições financeiras que emitam os referidos instrumentos com cláusulas ao abrigo da lei de países da UE-27 ou que introduzam novas cláusulas com estas características nos contratos já existentes. Adicionalmente, o Conselho Único de Resolução (SRB, sigla na língua inglesa para *Single Resolution Board*) irá utilizar uma abordagem casuística, a qual poderá refletir-se na extensão dos períodos transitórios para os bancos mais afetados.

173. Neste âmbito, refira-se que o BCE e o Bank of England assinaram um acordo de cooperação no sentido de assegurar a cedência de liquidez, respetivamente, em euros e em libras esterlinas, caso se observem perturbações no mercado cambial decorrentes do processo de saída do RU da UE.

174. Ver, por exemplo, a análise publicada no Financial Stability Review do BCE, Box 6 - Assessing the risks to the euro area financial sector from a disruptive hard *Brexit*, disponível em inglês em <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr201811.en.pdf>.

175. Em termos das exposições diretas do sistema financeiro a residentes no RU, os impactos mais imediatos poderiam advir do aumento dos requisitos de capital associados às exposições ou da perda de isenção de requisitos de capital e de grandes exposições para exposições face à Administração Central do RU. Adicionalmente, uma eventual recessão económica acentuada no RU poderá levar a um aumento do incumprimento associado às exposições indiretas.

176. Em particular, pela transposição pelo RU da Diretiva europeia que estabelece um enquadramento para a recuperação e a resolução de instituições (BRRD, acrónimo em inglês para *Banking Recovery and Resolution Directive*). Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0059&from=EN>.

Em termos dos contratos de seguros, os supervisores nacionais e as empresas têm vindo a implementar medidas que permitem mitigar os riscos, incluindo transferências de carteira de clientes, estabelecimento de sucursal de país terceiro e o término de contratos. Desta forma, a grande maioria de contratos entre residentes no RU e na UE-27 estarão cobertos por planos de contingência e os riscos residuais centram-se no segmento não-vida.

No que concerne à transferência de dados, não estão previstas disrupções materiais nos fluxos de dados pessoais no âmbito do setor financeiro, uma vez que as instituições têm vindo a acautelar a situação e pretendem recorrer aos mecanismos disponíveis no regime legal, como seja a utilização de cláusulas contratuais harmonizadas.

### A continuidade de prestação de serviços nas CCP localizadas no RU constitui o risco sistémico mais relevante para a estabilidade financeira na UE

Do processo de identificação dos riscos colocados pelo *Brexit*, em particular num cenário de "no deal", foi concluído que a continuidade de prestação de serviços nas CCP localizadas no RU constitui o risco sistémico mais relevante para a estabilidade financeira na EU. Efetivamente, tendo em conta o grau de concentração muito elevado de operações em CCP no RU, sobretudo ao nível dos derivados de taxas de juro, eventuais disrupções nestas operações levariam a perturbações de mercado com potencial impacto na estabilidade financeira. No entanto, no que respeita a transações bilaterais, apesar da importância do centro financeiro de Londres, considerou-se que haveria na UE-27 a possibilidade de prestar esse serviço, após um período de transição adequado.

No contexto da continuidade de contratos, a fim de mitigar os riscos enumerados acima, as autoridades europeias têm vindo a prosseguir diversas linhas de ação, nomeadamente, i) a insistência junto das partes envolvidas para tomarem ações atempadas para preparar a saída do RU da UE; ii) a tomada de decisões conducentes à mitigação da incerteza face ao desfecho político; iii) articulação com as autoridades do RU, em particular o Bank of England (BoE), no sentido de assegurar uma transição adequada. No Quadro 1, encontram-se enumeradas algumas das decisões mais relevantes no domínio dos serviços financeiros, no contexto da preparação para o *Brexit*.

### Quadro C1.1 • Súmula das decisões da UE associadas ao *Brexit*, no domínio dos serviços financeiros

| Data      | Autoridade   | Âmbito  |
|-----------|--|---|
| Fev. 2018 | Comissão Europeia (CE)   | Avisos da CE relativos às repercussões jurídicas a considerar com a transição do Reino Unido para o estatuto de país terceiro (designadas <i>Preparedness Notices</i> ).  |
| Abr. 2018 | CE/Tesouro Britânico   | Constituição de um grupo de trabalho técnico conjunto para a gestão de risco na área dos serviços financeiros em torno da data de saída do RU da UE, presidido pelo Presidente do BCE e pelo Governador do Banco de Inglaterra e contando com representantes da Comissão Europeia e do Tesouro Britânico como observadores.   |
| Jun. 2018 | Autoridade Bancária Europeia   | Insta as instituições financeiras a serem proactivas no sentido de desenhar planos e encontrar soluções face à possibilidade de saída do RU sem acordo.   |
| Nov. 2018 | Comissão Europeia  | A Comunicação da CE centra-se na necessidade de um plano de ação de contingência para um eventual cenário de <i>no deal Brexit</i> .<br>No domínio dos serviços financeiros, foram identificadas como críticas as áreas da compensação de derivados através de CCP e dos serviços prestados por centrais de valores mobiliários do RU. A CE incentivou as autoridades europeias de supervisão <sup>177</sup> a encetarem a preparação de acordos de cooperação com as autoridades de supervisão do Reino Unido para que, na ausência de acordo, o intercâmbio de informações seja possível imediatamente após a data de saída.  |
| Dez. 2018 | Comissão Europeia  | A CE comunica que, para a salvaguarda da estabilidade financeira na UE, apenas é necessário adotar um número limitado de medidas de contingência. <sup>178</sup><br>A CE adotou os seguintes atos, os quais se aplicarão a partir da data de saída, em caso de <i>no deal Brexit</i> :<br>Uma decisão de equivalência temporária e condicional, por 12 meses, para assegurar que não haverá perturbação na compensação central de instrumentos derivados. Esta medida permitirá à ESMA reconhecer temporariamente contrapartes centrais atualmente estabelecidas no RU. <sup>179</sup><br>Uma decisão de equivalência temporária e condicional, por 24 meses, para assegurar que não haverá perturbação nos serviços prestados por centrais de valores mobiliários do RU, o que permitirá que continuem a prestar aos operadores da União serviços de registo em conta e de administração de sistema de registo centralizado. <sup>180</sup><br>Dois regulamentos delegados que facilitam a novação, por período fixo, de determinados contratos de derivados com contrapartes estabelecidas no RU, para as substituir por contrapartes estabelecidas na União. Estes atos permitem que tais contratos (pré-EMIR) sejam transferidos para contrapartes da UE-27 mantendo o seu estatuto de isenção, sem passarem a estar sujeitos às obrigações de compensação e de aplicação de margens impostas pelo EMIR. <sup>181</sup> |
| Fev. 2019 | ESMA (acrónimo na língua inglesa para European Securities and Markets Authority) | Na sequência da decisão da CE relativa à equivalência temporária e condicional de CCP estabelecidas no RU e do estabelecimento do <i>Memoranda of Understanding</i> (MoU) entre a ESMA e o BoE <sup>182</sup> , esta autoridade concede a três CCP sediadas no Reino Unido equivalência e autorização para fornecer os respetivos serviços a contrapartes residentes na UE. Esta autorização tem efeito caso se venha a concretizar a saída do RU da UE sem acordo. <sup>183</sup><br>As CCP abrangidas são a LCH Limited, a ICE Clear Europe Limited e a LME Clear Limited.  |
| Mar. 2019 | Conselho da UE/Parlamento Europeu  | No âmbito da revisão do EMIR <sup>184</sup> foi alcançado um acordo político entre os dois co-legisladores da UE, relativo à criação de um regime de supervisão de CCP de países terceiros consideradas sistematicamente muito relevantes para a UE, atribuindo ao BCE, à ESMA e ao ESRB <sup>185</sup> funções neste âmbito.   |

177 As autoridades europeias de supervisão são a autoridade bancária europeia – EBA, do acrónimo inglês para European Banking Authority, a autoridade para o setor segurador e de fundos de pensões – EIOPA, do acrónimo inglês para European Insurance and Occupational Pensions Authority e a ESMA, do acrónimo inglês European Securities and Markets Authority.

178 Estas medidas destinam-se a mitigar os riscos apenas nos domínios em que as medidas de preparação tomadas pelos operadores de mercado são, por si só, insuficientes para prevenir esses riscos à data de saída.

179 Disponível em [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/c\\_2018\\_9139\\_fisma\\_9674\\_en\\_act.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/c_2018_9139_fisma_9674_en_act.pdf).

180 Disponível em [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/c-2018-9138\\_fisma\\_9673\\_1\\_en\\_act\\_part1\\_v6.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/c-2018-9138_fisma_9673_1_en_act_part1_v6.pdf).

181 Disponíveis em <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/3/2018/EN/C-2018-9122-F1-EN-MAIN-PART-1.PDF> e <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/3/2018/EN/C-2018-9118-F1-EN-MAIN-PART-1.PDF>.

182 Disponível em <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-agrees-no-deal-brexit-mous-bank-england-recognition-uk-ccps-and-uk-csd>.

183 Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-recognise-three-uk-ccps-in-event-no-deal-brexit>.

184 Sigla inglesa para European Market Infrastructure Regulation, referindo-se ao Regulamento (UE) número 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho de 4 de julho de 2012 relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transações. A versão consolidada deste Regulamento encontra-se disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:02012R0648-20160112&from=EN>.

185 Sigla inglesa para European Systemic Risk Board.

A decisão relativa à equivalência atribuída às CCP estabelecidas no RU mitiga o risco de interrupção na atividade de compensação de derivados caso se venha a concretizar a saída do RU sem acordo prévio, até um ano depois desta data eventual. Desta forma, no prazo estabelecido, ficam reduzidos os riscos operacionais e custos acrescidos associados a uma transferência forçada, em larga escala, dessas posições para CCP alternativas num curto período de tempo.

No que concerne à concessão de licença de atividade na UE-27 das instituições financeiras com sede no RU, bem como à atividade das instituições da UE-27 no RU, as respetivas autoridades têm vindo a adotar medidas no sentido de evitar congestionamentos perto da data prevista para o *Brexit*, bem como a reduzir a incerteza associada aos procedimentos administrativos necessários. Em particular, o BCE e o Banco de Portugal disponibilizam nas respetivas páginas de internet<sup>186</sup> os procedimentos necessários para a realocação de bancos para a UE, bem como a resposta às perguntas mais frequentes (FAQ, acrónimo na língua inglesa para *Frequently Asked Questions*).

Por seu lado, a 28 de outubro de 2018<sup>187</sup>, o BoE divulgou um conjunto de informação relativo à respetiva política de regulação e supervisão no âmbito da saída do RU da UE, que inclui os termos do regime de autorização temporário<sup>188</sup>, mediante o qual as instituições financeiras detentoras do designado “passaporte europeu”<sup>189</sup> podem continuar a operar no RU enquanto decorrem os trâmites legais do pedido de autorização à autoridade inglesa após a efetivação do *Brexit*.

Nos dois casos, o objetivo central é garantir que, de acordo com as recomendações da Comissão Europeia e da EBA<sup>190</sup>, as instituições preparam a transição com antecedência e de forma proativa. No âmbito das ações promovidas pela EBA, foi solicitado às autoridades de supervisão que fizessem um levantamento das exposições das instituições da respetiva jurisdição a contrapartes residentes no RU, em particular no que concerne a operações de derivados. Seguidamente apresentam-se os resultados do estudo desenvolvido pelo Banco de Portugal, no que respeita à caracterização desta exposição, bem como às estratégias adotadas pelas instituições para mitigar o risco associado ao *Brexit*.

## Resultados do inquérito às instituições residentes em Portugal sobre a exposição em derivados de mercado de balcão a contrapartes residentes no Reino Unido

O estudo abrange a totalidade das instituições de crédito nacionais com operações em contratos de derivados em mercado de balcão (OTC, sigla em inglês para *Over the Counter*, por contraposição a transações efetuadas em mercados organizados). São consideradas todas as operações realizadas neste âmbito, incluindo as operações sujeitas a compensação em contrapartes centrais (CCP) e as operações *uncleared* em que a contraparte final é uma instituição financeira (designados como contratos bilaterais).

186 Disponível, respetivamente, em: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/relocating/html/index.en.html> e <https://www.bportugal.pt/page/informacoes-sobre-o-brexit-para-o-setor-financeiro>.

187 Ver: <https://www.bankofengland.co.uk/news/2018/october/boes-approach-to-amending-financial-services-legislation-under-the-eu-withdrawal-act-2018>.

188 O *Temporary Permissions Regime* (TPR), encontra-se disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/eu-withdrawal/temporary-permissions-regime>.

189 O chamado “passaporte europeu” permite que uma instituição financeira que tenha uma licença atribuída num determinado Estado-Membro esteja autorizada a fornecer serviços financeiros noutro Estado-Membro.

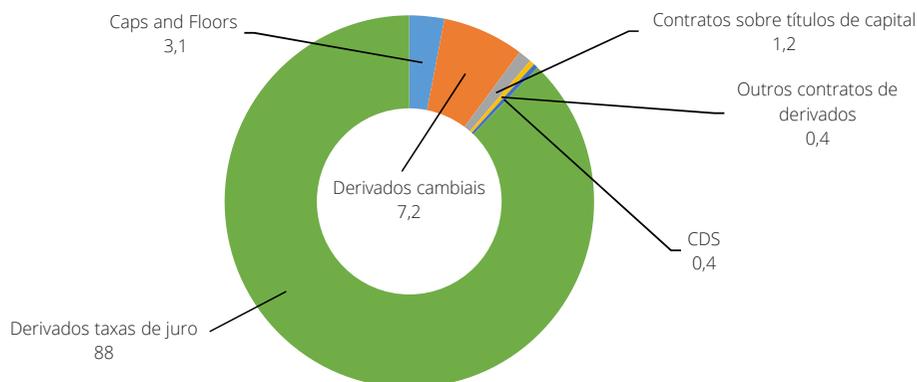
190 Disponível em: <https://eba.europa.eu/documents/10180/2137845/EBA+Opinion+on+Brexit+preparations+%28EBA-Op-2018-05%29.pdf>.

Na data de referência do inquérito<sup>191</sup>, o valor de mercado positivo das operações em derivados OTC representava 0,25% do ativo das instituições de crédito no final do terceiro trimestre de 2018, enquanto o valor de mercado negativo ascendia a cerca de 0,39% daquele agregado. Refira-se adicionalmente que os cinco maiores bancos representavam mais de 90% do total das exposições.

Cerca de um terço dos contratos foram celebrados para negociação, enquanto os restantes têm como objetivo garantir a cobertura de riscos da carteira bancária ou da emissão de títulos (passivo). Em termos da ótica de negociação, as instituições optaram, muitas vezes, por estratégias de posições fechadas, limitando a tomada de risco. No que respeita às operações de cobertura, estas destinavam-se, em grande parte, à cobertura de risco de taxa de juro de operações de crédito ou de obrigações na carteira de títulos (ativo) ou à cobertura de riscos de taxa de juro de obrigações emitidas (passivo).

A finalidade relativamente à qual as operações foram contratadas reflete-se também na distribuição do valor nominal dos derivados por tipo de derivado (Gráfico C1.1). Assim, verifica-se a predominância de derivados de taxa de juro (88%), podendo ainda ser incluídos nesta categoria os contratos de derivados com limites aos valores máximo e mínimo da taxa de juro (designados na língua inglesa por *caps* e *floors*). Observa-se, ainda, que as instituições compraram opções para cobertura de riscos relativos à remuneração de depósitos estruturados, quando esta remuneração se encontra indexada à taxa de remunerações de cabazes de instrumentos.

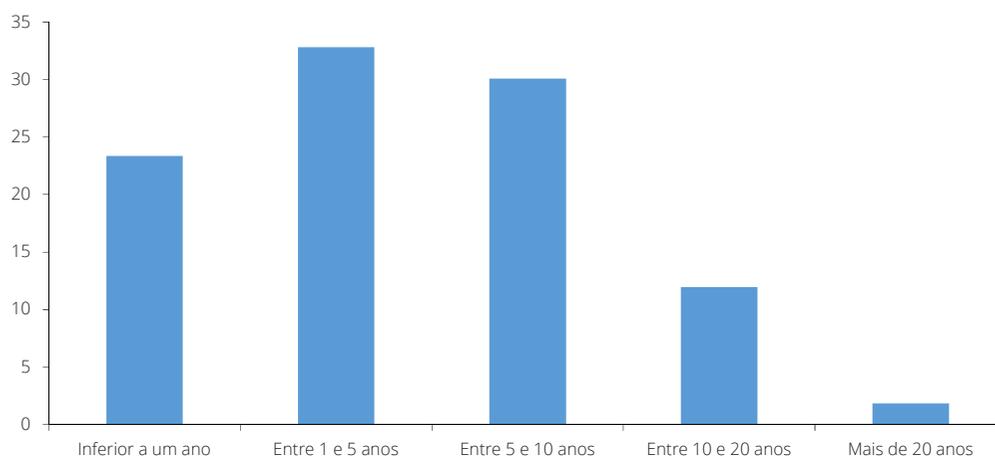
**Gráfico C1.1 • Distribuição do valor nominal dos contratos de derivados com contrapartes do RU, por tipo | Em percentagem**



Em termos da distribuição por maturidade (Gráfico C1.2), os contratos reportados pelas instituições apresentam uma maturidade média inicial de 4,8 anos e uma maturidade média residual de 4,2 anos. Mais uma vez, estes prazos contratuais refletem o objetivo subjacente à sua realização, ou seja, a cobertura de risco de taxa de juro do balanço das instituições.

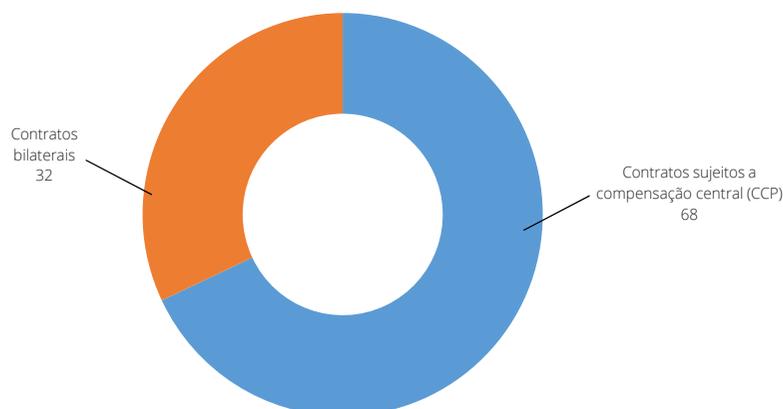
191. Inquérito com data de referência 31 de outubro de 2018.

**Gráfico C1.2 • Distribuição do número de contratos de derivados com contrapartes do RU, por maturidade original | Em percentagem**



O valor nominal das operações compensadas através de contrapartes centrais representava cerca de 68% do total de operações em derivados com contrapartes no Reino Unido, sendo as restantes operações realizadas de forma bilateral (Gráfico C1.3).

**Gráfico C1.3 • Distribuição do valor nominal dos derivados com contrapartes do RU – compensados em CCP ou bilaterais | Em percentagem**



Verifica-se que a maior parte da exposição das instituições portuguesas a contrapartes no RU se concentra em derivados de taxa de juro (IRD, sigla inglesa para *interest rate derivatives*), contratos sobretudo para a cobertura do risco de balanço, observando-se que cerca de 70% destas operações são compensadas em CCP. Dadas as disposições constantes no EMIR relativamente à compensação obrigatória de derivados padronizados em CCP e as subsequentes decisões da ESMA neste âmbito, que estabelecem esta obrigatoriedade para um conjunto de IRD, a eventual desqualificação das CCP localizadas no RU causaria impactos negativos na respetiva atividade.

A maioria das instituições inquiridas que reportou a existência de transações compensadas em contrapartes centrais não são membros diretos de CCP localizadas no RU, realizando a compensação das respetivas transações através de um intermediário (*broker*, na língua inglesa). Várias instituições pretendem transferir a compensação central de novos contratos de derivados de taxa de juro para uma CCP localizada na EU-27. No entanto, tendo em conta a decisão de

equivalência tomada pela ESMA, e sobretudo para transações já existentes, outras instituições referem que irão continuar a utilizar os serviços das CCP localizadas no RU. As instituições que realizam a compensação recorrendo a *brokers* estão a negociar a transferência dos contratos para intermediários localizados na UE-27, os quais muitas vezes pertencem ao grupo com o qual a instituição portuguesa tinha o contrato antes do *Brexit*.

No caso de contratos bilaterais já existentes, algumas instituições referiram estar a proceder à sua transferência para contrapartes na UE-27, utilizando a possibilidade de estes novos contratos manterem o estatuto de isenção, ou seja, sem passarem a estar sujeitos às obrigações de compensação e de aplicação de margens impostas pelo EMIR<sup>192</sup>. Numa minoria dos casos, as instituições preferiram a manutenção dos contratos existentes. Em termos da estratégia para novos contratos de derivados OTC, as instituições de crédito inquiridas pretendem negociar com contrapartes na UE-27.

Desta forma, pode concluir-se que as instituições estão conscientes dos riscos associados e das medidas tomadas pelas autoridades europeias, encontrando-se (i) a proceder à novação dos contratos bilaterais para contrapartes na UE-27 e (ii) em muitos casos, a negociar a transferência de contratos pré-existentes para compensação através de *brokers* entre as CCP localizadas no RU e CCP localizadas na UE-27. É, contudo, de referir numa minoria dos casos as instituições pretendem manter continuar a efetuar a compensação central de derivados através de CCP localizadas no RU.

192. Comunicação da CE em dezembro de 2018 e subsequentes decisões da ESMA.

## Caixa 2 • Riscos para a estabilidade financeira decorrentes das alterações climáticas

Desde 2015, na sequência do ímpeto proporcionado pela adoção da Agenda 2030 das Nações Unidas para o Desenvolvimento Sustentável<sup>193</sup> e do Acordo de Paris sobre as alterações climáticas<sup>194</sup>, o tema do desenvolvimento sustentável tem vindo a ganhar protagonismo crescente na agenda política internacional e a mobilizar importantes esforços na criação de iniciativas tendentes à promoção de um novo modelo de crescimento económico à escala global.

Na sua essência, este modelo visa uma maior integração nas políticas económicas de iniciativas que promovam a prosperidade duradoura das economias, centrado numa abordagem sensível não só às questões económicas, mas também ambientais e de coesão social. Neste contexto, importa salientar a responsabilidade que incumbe, a montante, aos decisores políticos quanto à definição e execução de políticas económicas que visem a promoção estratégica de determinados modelos de atividade e a criação de eventuais incentivos específicos à concretização desses objetivos (e.g. por via da fiscalidade). Medidas como o imposto sobre o carbono, por exemplo, são determinantes para criar um quadro de incentivos conducentes a menores níveis de emissão de gases com efeito de estufa e, assim, assegurar a transição gradual para uma economia mais sustentável.

A latitude dos desafios que se colocam neste processo transformacional das economias implica o envolvimento transversal de todas as vertentes da sociedade à escala global – onde se inclui, naturalmente, o setor financeiro. Nessa medida, o debate político tem dedicado especial atenção à questão dos recursos financeiros (públicos e privados) que se afiguram necessários mobilizar para atingir esse objetivo. Num contexto em que os incentivos a nível político sejam criados, é expectável que o financiamento sustentável<sup>195</sup> comece gradualmente a ganhar relevância na transição para um novo modelo económico e que, paralelamente, o sistema financeiro se (re)posicione na prossecução da sustentabilidade do seu negócio tendo em conta as diferentes dimensões da sustentabilidade económica.

A Comissão Europeia estima que o financiamento destas iniciativas necessitará de um elevado envolvimento do setor financeiro na mobilização/reorientação de fundos privados, na medida em que a escala (e os desafios) dessas necessidades de investimento excedem largamente a capacidade de apoio do setor público<sup>196</sup>. Neste contexto, a Comissão Europeia apresentou em março de 2018 um plano de ação visando definir uma estratégia abrangente para estreitar a ligação entre o sistema financeiro e a prossecução de um modelo económico assente nos objetivos da agenda da União Europeia para o clima e o desenvolvimento sustentável. Neste quadro, adotou, em maio desse ano, um conjunto de iniciativas legislativas<sup>197</sup>, designadamente:

- Proposta de Regulamento para criação de um quadro promotor de investimento sustentável, tendo em vista a definição gradual de um sistema de classificação unificado (taxonomia) acerca das atividades que poderão ser classificadas como ambientalmente sustentáveis;

193. Na cimeira da ONU, realizada entre 25 e 27 de setembro de 2015, em Nova Iorque, foi adotada uma agenda ambiciosa com vista à erradicação da pobreza e ao desenvolvimento económico, social e ambiental à escala global até 2030, conhecida como “Agenda 2030” para o Desenvolvimento Sustentável, a qual integra 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável assentes nas vertentes do ambiente, sociedade e *governance* – para mais detalhe sobre a “Agenda 2030” vide <https://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals/>.

194. O Acordo de Paris, assinado em 12 de dezembro de 2015, reafirmou o objetivo de manter o aumento da temperatura média mundial abaixo dos 2.º C e de prosseguir todos os esforços no sentido de limitar o aumento da temperatura a 1,5º C.

195. Provisão de financiamento levando em conta considerações ambientais, sociais e de governo das sociedades (na sigla inglesa, ESG – *environmental, social and governance factors*).

196. Segundo a Comissão Europeia, serão necessários cerca de €180 mil milhões (em 2018, tal corresponderia a aproximadamente 1% do PIB da União Europeia), anualmente, de investimentos adicionais para atingir as metas da União Europeia para 2030 fixadas no Acordo de Paris, incluindo uma redução de 40% nas emissões de gases com efeito de estufa.

197. <https://ec.europa.eu/info/publications/180524-proposal-sustainable-finance>.

- Proposta de Regulamento<sup>198</sup> sobre divulgação de informação relativa a investimentos sustentáveis e riscos de sustentabilidade, para sujeição dos investidores institucionais e gestores de ativos a requisitos de divulgação acerca da integração de fatores ESG nos seus processos de gestão de risco e de aconselhamento aos clientes;
- Proposta de Regulamento<sup>199</sup> sobre índices de referência, tendo em vista a criação de uma nova categoria de “benchmarks” (incl. “benchmarks” de “low carbon” e “positive carbon impact”), que proporcionem aos investidores melhores informações sobre a pegada ambiental dos seus investimentos.

Para além do plano institucional, observa-se igualmente um interesse crescente por parte dos investidores nos mercados financeiros em torno desta temática (bem como por parte dos Bancos Centrais nas áreas de gestão de reservas), procurando imprimir nas suas estratégias e decisões de investimento as suas preferências e motivações relacionadas com fatores ESG – onde se inclui o interesse pelos denominados “green bonds”<sup>200</sup> emitidos tanto por sociedades financeiras e não financeiras, como por soberanos e entidades supranacionais<sup>201</sup>. Esse novo prisma nas decisões de investimento reflete, em parte, uma crescente preocupação com a “pegada” ou benefícios dos investimentos para a economia real<sup>202</sup>, sem descurar a vertente do retorno financeiro. Esta profunda mudança de paradigma envolve também a passagem para uma lógica de investimento de muito longo prazo – “patient capital”, a que alude o relatório do grupo de peritos da Comissão Europeia em financiamento sustentável<sup>203</sup> – por oposição ao “short termism” inerente ao objetivo da maximização de lucros no curto prazo.

Do ponto de vista da salvaguarda da estabilidade financeira, é fundamental prosseguir-se nos trabalhos tendentes a compreender a extensão e canais de transmissão dos desafios estruturais que se colocam à economia e ao sistema financeiro, em particular, visando assegurar uma correta identificação e concomitante gestão dos riscos emergentes das alterações climáticas. As alterações climáticas constituem-se efetivamente como uma fonte de riscos financeiros, usualmente agrupados em duas categorias: riscos físicos e riscos de transição.

Os riscos físicos refletem a ocorrência e crescente intensidade de catástrofes naturais, fenómenos suscetíveis de gerar, entre outras, perdas financeiras avultadas<sup>204</sup>. Dependendo da sua dimensão, estes eventos podem afetar áreas mais circunscritas ou produzir efeitos sistémicos sobre a economia (e.g. danos nas estruturas produtivas, custos sociais acrescidos relacionados com saúde e desemprego) e, conseqüentemente, sobre o sistema financeiro. Estes eventos evidenciam também a existência de riscos potenciais que impendem sobre a sustentabilidade do sistema financeiro e sobre a estabilidade financeira, como sejam a sujeição a custos elevados e inesperados com o pagamento de indemnizações, a redução de valor de colaterais de operações, ou a exposição a determinados ativos mais vulneráveis a riscos de alterações climáticas e conseqüente materialização do

198. Proposta de Regulamento alterador da Diretiva (UE) 2016/2341 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de dezembro de 2016, relativa às atividades e à supervisão das instituições de realização de planos de pensões profissionais (IRPPP).

199. Proposta de Regulamento alterador do Regulamento (EU) 2016/1011 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho de 2016, relativo aos índices utilizados como índices de referência no quadro de instrumentos e contratos financeiros ou para aferir o desempenho de fundos de investimento e que altera as Diretivas 2008/48/CE e 2014/17/UE e o Regulamento (UE) n.º 596/2014.

200. *Green bonds* são instrumentos financeiros destinados a financiar projetos com benefícios ambientais.

201. Embora não exista uma taxonomia para *green bond*, uma aproximação para a dimensão deste mercado é mencionada no relatório da *Climate Bonds Initiative*, que refere que a nível mundial, as emissões realizadas entre 2007 e 2018 totalizaram cerca de 521 mil milhões de dólares, dos quais 36% no mercado europeu (excluindo supranacionais). Vide <https://www.climatebonds.net/resources/reports/green-bonds-state-market-2018>.

202. O denominado “investimento de impacto”.

203. *High Level Expert Group on Sustainable Finance* (2018). “Financing a Sustainable European Economy” – vide [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf).

204. Nos últimos dez anos, o número de catástrofes naturais (riscos físicos) e a média dos respetivos custos económicos a nível global excederam a média observada nos últimos trinta anos. Para mais detalhes, veja-se Munich Reinsurance Company (2019), “Natural Catastrophe Review 2018” Geo Risks Research, NatCatSERVICE.

risco de crédito, com potencial impacto na respetiva solidez financeira. Tal reforça, por conseguinte, a necessidade de o sistema financeiro passar a incorporar fatores ESG nos processos de decisão, de avaliação de risco e de determinação dos preços.

Os riscos de transição refletem, em larga medida, a incerteza relativamente à forma como se irá desenrolar a mudança para uma economia de baixo carbono e, em particular, à velocidade de transição (“*soft*” vs “*hard landing*”). Salientam-se, a este respeito, possíveis mudanças fiscais relativamente às taxas sobre o carbono e a fixação de limites de emissões de CO<sub>2</sub> que poderão alterar o ritmo das transformações tecnológicas tendentes a uma redução significativa das emissões. Em maior ou menor grau, todas estas alterações são suscetíveis de produzir consequências materiais sobre o sistema financeiro (e.g. através de variações abruptas no valor de ativos), sendo estas tanto maiores quanto mais rápido for este processo. Num cenário benigno, contudo, esta transição será gradual e previsível, por forma a evitar disrupções (e.g. reavaliação abrupta dos preços de certos ativos e vendas massivas) e a garantir que os custos de ajustamento são acomodáveis. Deve-se, todavia, ter presente que quanto mais prolongado for o período de transição mais significativa tenderá a ser a materialização dos riscos físicos.

Importa referir que, no quadro atual, a avaliação das potenciais implicações deste tipo de ajustamento para a estabilidade financeira ainda não se encontra muito desenvolvida a nível europeu, existindo muitos desafios associados. Para além das questões, acima mencionadas, relacionadas com a falta de informação e com a sua fraca qualidade (e.g. níveis de emissões de CO<sub>2</sub> por setor, exposição de entidades a riscos de alterações climáticas) e com a taxonomia (in)existente, a integração de fatores climáticos nos modelos tradicionais de projeções económicas e análises de cenários encerram dificuldades práticas, desde logo pelas próprias características desses fatores (e.g. associados a horizontes temporais muito longos, eventualmente décadas, a não linearidade dos impactos). Acresce que, não tendo sido observado um ajustamento semelhante no passado, é particularmente difícil assumir pressupostos sobre: (i) a reconversão progressiva de alguns setores de atividade para uma economia “low-carbon” e (ii) os ritmos de transição, condicionados quer por desenvolvimentos tecnológicos quer por decisões de política económica. Apesar destas dificuldades, começam já a surgir os primeiros trabalhos que procuram quantificar o impacto de determinados cenários de transição energética sobre o setor financeiro<sup>205</sup>.

Importantes desafios se colocam também no plano da regulação prudencial do sistema financeiro. Conforme sublinha a Comissão Europeia<sup>206</sup> e o relatório do grupo de peritos constituído pela Comissão<sup>207</sup>, importa refletir acerca da eventual existência de disposições na legislação e regulação prudencial – mas também ao nível das normas contabilísticas – que possam estar a configurar obstáculos injustificados à prossecução de investimentos numa perspetiva de longo prazo e, por conseguinte, aos objetivos de desenvolvimento sustentável. Em particular, interessa avaliar (e quantificar) se as regras prudenciais permitem refletir, adequadamente, nos requisitos de capital das instituições a exposição aos riscos financeiros decorrentes de alterações climáticas (e.g. exposição a determinados setores mais vulneráveis) ou se poderão ser necessárias e justificadas alterações a esse enquadramento – sem distorcer ou colocar em causa a credibilidade e adequação das regras prudenciais, assentes na definição de requisitos ajustados ao risco.

205. Veja-se, a este respeito, Robert Vermeulen & Edo Schets & Melanie Lohuis & Barbara Kolbl & David-Jan Jansen & Willem Heeringa, 2018. “An energy transition risk stress test for the financial system of the Netherlands,” DNB Occasional Studies 1607, Netherlands Central Bank, Research Department. Adicionalmente, vide “A call for action Climate change as a source of financial risk,” Network for Greening the Financial System, April 2019. Este grupo foi criado em dezembro de 2017 e é constituído atualmente por 36 membros (Bancos Centrais e Supervisores, entre os quais 13 do Eurosistema, incluindo o Banco de Portugal e o Banco Central Europeu), tendo como objetivo central definir e promover as boas práticas a serem implementadas, e conduzir ou comissionar trabalho analítico sobre o financiamento sustentável.

206. Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho Europeu, ao Conselho, ao Banco Central Europeu, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões – Plano de Ação: Financiar um crescimento sustentável, de 8 de março de 2018 – vide <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>.

207. High Level Expert Group on Sustainable Finance (2018). “Financing a Sustainable European Economy” – vide [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf).

### Caixa 3 • Um indicador de risco sistémico cíclico em Portugal

Risco sistémico é comumente definido como o “risco de perturbação do sistema financeiro suscetível de ter consequências negativas graves no mercado interno e na economia real”.<sup>208</sup> Neste contexto, a monitorização da evolução do risco sistémico é um elemento importante na condução da política macroprudencial. Este risco é usualmente avaliado considerando duas perspetivas: estrutural e cíclica. A avaliação do risco sistémico estrutural compreende a análise da distribuição do risco entre agentes financeiros, focando-se, entre outros, na análise do risco de falência de instituições de importância sistémica ou nas ligações existentes entre instituições financeiras. A avaliação do risco sistémico cíclico, por sua vez, compreende a análise da acumulação de risco sistémico ao longo do tempo, centrando-se em captar a tendência das instituições financeiras para assumirem risco excessivo em períodos económicos favoráveis e em tornarem-se extremamente avessas ao risco em períodos de recessão económica ao ponto de condicionarem significativamente a oferta de crédito à economia. Esta potencial restrição excessiva na oferta de crédito em períodos económicos desfavoráveis pode dificultar o financiamento de investimentos viáveis das sociedades não financeiras e intensificar o abrandamento do consumo privado, podendo penalizar o crescimento económico no médio prazo. Já a tomada de risco excessivo em períodos “favoráveis” pode levar à acumulação de desequilíbrios macrofinanceiros nos restantes setores institucionais.

#### Indicador de risco sistémico cíclico

A presente caixa visa analisar a evolução cíclica do risco sistémico no sistema financeiro português através de um indicador composto desenvolvido por Lang et al. (2019). Este indicador de risco sistémico doméstico (IRSD) pretende captar de forma atempada a acumulação de desequilíbrios cíclicos gerados no setor privado não financeiro de determinado país.

Tendo por base evidência dos países da área do euro, o IRSD é definido como uma média ponderada de vários subindicadores normalizados que individualmente evidenciam boas propriedades de sinalização de acumulação de vulnerabilidades cíclicas antes da ocorrência de crises bancárias sistémicas.<sup>209,210,211</sup> Esta propriedade avançada de sinalização é de extrema importância no contexto da política macroprudencial, contribuindo para identificar períodos em que poderá ser necessário aumentar a resiliência do sistema financeiro de forma a limitar o impacto da potencial materialização do risco sistémico cíclico. Outra propriedade importante deste indicador é a possibilidade de permitir identificar facilmente os determinantes da evolução do risco sistémico cíclico, em cada momento do tempo.

De forma a abranger diferentes fontes de potencial acumulação de risco sistémico cíclico no sistema financeiro português, foi selecionado pelo menos um indicador de quatro das sete categorias de risco sugeridas na Recomendação do Comité Europeu de Risco Sistémico 2014/1 para monitorização do risco sistémico cíclico.<sup>212</sup> As categorias da Recomendação consideradas são: a) evolução do

208. Definição de risco sistémico incluída no Regulamento (UE) n.º 1092/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho.

209. O indicador composto é formalmente definido como  $IRSD_t = \sum_{j=1}^n \omega^j \cdot \tilde{x}_t^j$ , onde  $t$  representa a frequência temporal,  $\omega^j$  representa o ponderador do subindicador  $j$  no indicador composto,  $\tilde{x}_t^j$  representa o subindicador normalizado e  $n$  representa o número de subindicadores incluídos no indicador composto.

210. Uma crise bancária sistémica corresponde a um episódio de *stress* financeiro no sistema bancário que tem como consequência perdas generalizadas para os bancos e que pode afetar a atividade económica através de uma maior restritividade na concessão de crédito durante uma recessão económica, exacerbando a intensidade e duração desta.

211. Para mais detalhes sobre as propriedades de sinalização de crises financeiras sistémicas dos indicadores ver Lo Duca et al. (2017).

212. Para uma visão geral das categorias de risco recomendadas ver Recomendação do Comité Europeu de Risco Sistémico relativa a orientações para a fixação das percentagens de reserva contracíclica (CERS/2014/1).

crédito, b) potencial sobrevalorização dos preços dos imóveis, c) desequilíbrios externos e d) serviço da dívida do setor privado. Na sua essência, o IRSD, tal como proposto por Lang et al. (2019), inclui também como subindicador o índice dos preços de ações de forma a cobrir a categoria de risco “potencial valorização incorreta do risco”. Porém, devido à liquidez limitada e reduzida dimensão do mercado de capitais português, apenas se analisa a versão do indicador compósito que exclui este subindicador. A categoria “solidez do balanço dos bancos” presente na lista de categorias da Recomendação, é também excluída por se considerar que esta inclui indicadores que definem o nível de resiliência atual do sistema bancário face à materialização de riscos, e não a acumulação de risco *per se*. A sétima categoria de indicadores a monitorizar segundo a Recomendação é constituída por medidas derivadas de modelos que combinem o desvio do crédito em relação ao PIB com indicadores das outras categorias. Assim, esta categoria inclui os indicadores compósitos, como o IRSD, e por essa razão não foi considerada na construção deste indicador de risco sistémico cíclico. Para a categoria “evolução do crédito” selecionaram-se, por sua vez, dois indicadores, ao contrário das outras categorias, para as quais só foi selecionado um indicador. Isto resulta essencialmente do papel proeminente que a evolução do crédito tem nos desenvolvimentos do sistema financeiro que culminaram em crises financeiras de natureza sistémica. A seleção de dois indicadores desta categoria teve também em consideração potenciais alterações na estrutura de financiamento do setor privado não financeiro, permitindo detetar uma mudança entre intermediação financeira exclusivamente bancária e assegurada por instituições residentes e intermediação financeira assegurada por qualquer tipo de instituição financeira e/ou proveniente de qualquer área geográfica. Para o efeito selecionou-se simultaneamente um indicador baseado no crédito concedido por instituições financeiras residentes e um indicador baseado no crédito total.<sup>213</sup> Os cinco subindicadores escolhidos, em termos anualizados, são apresentados no Quadro C3.1<sup>214</sup>.

#### Quadro C3.1 • Taxa de variação anual do PIB | Em percentagem

| Categoria de risco                                | Indicadores  | Ponderador |
|---|--|------------|
| Evolução do crédito                               | Varição num período de dois anos do rácio entre o crédito bancário e o PIB   | 45%        |
|   | Taxa de variação num período de dois anos do crédito total real (deflacionado pelo índice harmonizado de preços no consumidor) | 5%         |
| Potencial sobrevalorização dos preços dos imóveis | Varição num período de três anos do rácio entre os preços da habitação e o rendimento  | 23%        |
| Desequilíbrios externos                           | Rácio entre o défice da balança corrente e o PIB   | 22%        |
| Serviço da dívida do setor privado                | Varição num período de dois anos do rácio entre o serviço da dívida e o rendimento   | 5%         |

Notas: A variação num período de N anos de um indicador é igual a  $x_t - x_{t-N}$ . A taxa de variação num período de N anos de um indicador é igual a  $\left(\frac{x_t - x_{t-N}}{x_{t-N}}\right) \times 100$ .

Para efeitos de operacionalização do indicador, os subindicadores são normalizados. Esta normalização consiste em subtrair a cada subindicador o valor da mediana e dividir pelo desvio-padrão, sendo estas estatísticas calculadas a partir de uma amostra que inclui todos os países da área euro de forma a não enviesar os resultados a desenvolvimentos específicos do país e do período temporal disponível, i.e.  $\tilde{x}_t = \frac{x_t - x_t^M}{x_t^{SD}}$ , onde  $\tilde{x}_t$  representa o indicador normalizado

213. Crédito inclui empréstimos e dívida titulada.

214. Anualização corresponde a dividir o valor do indicador pelo número de anos N, exceto para o rácio entre o défice da balança corrente e o PIB em que se considera a soma dos quatro trimestres mais recentes do défice e do PIB para obter um rácio de fluxos anuais.

e  $x_t^M$  e  $x_t^{SD}$  representam a mediana e o desvio padrão do indicador, respetivamente. Assim, o IRSD reflete o desvio médio ponderado dos subindicadores que o compõem face às suas medianas históricas, em múltiplos de desvios-padrão históricos.

A escolha dos ponderadores foi feita através da estimação de uma regressão linear de um indicador de vulnerabilidade, que assume o valor um num período considerado vulnerável e zero caso contrário, sobre os subindicadores escolhidos para comporem o IRSD. Para o efeito deste exercício um período vulnerável é definido como o período compreendido entre os doze a cinco trimestres antes de uma crise financeira sistémica.<sup>215</sup> A escolha desta variável dependente remete para o objetivo de sinalização antecipada de episódios de *stress* financeiro para que as instituições financeiras tenham tempo suficiente para realizarem os ajustamentos necessários que lhes permitam absorver as perdas durante uma crise financeira sistémica. Os coeficientes estimados para cada subindicador são utilizados para definir o ponderador que cada um tem no indicador compósito, impondo um ponderador mínimo de 5%. Na terceira coluna do Quadro C3.1 apresentam-se os ponderadores, sendo que se atribui 90% do peso ao conjunto de três dos subindicadores: rácio entre o crédito bancário e o PIB, rácio entre os preços da habitação e o rendimento e o rácio entre o défice da balança corrente e o PIB. Os restantes 10% são divididos, em partes iguais, entre o serviço da dívida em relação ao rendimento e o crédito total real. De realçar que a distribuição dos ponderadores do indicador compósito destaca os fatores que estiveram na génese de muitas das crises financeiras sistémicas ocorridas nos países da área euro, ou seja, os desenvolvimentos de crédito, a sobrevalorização dos preços do mercado imobiliário residencial e o endividamento externo.

### Evolução do indicador de risco sistémico cíclico em Portugal

O Gráfico C3.1 apresenta o IRSD para Portugal e a sua decomposição entre os contributos dos vários subindicadores, entre o início de 1991 e o quarto trimestre de 2018.

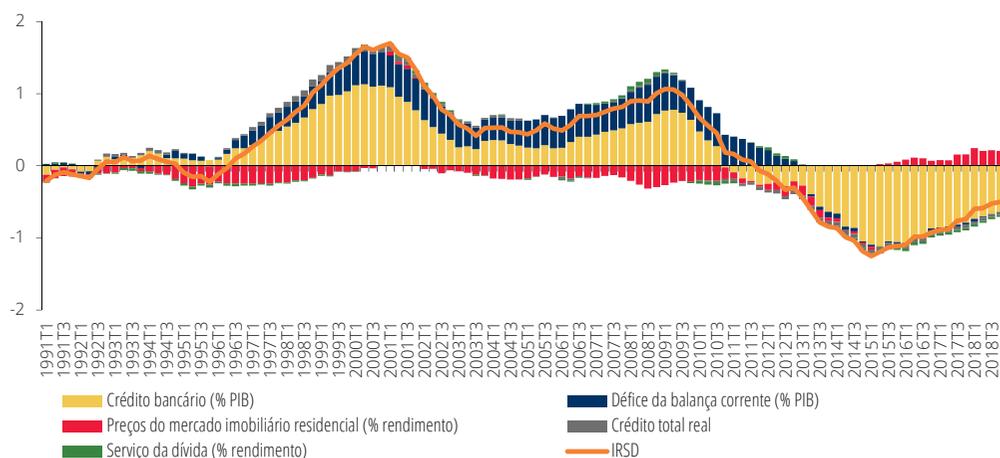
O início da década de 1990 em Portugal foi marcado pela conclusão, em 1992, do processo de liberalização financeira, iniciado em meados dos anos 1980. Este período foi também caracterizado por elevadas taxas de crescimento económico e pelo processo de convergência do rendimento português para os níveis que prevaleciam nos países mais ricos da União Europeia na sequência da entrada, em 1986, na Comunidade Económica Europeia (CEE). Apesar destas alterações profundas no sistema financeiro português, o indicador compósito não sinalizou a acumulação de risco sistémico cíclico durante este período.

A segunda metade da década de 1990 foi caracterizada pelo processo de convergência nominal da economia portuguesa decorrente da preparação para a participação na área do euro. Neste contexto, as políticas orçamental e monetária foram conduzidas com o objetivo de garantir a manutenção da estabilidade nominal e, assim, cumprir os critérios de convergência. A redução acentuada da taxa de inflação traduziu-se numa forte queda das taxas de juro nominais de longo e curto prazos, o que conjugado com a liberalização do setor financeiro proporcionaram condições de financiamento mais favoráveis e uma redução das restrições de liquidez dos agentes económicos nacionais. As perspetivas de maior integração económica e financeira e as expectativas de um aumento sustentado do rendimento *per capita* em combinação com a perspetiva de taxas de juro estruturalmente mais baixas e menos voláteis estimularam a antecipação das despesas de consumo e de investimento de particulares e sociedades não financeiras. Este nível de despesa foi essencialmente financiado por empréstimos bancários e teve um impacto significativo no nível

215. As crises financeiras sistémicas consideradas correspondem às crises sistémicas relevantes para a política macroprudencial que resultaram de fatores puramente domésticos ou de uma combinação de fatores internos e externos tal como identificadas em Lo Duca et al. (2017) para os países da área euro, Reino Unido, Suécia e Dinamarca.

de endividamento externo e interno do país durante este período, situação detetada pelo indicador de risco sistémico cíclico que sinaliza a intensificação de vulnerabilidades relacionadas com o défice da balança corrente e com o crédito bancário face ao PIB. Neste enquadramento, a procura de habitação por parte dos particulares foi especialmente dinâmica, contudo, a transição para um novo equilíbrio económico ocorreu sem sinais de sobrevalorização dos preços dos ativos, em particular dos preços da habitação. De facto, os desenvolvimentos nos preços do mercado imobiliário residencial contribuíram negativamente para a evolução do IRSD neste período.

**Gráfico C3.1 • Evolução do IRSD e decomposição dos contributos dos subindicadores**  
| Desvios padrão em relação à mediana



Fontes: Banco Central Europeu, Banco de Pagamentos Internacionais (BIS) e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: Última observação: 2018T4 sob hipótese de que o subindicador relativo ao rácio entre o serviço da dívida e o rendimento mantém o valor de 2018T3. O contributo de cada subindicador para a evolução do IRSD é obtido a partir da multiplicação entre o valor observado do subindicador e o seu ponderador.

A partir do segundo semestre de 2000 registou-se uma moderação na atividade económica na área do euro refletindo o enfraquecimento da procura externa em parte determinada pelo aumento dos preços do petróleo em 2000, pelos sinais de forte desaceleração da economia norte-americana a partir de 2001 e pela instabilidade nos mercados financeiros internacionais. Neste enquadramento, o processo de convergência real da economia portuguesa é interrompido, registando-se um abrandamento da procura interna resultante da continuada deterioração da confiança dos consumidores e da necessidade de servir a dívida contraída nos anos anteriores. Entre 2001 e 2003, o crédito bancário ao setor privado não financeiro evidenciou uma tendência de desaceleração, apesar de ter mantido taxas de variação acima do rendimento disponível e do PIB nominal. Contudo continuou-se a observar um aumento do rácio de endividamento do setor privado não financeiro, mas a um ritmo mais lento do que até então. Este abrandamento no crédito concedido refletiu por um lado os níveis elevados de endividamento atingidos e por outro fatores explicativos da procura de crédito, como sejam o menor dinamismo da atividade económica ou o clima de incerteza internacional. Tal conduziu a uma redução do consumo e do investimento, que condicionou negativamente as perspetivas de evolução económica em Portugal. Este comportamento de desaceleração do crédito foi determinante para o forte ajustamento do indicador de risco sistémico cíclico entre 2001 e 2003. Simultaneamente, entre 2000 e 2003, observou-se um ajustamento do défice da balança corrente, refletindo principalmente a desaceleração da procura interna, que contribuiu positivamente para a redução do nível de risco sistémico cíclico face ao período anterior. No entanto, este ajustamento do défice, não deixou de implicar a continuação da acumulação de défices externos, contribuindo, assim, para a manutenção da trajetória de aumento da dívida externa portuguesa.

O período compreendido entre o final de 2003 até ao início da crise financeira global foi caracterizado por uma nova intensificação das vulnerabilidades, ainda que a um ritmo mais lento e gradual do que o observado entre 1996 e final de 2000. Neste período, assistiu-se a um cenário de fortalecimento da atividade económica mundial que, em Portugal, teve um contributo relativamente forte da procura interna, implicando um agravamento significativo do défice da balança corrente, por via da deterioração da balança de mercadorias, e do endividamento do setor privado não financeiro. Subjacente a este endividamento esteve a redução das restrições de liquidez associada ao nível historicamente baixo das taxas de juro que prevaleciam na área do euro. Em 2006, o aumento gradual das taxas de juro de referência do BCE, iniciado em dezembro de 2005, não é incorporado integralmente nas expectativas dos agentes económicos, já que se continuou a verificar uma compressão das margens praticadas pelos bancos. A esta compressão das margens acresce a menor restritividade nos critérios usados na avaliação de solvabilidade dos clientes, tais como o alongamento das maturidades da dívida ou uma maior flexibilidade no rácio empréstimo-valor da garantia (em inglês, *loan-to-value ratio*) exigidos, que a par da inovação financeira no mercado do crédito permitiu sustentar o aumento do endividamento do setor privado não financeiro. Este período de intensificação de vulnerabilidades é captado pelo indicador compósito que identifica os desenvolvimentos do crédito bancário e do défice da balança corrente como os fatores que mais contribuíram para um ambiente de maior risco sistémico cíclico de 2003 até meados de 2009. Contudo, neste período, não se verificaram valorizações excessivas dos preços dos ativos imobiliários, com a variação acumulada do índice de preços da habitação a situar-se, entre 2001 e 2007, em cerca de metade da variação do índice de preços no consumidor.

O período de 2009 a 2015 refletiu a significativa desaceleração da atividade económica mundial, num quadro de agravamento das tensões nos mercados financeiros internacionais, decorrente da crise financeira global e da crise da dívida soberana na área do euro. Neste período observa-se uma correção abrupta do indicador de risco sistémico cíclico e, a sua decomposição nos contributos dos subindicadores, permite identificar uma alteração, a partir de 2013, nos principais fatores subjacentes à evolução do risco sistémico cíclico em Portugal, como mais abaixo se detalha. A redução da procura interna, decorrente das condições económicas desfavoráveis, traduziu-se numa queda da procura agregada, induzindo uma significativa redução das importações de bens e serviços o que, aliado a um aumento das exportações contribuiu para que o equilíbrio da balança corrente fosse alcançado em 2013. De facto a partir desta data o contributo deste indicador para o risco sistémico cíclico é muito reduzido. A oferta de crédito continuou a ser condicionada por um elevado nível de aversão ao risco por parte dos bancos, num contexto de elevada incerteza e alto nível de endividamento e de deterioração da situação financeira das sociedades não financeiras e dos particulares, o que se refletiu no prolongamento do ajustamento do endividamento do setor privado não financeiro. Após fortes restrições no acesso dos bancos portugueses aos mercados de dívida por grosso que ocorreram no início deste período, o custo de financiamento dos bancos manteve-se elevado, ainda que as taxas de juro dos depósitos se tenham reduzido, beneficiando das medidas de política monetária do BCE. A evolução negativa do crédito bancário em relação ao PIB contribuiu de forma significativa para a redução do nível de risco sistémico a partir de 2013. De realçar ainda que a partir do início da crise financeira global, houve uma correção dos preços no mercado imobiliário residencial num contexto de subvalorização dos preços, o que justifica o impacto mais pronunciado do subindicador do rácio entre os preços da habitação e o rendimento para a diminuição do risco sistémico cíclico.

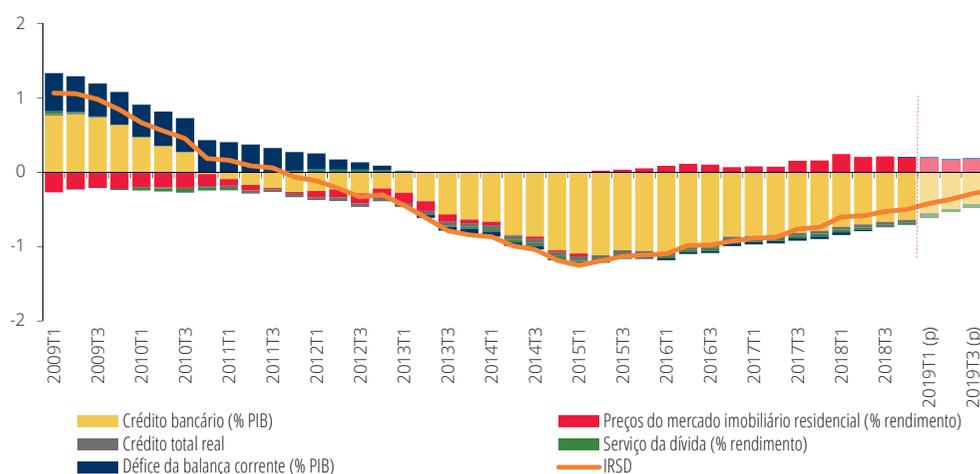
A partir de 2015 inicia-se um período de recuperação, mas não de expansão, do ciclo de crédito após as crises financeira e da dívida soberana na área do euro. Este período é caracterizado por um maior dinamismo da procura interna e externa e pela melhoria das condições monetárias e financeiras, para o que contribuiu o conjunto de medidas de política monetária adotadas pelo BCE. Adicionalmente, o processo de desalavancagem do setor privado não financeiro, iniciado em 2009, mantém-se de

2015 até 2018, mas a um ritmo mais lento devido à estabilização das condições de financiamento dos bancos, às taxas de juro historicamente baixas e à melhoria dos indicadores de confiança e das perspetivas de crescimento económico. Esta evolução reflete-se numa inversão da trajetória do IRSD, essencialmente motivada pela evolução do subindicador relacionado com o crédito bancário. A par deste contexto de recuperação no mercado de crédito, o subindicador associado aos preços da habitação, que até 2015 tinha contribuído de forma negativa para a definição do ambiente de risco sistémico cíclico, inverte a sua contribuição, em linha com a recuperação dos preços no mercado imobiliário residencial em Portugal, observada desde o quarto trimestre de 2013, e a evidência de alguma sobrevalorização dos preços em termos agregados, desde o primeiro trimestre de 2018.<sup>216</sup> Apesar de historicamente este subindicador não se ter revelado um indicador avançado de sinalização de risco sistémico cíclico para Portugal, é-o para muitos países da área euro e o seu maior ponderador no IRSD torna o indicador composto robusto aos desenvolvimentos do mercado imobiliário residencial português. Por outro lado, a redução muito significativa das necessidades de financiamento externo, um dos aspetos mais marcantes do processo de ajustamento da economia portuguesa, na sequência do forte ajustamento da procura interna e do crescimento das exportações, explica a manutenção do contributo muito reduzido do défice da balança corrente neste período.

### Perspetivas de curto prazo para o indicador de risco sistémico

Apesar das propriedades avançadas de sinalização de risco do IRSD, a sua utilização para a monitorização do risco sistémico cíclico em tempo real poderá estar condicionada pelo desfasamento temporal na divulgação de alguns dos indicadores subjacentes, que poderá chegar a atingir três trimestres. Assim, com o objetivo de se ter um indicador com informação mais atempada, calculou-se o IRSD utilizando as projeções publicadas no *Boletim Económico* de dezembro de 2018 correspondentes ao contributo do Banco de Portugal para as projeções do Eurosistema divulgadas pelo Banco Central Europeu. A versão do IRSD que incorpora um ano de projeções para os subindicadores, estendendo-se até ao quarto trimestre de 2019, é apresentada no Gráfico C3.2.

**Gráfico C3.2 • Projeção do IRSD e sua decomposição em subindicadores | Desvios padrão em relação à mediana**



Fontes: Banco Central Europeu, Banco de Pagamentos Internacionais (BIS) e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: Última observação: 2018T4 sob hipótese de que o subindicador relativo ao rácio entre o serviço da dívida e o rendimento mantém o valor de 2018T3. A linha vermelha a tracejado representa o início do exercício de projeção (p). As hipóteses implícitas na projeção do IRSD são: (i) o contributo do serviço da dívida em relação ao rendimento mantém-se constante no horizonte de projeção e (ii) a taxa de variação do crédito total é idêntica à taxa de variação do crédito bancário.

216. Para mais detalhes sobre a evolução dos preços no mercado imobiliário ver *Relatório de Estabilidade Financeira* do Banco de Portugal de dezembro de 2018.

Num contexto de aumento de rendimento disponível e continuação de baixas taxas de juro é de esperar que o índice de preços da habitação continue a crescer acima do índice de preços no consumidor, ainda que se verifique alguma perda de dinamismo no mercado imobiliário residencial. No contexto da recuperação, atual e projetada, do rendimento disponível, a perda de dinamismo dos preços da habitação reflete-se na manutenção do reduzido contributo do rácio entre os preços da habitação e o rendimento para o aumento do risco sistémico cíclico no horizonte de projeção de 1 ano. O défice da balança corrente (em percentagem do PIB) permanecerá em níveis reduzidos de acordo com as projeções, o que explica o contributo também reduzido deste subindicador para a evolução do IRSD até ao quarto trimestre de 2019. Adicionalmente é projetado que persista a tendência de redução dos níveis de endividamento dos particulares e das sociedades não financeiras em relação ao rendimento disponível e PIB, respetivamente, embora esta redução ocorra a um ritmo progressivamente menor do que o observado no passado mais recente. Esta situação traduz-se num contributo cada vez menor do rácio entre o crédito bancário e o PIB para a redução do nível de risco sistémico cíclico.

Ainda que se tenha de ter em consideração toda a incerteza que envolve análises prospetivas, este exercício revela que o indicador compósito de risco sistémico cíclico para Portugal continuará a trajetória de recuperação no curto prazo, mas permanecendo em níveis ainda bastante abaixo dos registados antes da crise económica e financeira. Esta situação reflete essencialmente o maior dinamismo na procura de crédito por parte do setor privado não financeiro na sequência da recuperação económica e dos níveis de confiança.

## Referências

Bonfim, D. e Monteiro, N. (2013). "A implementação do buffer de capital contracíclico: regras versus discricionariedade". Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira*, novembro, pp. 93-118.

Lang, J. H., Izzo, C., Fahr, S., & Ruzicka, J. (2019). "Anticipating the bust: a new cyclical systemic risk indicator to assess the likelihood and severity of financial crises". *ECB Occasional Paper No 219*.

Detken, C., Weeken, O., Alessi, L., Bonfim, D., Boucinha, M., Castro, C., Frontczak, S., Giordana, G., Giese, J., Jahn, N., Kakes, J., Klaus, B., Lang, J., Puzanova, N., Welz, P. (2014). "Operationalising the countercyclical capital buffer: indicator selection, threshold identification and calibration options". *ESRB Paper Series No 5*.

Lo Duca, M., A. Koban, M. Basten, E. Bengtsson, B. Klaus, P. Kusmierczyk, J. H. Lang, C. Detken (editor), T. Peltonen (editor) (2017), "A new database for financial crises in European countries". *ECB Occasional Paper No 194*.

Recomendação do Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS/2014/1) relativa a orientações para a fixação das percentagens de reserva contracíclica, disponível em: [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2014/140630\\_ESRB\\_Recommendation.pt.pdf?5a01834f8acac12b2e6590522871b024](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2014/140630_ESRB_Recommendation.pt.pdf?5a01834f8acac12b2e6590522871b024).

#### Caixa 4 • Avaliação da Recomendação macroprudencial relativa a novos créditos à habitação e ao consumo

A 29 de maio foi publicado o Relatório de acompanhamento da Recomendação macroprudencial no âmbito de novos contratos de crédito a consumidores<sup>217</sup> que constitui uma primeira avaliação sobre os primeiros meses desde a entrada em vigor desta Recomendação<sup>218</sup>.

Recorde-se que, em fevereiro de 2018, o Banco de Portugal anunciou a entrada em vigor de uma medida macroprudencial incidente sobre os critérios utilizados pelas instituições na concessão de novos créditos à habitação, crédito com garantia hipotecária ou equivalente e crédito ao consumo. Esta medida foi implementada em julho de 2018 e visa assegurar que as instituições de crédito e sociedades financeiras não assumam riscos excessivos na concessão de novo crédito e garantir que os mutuários tenham acesso a financiamento sustentável. Assim, a Recomendação limita o crédito a mutuários com perfil de risco mais elevado, permitindo também acomodar a expectável subida das taxas de juro e a provável redução do rendimento do mutuário no momento da sua passagem à reforma. Note-se que a Recomendação não pretende afetar a generalidade da concessão de crédito, nem os desenvolvimentos do mercado imobiliário *per se*, podendo, no entanto, ter um efeito mitigador do potencial risco de *feedback loop* entre o crédito concedido internamente e os preços do imobiliário.

Esta medida macroprudencial vem reforçar a importância de promover uma avaliação adequada do risco do crédito a consumidores já abordada por um conjunto de iniciativas legais da União Europeia e a nível nacional. O Aviso n.º 4/2017, de 23 de junho, prevê igualmente que a celebração de um contrato de crédito com um consumidor só deve ocorrer quando o resultado da avaliação da sua solvabilidade indique a viabilidade de cumprimento das obrigações do contrato de crédito nos termos propostos. A exigência de garantias poderá apenas resultar da avaliação da solvabilidade do mutuário, mitigando riscos identificados no decurso dessa avaliação.

Face à desejada natureza preventiva da medida macroprudencial, o Banco de Portugal teve em consideração o contexto caracterizado por baixas taxas de juro, recuperação económica, subida dos preços do imobiliário, elevado endividamento e reduzida taxa de poupança das famílias. Neste enquadramento, o Banco de Portugal entendeu introduzir limites: (i) ao rácio entre o montante total dos contratos de crédito garantidos por um determinado imóvel e o mínimo entre o valor de aquisição e o valor de avaliação do imóvel dado em garantia (rácio designado, na língua inglesa, por *loan-to-value* – LTV); (ii) o rácio entre o montante total das prestações mensais associadas à totalidade dos empréstimos detidos pelo mutuário (assumindo-se prestações constantes e tendo em conta o impacto de um aumento da taxa de juro) e o rendimento mensal líquido de impostos e contribuições obrigatórias à Segurança Social, ajustado à idade do mutuário no final do contrato e à respetiva situação profissional (rácio designado, na língua inglesa, por *debt service-to-income* – DSTI); e (iii) a maturidade original dos empréstimos. A Recomendação estabelece ainda que as novas operações de crédito devem ter pagamentos regulares de capital e juros (Quadro C4.1).

A aplicação simultânea destes limites contribui para o reforço da eficácia desta medida. De facto, os limites ao rácio LTV podem deixar de ser restritivos num contexto de subida de preços da habitação, o que justifica a sua combinação com os limites ao rácio DSTI e destes com a maturidade. Com efeito, os limites ao rácio DSTI atuam como estabilizadores automáticos, dado que se

217. Disponível na página da internet do Banco de Portugal, [https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/acompanhamento\\_recomendacao\\_macroprudencial\\_2019.pdf](https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/acompanhamento_recomendacao_macroprudencial_2019.pdf).

218. Para mais detalhes consultar a página da internet do Banco de Portugal, [https://www.bportugal.pt/sites/default/files/recomendacao\\_contratoscredito.pdf](https://www.bportugal.pt/sites/default/files/recomendacao_contratoscredito.pdf).

tornam mais restritivos na fase expansionista do ciclo financeiro, uma vez que os preços do imobiliário tendem a crescer mais rapidamente do que o rendimento dos mutuários. Por outro lado, para um determinado montante de empréstimo, a extensão da maturidade permitiria reduzir os encargos mensais associados. Desta forma, o estabelecimento de um limite à maturidade permite evitar que os limites ao rácio DSTI sejam contornados.

O Banco de Portugal considerou serem estes os instrumentos mais apropriados para promover a adoção sustentada pelo sistema financeiro português de critérios de concessão de crédito prudentes.

#### Quadro C4.1 • Súmula da Recomendação dirigida aos novos contratos de crédito aos consumidores

|  |  |
|--|--|
| <b>A</b><br>Limites<br>ao LTV                        | Novos créditos à habitação destinados à aquisição ou à construção de habitação própria e permanente <b>LTV ≤ 90%</b> .   |
|  | Novos créditos à habitação, créditos com garantia hipotecária ou equivalente destinados a outras finalidades <b>LTV ≤ 80%</b> .  |
|  | 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> .   |
| <b>B</b><br>Limites<br>ao DSTI                       | 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:<br>- até 20% pode ter DSTI até 60%;<br>- até 5% pode ultrapassar os limites ao DSTI.<br><br><small>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.</small> |
|  |  |
| <b>C</b><br>Limites<br>à maturidade                  | Nos créditos à habitação, créditos com garantia hipotecária ou equivalente:<br>- Maturidade de cada novo contrato ≤ 40 anos;<br>- Maturidade média do conjunto de novos contratos deve convergir, de forma gradual, para 30 anos, até final de 2022.   |
|  | Nos contratos de crédito ao consumo:<br>- Maturidade de cada novo contrato ≤ 10 anos.  |
| <b>D</b><br>Requisitos de<br>pagamentos<br>regulares | Os novos contratos de crédito devem ter pagamentos regulares de capital e juros.   |

A Recomendação prevê que o Banco de Portugal acompanhe a implementação dos critérios definidos, pelo menos uma vez por ano, e monitorize a evolução dos créditos excluídos do âmbito da medida. Nos meses que se seguiram à entrada em vigor da Recomendação, foi desenvolvida uma estreita interação entre o Banco de Portugal e as instituições mais representativas do sistema financeiro português, incluindo instituições especializadas no crédito ao consumo (13 instituições com maior quota de mercado, que representam cerca de 93% das novas operações de crédito a particulares).

O Banco de Portugal solicitou a estas instituições um relatório de autoavaliação sobre a implementação da Recomendação, previamente aprovado pelo Conselho de Administração ou Órgão de Gerência de cada instituição, abrangendo os créditos concedidos entre 1 de julho de 2018 e 31 de janeiro de 2019. Posteriormente, foi pedida também informação para os períodos subsequentes (fevereiro e março de

2019). A análise apresentada nesta Caixa baseia-se, entre outra, em toda a informação quantitativa e qualitativa recolhida junto destas instituições. Adicionalmente, foram estabelecidos contactos com as restantes instituições de crédito com o intuito de assegurar a convergência, para os limites previstos na Recomendação, de todas as instituições abrangidas por esta medida macroprudencial.

Os primeiros meses de implementação da Recomendação foram afetados pela existência de operações de crédito cuja avaliação de solvabilidade do mutuário foi realizada antes da entrada em vigor da Recomendação, sendo esta situação particularmente evidente no crédito à habitação, para o qual o período que medeia entre a análise de solvabilidade e a libertação de fundos é maior do que no caso do crédito ao consumo. Assim sendo, considera-se que em julho de 2018, também devido a algumas dificuldades inerentes à implementação operacional da Recomendação por parte das instituições, o crédito contratualizado teve, na sua maioria, critérios de solvabilidade não coincidentes com os previstos na Recomendação. Desta forma, os dados referentes a julho de 2018 são utilizados como ponto de partida para aferir a evolução do perfil de risco dos mutuários ao longo do período em análise.

Os critérios de concessão de crédito às famílias, relacionados com a medida macroprudencial, têm-se tornado mais restritivos. Verificou-se que as instituições anteciparam parcialmente a entrada em vigor da Recomendação no que diz respeito aos critérios de concessão de crédito. Em julho de 2018, a maioria das instituições que participa no *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* anteviu, para o segmento dos particulares, critérios de concessão mais restritivos. Tal como antecipado, no Inquérito de outubro de 2018 relativamente aos empréstimos a particulares, a maioria das instituições reportou critérios de aprovação mais restritivos no terceiro trimestre, tanto no crédito à habitação como no crédito ao consumo. O principal fator, que os bancos indicaram para explicar a maior restritividade no crédito a particulares, foi o cumprimento da medida macroprudencial aplicada aos novos créditos à habitação e ao consumo pelo Banco de Portugal. Quanto aos termos e condições dos contratos de crédito à habitação, as instituições referiram alterações no sentido de maior restritividade no que respeita a garantias exigidas, o rácio LTV e outros limites ao montante e maturidade. Nos últimos três meses de 2018 e primeiros três meses de 2019, os critérios de concessão de crédito permaneceram, em termos globais, inalterados, com apenas alguns bancos a indicarem critérios mais restritivos. Esta estabilização verificou-se de igual forma no crédito para habitação e consumo e outros fins. Adicionalmente, do lado da procura, e de acordo com este Inquérito, verificou-se que, no primeiro trimestre de 2019, a procura de crédito para aquisição de habitação apresentou uma ligeira diminuição, para a qual terá contribuído a medida macroprudencial.

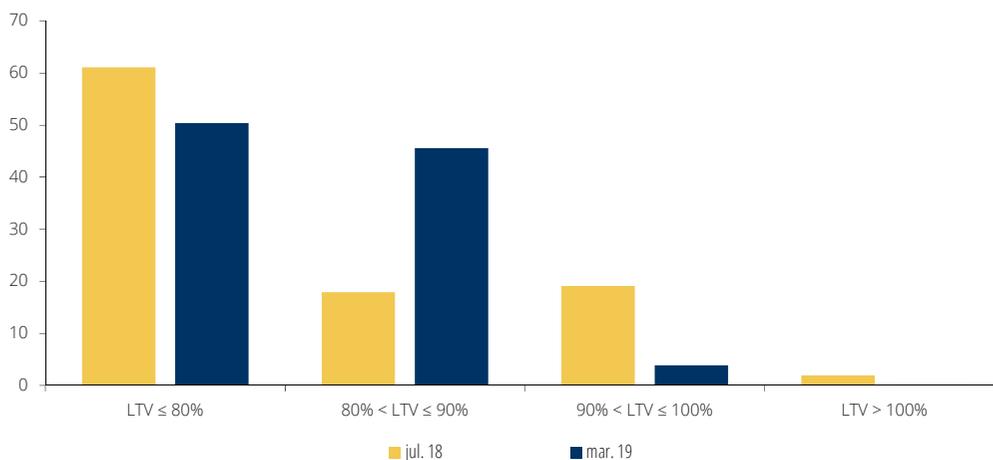
Têm-se vindo a assistir, igualmente, a alterações na oferta dos produtos de crédito às famílias, nomeadamente, a continuação da perda de importância dos créditos com taxa de juro variável no mercado de crédito à habitação. No crédito à habitação observa-se, desde 2016, um aumento da proporção dos empréstimos concedidos com prazo de fixação inicial de taxa superior a um ano, verificando-se em 2017 um aumento mais significativo dos empréstimos concedidos com prazo de fixação superior a dez anos. No caso do crédito ao consumo, a proporção de empréstimos com prazo de fixação de taxa inferior a um ano tem-se vindo a reduzir desde 2017, com um aumento significativo da proporção de empréstimos com prazo de fixação superior a cinco anos. Observou-se ainda a retirada do mercado de produtos que preveem um período de carência de capital ou juros e maturidades superiores a 40 anos.

De uma forma geral, verifica-se uma convergência para o cumprimento dos limites definidos na Recomendação e uma melhoria no perfil de risco dos mutuários.

No que se refere ao rácio LTV, em março de 2019 e face a julho de 2018, regista-se uma redução significativa das novas operações de crédito à habitação com um rácio LTV compreendidos entre 90% e 100% (Gráfico C4.1). No crédito para habitação própria permanente, em julho de 2018, mais de 20% do crédito concedido para esta finalidade tinha associado um rácio LTV superior a 90%. Em

março de 2019, esta percentagem reduz-se para menos de 1%. No segmento de crédito à habitação para outras finalidades em julho de 2018, 17% do total das novas operações deste tipo de crédito apresentava um rácio LTV superior a 80%, em março de 2019 este valor reduz-se para 5%.

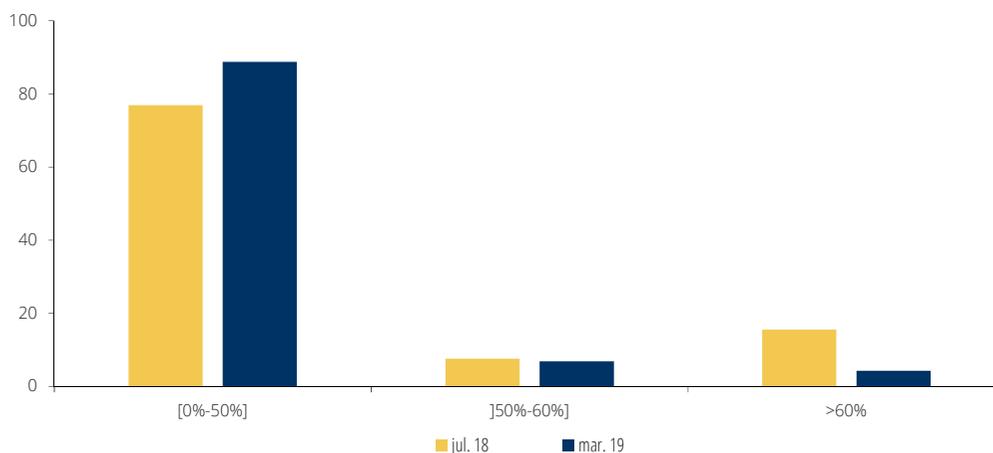
**Gráfico C4.1 • Distribuição das novas operações de crédito à habitação por rácio LTV**  
| Em percentagem do total das novas operações de crédito à habitação



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Com base nos Relatórios de autoavaliação.

No que diz respeito ao rácio DSTI, em março de 2019, 89% das novas operações de crédito à habitação e ao consumo foram concedidas a mutuários com um rácio DSTI inferior ou igual a 50%, registando-se um acréscimo de 12 pp face a julho de 2018 (Gráfico C4.2). A percentagem de crédito concedido para habitação e para consumo a mutuários com um rácio DSTI superior a 60% reduziu-se de 16% para cerca de 4%, entre julho de 2018 e março de 2019. Tanto o crédito à habitação (4,6% em março de 2019) como o crédito ao consumo (3,4% em março de 2019) já se encontram dentro dos limites previstos para o rácio de DSTI. Em março de 2019, apenas 7% do total de novas operações de crédito à habitação e ao consumo foram concedidas a mutuários com um rácio DSTI entre 50% a 60%.

**Gráfico C4.2 • Distribuição das novas operações de crédito por limites ao rácio DSTI**  
| Em percentagem do total de crédito

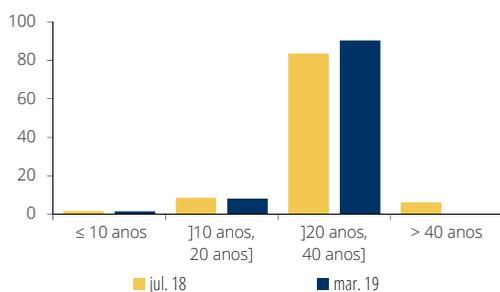


Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Com base nos Relatórios de autoavaliação.

As instituições consideram o rácio DSTI, em particular no que se refere ao limite de 60%, o critério mais restritivo, seguido pelo rácio LTV, em especial no que se refere à utilização do mínimo entre o preço de aquisição e o valor de avaliação<sup>219</sup>. Como o valor de avaliação tende a ser superior ao preço de aquisição, e dado que os bancos utilizavam predominantemente o valor de avaliação, o limite de LTV tornou-se mais restritivo.

No que diz respeito aos limites à maturidade, verifica-se que os mesmos são, de uma forma geral, respeitados nos dois tipos de crédito em análise, tendo-se verificado uma redução da maturidade média sobretudo no crédito à habitação (Gráficos C4.3 e C4.4). Em julho de 2018, a maturidade média do crédito à habitação era 33,5 anos tendo passado para 32,7 anos, em março de 2019. Recorde-se que a Recomendação estabelece como limite máximo 40 anos para crédito à habitação e 10 anos para crédito ao consumo e prevê que exista uma convergência para 30 anos da média da maturidade do crédito à habitação até 2022.

**Gráfico C4.3 • Distribuição das novas operações de crédito à habitação por intervalos de maturidade | Em percentagem do total de crédito à habitação**



**Gráfico C4.4 • Distribuição das novas operações de crédito ao consumo por intervalos de maturidade | Em percentagem do total de crédito ao consumo**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Com base nos Relatórios de autoavaliação.

Relativamente ao requisito de pagamentos regulares, regista-se um elevado grau de conformidade com a Recomendação sendo que, em março 2019, apenas cerca de 5% do total de crédito concedido não cumpre com este requisito. A maior parte das justificações apresentadas pelas instituições tem subjacente a concessão de crédito intercalar (créditos que contemplam uma fase apenas de libertação de capital, como é o caso do crédito sinal).

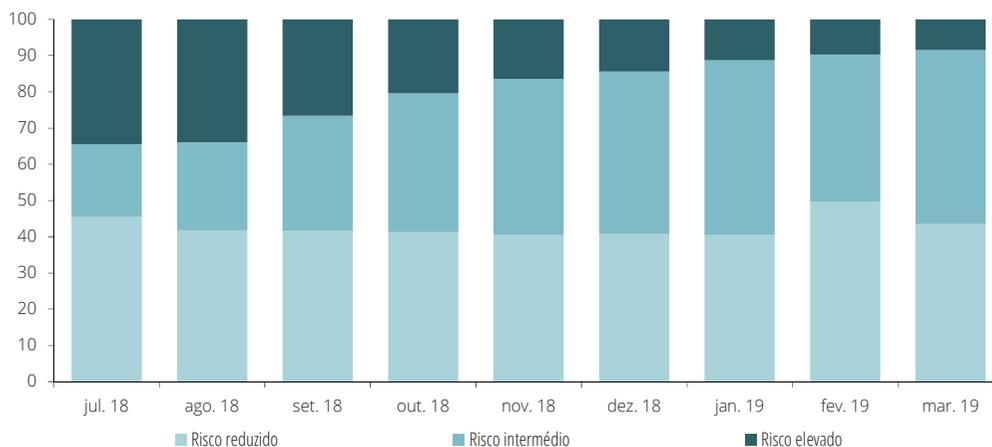
Entre julho de 2018 e março de 2019, observou-se uma diminuição significativa da concentração dos créditos à habitação e ao consumo concedidos a mutuários com um rácio DSTI maior do que 60%, em todas as classes de rendimento.

É possível observar uma melhoria gradual no perfil de risco dos mutuários de crédito à habitação, entre julho de 2018 e março de 2019 (Gráfico C4.5), considerando a conjugação dos rácios DSTI e LTV. Esta melhoria é notória quando analisada a evolução da percentagem de crédito concedido a mutuários de maior risco. Entre julho de 2018 e março de 2019, a percentagem de empréstimos com perfil de risco elevado reduziu-se de 35% para 9%, compensada por um aumento da percentagem de crédito à habitação concedido a mutuários com perfil de risco intermédio. Em março de 2019, cerca de 48% do total das novas operações de crédito à habitação concentravam-se no perfil de risco intermédio, o que representa um aumento, face

219. Para o cálculo do LTV deve ser considerado, no numerador, o montante de empréstimo(s) garantido(s) pelo mesmo imóvel e, no denominador, o mínimo entre o preço de aquisição e o valor da avaliação do imóvel dado em garantia. Para mais detalhes ver o artigo 3.º da Recomendação.

a julho de 2018, de 28 pp. Observa-se, também, uma redução da percentagem de crédito de menor risco mas apenas de 2 pp, o que contrasta com a queda de 26 pp no crédito concedido a mutuários de perfil de risco elevado.

**Gráfico C4.5 • Evolução do perfil de risco dos mutuários nas novas operações de crédito à habitação | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Com base nos Relatórios de autoavaliação. Risco reduzido:  $DSTI \leq 50\%$  e  $LTV \leq 80\%$ ; Risco intermédio:  $50\% < DSTI \leq 60\%$  e  $80\% < LTV \leq 90\%$ ; Risco elevado:  $DSTI > 60\%$  e  $LTV > 90\%$ .

Também os créditos excluídos do âmbito da Recomendação<sup>220</sup> têm sido escrutinados de forma a inferir se a eficácia da medida está a ser reduzida através da concessão deste tipo de créditos. Da análise efetuada conclui-se que não se identificaram alterações significativas no padrão das novas operações de crédito às famílias excluídas do âmbito da Recomendação. Também se constata que não se verificaram alterações significativas na distribuição das novas operações de crédito à habitação por idade dos mutuários.

Em conclusão, a análise efectuada aponta para que os limites previstos na Recomendação estejam a ser adequados e eficazes no cumprimento dos objetivos estabelecidos, pelo que os limites para o rácio LTV, o rácio DSTI, e maturidade, bem como as exceções a estes limites e o requisito de pagamentos regulares de capital e juros nas novas operações permanecerão inalterados até à nova avaliação, que terá lugar no primeiro trimestre de 2020.

O Banco de Portugal continuará também a monitorizar a implementação da Recomendação pelas instituições abrangidas por esta medida macroprudencial de forma a prevenir potenciais distorções de concorrência ou ações que ponham em causa a eficácia da Recomendação.

220. Encontra-se excluídos da Recomendação: a) Contratos de crédito destinados a prevenir ou regularizar situações de incumprimento; b) Contratos de crédito celebrados ao abrigo do regime de concessão de crédito bonificado à habitação a pessoa com deficiência; c) Contratos de crédito cujo montante total seja igual ou inferior a dez vezes a remuneração mínima mensal garantida d) Outros contratos de créditos sem plano de reembolso definido (incluindo cartões e linhas de crédito). Para mais detalhes consultar a página da internet do Banco de Portugal, [https://www.bportugal.pt/sites/default/files/recomendacao\\_contratoscredito.pdf](https://www.bportugal.pt/sites/default/files/recomendacao_contratoscredito.pdf).

## Caixa 5 • Sociedades de Investimento e Gestão Imobiliária

Os *Real Estate Investment Trusts* (na sigla inglesa, REIT) surgiram nos anos 60 nos Estados Unidos da América, com o intuito de alargar aos investidores de retalho a oportunidade de investir em imóveis que geram rendimento. Ficou, assim, mais facilitada a possibilidade de estes investidores aplicarem as suas poupanças em imóveis comerciais, algo que antes só estava acessível aos de maior dimensão. A rápida expansão desta atividade nos Estados Unidos motivou o seu aparecimento noutros países, como Bélgica, Holanda, Alemanha, Reino Unido, Itália, França e Espanha.

Não obstante as especificidades de regime existentes em cada jurisdição, os REIT apresentam como características gerais o facto de investirem maioritariamente em ativos imobiliários que geram rendimento e o seu capital ser constituído por ações, não lhes estando associada a figura de sociedade gestora, ao contrário do que acontece com os fundos de investimento. As ações representativas do capital encontram-se normalmente cotadas em bolsa, estando, por isso, habitualmente sujeitas a requisitos específicos de dispersão de capital.

De acordo com um estudo publicado pelo BCE em 2018<sup>221</sup>, o valor de mercado dos REIT existentes em Estados-membros da área do euro duplicou desde 2009. O ambiente prologando de baixas taxas de juro, aliado ao crescimento dos preços no mercado imobiliário, têm contribuído para que o investimento nas ações emitidas por REIT constitua uma aplicação atrativa. De facto, ao nível da área do euro, os REIT têm vindo a registar taxas de retorno, corrigidas do risco de volatilidade dos resultados, superiores às de outras empresas cotadas, o que não será alheio ao facto de estes veículos terem habitualmente associado um regime fiscal favorável.

No caso português, o regime das Sociedades de Investimento e Gestão Imobiliária (SIGI) entrou em vigor a 1 de fevereiro de 2019, mediante a publicação do Decreto-Lei n.º 19/2019, de 28 de janeiro<sup>222</sup> (doravante “Decreto-Lei n.º 19/2019”). Apesar de antes da aprovação do referido diploma já existirem REIT (não residentes) a operar em Portugal<sup>223</sup>, este introduz na ordem jurídica interna um regime semelhante aos que já se encontram estabelecidos noutras jurisdições.

A figura das SIGI apresenta-se, nas palavras do próprio preâmbulo do diploma, como “um novo veículo de promoção do investimento e dinamização do mercado imobiliário, em particular do mercado de arrendamento”. Para além deste objetivo são mencionados os de “captação de investimento direto estrangeiro”, “diversificação das fontes de financiamento e a dinamização e competitividade do mercado de capitais”, bem como a “promoção do financiamento das empresas mediante o recurso a capitais próprios e a redução da dependência do financiamento bancário”.

O objetivo da presente caixa é descrever as principais características deste tipo de sociedades (Quadro C5.1, *infra*) e identificar alguns riscos para a estabilidade financeira, bem como os respetivos mitigantes.

221. Ver *ECB Financial Stability Review*, May 2018, Box 2, disponível em inglês em <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr201805.en.pdf?ed91ba66b64b9b4aea7729a513c2f522>.

222. Não obstante a sua aprovação e entrada em vigor, estão pendentes iniciativas de apreciação parlamentar do regime legal das SIGI.

223. Em Portugal, durante 2017, a aquisição de imóveis comerciais por parte de REIT não residentes representou cerca de 7% do total do investimento no mercado imobiliário comercial. Ver *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2018, Secção 2.3 Mercado Imobiliário, disponível para consulta em [https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/ref\\_06\\_2018\\_pt.pdf](https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/ref_06_2018_pt.pdf).

### Quadro C5.1 • Principais características das SIGI

|   |   |
|---|---|
| <b>Natureza legal, capital social mínimo e constituição</b>       | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Sociedade anónima (S. A.), sem necessidade de associação a uma sociedade gestora, sujeita à supervisão aplicável às S. A.<sup>a)</sup>;</li> <li>• Capital social mínimo de € 5.000.000,00;</li> <li>• Uma SIGI pode constituir-se diretamente como tal ou resultar da conversão de outra S. A. ou de um Organismo de Investimento Imobiliário (OII), desde que cumpra os requisitos estabelecidos no Decreto-Lei n.º 19/2019.</li> </ul>  |
| <b>Objeto social</b>  | <p>A título principal:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Aquisição de direitos de propriedade, de superfície ou equivalente sobre imóveis, para arrendamento ou outras formas de exploração económica;</li> <li>• Aquisição de participações em outras SIGI ou sociedades com objeto e regime similares;</li> <li>• Aquisição de unidades de participação ou ações de OII, de fundos ou sociedades de investimento imobiliário para arrendamento com regime de distribuição de rendimentos similar ao previsto para as SIGI.</li> </ul>  |
| <b>Composição do ativo (requisitos cumulativos):</b>              | <ul style="list-style-type: none"> <li>• O valor dos direitos sobre bens imóveis e participações deve representar, pelo menos, 80% do valor do ativo da SIGI;</li> <li>• O valor sobre bens imóveis objeto de arrendamento ou de outras formas de exploração económica deve representar, pelo menos, 75% do valor total do ativo da SIGI.</li> </ul> <ul style="list-style-type: none"> <li>• obrigatórios a partir do 2.º ano de existência da SIGI</li> <li>• período mínimo de detenção de 3 anos dos direitos sobre bens imóveis e participações</li> </ul>   |
| <b>Limite à alavancagem</b>                                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>• O endividamento encontra-se limitado a 60% do valor do ativo.</li> </ul>   |
| <b>Admissão à negociação e requisitos de dispersão de capital</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• As ações representativas do capital das SIGI devem ser admitidas à negociação em mercado aberto após um período de 12 meses a contar da data da sua constituição;</li> <li>• 20% das ações representativas do capital social devem estar dispersas por investidores titulares de participações correspondentes a menos de 2% dos direitos de voto, cada um.</li> </ul>   |
| <b>Requisitos de distribuição de resultados</b>                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Distribuição anual de, pelo menos, 90% dos lucros do exercício que resultem do pagamento de dividendos e rendimentos de ações ou unidades de participação distribuídos pelas entidades nas quais detenham participação;</li> <li>• Distribuição de, pelo menos, 75% dos restantes lucros do exercício distribuíveis nos termos do Código das Sociedades Comerciais;</li> <li>• Reinvestimento obrigatório de, pelo menos, 75% do produto líquido da alienação de ativos no prazo máximo de 3 anos a contar da mesma;</li> <li>• A reserva legal não pode exceder 20% do respetivo capital social.</li> </ul> |

Nota: a) Supervisão, por parte da CMVM, do cumprimento do regime das ofertas de valores mobiliários, da admissão à negociação das ações e das obrigações de divulgação de informação por emitentes de ações negociadas em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral.

Introduziram-se, assim, no ordenamento jurídico português as características geralmente consideradas “atrativas” nos regimes dos REIT, apresentando algumas vantagens comparativas em relação às tradicionais formas de investimento imobiliário em Portugal. Adicionalmente, esta opção legislativa confere maior segurança jurídica aos investidores, ao introduzir na legislação nacional um tipo de veículo internacionalmente conhecido e mantendo características relativamente uniformes.

Tal como no caso dos Fundos de Investimento Imobiliário (FII), a rentabilidade das SIGI decorre da evolução do valor dos imóveis em carteira bem como das rendas geradas pelos mesmos. Desta forma, os resultados destas sociedades encontram-se dependentes da evolução do mercado imobiliário, em particular do mercado de arrendamento.

Os requisitos de obrigatoriedade de distribuição periódica da maior parte dos resultados, bem como o baixo nível de reserva legal permitido, asseguram que os rendimentos gerados pelas rendas e obtidos através da participação em sociedades similares são distribuídos aos acionistas sob a forma de dividendos, garantindo alguma regularidade em termos de retorno. Adicionalmente, a ausência de uma sociedade gestora traduz-se numa gestão mais direta, a qual poderá propiciar maior rentabilidade ao investidor uma vez que não implica a assunção de custos com o intermediário.

Por seu turno, o requisito de dispersão mínima de capital por investidores minoritários tenderá a levar a uma maior liquidez das ações, podendo as SIGI configurar, assim, um novo instrumento de captação da poupança dos particulares, com características que representam um alargamento do leque de escolha dos investidores. Outro fator que poderá dinamizar o investimento neste tipo de ativos financeiros decorre da maior transparência associada ao investimento em ações cotadas, *inter alia*, o requisito trimestral de divulgação de informação ao mercado, designadamente a publicação de relatórios relativos à respetiva situação financeira.

Como é habitual nos REIT, também as SIGI beneficiam de um regime fiscal genericamente favorável no que toca à ausência de dupla tributação dos resultados, mediante a isenção de pagamento de IRC pela sociedade. As tabelas de retenção são ainda especialmente favoráveis no que toca a investidores não residentes. No caso português<sup>224</sup>, tal regime coincide com o atualmente aplicável às demais sociedades de investimento imobiliário,<sup>225</sup> embora possa existir alguma incerteza interpretativa derivada da aplicação de um regime previamente existente a uma nova figura.

Não obstante os potenciais efeitos positivos em termos da dinamização do mercado de capitais nacional, bem como do mercado de arrendamento, a atividade destes veículos poderá ter impactos ao nível da estabilidade financeira

Na generalidade dos países europeus onde existe atividade de REIT verifica-se que, apesar de a sua configuração facilitar, em teoria, o acesso de pequenos aforradores, os detentores de capital são maioritariamente institucionais não residentes<sup>226,227</sup> e os imóveis em carteira pertencem

224. Conforme referido no 7.º considerando de preâmbulo do Decreto-Lei n.º 019/2019.

225. Sendo, portanto, aplicáveis às SIGI os arts. 22.º e 22.º-A do Decreto-Lei n.º 215/89 (Estatuto dos Benefícios Fiscais) bem como as demais disposições fiscais aplicáveis aos OIC, como as respeitantes ao imposto de selo ou ao IMT.

226. Ver *ECB Financial Stability Review*, May 2018, Box 2, disponível em inglês em <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr201805.en.pdf?ed91ba66b64b9b4aea7729a513c2f522>.

227. Ver *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2018, Secção 2.3 “Mercado Imobiliário”, disponível para consulta em [https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/ref\\_06\\_2018\\_pt.pdf](https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/ref_06_2018_pt.pdf).

predominantemente ao segmento comercial. Caso tal se venha a observar em Portugal e os investimentos de não residentes estiverem associados, de forma significativa, a um movimento de procura de rentibilidade, face ao ambiente generalizado de baixas taxas de juro que se tem observado nos últimos anos, existe o risco de que uma alteração das condições dos mercados financeiros internacionais possa levar a que esse investimento se reverta de uma forma abrupta. Tal pode gerar, na sequência de um eventual sobreaquecimento desse mercado, uma reversão acentuada dos preços no mercado imobiliário e, via efeito riqueza e colateral, produzir um impacto significativo sobre a economia em geral.

De facto, os investidores não residentes tendem a reduzir a sua exposição mais rapidamente caso se verifiquem condições adversas ao nível da remuneração esperada e da perceção de risco do investimento, quer este seja feito através de instrumentos de capital (ações) ou de dívida, o que poderá levar a uma volatilidade acrescida dos preços das ações das SIGI. Uma vez que a remuneração do investimento nas SIGI depende diretamente da evolução dos preços do imobiliário, podem ocorrer efeitos de segunda ordem decorrentes do próprio comportamento dos investidores, em particular devido a vendas precipitadas de ativos.

Outro aspeto relevante no que concerne ao regime legal estabelecido para as SIGI é o nível máximo de dívida permitido face ao ativo que, no caso português é de 60%<sup>228</sup>, o qual é superior ao limite atualmente previsto para OIC, como os Organismos de Investimento Imobiliário (OII). Efetivamente, estes encontram-se sujeitos a um limite de endividamento de 25% e 33% para os OII abertos e fechados, respetivamente, o que traduz uma maior exigência de capital face ao mesmo montante do ativo.

Nos países europeus onde os REIT se encontram estabelecidos não existe um padrão comum quanto ao estabelecimento de um limite máximo de alavancagem, uma vez que alguns países não impõem qualquer limite (Espanha, França e Itália), enquanto outros o fazem (Alemanha, Bélgica, Irlanda e Países Baixos). No entanto, observa-se uma tendência comum para o aumento do nível de alavancagem apresentado pelos REIT, levando a um incremento do risco associado a estas sociedades.

O regime legal das SIGI prevê a aquisição de direitos sobre imóveis para arrendamento ou para outras formas de exploração económica (conceito que não se encontra densificado no regime legal), incluindo o desenvolvimento de projetos de construção e de reabilitação de imóveis<sup>229</sup> sendo que o limite máximo de alavancagem estabelecido para as SIGI é idêntico para qualquer tipo de atividade que estas venham a desenvolver. Com efeito, não está previsto na legislação portuguesa, um limite de alavancagem específico para este tipo de projetos, como acontece com o regime grego em que se prevê um máximo de endividamento mais baixo.

Em caso de redução acentuada dos preços do imobiliário, a alavancagem pode subir rapidamente, uma vez que as perdas realizadas diminuem o valor dos resultados e do capital. Tal poderá potenciar efeitos de contágio através de vendas precipitadas de ativos, com impacto significativo nos respetivos preços, afetando não só os participantes do mercado que detêm os mesmos ativos, mas também os que detêm ativos cujo preço esteja estreitamente correlacionado com os primeiros. Refira-se, ainda, que o regime legal das SIGI não apresenta requisitos relativos à periodicidade e metodologia de avaliação dos imóveis em carteira equivalentes aos aplicados aos FII, o que poderá levar a heterogeneidade em termos das práticas adotadas pelos

228. Cfr. artigo 8.º n.º 4 do Decreto-Lei n.º 19/2019, de 28 de janeiro.

229. Cfr. artigo 7.º n.º 2 do Decreto-Lei n.º 19/2019, de 28 de janeiro.

gestores destas sociedades e ao risco de os ativos não serem avaliados de forma ou com a periodicidade adequadas.<sup>230</sup>

Ao estabelecer um nível de alavancagem máximo, o risco associado à exposição direta das instituições de crédito, através da concessão de empréstimos e aquisição de títulos de dívida, encontra-se limitado. Contudo, caso ocorram situações de mercado adversas acompanhadas de quedas abruptas dos preços do imobiliário, esta exposição poderá acarretar perdas para as instituições de crédito. Em termos da exposição através de participações, este regime clarifica<sup>231</sup> que as SIGI não constituem exceção à regra prevista no Regime Geral de Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RGICSF), o qual estipula que as instituições de crédito não podem deter, direta ou indiretamente, por prazo seguido ou interpolado superior a três anos, uma participação que lhes confira mais de 25% dos direitos de voto, correspondentes ao capital da sociedade participada<sup>232</sup>. No entanto, um eventual decréscimo acentuado e não antecipado de preços no mercado imobiliário poderá ter efeitos negativos sobre o setor bancário, decorrente do efeito de contágio e dos canais amplificadores de perdas que podem resultar de interligações e participações cruzadas (na terminologia inglesa *cross-holdings*) de REIT. Por outro lado, a expectável dispersão geográfica dos investidores poderá limitar o risco de contágio ao nível do sistema financeiro nacional.

As SIGI não apresentam elevado risco de liquidez, uma vez que não existe a possibilidade de remissão do capital investido a não ser através da venda das ações, levando a que a respetiva variação de preço se reflita diretamente na riqueza dos investidores. Tal contrasta com o que ocorre com os FII, em particular os FII abertos<sup>233</sup>, onde os participantes podem ser incentivados a resgatar as suas unidades de participação a fim de terem acesso aos capitais investidos, levando a que a sociedade gestora possa ter que proceder à venda dos imóveis em carteira. Assim, este tipo de comportamento, que promove a venda forçada de ativos no balanço, criando uma pressão negativa sobre os seus preços, encontra-se mitigado no caso das SIGI, quando comparado com os FII. Adicionalmente, a possibilidade que as SIGI têm, na sua qualidade de empresas cotadas, de aumentar o respetivo capital através da emissão de ações mitiga não só o risco de liquidez como também o de incumprimento.

À semelhança do que tem ocorrido nos países europeus onde os REIT já se encontram estabelecidos, a atividade das SIGI poderá vir a concentrar-se sobretudo no mercado imobiliário comercial<sup>234</sup>. Adicionalmente, existe evidência de que os países da área do euro onde os REIT mais se têm expandido são também aqueles onde se tem observado um aumento relativamente mais elevado dos preços no mercado dos ativos imobiliários comerciais, embora não seja estabelecida uma relação de causalidade entre os dois fatores<sup>235</sup>.

230. Não obstante o Decreto-Lei n.º 19/2019 prever que o auditor encarregue da certificação legal das contas das SIGI esteja incumbido do dever de verificar se as metodologias e os critérios relevantes para a avaliação dos ativos se encontram adequadamente documentados.

231. No seu artigo 2.º n.º 3.

232. artigo 101.º do RGICSF, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro.

233. No caso português observa-se que a maioria dos FII são fechados, levando a que se encontre mitigado o risco de liquidez associado à remissão das unidades de participação. Para mais detalhes ver *Relatório de Estabilidade Financeira* de dezembro de 2018, Tema em destaque "Os fundos de investimento como fonte de risco sistémico", disponível para consulta em [https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/ref\\_12\\_2018\\_pt.pdf](https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/ref_12_2018_pt.pdf).

234. Compreendendo esta definição os imóveis arrendados tendo como finalidade a habitação, se esta atividade for prosseguida com fins comerciais. No caso de Espanha, por exemplo, nas carteiras das SOCIMI (acrónimo em espanhol para Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario) verifica-se que a ponderação do setor comercial é claramente maioritária. Ver Banco de España, *Financial Stability Report*, 11/2018, Box 2.3.

235. Ver *ECB Financial Stability Review*, May 2011<sup>8</sup>, Box 2, disponível em inglês em <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr201805.en.pdf?ed91bac6b64b9b4aea7729a513c2f522>.

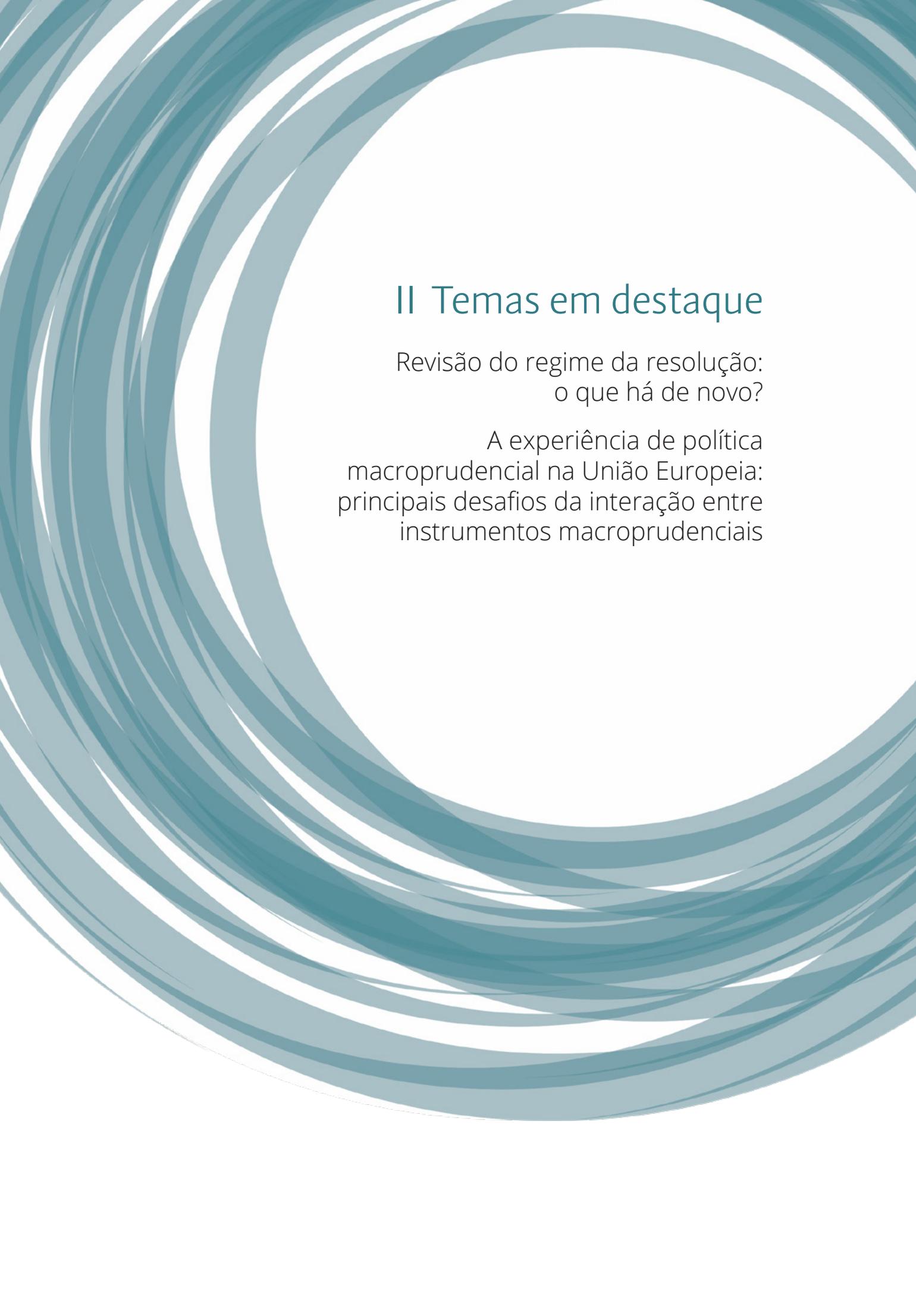
Ainda no que concerne ao possível impacto da atividade das SIGI no preço dos imóveis, a introdução destas sociedades em Portugal poderá fomentar a procura de imóveis e, no curto prazo, esse incremento da procura estimular o crescimento dos preços. No entanto, ao estimular potencialmente também a oferta através da construção e reabilitação, perspectiva-se que o impacto sobre os preços seja ambíguo a mais longo prazo.

Por último, o facto de o diploma classificar as SIGI como “sociedades de investimento imobiliário”<sup>236</sup> leva a que estas últimas passem a integrar simultaneamente sociedades objeto de regras de supervisão específicas e que são classificadas como organismos de investimento imobiliário (OII), e sociedades que não estarão sujeitas a este tipo de supervisão, criando a possibilidade de situações de arbitragem regulatória, tanto mais quando é o próprio regime a permitir que as primeiras se convertam nas segundas<sup>237</sup>.

Em conclusão, se por um lado se antecipam benefícios trazidos por este novo regime (nomeadamente a diversificação das fontes de financiamento do setor imobiliário), por outro não se exclui a possibilidade de existência de riscos associados à implementação das SIGI, refletindo-se eventualmente nalguma pressão de curto prazo, em particular, nos preços do segmento do mercado imobiliário comercial. Caso se assista a um padrão semelhante ao observado nos países da área do euro onde os REIT já se encontram estabelecidos, é expectável uma ligação entre a evolução dos preços neste mercado e a rentabilidade das SIGI. Em termos do perfil do investidor, será provável uma concentração em investidores institucionais não residentes, o que pode levar também a um aumento do risco de reversão abrupta desse investimento e do preço dos ativos subjacentes, dada a maior volatilidade geralmente associada a este tipo de investidores.

236. Ver artigo 2.º n.º 1 do Decreto-Lei n.º 19/2019, de 28 de janeiro.

237. Ver artigo 6.º do Decreto-Lei n.º 19/2019, de 28 de janeiro.



## II Temas em destaque

Revisão do regime da resolução:  
o que há de novo?

A experiência de política  
macroprudencial na União Europeia:  
principais desafios da interação entre  
instrumentos macroprudenciais



# Revisão do regime da resolução: o que há de novo?

## 1 Enquadramento

A 23 de novembro de 2016, a Comissão Europeia publicou um conjunto de propostas legislativas dirigidas ao reforço da resiliência dos bancos europeus. De acordo com a Comissão Europeia, esta iniciativa “consolida a atual regulamentação da UE no domínio bancário e visa completar o programa regulamentar lançado na sequência da crise, por forma a garantir que o quadro normativo responda aos desafios que subsistem em matéria de estabilidade financeira, para além de assegurar que os bancos possam continuar a apoiar a economia real”<sup>1</sup>. Os diplomas legais sob revisão eram a BRRD<sup>2</sup>, o Regulamento SRM<sup>3</sup>, a CRD IV<sup>4</sup> e o CRR<sup>5,6</sup>.

No que concerne às matérias relacionadas com a resolução, em que o presente tema em destaque se concentrará, está em causa uma revisão limitada do regime em vigor, circunscrita às seguintes alterações:

- a) Criação de uma nova categoria de instrumentos de dívida para as instituições de crédito, designados de instrumentos de dívida comum “não privilegiada” (“*non-preferred senior debt instruments*”), que, em caso de insolvência, se graduam entre os créditos subordinados e os restantes créditos comuns;
- b) Revisão do enquadramento legal e regulamentar do requisito mínimo para os fundos próprios e para os passivos elegíveis (“MREL”<sup>7</sup>)<sup>8</sup>, com vista ao alinhamento deste requisito com o *standard* internacional de “*Total Loss-absorbing capacity*” (“TLAC”)<sup>9</sup>, publicado pelo Conselho de Estabilidade Financeira (“FSB”<sup>10</sup>) em novembro de 2015 e aplicável às

1. Cf. Comunicado de imprensa disponível em [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-16-3731\\_pt.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-3731_pt.htm).
2. Diretiva 2014/59/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, que estabelece um enquadramento para a recuperação e a resolução de instituições de crédito e de empresas de investimento.
3. Regulamento (UE) n.º 806/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de julho de 2014, que estabelece regras e um procedimento uniformes para a resolução de instituições de crédito e de certas empresas de investimento no quadro de um Mecanismo Único de Resolução e de um Fundo Único de Resolução bancária.
4. Diretiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento.
5. 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.
6. Sobre as alterações ao CRR e à CRD IV que não as mencionadas no presente texto, ver Tema em destaque “Revisão da CRDIV-CRR: o que há de novo?”, *Relatório de Estabilidade Financeira*, dezembro de 2018.
7. Na sigla inglesa para “*Minimum Requirements for Own Funds and Eligible Liabilities*”.
8. Instrumento utilizado no contexto do planeamento da resolução com o propósito de assegurar a resolubilidade da instituição de crédito, garantindo que, em resolução, a instituição dispõe de passivos suficientes para absorver os seus prejuízos e proceder à sua recapitalização. Para mais detalhes, ver Caixa “Requisito mínimo de fundos próprios e de créditos elegíveis inerentes ao novo enquadramento de resolução”, *Relatório de Estabilidade Financeira*, novembro de 2015.
9. Requisito que visa assegurar que as G-SII dispõem, em resolução, de capacidade de absorção de perdas e de recapitalização em montante suficiente para assegurar a implementação de medidas de resolução de forma ordenada e de modo a minimizar os impactos na estabilidade financeira, a assegurar a continuidade das funções críticas e a evitar a absorção de perdas por fundos públicos.
10. Na sigla inglesa para Financial Stability Board.

instituições de importância sistémica global (“G-SII”<sup>11</sup>), e ainda ao aperfeiçoamento global desse enquadramento; esta revisão materializa-se em alterações não só à BRRD e ao Regulamento SRM como ainda ao CRR;

- c) Criação de uma nova ferramenta de moratória<sup>12</sup>;
- d) Alteração das regras sobre reconhecimento contratual da recapitalização interna (*bail-in*)<sup>13</sup>;
- e) Introdução de novas regras relativas à colocação de instrumentos elegíveis para MREL subordinados junto de clientes de retalho.

Após a publicação das propostas legislativas que consubstanciam o chamado “pacote bancário”, as mesmas foram discutidas intensamente pelos co-legisladores europeus, o Conselho da União Europeia e o Parlamento Europeu, primeiro em sede individual e depois no contexto dos trílogos.

Conforme se verá *infra*, a alteração referida no ponto a) já se materializou tanto a nível europeu como a nível nacional, com a publicação da respetiva diretiva no Jornal Oficial da União Europeia no final de 2017 e a sua subsequente transposição para o ordenamento jurídico interno em março de 2019.

No que concerne às restantes alterações, espera-se que o texto acordado pelos co-legisladores seja publicado no Jornal Oficial da União Europeia no final do primeiro semestre ou no início do segundo semestre de 2019. Apesar de a entrada em vigor dos diplomas sob análise ter lugar 20 dias após a respetiva publicação, as disposições da diretiva que altera a BRRD carecem de transposição para o ordenamento jurídico nacional para serem aplicáveis. O prazo para os Estados-Membros transporem e aplicarem aquelas normas será de 18 meses após a respetiva entrada em vigor<sup>14</sup>; conseqüentemente, as disposições do regulamento que altera o Regulamento SRM – que, sendo um regulamento, é diretamente aplicável em todos os Estados-Membros sem necessidade de um ato nacional de transposição – também só serão aplicáveis 18 meses após a entrada em vigor do mesmo. Note-se, no entanto, que as disposições sobre MREL constantes do CRR e aplicáveis às G-SII são aplicáveis imediatamente com a respetiva entrada em vigor – portanto, 20 dias após a publicação no Jornal Oficial da União Europeia do regulamento que altera o CRR.

11. Na sigla inglesa para “*Global Systemically Important Institutions*” utilizada na terminologia da União Europeia.

12. Poder da autoridade de resolução de suspender obrigações de pagamento ou de entrega nos termos de um contrato em que uma instituição de crédito seja parte, verificadas que estejam as condições legais para a sua aplicação e com observância dos requisitos quanto à duração e aos créditos que podem ser incluídos no âmbito desse poder.

13. Medida de resolução que permite que os prejuízos resultantes da situação de insolvência de uma instituição de crédito sejam diretamente repercutidos nos acionistas e credores dessa instituição através da redução dos respetivos créditos ou da sua conversão em capital social numa medida que permita à instituição em causa voltar a cumprir os requisitos inerentes à autorização para o exercício da sua atividade e obter financiamento de forma autónoma e em condições sustentáveis junto dos mercados financeiros. O *bail-in* contrasta assim com o chamado *bail-out*, em que as instituições de crédito são recapitalizadas com recurso a fundos exógenos, mormente provenientes do erário público.

14. Esta regra conhece uma exceção, respeitante ao início da aplicação dos requisitos de divulgação do MREL – ver Secção 2.2.8 *infra*.

## 2 Principais alterações ao regime da resolução

### 2.1 Instrumentos de dívida comum “não privilegiada”

Uma das iniciativas legislativas da Comissão Europeia consistiu na proposta de criação de novos tipos de instrumentos de dívida, designados de instrumentos de dívida comum “não privilegiada” (“*non-preferred senior debt instruments*”).

O requisito de TLAC adotado pelo FSB prevê como regra geral que as G-SII devem dar cumprimento ao TLAC com instrumentos subordinados, com vista a assegurar a operacionalização da medida de resolução de *bail-in* e a afastar os riscos jurídicos decorrentes das possíveis violações do princípio do *no creditor worse off*<sup>15</sup>. O FSB admite que seja dado cumprimento ao requisito de subordinação do TLAC de três maneiras:

- Subordinação contratual: as próprias partes acordam nos termos e condições do instrumento de dívida que, em caso de insolvência, o mesmo será graduado numa posição inferior à dos créditos comuns;
- Subordinação legal: a lei determina que créditos com determinadas características são subordinados perante os créditos comuns em caso de insolvência;
- Subordinação estrutural: verifica-se nos grupos cuja empresa-mãe é uma *holding* que não é uma instituição de crédito, em que os instrumentos de dívida são emitidos por essa empresa-mãe e em que do seu balanço não constam passivos que deverão ser excluídos do *bail-in*.

Após a publicação do requisito de TLAC, vários Estados-Membros da União Europeia onde estão estabelecidas G-SII adotaram iniciativas nacionais para facilitar ou permitir a esses bancos cumprirem o referido requisito de subordinação<sup>16</sup> – requisito esse que será replicado no MREL, inclusivamente para os bancos que não são G-SIIs, ainda que com algumas diferenças relevantes<sup>17</sup>.

Para evitar o desalinhamento das soluções adotadas pelos vários Estados-Membros e assegurar transparência e clareza junto do mercado, a Comissão Europeia entendeu pertinente harmonizar parcialmente as hierarquias de créditos em caso de insolvência de instituições de crédito na União Europeia no que respeita ao cumprimento do requisito de subordinação por via legal. Neste sentido, a Comissão Europeia promoveu uma iniciativa legislativa que previa a criação de uma nova categoria de dívida, que não pode beneficiar de qualquer privilégio creditório nem de qualquer garantia, que tem como característica distintiva o facto de, em caso de insolvência, ser paga depois de satisfeitos os créditos não garantidos e não subordinados mas antes de serem

15. Princípio de acordo com o qual nenhum credor pode suportar em resolução um prejuízo superior àquele que suportaria caso a instituição em causa tivesse entrado em liquidação em vez de ser resolvida.

16. A Alemanha aprovou, em maio de 2015, uma alteração à Lei do Setor Bancário alemã (parágrafos 5 a 7 do artigo 46f do *Kreditwesengesetz*) de acordo com a qual os créditos resultantes da detenção de instrumentos de dívida não garantida emitidos por instituições de crédito apenas serão satisfeitos, em caso de insolvência, após o pagamento dos restantes créditos comuns perante essa instituição, mas antes dos créditos subordinados (subordinação legal). As normas em causa só são aplicáveis aos processos de insolvência que tiverem início após janeiro de 2017 mas afetam todos os instrumentos abrangidos pelo seu âmbito, quer tenham sido emitidos antes ou depois daquela data.

Já em França, a solução adotada em dezembro de 2016 (artigo L613-30-3 do *Code Monétaire et Financier*) consistiu na criação, por lei, de uma nova categoria de dívida, que é subordinada face à dívida comum já existente mas que goza de preferência face à dívida subordinada (subordinação contratual com reconhecimento legal). Ao contrário da solução alemã, esta alteração legal não teve efeitos retrospectivos uma vez que não afetou dívida já emitida.

17. Ver Secção 2.2.4 *infra*.

pagos os créditos subordinados<sup>18</sup>. A graduação destes instrumentos de dívida em caso de insolvência do emitente tem consequências diretas na ordem de absorção de perdas em situação de resolução, uma vez que, em regra, aquela ordem de absorção de perdas é a ordem inversa pela qual são pagos os créditos em insolvência.

Só podem ser emitidos nesta categoria de instrumentos de dívida comum “não privilegiada” os instrumentos cujo prazo de vencimento inicial seja igual ou superior a um ano, que não incorporem instrumentos financeiros derivados nem sejam eles próprios instrumentos financeiros derivados e cujas disposições contratuais e, se aplicável, o respetivo prospeto, refiram expressamente que, em caso de insolvência, a graduação dos créditos daí emergentes é a que se referiu *supra*.

Este último requisito reveste-se de particular importância. Por um lado, garante que esta alteração legislativa não tem efeitos retroativos ou retrospectivos, uma vez que a mesma apenas afeta instrumentos celebrados após a data de entrada em vigor das normas que transpõem a diretiva para o ordenamento jurídico nacional (ou instrumentos emitidos anteriormente mas alterados em comum acordo pelas partes). Por outro lado, fica assim assegurado, aquando da comercialização daqueles instrumentos de dívida, que as contrapartes têm conhecimento da especial graduação em insolvência dos seus créditos. Com efeito, na ausência de uma referência expressa a essa graduação nas cláusulas contratuais que regem o instrumento de dívida, o crédito daí emergente não poderá ficar sujeito àquela graduação especial, devendo, ao invés, considerar-se graduado *pari passu* com a restante dívida comum (dívida comum “privilegiada”).

A iniciativa da Comissão Europeia, não obstante consistir numa proposta de alteração da BRRD, foi autonomizada face aos restantes assuntos relacionados com a resolução com vista a permitir o seu *fast-track*, isto é, para separar a discussão e acelerar a respetiva aprovação. Consequentemente, esta proposta já se consubstanciou numa diretiva aprovada e publicada no Jornal Oficial da União Europeia<sup>19</sup>, diretiva essa que já foi entretanto transposta para a ordem jurídica interna através da Lei n.º 23/2019, de 13 de março. De referir que, para além transpor aquela diretiva, a Lei n.º 23/2019, de 13 de março, procede ainda à concessão como regra geral de um privilégio creditório aos créditos por depósitos atualmente graduados como comuns ou subordinados na hierarquia de créditos em caso de insolvência.

18. A intenção é assim a de melhorar a resoluibilidade das instituições de crédito através da diferenciação entre os créditos comuns que resultam de instrumentos de dívida ou de outros tipos de contratos de financiamento (que são tipicamente encarados como investimento por ambas as partes, dado o seu prazo de vencimento e o risco que é assumido voluntária e conscientemente pelo credor e posteriormente refletido na remuneração exigida, e aos quais a aplicação do *bail-in* não apresenta dificuldades operacionais de relevo, já que têm uma estrutura relativamente simples e não costumam estar associados a funções críticas e linhas de negócio estratégicas da instituição que interessa manter após a resolução) e entre os restantes créditos comuns (donde se destacam os créditos perante fornecedores e créditos relativos a instrumentos financeiros derivados, que tendencialmente – mas não obrigatoriamente – deverão ser excluídos do esforço de absorção de perdas e de recapitalização da instituição em resolução, por a aplicação do *bail-in* aos mesmos se revelar operacionalmente impossível ou fortemente desaconselhada em nome da salvaguarda da estabilidade financeira ou das operações críticas prestadas pela instituição). Não havendo uma distinção entre estes créditos ao nível da hierarquia de insolvência, com os consequentes reflexos na ordem de absorção de perdas em resolução, a autoridade de resolução ver-se-ia forçada a exercer o seu poder de excluir discricionariamente esses créditos do âmbito de aplicação do *bail-in*, o que, à luz do princípio do *no creditor worse off*, pode limitar a capacidade total de absorção de perdas da instituição num cenário concreto de resolução ou obrigar ao pagamento de indemnizações pelo mecanismo de financiamento da resolução aos credores afetados.

19. Diretiva (UE) 2017/2399 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de dezembro de 2017, que altera a Diretiva 2014/59/UE no que respeita à posição dos instrumentos de dívida não garantidos na hierarquia de insolvência.

**Figura 1 •** Comparação simplificada entre a hierarquia de créditos de uma instituição de crédito em insolvência anterior à entrada em vigor da Lei n.º 23/2019, de 13 de março, e a hierarquia de créditos decorrente das alterações produzidas por esta lei

|   | Hierarquia de créditos em vigor antes da entrada em vigor da Lei n.º 23/2019, de 13 de março                  | Hierarquia de créditos atualmente em vigor  |
|---|---|---|
| Ordem de pagamentos em insolvência                      | 1) Créditos privilegiados, exceto os identificados em 2) e 3)   | 1) Créditos privilegiados, exceto os identificados em 2), 3) e 4)                             |
|   | 2) Depósitos garantidos pelo FGD/FGCAM, até €100 000  | 2) Depósitos garantidos pelo FGD/FGCAM, até €100 000  |
|   | 3) Depósitos garantidos acima de €100 000 de particulares e micro, pequenas e médias empresas                 | 3) Depósitos garantidos acima de €100 000 de particulares e micro, pequenas e médias empresas |
|   | ---   | <b>4) Restantes depósitos, exceto os identificados em 5) e 7)</b>                             |
|   | 4) Depósitos, exceto os referidos em 2) e 3) os que se enquadrem em 5)  | <b>5) Depósitos comuns não abrangidos pelo novo privilégio creditório</b>                     |
|   | 4) Instrumentos de dívida comum   | 5) Instrumentos de dívida comum   |
|   | 4) Restante dívida comum (derivados, fornecedores, ...)   | 5) Restante dívida comum (derivados, fornecedores, ...)                                       |
| ---   | <b>6) Instrumentos de dívida comum "não privilegiada"</b>   |   |
| 5) Dívida subordinada, incluindo depósitos subordinados | <b>7) Dívida subordinada, incluindo depósitos subordinados não abrangidos pelo novo privilégio creditório</b> |   |

## 2.2 MREL

### 2.2.1 Implementação do requisito de TLAC aplicável às G-SII

Não obstante o requisito de MREL ser aplicável a todas as instituições de crédito europeias, determinadas disposições resultantes da adoção do requisito de TLAC na União Europeia afetarão apenas as G-SII, o que se justifica dado que o TLAC foi pensado e calibrado tendo em conta instituições e grupos daquela dimensão e relevância sistémica. As regras em causa são as seguintes:

- As entidades de resolução<sup>20</sup> que sejam G-SII ou filiais de G-SII respeitam de forma permanente um requisito de MREL de Pilar 1 (isto é, um requisito cujo limiar mínimo e regras de cálculo resulta diretamente da lei) que, a partir de 1 de janeiro de 2022, corresponde a 18% do montante total das posições em risco<sup>21</sup> e a 6,75% da medida de exposição total<sup>22</sup>; até ao final de 2021, o requisito de MREL de Pilar 1 a cumprir por aquelas entidades de resolução corresponde a 16% do montante total das posições em risco e a 6% da medida de exposição total;
- O requisito de MREL de Pilar 1 tem de ser cumprido pelas entidades de resolução que são G-SII ou filiais de G-SII inteiramente com fundos próprios e instrumentos subordinados (que inclui os instrumentos de dívida comum "não privilegiada" referidos na Secção 2.1 *supra*).

20. Conceito definido na Secção 2.2.5 *infra* e que se refere, essencialmente, à entidade do grupo à qual serão aplicadas medidas de resolução.

21. Em inglês, *Total Risk Exposure Amount*, comumente conhecido pelo total dos *Risk Weighted Assets*, e calculado nos termos dos n.ºs 3 e 4 do artigo 92.º do CRR.

22. Em inglês, *Total Exposure Measure*, utilizada como denominador no cálculo do rácio de alavancagem, referida no n.º 4 do artigo 429.º do CRR.

Contudo, quando a autoridade de resolução assim o permita, aquelas entidades podem utilizar dívida comum (“privilegiada”) para cumprir uma parte desse requisito (num montante que não pode exceder 2,5%, até ao final de 2021, e 3,5%, a partir de 2022, do montante total das posições em risco), desde que tal não dê origem a um risco jurídico significativo relacionado com o cumprimento do princípio do *no creditor worse off*;

- As entidades de resolução que são G-SII ou filiais de G-SII estão obrigadas a deduzir do seu montante de passivos elegíveis relevantes para efeitos de cumprimento de MREL os instrumentos de passivos elegíveis emitidos por outras G-SII e por si detidos.

Estas disposições, juntamente com as normas sobre requisitos de elegibilidade, encontram-se previstas no CRR, e não na BRRD ou no Regulamento SRM, e serão aplicáveis com a entrada em vigor do regulamento que altera o CRR, não sendo aqui observável o período de *vacatio legis* de 18 meses previsto para a BRRD e no Regulamento SRM.

### 2.2.2 Requisitos de elegibilidade

A revisão do regime do MREL acrescenta um conjunto significativo de requisitos de elegibilidade para os passivos que, em complemento aos fundos próprios e à parte dos instrumentos de fundos próprios de nível 2 com um prazo de vencimento restante superior a um ano que já não se classifique como elementos de fundos próprios, podem ser utilizados pelas instituições de crédito para dar cumprimento ao requisito de MREL. Tal aditamento resultou da necessidade de incorporar os requisitos de elegibilidade para cumprimento do requisito de TLAC na legislação europeia e, sobretudo, do alinhamento com os requisitos de elegibilidade a observar pelos instrumentos de fundos próprios de nível 2, com vista a tornar mais credível a sua disponibilidade para suportar perdas em caso de resolução.

Dos novos critérios de elegibilidade, destacam-se, pela sua importância, os seguintes:

- Os instrumentos não serem detidos por uma entidade que faça parte do mesmo grupo de resolução ou por uma empresa em que a instituição detenha uma participação direta ou indireta de 20% ou mais dos respetivos direitos de voto ou do capital;
- Os instrumentos não estarem sujeitos a acordos de compensação ou acordos de compensação e de novação (*set off or netting arrangements*);
- As disposições contratuais que regem os instrumentos não incluírem qualquer incentivo a que o mesmo seja reembolsado antecipadamente pela instituição nem qualquer opção de reembolso antecipado a ser exercida ao critério do detentor; caso os instrumentos contenham estas cláusulas, considera-se, para efeitos de aferição do cumprimento do critério referente ao prazo de vencimento restante superior a um ano, que o respetivo prazo de vencimento é a data em que aquelas opções podem ser exercidas pela primeira vez ou em que os incentivos produzem efeitos<sup>23</sup>;

23. Recorde-se que, para ser elegível para MREL, um passivo precisa de ter um prazo de vencimento restante superior a um ano, critério que se mantém com a revisão sob análise.

- Os passivos só poderem ser reembolsados antecipadamente caso a instituição emitente tenha obtido autorização prévia da autoridade de resolução nesse sentido, autorização essa que pode ser concedida em base *ad hoc* ou que pode ser uma autorização geral prévia;
- As disposições que regem os instrumentos não conferirem ao respetivo detentor o direito de acelerar os pagamentos futuros programados de juros ou de capital, exceto em caso de insolvência ou liquidação da entidade de resolução.

Com vista a salvaguardar a elegibilidade dos instrumentos previamente emitidos que não cumprem os novos critérios de elegibilidade introduzidos pela revisão do regime do MREL e ainda evitar que, com a entrada em vigor das normas em causa, as instituições se deparem com a inelegibilidade imediata de um conjunto de instrumentos que pode ser mais ou menos relevante, o legislador europeu previu uma salvaguarda de direitos adquiridos para esses instrumentos (*grandfathering*). Assim, os instrumentos emitidos antes da entrada em vigor do regulamento que altera o CRR que cumprem os critérios de elegibilidade existentes, mas não cumprem algum dos novos critérios, continuarão a ser elegíveis para efeitos de cumprimento do MREL.

### 2.2.3 Calibração

No essencial, a calibração do requisito de MREL – isto é, a determinação do montante de fundos próprios e de passivos elegíveis que as instituições precisam de ter no seu balanço – não sofreu alterações significativas. Neste sentido, o MREL continua a ter de ser fixado num montante suficiente que permita à instituição (i) suportar totalmente os seus prejuízos (“montante de absorção de perdas”), (ii) recapitalizar-se no nível necessário para continuar a cumprir os requisitos para a manutenção da autorização para o exercício da atividade (“montante de recapitalização”)<sup>24</sup> e (iii) manter a confiança dos mercados financeiros de um modo que lhe permita obter financiamento de forma autónoma e em condições sustentáveis junto desses mercados e continuar a prestar as funções económicas críticas à economia (“reserva de confiança de mercado”)<sup>25</sup>.

Não obstante, a revisão do regime altera, desde logo, a forma de expressão do requisito de MREL, deixando este de ser uma percentagem do total dos passivos e dos fundos próprios da instituição de crédito e passando a ser uma percentagem do montante total das posições em risco e, paralelamente, da medida de exposição total.

Adicionalmente, e o que é mais importante, as alterações sob análise introduzem expressamente a necessidade de a autoridade de resolução observar critérios objetivos e transparentes aquando da calibração do MREL que a obrigam a ter em conta a estratégia de resolução fixada no plano de resolução de cada instituição e ainda as características da própria instituição. Assim, o montante de recapitalização e a reserva de confiança do mercado passam agora expressamente a ter em conta a situação da instituição de crédito após a resolução ou o exercício dos poderes de redução ou de conversão dos instrumentos de capital e dos passivos elegíveis, tanto no que diz respeito ao montante total das posições em risco e à medida de exposição total que servem de base de cálculo do mesmo, como no que concerne aos requisitos prudenciais de Pilar 2 e ao requisito combinado de reservas de fundos próprios que passarão a ser aplicáveis à instituição após a aplicação dessas medidas e o exercício desses poderes.

24. Tanto o montante de absorção de perdas como o montante de recapitalização são definidos por referência aos requisitos prudenciais de Pilar 1, fixados na alínea c) do n.º 1 do artigo 92.º do CRR, e de Pilar 2, referidos no artigo 104.º-A da CRD.

25. A reserva de confiança de mercado é definida por referência ao requisito combinado de reservas de fundos próprios referido no ponto 6) do artigo 128.º da CRD, deduzido da reserva contracíclica de fundos próprios específica da instituição.

De referir ainda que, quando o MREL é calculado e expresso na medida de exposição total da instituição de crédito, a autoridade de resolução deve ter em conta, quando relevante, os requisitos de acesso aos mecanismos de financiamento da resolução, mais especificamente o requisito mínimo de contribuição para absorção de perdas e recapitalização da instituição equivalente a 8% do total de passivos, incluindo fundos próprios.

Em paralelo com os requisitos de MREL de Pilar 1 fixados no CRR para as entidades de resolução que são G-SII ou filiais de G-SII, a BRRD e o Regulamento SRM preveem requisitos mínimos de MREL, correspondentes a 13,5% do montante total das posições em risco e a 5% da medida de exposição total, aplicáveis a entidades de resolução que:

- Façam parte de um grupo de resolução cujos ativos totais excedam 100 mil milhões de euros ("*top-tier banks*");
- Não fazendo parte de um grupo de resolução cujos ativos totais excedam 100 mil milhões de euros, tenham sido avaliadas pela autoridade de resolução como constituindo, com uma probabilidade razoável, um risco sistémico em caso de situação de insolvência<sup>26</sup>; nos Estados-Membros participantes na União Bancária, o Regulamento SRM determina que esta decisão deve ser tomada pelo CUR<sup>27</sup> apenas após pedido da autoridade nacional de resolução, não tendo o CUR possibilidade de não decidir no sentido do pedido que lhe é dirigido<sup>28</sup>.

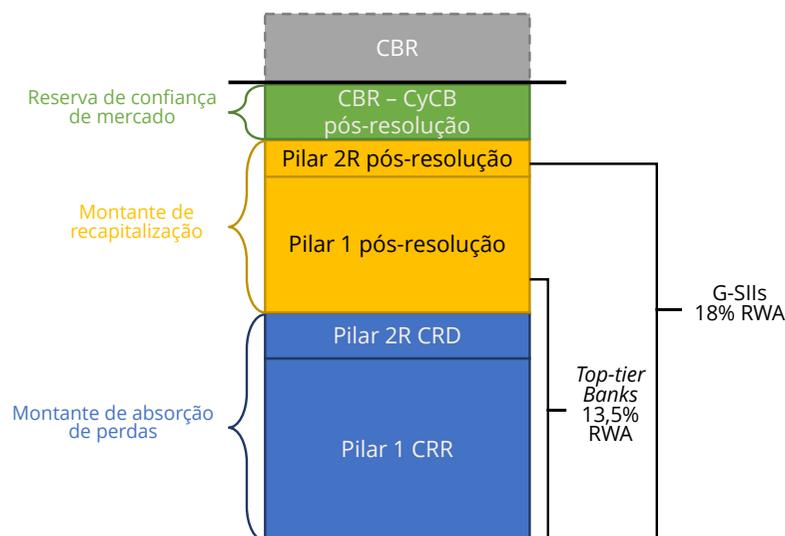
Finalmente, não obstante as entidades de resolução que sejam G-SII ou filiais de G-SII terem um requisito de MREL de Pilar 1 previsto no CRR, a BRRD e o Regulamento SRM conferem ainda às autoridades de resolução o poder de lhes impor um requisito adicional de fundos próprios e passivos elegíveis, se e quando aquele requisito de Pilar 1 seja inferior ao valor resultante das regras de calibração *supra* referidas e apenas no montante necessário para alcançar tal resultado.

26. Quando toma esta decisão, a autoridade de resolução tem em conta a (não) verificação de um conjunto de critérios relacionados com modelos de financiamento baseados em depósitos, o acesso ao mercado e a dependência de instrumentos de fundos próprios principais de nível 1 para dar cumprimento ao MREL.

27. Conselho Único de Resolução.

28. Cumpre referir que a decisão de classificar um banco com ativos totais inferiores a 100 mil milhões de euros como sendo um *top-tier bank*, ou a opção de não classificar um banco como tal, não releva nem interfere aquando da verificação dos critérios para a aplicação de medidas de resolução, mais especificamente quanto ao critério relativo à existência de interesse público, de acordo com o qual só podem ser aplicadas medidas de resolução quando tal for necessário para prosseguir as finalidades da resolução (donde se destaca, para este efeito, a prevenção de consequências graves para a estabilidade financeira) e quando a liquidação da instituição em causa não for capaz de prosseguir essas finalidades na mesma medida. A opção de categorizar um banco como *top-tier bank* é apenas relevante para efeitos da aplicação das regras decorrentes dessa classificação previstas no regime de MREL, mais especificamente a necessidade de observar os requisitos mínimos de MREL fixados pela lei para essas instituições bem como a aplicação de regras próprias para o requisito de subordinação referidas na Secção 2.2.4 *infra*.

Figura 2 • Visão esquemática da calibração do requisito de MREL<sup>29</sup>



Nota: A escala não é real. | Legenda: CBR – requisito combinado de reservas de fundos próprios; CyCB – reserva contracíclica de fundos próprios; RWA – *risk weighted assets* (ver nota de rodapé 21).

## 2.2.4 Subordinação

O regime do MREL atualmente previsto na BRRD e no Regulamento SRM dispõe de forma muito parcimoniosa sobre os requisitos de subordinação – isto é, sobre o montante do MREL que, por decisão da autoridade de resolução, deve ser cumprido pelas instituições unicamente com fundos próprios e passivos elegíveis subordinados (por via contratual, legal ou estrutural), onde se incluem os instrumentos de dívida comum “não privilegiada” –, prevendo apenas a possibilidade de a autoridade de resolução poder impor tais requisitos. Neste aspeto, a revisão agora operada introduz uma significativa alteração no paradigma, já que adita normas muito mais extensas e prescritivas sobre o requisito de subordinação.

Assim, cumpre desde logo referir que, da mesma maneira que as entidades de resolução que são G-SII ou filiais de G-SII têm de cumprir os requisitos de MREL de Pilar 1 com instrumentos subordinados (salvo as exceções parciais identificadas *supra*), também os *top-tier banks*, bem como as entidades de resolução às quais as autoridades de resolução tenham decidido aplicar as mesmas regras, têm de cumprir o seu montante mínimo de MREL com instrumentos subordinados.

São ainda aplicáveis as seguintes regras aquando da determinação do requisito de subordinação a cumprir por todas as entidades de resolução referidas no parágrafo anterior:

- O requisito de subordinação corresponde a um montante equivalente a 8% do total dos passivos, incluindo os fundos próprios; este requisito pode ser diminuído até um montante equivalente a 3,5% do montante total das posições em risco<sup>30</sup>;

29. Sobre a interação do MREL com o requisito combinado de reservas de fundos próprios, ver Secção 2.2.6 *infra*.

30. Para os *top-tier banks* (mas não para as entidades de resolução às quais sejam aplicáveis as mesmas regras por decisão da autoridade de resolução), o requisito de subordinação pode ser limitado a um montante equivalente a 27% do total das posições em risco se a autoridade de resolução considerar que o acesso aos mecanismos de financiamento da resolução não é necessário para a resolução da instituição em causa ou, sendo, que o requisito global de MREL permite à instituição cumprir os requisitos de acesso a esses mecanismos.

- Para um máximo de 30% do total das entidades de resolução em causa sob jurisdição de uma autoridade de resolução<sup>31</sup>, o requisito de subordinação resultante do ponto anterior pode ser aumentado quando estiverem preenchidas uma de várias circunstâncias<sup>32</sup>. Este montante adicional de subordinação não pode, quando considerado conjuntamente com o requisito combinado de reservas de fundos próprios e com os requisitos de MREL de Pilar 1 aplicáveis às G-SII, aos *top-tier banks* e às entidades de resolução às quais sejam aplicáveis as mesmas regras, exceder o valor mais elevado de entre:
  - 8% do total dos passivos, incluindo os fundos próprios, da entidade de resolução;
  - A soma de duas vezes os requisitos prudenciais de Pilar 1, duas vezes os requisitos prudenciais de Pilar 2 e uma vez o requisito combinado de reservas de fundos próprios.

Para as restantes entidades de resolução, só pode ser imposto um requisito de subordinação quando tal for necessário para obviar a riscos decorrentes da necessidade de dar cumprimento ao princípio do *no creditor worse off*. Esse requisito está estritamente limitado ao montante necessário para dar resposta a esses riscos e não pode, de qualquer forma, exceder um montante correspondente ao valor mais elevado de entre os dois valores que também são tidos por referência no ponto anterior.

### 2.2.5 Tratamento de grupos – distinção entre MREL externo e MREL interno

Uma das principais inovações aportadas pela revisão do regime do MREL consiste no desenvolvimento significativo das regras aplicáveis à determinação de requisitos de MREL a entidades pertencentes a grupos e na introdução da distinção entre o MREL a cumprir pelas entidades de resolução e o MREL a cumprir pelas suas filiais, resultante do reconhecimento das diferenças entre as estratégias de resolução *single point-of-entry* (“SPE”) e *multiple point-of-entry* (“MPE”).

Recorde-se que, nas estratégias SPE, tipicamente escolhidas para grupos com estrutura e operações centralizadas, as medidas de resolução são aplicadas unicamente ao nível da empresa-mãe, pelo que, em resolução, é esta que absorve as perdas das suas filiais e as recapitaliza. A estratégia SPE obriga assim a que a capacidade de absorção de perdas esteja localizada nessa empresa-mãe e assegura que, após a resolução, a estrutura do grupo não é alterada. Já a estratégia MPE, normalmente associada a grupos cujas entidades operam e obtêm financiamento de forma independente, pressupõe a aplicação de medidas de resolução a mais do que uma entidade, exigindo-se consequentemente que cada um desses pontos de entrada tenha a sua própria capacidade de absorção de perdas. Uma vez que a estratégia MPE não pressupõe que, em resolução, a empresa-mãe apoiará as suas filiais que também sejam pontos de entrada, a

31. Os Estados-Membros fora da área do euro dispõem da opção de aumentar este montante para um nível superior a 30%. O Regulamento SRM prevê também que, no caso das decisões respeitantes ao requisito de subordinação tomadas pelo CUR, este montante é aferido por referência a todas as entidades de resolução em causa para as quais o CUR adota decisões de MREL.

32. São elas:

- Terem sido identificados impedimentos significativos à resolubilidade da entidade de resolução e não terem sido tomadas medidas corretivas, ou essas medidas não serem suficientes para obviar aos impedimentos em causa e a imposição de um requisito de subordinação adicional compensar parcial ou totalmente o impacto negativo desses impedimentos;
- A autoridade de resolução considerar que a exequibilidade e a credibilidade da estratégia de resolução prevista para a entidade são limitadas, tendo em conta a respetiva dimensão, interligação, natureza, âmbito, risco e complexidade das suas atividades, o seu estatuto jurídico e a sua estrutura acionista; ou
- Do requisito prudencial de Pilar 2 resultar que a entidade de resolução em causa está no grupo de 20% das instituições com maior risco sob a jurisdição da mesma autoridade de resolução.

estrutura dos grupos em causa será, previsivelmente, alterada de forma significativa, uma vez que o grupo empresarial deverá ser dividido em vários grupos<sup>33</sup>.

Concomitantemente, são introduzidas as definições de “entidade de resolução” – entidade a respeito da qual o plano de resolução prevê, em situação de insolvência, a aplicação de medidas de resolução (o ponto de entrada) – e de “grupo de resolução” – conjunto formado pela entidade de resolução e pelas respetivas filiais que não são, elas próprias, entidades de resolução nem filiais de outras entidades de resolução<sup>34</sup>. Nas estratégias MPE, são identificadas mais do que uma entidade de resolução no mesmo grupo, pelo que os grupos de resolução aí em causa não são coincidentes com o conceito de grupo para a supervisão em base consolidada, definido de acordo com o CRR.

Para as entidades de resolução, o MREL é calculado ao nível consolidado do respetivo grupo de resolução (“MREL externo”) e é cumprido com os fundos próprios consolidados ao nível do grupo de resolução, com a parte dos instrumentos de fundos próprios de nível 2 com um prazo de vencimento restante superior a um ano que já não se classifique como elementos de fundos próprios e com os passivos elegíveis emitidos individualmente por si<sup>35</sup>.

Às filiais que não são, elas próprias, entidades de resolução é determinado um requisito de MREL calculado ao nível individual (“MREL interno”), observando as regras de calibração descritas *supra*. O MREL interno das filiais pode ser cumprido com os seguintes elementos:

- Passivos:
  - Detidos direta ou indiretamente pela entidade de resolução ou detidos por um outro acionista que não faça parte do mesmo grupo de resolução, desde que a conversão dos instrumentos de capital relevantes e dos passivos elegíveis em relação a esses passivos não ponha em causa o controlo da filial pela entidade de resolução;
  - Que cumpram os critérios de elegibilidade aplicáveis aos passivos elegíveis das entidades de resolução, com exceção da proibição de detenção por entidades pertencentes ao mesmo grupo;
  - Cujas graduações em insolvência seja subordinada à dos passivos que não são detidos pela entidade de resolução ou por acionistas minoritários e que não são elegíveis para fundos próprios;
  - Que estejam sujeitos aos poderes de redução e de conversão de um modo que seja coerente com a estratégia de resolução planeada para o grupo de resolução, não pondo em causa o controlo da filial pela entidade de resolução;

33. De referir que a autoridade de resolução não fica, em caso de situação de insolvência, vinculada a aplicar as estratégias de resolução previstas nos planos de resolução, no que concerne à escolha entre SPE e MPE ou à seleção da medida ou medidas de resolução, uma vez que, perante as circunstâncias do caso concreto e o contexto em que tem lugar a situação de insolvência, poderá revelar-se mais adequado aplicar uma estratégia diferente da anteriormente prevista.

34. Existindo filiais estabelecidas em países terceiros (i.e., fora da União Europeia), o grupo de resolução também não inclui as entidades que, de acordo com o plano de resolução e a vontade da autoridade de resolução, não façam parte do grupo.

35. De facto, uma vez que as medidas de resolução são aplicadas apenas à entidade de resolução, é necessário que a capacidade de absorção de perdas esteja disponível no seu balanço individual. Contudo, os fundos próprios são tidos em conta ao nível consolidado (ou seja, e de maneira simplista, são relevantes os fundos próprios emitidos pela entidade de resolução e os fundos próprios emitidos pelas suas filiais que sejam detidos por terceiros), já que os fundos próprios relevantes das filiais também podem ser utilizados para absorver as respetivas perdas através do exercício dos poderes de redução e de conversão (como se verá melhor *infra*) e, conseqüentemente, a entidade de resolução não precisa de emitir instrumentos de MREL externo para suportar essas perdas. Pela mesma lógica, caso filiais de uma entidade de resolução que façam parte do mesmo grupo de resolução deem cumprimento ao seu requisito de MREL interno através de passivos elegíveis detidos por acionistas minoritários, esses instrumentos também são elegíveis para o cumprimento do MREL externo da entidade de resolução.

- Fundos próprios principais de nível 1;
- Outros instrumentos de fundos próprios com um prazo de vencimento restante igual ou superior a um ano e que sejam detidos por entidades incluídas no mesmo grupo de resolução ou por entidades que não pertençam ao mesmo grupo de resolução, desde que o exercício dos poderes de conversão a estes últimos não afete o controlo da filial pela entidade de resolução.

A intenção é, assim, que as perdas verificadas nas várias instituições pertencentes ao mesmo grupo de resolução sejam quase totalmente suportadas pela respetiva entidade de resolução, que o faz por via da obtenção prévia de financiamento relevante junto do mercado. Essa capacidade de absorção de perdas externa é depois redistribuída dentro do grupo de resolução através, na fase de planeamento, do pré-posicionamento de instrumentos de MREL interno nas filiais detidos pela entidade de resolução e, em momentos de crise, do exercício dos poderes de redução e de conversão dos instrumentos de capital relevantes e dos passivos elegíveis<sup>36</sup>. Para este último efeito, a revisão legislativa sob análise veio alargar o âmbito de aplicação destes poderes de forma a permitir o seu exercício em relação aos passivos elegíveis utilizados pelas filiais para dar cumprimento ao requisito de MREL interno, possibilitando assim a necessária operacionalização dos mecanismos de *upstreaming* das perdas das filiais para a entidade de resolução e do *downstreaming* de capital no sentido inverso<sup>37</sup>.

Quando a entidade de resolução e uma filial que não é, ela própria, entidade de resolução estão estabelecidas no mesmo Estado-Membro, a autoridade de resolução pode dispensar a filial do cumprimento de um requisito de MREL interno desde que, nomeadamente, não existam impedimentos significativos à rápida transferência de fundos pela entidade de resolução à filial, sobretudo no contexto de resolução do grupo; a autoridade de resolução pode ainda permitir que o MREL interno de uma filial seja total ou parcialmente cumprido através de uma garantia prestada pela entidade de resolução, que deve estar coberta por um acordo de garantia financeira<sup>38</sup> em pelo menos 50% do seu montante. Note-se que a regra sobre o local de estabelecimento da entidade de resolução e da filial não conhece desvios no contexto do Regulamento SRM, não sendo permitidas dispensas de MREL interno nem prestações de garantias em substituição do pré-posicionamento de instrumentos de MREL interno em base transfronteiriça mesmo no seio da União Bancária<sup>39</sup>.

## 2.2.6 Interação do MREL com o requisito combinado de reservas de fundos próprios

A revisão da BRRD e do Regulamento SRM vem clarificar a relação entre o MREL e o requisito combinado de reservas de fundos próprios, esclarecendo-se que os fundos próprios usados para cumprir o MREL (quando calculado e expresso no montante total das posições em risco)

36. Previstos nos artigos 59.º a 62.º da BRRD e no artigo 21.º do Regulamento SRM.

37. Ao abrigo do texto anterior da BRRD, os poderes de redução e de conversão apenas podiam ser exercidos, fora de um contexto de resolução (ou seja, sem que fosse necessário aplicar uma medida de resolução, desde que verificados todos os requisitos legalmente previstos, nomeadamente a instituição encontrar-se numa situação ou em risco de insolvência), aos instrumentos de capital da instituição em causa. Já os passivos elegíveis apenas podiam ser afetados por via da aplicação do *bail-in* – ou seja, da aplicação de uma medida de resolução. Uma vez que a revisão da BRRD permite que as filiais cumpram o requisito de MREL interno não só com instrumentos de capital como também com alguns passivos elegíveis, o alargamento tornou-se necessário para permitir que esses passivos elegíveis das filiais pudessem ser reduzidos ou convertidos fora de resolução.

38. Na aceção da alínea a) do n.º 1 do artigo 2.º da Diretiva 2002/47/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de junho de 2002, relativa aos acordos de garantia financeira.

39. Sobre este tema, cf. Secção 4 do Tema em destaque “Revisão da CRDIV-CRR: o que há de novo”, *Relatório de Estabilidade Financeira*, dezembro de 2018; o raciocínio aí exposto sobre derrogações aos requisitos prudenciais em base individual é aqui também aplicável.

não podem ser usados simultaneamente para cumprir aquele requisito combinado. Esta regra é necessária para assegurar que as reservas de fundos próprios podem ser utilizadas pelos bancos da forma e com a intenção com que foram originalmente concebidos – isto é, que as instituições podem utilizar as reservas de fundos próprios para absorver as perdas associadas a períodos de materialização de risco sem que isso se traduza num incumprimento dos requisitos de MREL, e ainda que o incumprimento do requisito combinado pelas instituições de crédito tenha como consequência as restrições à distribuição de dividendos e a necessidade de apresentação de um plano de conservação de capital.

Esta ordenação (*stacking order*) do MREL e do requisito combinado de reservas de fundos próprios, que obriga as instituições de crédito a darem cumprimento ao requisito do MREL antes de puderem cumprir aquele requisito combinado, leva a que uma instituição possa incumprir o requisito combinado sem que a sua posição de capital tenha sofrido quaisquer alterações – por exemplo, porque um conjunto de passivos elegíveis deixou de cumprir o critério do prazo de vencimento restante superior a um ano e, conseqüentemente, foi necessário realocar fundos próprios principais de nível 1 que estavam a ser utilizados no requisito combinado para continuar a dar cumprimento ao MREL.

Por este motivo – e assumindo que a instituição cumpre o requisito combinado quando considerado adicionalmente aos requisitos de fundos próprios que lhe são aplicáveis<sup>40</sup> –, entendeu-se não ser apropriado que as restrições ao montante máximo distribuível (“MDA”)<sup>41</sup>, associadas ao incumprimento do requisito combinado de reservas de fundos próprios, fossem ativadas automaticamente. Assim, no contexto do MREL, a imposição dessas restrições surge como um poder da autoridade de resolução, a ser exercido da seguinte forma:

- Durante os primeiros 9 meses da situação de incumprimento do requisito combinado, quando considerado conjuntamente com o MREL, a autoridade de resolução não deve, em regra, impor restrições à distribuição de dividendos e ao pagamento de cupões, a menos que o considere necessário com base, nomeadamente, nas razões que conduziram a esse incumprimento e na evolução da situação financeira da instituição;
- Após esse período de nove meses, a autoridade de resolução deve, em regra, impor aquelas restrições, exceto quando considere que o incumprimento é devido a uma perturbação grave do funcionamento dos mercados financeiros que impossibilita a emissão de novos instrumentos elegíveis para MREL.

O cálculo do montante máximo distribuível relacionado com o MREL (“M-MDA”) é em tudo semelhante ao cálculo do MDA atualmente previsto na CRD<sup>42</sup>. Note-se ainda que a impossibilidade de utilizar elementos de fundos próprios principais de nível 1 para cumprir simultaneamente o MREL e o requisito combinado de reservas de fundos próprios se verifica apenas quanto ao requisito de MREL global, mas já não quanto à componente de subordinação fixada pelas

40. Se tal não se verificar, são aplicáveis as disposições relevantes da CRD, mormente a ativação automática das restrições ao montante máximo distribuível.

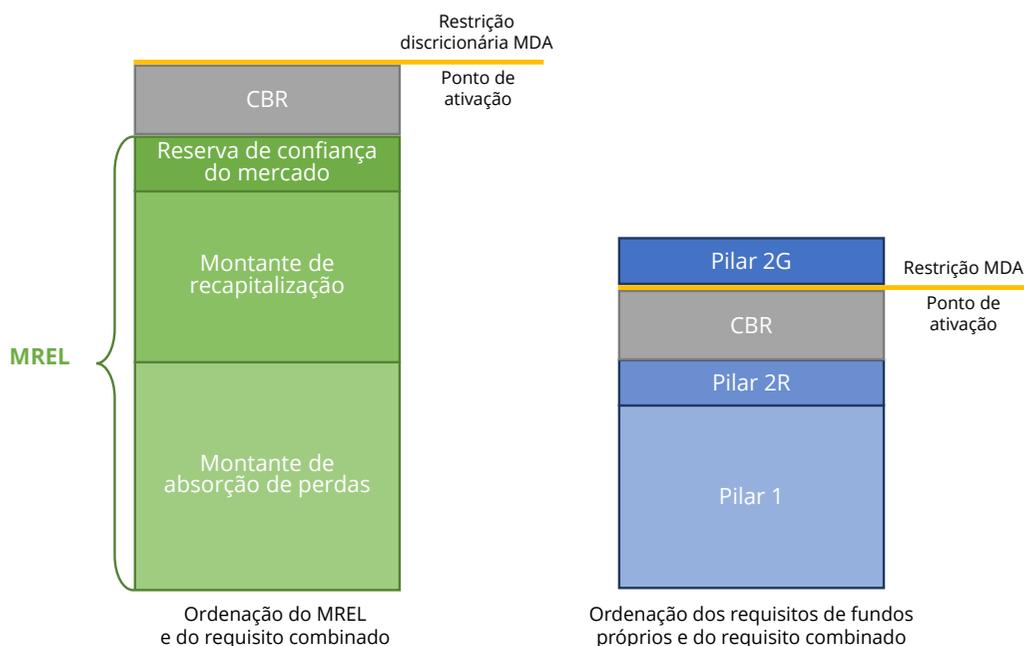
41. Mais concretamente, a proibição de restrições superiores ao MDA através de:

- Distribuições relacionadas com fundos próprios principais de nível 1;
- Constituição de obrigações de pagamento de remuneração variável ou de benefícios discricionários de pensão ou pagamento de remuneração variável se a obrigação de pagamento tiver sido criada num momento em que a entidade não cumpria o requisito combinado de reservas de fundos próprios; ou
- Pagamentos relativos a instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1.

42. Normas constantes do artigo 141.º desse diploma.

autoridades de resolução – isto é, uma instituição não precisa de cumprir simultaneamente o montante de subordinação fixado de acordo com as regras referidas na Secção 2.2.4 *supra* e o requisito combinado.

**Figura 3 • Visão esquemática da interação do requisito combinado de reservas de fundos próprios com o MREL e com os requisitos prudenciais**



Nota: a escala não é real. | Legenda: CBR – Requisito combinado de reservas de fundos próprios; Pilar 1 – requisitos de fundos próprios, fixados na alínea c) do n.º 1 do artigo 92.º do CRR; Pilar 2 – requisitos de fundos próprios adicionais, referidos no artigo 104.º-A da CRD; Pilar 2G – orientações sobre fundos próprios adicionais, referidas no artigo 104.º-B da CRD.

### 2.2.7 Período de transição

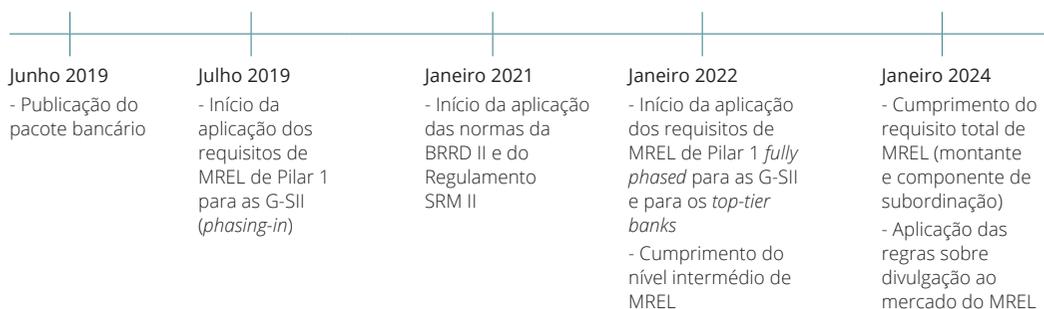
A proposta inicial da Comissão Europeia previa apenas um período de transição para as G-SII darem cumprimento ao requisito de MREL de Pilar 1, não existindo nenhuma disposição paralela para as restantes instituições. Tanto o Conselho da União Europeia como o Parlamento Europeu introduziram, na abordagem geral e na posição final, respetivamente, normas mais detalhadas sobre este tema. Os textos finais da BRRD e do Regulamento SRM dispõem, assim, no seguinte sentido:

- A autoridade de resolução deve fixar períodos de transição adequados para as instituições cumprirem os respetivos requisitos de MREL (tanto externo como interno, abrangendo o montante global de MREL e o requisito de subordinação). O período de transição termina a 1 de janeiro de 2024 para todas as instituições, a menos que a autoridade de resolução considere adequado fixar, para uma determinada instituição, um período de transição com termo posterior àquela data, tendo em consideração, nomeadamente, a evolução da situação financeira da instituição em causa e a sua capacidade de dar cumprimento ao requisito de MREL num prazo razoável;
- A autoridade de resolução deve fixar igualmente um montante intermédio de MREL para cada instituição que represente parte do montante global do MREL e que deve ser cumprido sensivelmente a meio do período de tempo que é concedido às instituições para aumentarem a sua capacidade de absorção de perdas. O montante intermédio deve assegurar o aumento linear

dos fundos próprios e dos passivos elegíveis com vista ao cumprimento do montante global do requisito no final do período de transição e deve ser cumprido pelas instituições a partir de 1 de janeiro de 2022;

- Os *top-tier banks*, bem como as entidades de resolução às quais as autoridades de resolução tenham decidido aplicar as mesmas regras, cumprem os respetivos requisitos de MREL de Pilar 1 a partir de 1 de janeiro de 2022 (sem prejuízo de o montante global do respetivo requisito de MREL apenas ter de ser cumprido a partir de 2024); estes requisitos mínimos não se aplicam nos dois anos subsequentes à aplicação da medida de resolução de *bail-in* ou à redução ou conversão de instrumentos de capital e de outros passivos em fundos próprios principais de nível 1;
- Os requisitos de subordinação aplicáveis às entidades de resolução que são G-SII ou filiais de G-SII, *top-tier banks* e entidades às quais a autoridade de resolução tenha decidido aplicar as regras dos *top-tier banks* não são aplicáveis nos três anos subsequentes à identificação da entidade ou do grupo em que se insere como G-SII ou como *top-tier bank*;
- Após a aplicação de medidas de resolução a uma instituição, a autoridade de resolução deve fixar um novo período transição para que as instituições resolvidas deem cumprimento ao requisito de MREL que lhes venha a ser determinado, tanto no que diz respeito ao montante global do requisito como à componente de subordinação.

Figura 4 • visão esquemática das várias datas relevantes



Nota: a escala não é real.

### 2.2.8 Divulgação

A BRRD vai também passar a prever explicitamente requisitos de divulgação de MREL, aplicáveis às instituições cujo plano de resolução não preveja a respetiva liquidação em caso de situação de insolvência. Mais concretamente, estas instituições passam a estar obrigadas a divulgar ao mercado, com uma frequência pelo menos anual:

- O montante de fundos próprios e de passivos elegíveis disponíveis para cumprimento dos requisitos de MREL e a composição desses elementos, incluindo o perfil de vencimento e a respetiva graduação em caso de insolvência;
- O requisito de MREL que lhes foi determinado, expresso no montante total das posições em risco e na medida de exposição total.

Com vista a assegurar a eficácia dos períodos de transição fixados pela lei e pelas autoridades de resolução, as obrigações de divulgação ao mercado só são aplicáveis a partir de 1 de janeiro

de 2024. Contudo, se a autoridade de resolução tiver fixado um período de transição para uma instituição que termine após essa data, a instituição em causa apenas tem de dar cumprimento a essas obrigações a partir do fim do seu período de transição.

## 2.3 Moratória

Em paralelo com o já existente poder da autoridade de resolução de, quando estiverem verificados os três requisitos para a aplicação de medidas de resolução, suspender obrigações de pagamento ou de entrega nos termos de um contrato em que a instituição de crédito objeto de resolução seja parte, a revisão da BRRD concede ainda à autoridade de resolução um novo poder de moratória, medida de *ultima ratio* exercível num momento anterior.

De facto, as autoridades de resolução vão passar a poder determinar a suspensão daquelas obrigações de pagamento ou de entrega também quando estiverem preenchidas as seguintes condições cumulativas:

- A instituição está em situação ou em risco de insolvência ("*failing or likely to fail*");
- Não existe qualquer ação alternativa do setor privado suscetível de evitar a situação de insolvência da instituição num prazo razoável;
- O exercício do poder de suspensão é necessário para evitar que as condições financeiras da instituição se continuem a deteriorar;
- O exercício desse poder é necessário para a autoridade de resolução avaliar a verificação do critério do interesse público<sup>43</sup>, para escolher as medidas de resolução mais adequadas a aplicar à instituição ou para garantir que essas medidas podem ser eficazmente aplicadas.

Embora a concreta delimitação das obrigações incluídas no âmbito do poder de moratória dependa de uma decisão caso a caso da autoridade de resolução, nunca podem ser abrangidas as obrigações devidas a sistemas ou operadores de pagamentos e de liquidação de instrumentos financeiros, a contrapartes centrais ou a bancos centrais. Caso o poder de moratória seja exercido em relação a depósitos elegíveis<sup>44</sup>, os Estados-Membros podem dispor no sentido de que a autoridade de resolução deve assegurar o acesso dos depositantes afetados a um montante diário adequado<sup>45</sup>.

No que respeita ao período de suspensão das obrigações de pagamento e de entrega, a duração do poder de moratória não pode exceder o período compreendido entre a publicação da decisão de suspensão e a meia-noite no fim do dia útil seguinte ao dessa publicação, ficando as obrigações de pagamento e de entrega das contrapartes previstas no mesmo contrato suspensas pelo mesmo período.

43. Este critério, que constitui a terceira condição para a aplicação de medidas de resolução, determina que uma instituição só pode ser objeto de medidas de resolução quando tal for necessário e proporcional à prossecução de alguma das finalidades da resolução e quando a entrada em liquidação da instituição de crédito, por força da revogação da respetiva autorização, não permitir atingir com a mesma eficácia essas finalidades.

44. Em Portugal, depósitos não excluídos da garantia de reembolso prestada pelo Fundo de Garantia de Depósitos ("FGD") e pelo Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo ("FGCAM").

45. De referir ainda que a revisão da BRRD alterou o âmbito de aplicação do poder de moratória já existente, permitindo que também esse seja exercido em relação a depósitos elegíveis, tendo aqui sido concedida uma opção aos Estados-Membros em termos idênticos aos referidos.

## 2.4 Reconhecimento contratual do *bail-in*

O atual artigo 55.º da BRRD determina que as instituições de crédito devem incluir uma cláusula nos instrumentos contratuais constitutivos de um crédito de acordo com a qual a contraparte reconhece que o respetivo crédito pode ser objeto da aplicação da medida de resolução do *bail-in* e aceita a produção dos respetivos efeitos. Esta obrigação é aplicável aos contratos celebrados após a data de entrada em vigor das disposições nacionais que transpõem aquela diretiva dos quais emergja um crédito que não esteja imperativamente excluído do *bail-in*, não seja um depósito privilegiado ao abrigo da BRRD<sup>46</sup> e seja regido pela lei de um país terceiro<sup>47</sup>.

Contudo, a prática veio a demonstrar que nem sempre era possível às instituições de crédito promoverem a inserção dessa cláusula contratual nos contratos em que são parte – seja porque tal não é permitido pela lei do país terceiro relevante, seja por estarem em causa protocolos internacionais ou cláusulas *standard* acordadas a nível internacional. Assim, a revisão da BRRD vem permitir às instituições que invoquem a impraticabilidade, a nível jurídico ou de outro modo, de incluir nas disposições contratuais que regem um determinado crédito a cláusula contratual exigida. Tal decisão tem de ser notificada de forma fundamentada à autoridade de resolução, podendo esta discordar da instituição e exigir-lhe que inclua a cláusula contratual no instrumento em causa com fundamento na necessidade de assegurar a sua resolubilidade.

Note-se que a impraticabilidade não pode ser invocada por referência a instrumentos de fundos próprios nem a instrumentos de dívida não garantida ou privilegiada. Adicionalmente, os créditos que não incluem a cláusula contratual exigida pelo artigo 55.º da BRRD, quer por tal ser impraticável, quer em violação daquela norma, não podem ser utilizados para dar cumprimento ao MREL, mas tal facto não impede as autoridades de resolução de aplicar a medida de resolução do *bail-in* a esses créditos.

## 2.5 Venda de instrumentos elegíveis subordinados a clientes de retalho

Não obstante este tema não constar da proposta inicial da Comissão Europeia para a revisão da BRRD, o acordo político alcançado nos trólogos prevê um conjunto de regras aplicáveis à colocação junto de clientes de retalho de instrumentos elegíveis para MREL que sejam subordinados, à luz, nomeadamente, da declaração conjunta da Autoridade Bancária Europeia e da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, de 30 de maio de 2018, sobre o tratamento de detenções por clientes de retalho dos instrumentos financeiros de dívida sujeitos à BRRD<sup>48</sup>.

Está aqui em causa qualquer venda de instrumentos que não sejam elegíveis para fundos próprios e que cumpram todos os critérios de elegibilidade para efeitos do cumprimento do requisito de MREL, incluindo-se aqui o critério referente à subordinação (estando, portanto, também abrangidos os instrumentos de dívida comum “não privilegiada”). Note-se, contudo, que a BRRD prevê a opção de os Estados-Membros mandarem aplicar estas regras à venda de instrumentos

46. Isto é, em Portugal, não seja um depósito de pessoas singulares e de micro, pequenas e médias empresas, no montante que exceda o limite da garantia de reembolso prestada pelo FGD e pelo FGCAM, nem seja um depósito dessas pessoas e empresas constituídos através de sucursais estabelecidas fora da União Europeia de instituições participantes no FGD ou no FGCAM, relativamente aos quais não se verifique nenhuma das situações que conduziram à sua exclusão daquela garantia de reembolso.

47. Note-se que esta obrigação pode ser afastada caso a lei do país terceiro em causa, ou uma convenção vinculativa celebrada com o mesmo, assegure a eficácia do exercício dos poderes de redução e de conversão. Cumpre também mencionar que, com a revisão da BRRD, as instituições cujo MREL não exceda o montante de absorção de perdas não estão sujeitas a esta obrigação, desde que não usem créditos abrangidos pelo artigo 55.º para darem cumprimento ao respetivo MREL.

48. Disponível em <https://eba.europa.eu/documents/10180/2137845/EBA+ESMA+Statement+on+retail+holdings+of+bail-inable+debt+%28EBA-Op-2018-03%29.pdf>.

elegíveis para fundos próprios ou de outros instrumentos de onde emergjam créditos incluídos no âmbito do *bail-in*.

Assim, nos termos das novas regras a aditar à BRRD, qualquer vendedor só pode vender aqueles instrumentos a clientes não profissionais<sup>49</sup> quando tiver efetuado uma avaliação do caráter adequado da operação e tiver concluído pela adequação do instrumento em causa para o cliente não profissional, tendo essa avaliação sido documentada<sup>50</sup>.

Adicionalmente, tratando-se de um cliente não profissional cuja carteira de investimentos<sup>51</sup> não exceda, no momento da compra, o montante de 500 mil euros, o vendedor tem ainda de assegurar-se que:

- O cliente não profissional não tem, na sua carteira de investimentos, um montante agregado de instrumentos elegíveis subordinados superior a 10% dessa carteira; e
- O montante de investimento inicial é de, pelo menos, 10 mil euros.

Em alternativa a estes requisitos, os Estados-Membros têm igualmente a opção de definir apenas um montante nominal mínimo de, pelo menos, 50 mil euros para os instrumentos elegíveis subordinados aqui em causa<sup>52</sup>.

Refira-se também que os Estados-Membros só têm de aplicar estas regras aos instrumentos emitidos 18 meses após a data de entrada em vigor da diretiva que altera a BRRD e ainda que o incumprimento destas regras não fere a elegibilidade para MREL dos instrumentos em causa.

### 3 Conclusão

A revisão da BRRD e do Regulamento SRM vem introduzir algumas melhorias significativas a aspetos particulares do regime da resolução. É sobretudo pertinente e oportuna a revisão profunda do enquadramento legal do MREL, requisito que, embora mantendo o seu propósito e princípios orientadores, vê as regras associadas à sua calibração, requisitos de elegibilidade, componente de subordinação, modo de cumprimento por grupos e distribuição interna da capacidade de absorção de perdas, consequências de incumprimento e período transitório serem densificadas e detalhadas, de uma maneira que legitimará e auxiliará a atuação da autoridade de resolução neste domínio.

Todavia, para o sistema financeiro nacional, a necessidade de dar cumprimento ao requisito de MREL continua a representar um desafio significativo e um risco para a estabilidade financeira, conforme assinalado no presente *Relatório de Estabilidade Financeira*<sup>53</sup>, circunstância que não é alterada na sua substância pela revisão do regime jurídico subjacente.

49. Na aceção do ponto 11) do n.º 1 do artigo 4.º da DMIF – Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros.

50. Nos termos do artigo 25.º da DMIF.

51. Onde estão incluídos todos os depósitos em numerário e instrumentos financeiros mas excluídos os instrumentos recebidos a título de garantia.

52. A BRRD prevê ainda uma terceira opção, apenas disponível para os Estados-Membros em que o valor dos ativos totais das entidades aí estabelecidas e sujeitas a requisito de MREL não exceda 50 mil milhões de euros, que permite a aplicação unicamente do critério relativo ao montante de investimento superior a 10 mil euros.

53. Ver Secção 1.1.

# A experiência de política macroprudencial na União Europeia: principais desafios da interação entre instrumentos macroprudenciais

## 1 Introdução

Este tema em destaque faz uma revisão da política macroprudencial na União Europeia desde a criação do Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS), em 2010, com o objetivo de proporcionar uma reflexão sobre os principais desafios enfrentados pelas autoridades macroprudenciais. Após reformas ao nível do enquadramento institucional na maioria dos Estados-Membros europeus, associadas à designação de autoridades macroprudenciais, a política macroprudencial tem vindo a ser progressivamente implementada e consolidada. Embora somente cerca de oito anos tenham passado, a realidade económica e o sistema financeiro alteraram-se consideravelmente em muitos países europeus, que atravessaram, embora a ritmos diferentes, um período de crise financeira e económica profunda, do qual alguns estão gradualmente a recuperar. Adicionalmente, importantes reformas ao nível da regulação e da supervisão do sistema financeiro têm vindo a ser introduzidas, nomeadamente a criação da União Bancária, a implementação de regimes de recuperação e de resolução de instituições de crédito e a revisão do enquadramento regulamentar do sistema bancário, em que se destaca, entre outros aspetos, o reforço, quantitativo e qualitativo, dos requisitos de capital, por via do acordo de Basileia III.

É neste contexto particular que a política macroprudencial tem vindo a ser implementada afirmando-se enquanto área de política económica autónoma, em interação com outras áreas de política. Ao longo deste percurso, as autoridades macroprudenciais têm encontrado desafios vários, cuja natureza se tem alterado em função da melhoria da atividade económica, da estabilização e consolidação dos sistemas financeiros em termos de rendibilidade e sustentabilidade e dos sinais de inversão do ciclo financeiro, cuja intensidade é também determinada pela situação específica de cada país.

Este tema em destaque começa por apresentar uma reflexão sobre os desafios enfrentados pela política macroprudencial. Prossegue com uma revisão das principais ações de política macroprudencial na UE e termina com uma análise da fase mais recente da política macroprudencial, em que novos desafios emergem, sendo atribuído especial destaque aos relacionados com a interação entre instrumentos macroprudenciais. Esta secção aborda, em particular, a combinação de instrumentos que atuam ao nível das condições de concessão de crédito (doravante, instrumentos *borrower-based*), uma vez que as autoridades têm privilegiado esta opção de política para fazer face ao risco sistémico associado a desenvolvimentos no mercado imobiliário residencial, que tem afetado a generalidade dos países europeus.

## 2 A experiência de política macroprudencial na União Europeia

A política macroprudencial caracteriza-se por ter uma natureza eminentemente preventiva, ou seja, de procurar atuar na fase inicial de expansão dos ciclos económico e financeiro, no sentido de mitigar ou reduzir a acumulação de risco sistémico e/ou de reforçar a resiliência das instituições.<sup>1</sup> Apesar da sua relativamente curta existência, a política macroprudencial na Europa tem enfrentado diversos desafios. Por um lado, o contexto associado à crise financeira global não foi o mais propício à implementação da política macroprudencial, cujos instrumentos tinham sido desenvolvidos para promover a estabilidade financeira e mitigar os custos de (novas) crises financeiras para a economia e para o bem-estar social e não para lidar com o legado da crise financeira global. Por outro lado, a sua recente implementação na UE – cujo marco histórico institucional consiste na criação do CERS em 2010 – coloca naturalmente restrições ao nível do conjunto de instrumentos macroprudenciais disponíveis para cada autoridade. Por exemplo, em países como o Luxemburgo<sup>2</sup> e a Chéquia<sup>3</sup>, não foram ainda atribuídos às autoridades macroprudenciais poderes sobre certos instrumentos *borrower-based*, pelo que estas acabam por dispor de um conjunto (na língua inglesa, *toolkit*) menos completo de instrumentos macroprudenciais.<sup>4</sup> Esta limitação de instrumentos pode condicionar a atuação das autoridades macroprudenciais, que será tanto mais adequada quanto mais apropriados forem os instrumentos passíveis de serem utilizados. Por fim, o conhecimento e experiência são ainda limitados em algumas matérias, pelo que constituem também um desafio à ação da política macroprudencial.

A crise financeira global proporcionou um contexto muito adverso de materialização dos riscos acumulados previamente, tendo a política macroprudencial sido desenvolvida numa conjuntura em que as instituições lidavam com o legado da crise, sob a forma, por exemplo, de um *stock* avultado de empréstimos *non-performing* (na sigla inglesa, NPL), atividade de concessão de crédito enfraquecida, baixa rendibilidade bancária, alterações estruturais do sistema financeiro em vários países, entre outros constrangimentos que dificultavam inclusivamente a atratividade do investimento no setor.

Adicionalmente, neste período as instituições de crédito debatiam-se com o desafio de dar resposta às novas exigências regulamentares. A crise financeira global revelou que os níveis de capital dos sistemas bancários eram excessivamente reduzidos, tendo sido apresentada uma proposta de requisitos de capital mais exigentes, no âmbito da revisão do acordo de Basileia II (que ficou conhecido por acordo de Basileia III). Na sequência do novo enquadramento regulamentar europeu, que transpôs para a realidade europeia o acordo de Basileia III, a atuação da supervisão microprudencial procurou assegurar que os rácios de capital das instituições de crédito mais significativas atingissem os novos níveis mínimos requeridos. Numa conjuntura caracterizada por abrandamento/recessão económica e vulnerabilidade financeira, baixas perspetivas de crescimento económico, índices de confiança em níveis muito baixos e níveis de rendibilidade

1. A natureza preventiva da política macroprudencial é defendida no *Relatório do Grupo de Larosiére*, onde são traçadas as principais linhas de reforma da arquitetura de regulação e supervisão financeiras da União Europeia: The de Larosiére Group (2009). *Report of the high-level group on financial supervision in the EU*. February.
2. No Luxemburgo foi tomada a iniciativa de expandir o *toolkit* macroprudencial para incluir instrumentos *borrower-based* para mitigar risco sistémico decorrente do setor imobiliário residencial. Atualmente existe uma proposta de lei que, a ser aprovada pelo Parlamento, conferirá estes poderes à autoridade macroprudencial luxemburguesa (<https://www.csf.lu/surveillance/surveillance-macroprudentielle/macprudential-instruments/borrower-based-measures/>).
3. Na Chéquia, a autoridade macroprudencial não tem poder para impor de forma vinculativa medidas que atuem sobre os critérios de concessão de crédito, mas pode fazê-lo sob a forma de uma recomendação.
4. Existem vários países que têm vindo a completar o seu *toolkit* macroprudencial nos últimos anos (CERS, 2017). Por exemplo, no final de 2017, a Suécia alterou a legislação de forma a atribuir poderes adicionais à autoridade macroprudencial nacional sobre medidas *borrower-based*. Desde julho de 2018, a autoridade macroprudencial austríaca tem poderes sobre vários instrumentos *borrower-based*, que podem ser aplicados a novos créditos à habitação. A Finlândia, um dos poucos países europeus em que a reserva para risco sistémico não estava disponível, emitiu em 2017 uma lei a atribuir poderes à autoridade macroprudencial deste país para aplicar este instrumento macroprudencial ao setor bancário.

reduzidos, tais exigências regulamentares exerceram diferentes graus de pressão nos sistemas bancários de cada país, consoante as vulnerabilidades resultantes do legado da crise.

Deste modo, a atuação da política macroprudencial foi também condicionada pela intervenção da política microprudencial. Neste período, apesar de o novo enquadramento regulamentar prever já a constituição de algumas reservas de capital, tais como a reserva de conservação ou a reserva para instituições de importância sistémica (embora a última não fosse de carácter obrigatório), estas, a serem implementadas pelas autoridades macroprudenciais nacionais, poderiam colocar uma pressão excessiva nas instituições de crédito, acumulando com o esforço de observância dos requisitos mínimos impostos pela regulação microprudencial.

Não é, pois, surpreendente que, em particular em alguns países, as autoridades de política macroprudencial tenham inicialmente optado por adiar a introdução dos instrumentos contemplados na legislação europeia (na sua maioria instrumentos de capital, tais como a reserva de conservação ou a reserva para instituições de importância sistémica) ou por implementá-los de forma faseada. Adicionalmente, na fase descendente do ciclo financeiro, em que os riscos já se haviam materializado, não era adequado implementar instrumentos para fazer face a riscos de natureza cíclica, como a reserva contracíclica. Estas opções beneficiaram de um enquadramento regulamentar que atribui um certo grau de discricionariedade de atuação às autoridades macroprudenciais que permite que estas possam adequar a sua ação às especificidades de cada país. A discricionariedade posta em prática pelas autoridades macroprudenciais, em conjunto com a diversidade existente entre países em termos de enquadramento institucional da política macroprudencial, promoveram, como seria de esperar, alguma heterogeneidade na atuação destas autoridades. As diferenças refletiram-se não só no tipo de instrumentos utilizados, como nas metodologias, níveis de calibração e velocidade de implementação das medidas. A possibilidade de formular medidas que se adequam às realidades nacionais é entendida como uma característica positiva da política macroprudencial, em contraponto com a política monetária, que é comum aos países da área do euro.

Nos últimos anos, a conjuntura europeia tem sido caracterizada por crescimento económico, baixas taxas de juro e aumento do crédito ao setor privado não financeiro, embora se observe heterogeneidade entre países. Neste período, impulsionado por estes fatores e pelo maior dinamismo do mercado imobiliário e das atividades de concessão de crédito associadas a este setor, o ciclo financeiro parece ter invertido e entrado numa fase de expansão (CERS, 2019). Em resultado, observa-se uma intervenção crescente das autoridades macroprudenciais da UE na promoção da estabilidade financeira. O relatório do CERS (2019) sobre a política macroprudencial na UE indica que, em 2018, a maioria dos Estados-Membros adotaram medidas, observando-se um incremento significativo do número de medidas face ao ano anterior.<sup>5</sup> Com base em informação recolhida pelo CERS sobre as medidas macroprudenciais adotadas na UE desde 2014 (primeiro ano a partir do qual esta informação começou a ser recolhida pelo CERS), observa-se que, naquele ano, foram implementadas no total 37 medidas macroprudenciais, tendo este número atingido um total de 58 medidas em 2018 (Gráfico 1). Estes dados refletem uma crescente intervenção das autoridades macroprudenciais um pouco por toda a Europa ao longo dos últimos cinco anos.

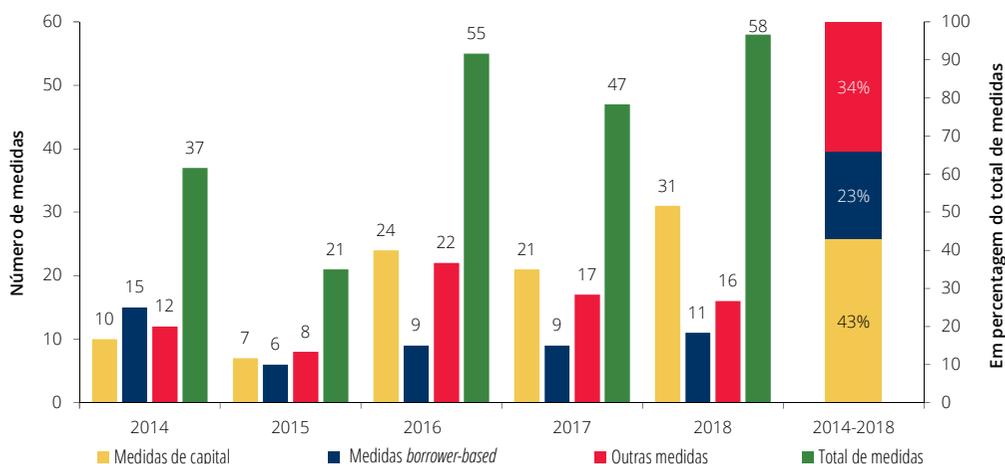
Entre 2014 e 2018 foram adotadas 218 medidas macroprudenciais na União Europeia, a maioria das quais medidas de capital (43% do total), seguidas por medidas *borrower-based* (23% do total), perfazendo o remanescente outro tipo de medidas macroprudenciais. Os instrumentos de capital – que

5. As medidas macroprudenciais mais frequentes em 2018 foram a ativação ou o aumento da reserva contracíclica, a ativação da reserva para risco sistémico, a introdução de limites ao rácio entre o serviço da dívida e o rendimento dos mutuários e medidas de reciprocidade. No seu conjunto, estas medidas tiveram em vista reforçar a resiliência e/ou mitigar ou reduzir o risco sistémico de natureza cíclica ou estrutural, sendo que, em alguns casos, procuraram abranger uma combinação dos dois tipos de risco.

incluem a reserva para instituições de importância sistémica, a reserva para risco sistémico, os ponderadores de risco, a reserva contracíclica e a reserva de conservação – têm sido os mais implementados ao longo deste período, destacando-se o ano de 2018 com um total de 31 medidas de capital adotadas. No conjunto de instrumentos de capital, a reserva para risco sistémico foi a medida mais implementada nos últimos cinco anos (34 vezes), seguindo-se a reserva contracíclica, que tem vindo a adquirir cada vez maior preponderância, sobretudo em 2018, ano em que se registaram 13 medidas. A utilização crescente da reserva contracíclica não será alheia à fase de expansão do ciclo financeiro que se faz sentir um pouco por toda a Europa.<sup>6</sup>

As medidas *borrower-based* – que incluem a aplicação de limites ao rácio empréstimo-valor da garantia (na sigla inglesa, LTV – *loan-to-value ratio*), aos rácios empréstimo-rendimento (nas siglas inglesas, LTI – *loan-to-income ratio*, DTI – *debt-to-income* e DSTI – *debt-service-to-income ratio*), limites à maturidade e requisitos de amortização – têm também sido muito utilizadas, destacando-se a aplicação de limites ao rácio LTV, totalizando 19 medidas adotadas, e ao rácio DSTI, tendo sido reportadas 14 medidas no total até ao final de 2018. Há um aspeto, porém, que distingue a forma de implementação de medidas *borrower-based* em relação a medidas de capital. De facto, ao nível das medidas *borrower-based*, várias autoridades macroprudenciais têm optado por combinar um conjunto de instrumentos que atuam sobre os critérios de concessão de crédito, de forma a beneficiar da complementaridade existente entre estes instrumentos e reforçar a eficácia e a eficiência das medidas macroprudenciais. Tal não se observa com a mesma frequência no caso de instrumentos de capital. A tendência para combinar medidas *borrower-based* será discutida mais à frente.

**Gráfico 1 • Medidas macroprudenciais implementadas na União Europeia por classe de instrumento | em número e em percentagem**



Fonte: CERS. Notas: a) Medidas de capital incluem a reserva para risco sistémico, reserva contracíclica, reserva de conservação, reserva para instituições de importância sistémica e os requisitos setoriais de capital; medidas *borrower-based* incluem a aplicação de limites aos rácios DSTI e LTI, ao rácio LTV, entre outros, limites à maturidade e requisitos de amortização; outras medidas incluem medidas de reciprocidade, de liquidez, aplicação de limites aos grandes riscos e aplicação do artigo 458.º da CRR (excluindo medidas de capital). b) As medidas macroprudenciais referem-se a novas medidas e alterações de medidas já implementadas, desde que consideradas substanciais. Os dados não incluem: a introdução antecipada da reserva de conservação, a isenção das empresas de investimento da aplicação desta reserva e da reserva contracíclica, decisões de reserva contracíclica de 0% ou inalteradas. No caso da reserva para instituições de importância sistémica, os dados incluem apenas alterações das metodologias de identificação e calibração da reserva de cada instituição (excluindo alterações no número de instituições de importância sistémica ou dos seus níveis de reserva resultantes da condução do processo anual de aplicação das metodologias ou alterações dos regimes de introdução faseada).

6. Para mais detalhes sobre a experiência europeia com a ativação da reserva contracíclica consultar a Caixa 3 “Implementação na União Europeia da reserva contracíclica de fundos próprios”, *Relatório de Estabilidade Financeira* de dezembro de 2018.

De acordo com a revisão do CERS (2019), no que respeita aos riscos que têm motivado a atuação da política macroprudencial, destacam-se os relacionados com a evolução dos preços da habitação que são uma componente importante do ciclo financeiro e têm vindo a crescer de forma sustentada em vários países europeus, incluindo Portugal. Os riscos para o sistema financeiro associados ao setor imobiliário, quer residencial quer comercial, continuam a motivar a adoção de medidas macroprudenciais. Vários Estados-Membros adotaram pelo menos uma medida macroprudencial, recorrendo não só a instrumentos que atuam sobre as condições de concessão de crédito, mas também a instrumentos de capital, tais como o aumento dos ponderadores de risco associados a exposições colateralizadas por bens imóveis.<sup>7</sup> Além disso, os riscos relacionados com o nível elevado de endividamento do setor privado não financeiro, assim como com o ambiente prolongado de baixas taxas de juro, têm justificado a implementação de algumas medidas.

### 3 Desafios relacionados com a interação de instrumentos macroprudenciais

Nos anos mais recentes tem-se assistido a um crescimento da atividade económica conjuntamente com o início de uma fase de expansão do ciclo financeiro em alguns países. Este contexto económico mais favorável pode propiciar a emergência e a acumulação de risco sistémico em várias dimensões. Na atualidade, a política macroprudencial enfrenta outros desafios, mais consonantes com a missão para a qual foi criada, designadamente a mitigação da acumulação de risco sistémico cíclico e o reforço da resiliência do sistema financeiro a choques adversos. Para tal, as autoridades macroprudenciais têm estado muito ativas na adoção de medidas, beneficiando da atual fase de recuperação dos ciclos económico e financeiro. Contudo, sendo a introdução de medidas muito recente, os países que as adotaram não atravessaram ainda um ciclo financeiro completo, sendo portanto prematuro avaliar, de forma abrangente, os efeitos desta ação de política nos riscos que se procuram mitigar ou no reforço da resiliência do sistema financeiro.

Em resultado deste dinamismo, há desafios associados à interação de instrumentos macroprudenciais implementados e em fase de adoção. Os instrumentos entretanto ativados passaram a coexistir, mesmo quando a sua ativação foi, em larga medida, entendida como independente da ativação de um qualquer outro instrumento. Dado que muitos destes instrumentos têm o mesmo tipo de mecanismos de transmissão, a sua eficiência e eficácia podem ser afetadas, quer positiva quer negativamente, por esta sobreposição de mecanismos, ainda que parcial.<sup>8</sup>

7. Designadamente mediante a ativação do artigo 458 da CRR.

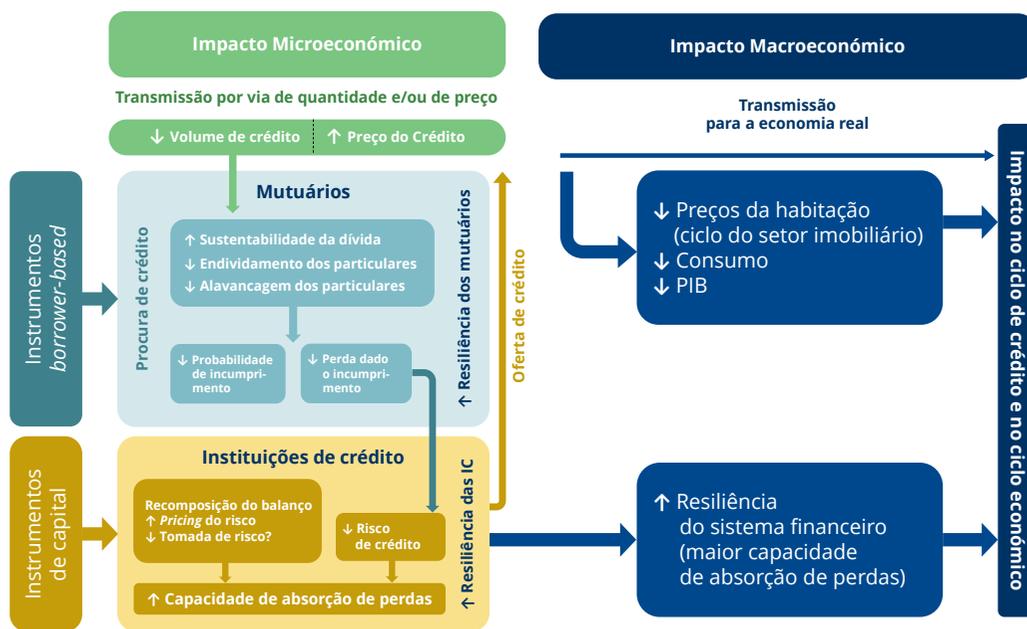
8. Para além dos efeitos ao nível de cada jurisdição, os instrumentos macroprudenciais podem ter efeitos que extravasam as fronteiras nacionais, muitas vezes resultantes de tentativas das instituições visadas de contornar as medidas impostas ao nível doméstico. Adicionalmente, é sobejamente reconhecido que a política macroprudencial partilha canais de transmissão com outras áreas de política, tais como a monetária ou a de supervisão microprudencial. Todos estes temas, embora revestindo-se igualmente de interesse, não são objeto de análise neste tema em destaque.

### 3.1 Mecanismos de transmissão de diferentes classes de instrumentos macroprudenciais

A Figura 1 descreve os principais mecanismos de transmissão de instrumentos *borrower-based* e de instrumentos de capital. A análise centra-se nestas duas classes de instrumentos por serem as mais frequentemente ativadas ao nível da UE.<sup>9</sup> Ambas as classes de instrumentos podem atuar sobre a resiliência do setor bancário e sobre a mitigação do risco sistémico, embora de forma mais ou menos indireta, consoante o instrumento macroprudencial em causa.

Os instrumentos de capital têm um impacto direto sobre a resiliência do sistema bancário, ao reforçar a capacidade de absorção de perdas das instituições de crédito. A constituição de reservas adicionais de capital permite que as instituições de crédito sejam capazes de absorver perdas, reduzindo a probabilidade de uma interrupção do fluxo de crédito na fase descendente do ciclo financeiro. No que respeita ao impacto de um aumento das reservas adicionais de capital na atenuação do ciclo financeiro, este está dependente da atuação das instituições para cumprir os requisitos: por via da emissão de instrumentos de capital, pela geração ou acumulação interna de capital (que pode ser alcançada através da menor distribuição de dividendos e/ou da subida dos prémios de risco nos novos créditos, entre outras medidas), e/ou pela desalavancagem em algumas classes de ativos (através, inclusive, de uma recomposição da carteira de crédito). Assim, dependendo da forma como as instituições decidem cumprir os novos requisitos de capital, o volume de crédito concedido pode ser afetado. Os instrumentos de capital incidem maioritariamente sobre o *stock* de crédito, ou seja, são aplicados à totalidade das operações de crédito registadas no balanço das instituições. Por conseguinte, os requisitos de capital são particularmente indicados no caso em que os riscos já se acumularam, mas ainda não se materializaram, o que geralmente caracteriza a fase avançada de expansão do ciclo financeiro.

Figura 1 • Mecanismos de transmissão de instrumentos macroprudenciais



Adaptado de Committee on the Global Financial System (2012). "Operationalizing the selection and application of macroprudential instruments." *CGFS papers*, No 48, December.

9. Existem outras classes de instrumentos macroprudenciais que não são aqui contempladas, tais como a classe de instrumentos de liquidez.

Os instrumentos de capital podem subdividir-se em instrumentos estruturais ou cíclicos, consoante o tipo de risco sistémico que pretendem mitigar ou reduzir; em instrumentos de âmbito setorial – que inclui os instrumentos dirigidos a determinadas exposições, atividades ou geografias – ou de âmbito alargado (tais como a reserva contracíclica ou a reserva para instituições de importância sistémica); ou em instrumentos que se aplicam a todo o sistema bancário ou apenas a um conjunto de instituições (como é o caso da reserva para instituições de importância sistémica). A transmissão dos instrumentos de capital setoriais, tal como o aumento de ponderadores de risco ou a aplicação de uma reserva para risco sistémico setorial, apresentam naturalmente diferenças face a instrumentos de âmbito alargado. Estas diferenças resultam sobretudo do facto de estes instrumentos tornarem mais oneroso para as instituições certos tipos de crédito, criando incentivos para uma redução mais acentuada na classe de crédito a que se dirigem. A sua seleção, em detrimento de um instrumento de capital mais abrangente, pode, por exemplo, ser justificada pela possibilidade de que desenvolvimentos do crédito concedido às sociedades não financeiras e aos particulares se encontrem em fases distintas do ciclo. A possível ausência de sincronização perfeita entre estes segmentos de crédito motiva a consideração individual de ciclos de crédito setoriais por parte das autoridades macroprudenciais, existindo evidência de que os riscos setoriais podem ser fontes de instabilidade no sistema bancário e na economia real (BCBS, 2018). Estes instrumentos de aplicação setorial podem, contudo, produzir efeitos indesejados e inesperados, designadamente ao nível da recomposição da carteira de crédito para ativos que envolvam maior risco sistémico ou ao nível da alteração do perfil de decisões de investimento dos agentes económicos, com impacto na economia.

Por seu turno, a classe de instrumentos *borrower-based* tem um impacto direto na resiliência dos mutuários, por restringirem o montante do crédito em função do rendimento dos mutuários, no caso de limites aos rácios DTI ou DSTI, e do valor do colateral dado em garantia do empréstimo, no caso de limites ao rácio LTV. Estes instrumentos reduzem a probabilidade de incumprimento, ao fazer depender a capacidade de endividamento do rendimento do mutuário, bem como a perda dado o incumprimento da respetiva exposição, ao limitarem o nível de endividamento em função do valor da propriedade utilizada como colateral da operação de crédito. Por conseguinte, o risco de crédito associado aos mutuários abrangidos pelas restrições diminui, pelo que estes instrumentos também melhoram a qualidade da carteira de crédito das instituições abrangidas pelos limites e, deste modo, contribuem para reforçar a resiliência das instituições. A resiliência é também melhorada por via indireta, através do efeito destes instrumentos no ciclo financeiro e por via do canal das expectativas. Distinguem-se, também neste aspeto, dos instrumentos de capital, dado que incidem sobre as novas operações, pelo que o seu efeito ao nível das operações de crédito já registadas em balanço será muito gradual, na cadência ditada pela conversão de fluxos em *stocks*, que dependerá do prazo dos empréstimos (em *stock* e das novas operações) e do ritmo previsto nos planos de amortização dos empréstimos.

Adicionalmente, os instrumentos que atuam sobre as condições de crédito podem ter um impacto sobre o ciclo financeiro. Uma maior restritividade ao nível de um rácio LTV ou DSTI, por exemplo, pode restringir a quantidade de crédito ao limitar o montante de crédito disponibilizado a um conjunto de mutuários abrangidos pelos limites. Usualmente, estes limites incidem sobre (novo) crédito à habitação ou colateralizado por bens imóveis, pelo que a redução da quantidade de crédito pode conduzir a uma diminuição da procura por habitação e ao aumento da poupança. Dependendo do objetivo de política e, conseqüentemente, de quão restritivos os limites impostos possam ser e do grupo de mutuários que é abrangido pela medida, a dinâmica de preços da habitação pode também ser afetada, o que, por sua vez, limita a capacidade de acesso a crédito de forma mais abrangente, podendo originar uma queda mais acentuada da procura de crédito e da quantidade de crédito concedida pelas instituições.

### 3.2 Desafios relacionados com a interação de instrumentos macroprudenciais

A existência de mecanismos de transmissão semelhantes coloca desafios do ponto de vista da operacionalização da política macroprudencial. Tal como referido, os instrumentos de capital podem também ser eficazes no abrandamento do ciclo financeiro. Por exemplo, o enquadramento regulamentar da reserva contracíclica tem associado ambos os objetivos de política: quer a criação de um sistema resiliente ao longo da fase de expansão do ciclo financeiro, quer o abrandamento do ciclo financeiro. Todavia, o peso que cada autoridade coloca em cada um destes objetivos pode diferir de país para país. De acordo com o CERS (2018), muitos países consideram que o objetivo de atenuar a amplitude do ciclo financeiro é um efeito secundário (positivo) da ativação da reserva contracíclica, enquanto outras autoridades, tais como em Espanha ou em Itália, atribuem pesos iguais a ambos os objetivos. Da mesma forma, os instrumentos *borrower-based* também podem contribuir para o reforço da resiliência do sistema bancário, mediante o impacto que têm na melhoria da qualidade da carteira de crédito e na procura de crédito, com potencial efeito no setor imobiliário na medida em que podem contribuir para atenuar os riscos associados a uma espiral auto-sustentada de crédito e de preços da habitação. Um estudo baseado na revisão da implementação de instrumentos macroprudenciais ao nível europeu conclui que as medidas *borrower-based* também podem ser utilizadas para influenciar, diretamente, o fluxo de crédito à habitação, além de reforçarem a resiliência dos particulares (O'Brien e Ryan, 2017). Fahr e Fell (2017) alertam contudo para a existência de *trade-offs* entre as duas classes de instrumentos, concluindo que tal pode indicar que a moderação da amplitude do ciclo financeiro requer uma menor intervenção macroprudencial no reforço da resiliência, ao passo que o insucesso em moderar o ciclo financeiro pode exigir uma maior atuação sobre a resiliência do sistema financeiro.

Em certa medida, a sobreposição, ainda que parcial, dos mecanismos de transmissão entre instrumentos permite que os objetivos de reforço da resiliência e de atenuação do ciclo financeiro possam ser alcançados por instrumentos (ou combinação de instrumentos) que, apesar de não serem encarados como a primeira melhor opção entre um conjunto amplo de instrumentos macroprudenciais, podem ser igualmente eficazes no alcance desses objetivos. De facto, as autoridades macroprudenciais têm, em diversas situações, optado por combinar instrumentos, de modo a beneficiar dos efeitos positivos da partilha de mecanismos de transmissão, tal como recomenda o CERS. No seu *handbook*, esta instituição europeia identifica situações em que pode ser mais adequado utilizar uma combinação de instrumentos. Por exemplo, em situações de risco sistémico associado ao mercado imobiliário residencial é recomendada a utilização de instrumentos com impacto direto nos devedores, em combinação com instrumentos que afetem diretamente a resiliência das instituições, com o objetivo de mitigar ou reduzir os riscos motivados pela procura de crédito (mutuários/devedores) e pela oferta de crédito (instituições de crédito). Tal como referido, a combinação de instrumentos *borrower-based* tem sido privilegiada pelas autoridades macroprudenciais europeias face a outros tipos de combinação, como por exemplo a combinação de medidas de capital ou a combinação entre estes instrumentos e medidas *borrower-based*.<sup>10</sup>

A medida do Banco de Portugal dirigida aos novos contratos de crédito a consumidores que é composta por limites aos rácios LTV e DSTI e à maturidade, ao mesmo tempo que recomenda o pagamento regular de capital e de juros ao longo da vida de cada empréstimo, é um exemplo

10. Muito provavelmente, este desafio ao nível da combinação de instrumentos de classes distintas colocar-se-á de forma mais evidente numa fase avançada do ciclo financeiro.

representativo de combinação de instrumentos *borrower-based*. A combinação de instrumentos macroprudenciais estabelecida nesta medida procura maximizar os benefícios de cada instrumento, ao mesmo tempo que minimiza os seus custos e outros efeitos negativos indesejados.<sup>11</sup> A medida tem por objetivo assegurar que as instituições de crédito e sociedades financeiras não adotem comportamentos de risco excessivo, num contexto económico e financeiro particularmente favorável para tal, e também promover o financiamento sustentável das famílias. Outras autoridades europeias têm optado por combinar instrumentos desta natureza com o objetivo de mitigar o risco de crescimento excessivo de crédito concedido a particulares, especialmente relacionados com a concessão de crédito à habitação e com desenvolvimentos do mercado imobiliário. Os objetivos de política podem diferir de país para país, pois são definidos em função dos riscos e vulnerabilidades identificados e das especificidades de cada jurisdição.

Importa, assim, discutir os motivos que justificam esta maior propensão das autoridades macroprudenciais para combinar instrumentos direcionados aos critérios de concessão de crédito, quando comparado com a combinação de instrumentos de capital ou entre diferentes classes de instrumentos. Numa perspetiva puramente conceptual, pode-se apontar três razões: primeiramente, esta tendência pode estar relacionada com o tipo de risco sistémico que tem sido mais frequentemente identificado pelas autoridades macroprudenciais; em segundo lugar, a existência de complementaridades e sinergias pode ser mais evidente entre esta classe de instrumentos e menos óbvia para outras classes de instrumentos; por fim, a fase do ciclo financeiro e, em particular, a sua interligação com a dinâmica recente dos preços da habitação pode igualmente influenciar a escolha dos instrumentos a serem adotados.

### 3.2.1 Risco sistémico relacionado com desenvolvimentos no setor imobiliário residencial

Relativamente à primeira razão, um dos principais riscos para a estabilidade financeira que tem motivado a adoção de medidas macroprudenciais por parte da maioria das autoridades macroprudenciais de cada país está relacionado com os desenvolvimentos no setor imobiliário residencial (CERS, 2018). De acordo com a caracterização recente do mercado imobiliário residencial na área do euro realizada pelo BCE,<sup>12</sup> este mercado encontra-se numa fase de expansão após um período de recuperação iniciado no final de 2013. A recuperação do setor imobiliário é comum à quase generalidade dos países da área do euro e encontra-se numa fase relativamente avançada. As estimativas apontam para uma ligeira sobrevalorização dos preços da habitação, em média, na área do euro, mas a análise conduzida pelo BCE afasta o risco iminente de contração do ciclo económico relacionado com desenvolvimentos no mercado imobiliário residencial. O BCE tem a expectativa de que a recuperação do mercado imobiliário residencial se mantenha, mas a um ritmo mais moderado, em linha com as projeções de abrandamento da atividade económica.

As autoridades macroprudenciais têm estado particularmente atentas à dinâmica do setor imobiliário residencial, designadamente à aceleração dos preços da habitação nos últimos anos, muitas vezes acompanhada pelo crescimento acelerado do crédito a particulares e pelo aumento do endividamento dos particulares, dada a importância deste setor para a estabilidade financeira e

11. Leal, A. C. e Lima, D. (2018). "Macroprudential policy in Portugal: experience with borrower-based instruments." *Banco de España Revista de Estabilidad Financiera*, Núm. 35.

12. BCE (2018), *Economic Bulletin*, 7/2018.

macroeconómica.<sup>13</sup> Para fazer face a estes riscos, as autoridades têm optado por combinar limites ao rácio LTV com limites aos rácios DSTI/DTI, por vezes conjugados com limites à maturidade ou requisitos de amortização do empréstimo.<sup>14</sup> Existem diferenças significativas na forma como as autoridades aplicam estas medidas, quer ao nível da forma legal, da definição dos instrumentos, das exceções consideradas, dos regimes de aplicação faseada (na expressão inglesa, *phase-in arrangements*), da escolha dos instrumentos a serem aplicados, entre outros aspetos.<sup>15</sup> Apesar destas diferenças, as autoridades macroprudenciais tendem a convergir no entendimento de que a combinação de instrumentos *borrower-based* reforça a eficácia e a eficiência das mesmas na mitigação de risco sistémico decorrente do setor imobiliário residencial.

### 3.2.2 Existência de complementaridades e sinergias entre instrumentos

Sendo os instrumentos *borrower-based* especialmente adequados para mitigar riscos relacionados com o setor imobiliário residencial e, dadas as interações entre os mesmos, estes têm sido sobretudo entendidos como instrumentos complementares e não tanto como instrumentos substitutos, em particular quando há uma diversidade de riscos e vulnerabilidades a coexistirem. A complementaridade entre os instrumentos pode não só possibilitar que as autoridades possam fazer face ao(s) risco(s) de forma mais eficaz, como também minimizar potenciais efeitos indesejados e o contorno dos mesmos por parte das instituições às quais as medidas se aplicam. Por exemplo, tal como já mencionado, os limites ao rácio DSTI têm um maior impacto ao nível da probabilidade de incumprimento dos devedores, enquanto os limites ao rácio LTV exercem efeito sobre a perda dado o incumprimento, influenciando os dois parâmetros essenciais na determinação das perdas esperadas das instituições.

Adicionalmente, tal como realça o estudo de O'Brien e Ryan (2017), a aplicação de limites ao rácio LTV pode prevenir alguma da prociclicidade associada a desenvolvimentos exuberantes no mercado imobiliário residencial, mas não são estritamente contracíclicos, sobretudo quando os preços da habitação crescem de forma sustentada. Neste caso, como o valor da propriedade dada em garantia do empréstimo aumenta, expande-se a capacidade de endividamento dos particulares, pois a quantidade de crédito disponível por via do rácio LTV aumenta proporcionalmente ao crescimento dos preços da habitação. Dada a prociclicidade inerente aos limites ao rácio LTV em situações de crescimento sustentado dos preços da habitação, estes podem ser combinados com a aplicação de restrições a rácios que façam depender o montante do empréstimo do nível de rendimento dos mutuários, tais como limites aos rácios DSTI/LTI. Dado que o rendimento tende a crescer menos e mais gradualmente do que os preços da habitação, atua como um limite à capacidade de endividamento dos particulares. Outro exemplo prende-se com a combinação de limites ao rácio DTI – que restringem o montante total de endividamento do mutuário face ao seu rendimento – e ao rácio DSTI, uma vez que os primeiros melhoram a solvabilidade dos mutuários e os segundos atuam sobretudo na sua liquidez. Os limites ao rácio DSTI podem também atuar sobre a solvabilidade dos mutuários se, na sua definição, incluírem circunstâncias futuras previsíveis com impacto negativo na capacidade de endividamento do mutuário e/ou na

13. O papel determinante do setor imobiliário residencial para a estabilidade financeira é abordado em detalhe na Caixa 5 – Evolução dos preços da habitação em Portugal e implicações para a estabilidade financeira, *Relatório de Estabilidade Financeira* de dezembro de 2017.

14. Embora em menor número, observa-se que, em alguns países, as autoridades optaram pela introdução de ponderadores de risco mais elevados para crédito colateralizado por imóveis, como é exemplo a Bélgica e a Finlândia. No caso finlandês, medidas *borrower-based* têm sido combinadas com medidas de capital para fazer face aos riscos do setor imobiliário residencial.

15. Estas especificidades de medidas *borrower-based* podem ser analisadas com maior detalhe na Caixa 1 "Implementação, a nível europeu, de instrumentos macroprudenciais direcionados aos critérios de concessão de crédito aos particulares", do *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2018.

sua capacidade para cumprir as obrigações decorrentes do contrato de crédito, tais como choques sobre o rendimento e/ou sobre as taxas de juro, no caso de os contratos serem a taxa de juro variável ou mista. Por fim, a adoção de limites à maturidade dos empréstimos e o requisito de pagamentos regulares de capital e juros em complemento à aplicação de limites ao rácio DSTI reduz a possibilidade de contorno destes últimos através da extensão da maturidade dos empréstimos, tornando-os mais eficazes na sua atuação.

Para além das complementaridades, existem sinergias entre estes instrumentos que podem ser exploradas pelas autoridades e assim maximizar a eficácia das medidas. É o caso, por exemplo, da aplicação conjunta de limites à maturidade e da definição de requisitos de amortização dos empréstimos, quando a autoridade pretende que os efeitos da adoção de limites a outros critérios de concessão de crédito se transmitam ao *stock* de crédito de forma mais célere.

Claro que, na prática, a escolha por uma certa combinação de instrumentos tem subjacente considerações operacionais, bem como as circunstâncias específicas a cada país.<sup>16</sup> Contudo, parece ser mais evidente a existência de complementaridades e sinergias entre instrumentos *borrower-based* e menos entre instrumentos de capital. Os instrumentos de capital reforçam, de forma geral, a resiliência das instituições de crédito, estando o seu impacto mais dependente da forma como as instituições decidem cumprir com os requisitos adicionais de capital, do que com o instrumento de capital selecionado. Assim, contrariamente aos instrumentos que atuam sobre os critérios de concessão de crédito, as reservas de capital podem ser encaradas mais como substitutos e menos como instrumentos complementares, quando o objetivo é reforçar a resiliência das instituições de crédito.

Atendendo a que o enquadramento regulamentar dos instrumentos de capital atribui uma relação clara entre risco, objetivo de política e instrumento, clareza essa que será reforçada no âmbito da revisão do quadro regulatório europeu,<sup>17</sup> a substituíbilidade entre instrumentos de capital poderá ser mais provável entre reservas de capital de âmbito setorial aplicadas ao mesmo setor (por exemplo, entre imposição de ponderadores de risco mais elevados para certas exposições e a reserva setorial para risco sistémico). Estes instrumentos podem ser considerados substitutos na mitigação de riscos relacionados com o mercado imobiliário, dado que ambos permitem a aplicação de requisitos mais exigentes para exposições colateralizadas por bens imóveis. Por seu turno, requisitos de capital de âmbito alargado podem, em determinadas circunstâncias, ser complementados por instrumentos setoriais, de forma a minorar potenciais efeitos indesejados dos primeiros relacionados com uma possível recomposição da carteira para ativos com ponderadores de risco mais reduzidos.

### 3.2.3 Papel da fase do ciclo financeiro na adoção de certos instrumentos

A resposta de política deve ter em conta não só a natureza dos riscos identificados, mas também o momento da intervenção e a posição no ciclo financeiro, que são fatores determinantes na escolha do instrumento ou combinação de instrumentos a ser(em) ativado(s). A consideração da fase do ciclo financeiro é particularmente relevante no contexto em que os riscos associados ao setor imobiliário residencial podem ter implicações para a estabilidade financeira, pelo que a dinâmica dos preços da habitação e os desenvolvimentos do mercado imobiliário residencial

16. Tais como a percentagem da população com casa própria, a percentagem da população que recorre a crédito bancário para adquirir casa própria, características dos mutuários, grau de desenvolvimento do mercado de arrendamento, entre outras características. Kelly, Le Blanc e Lydon (2019) apresentam uma caracterização atual do mercado imobiliário residencial em alguns países europeus, onde sobressaem estas diferenças.

17. Ver, a este propósito, o Tema em destaque “Revisão da CRDIV-CRR: o que há de novo?” do *Relatório de Estabilidade Financeira* de dezembro de 2018.

devem ser analisados, especialmente a magnitude das suas interligações com o ciclo financeiro.<sup>18</sup> Os riscos acumulam-se, geralmente, na fase de expansão do ciclo financeiro, caracterizados pela expansão de crédito à economia e pelo aumento dos preços dos ativos. Nestes períodos, há uma tendência para subavaliar os riscos e para sobrevalorizar os ativos dados em garantia.

A política macroprudencial deve, assim, atuar na fase inicial de expansão do ciclo financeiro, quando existem já sinais de que os riscos e vulnerabilidades possam vir a acumular-se, mas o risco de materialização é ainda baixo. Medidas que atuem diretamente sobre o fluxo de crédito são provavelmente as mais eficazes nesta fase do ciclo. Tal é o caso de instrumentos *borrower-based*, que podem, inclusivamente, ser ativados com caráter não vinculativo na fase muito inicial de expansão do ciclo financeiro, de modo a ancorar os critérios de concessão de crédito em níveis considerados apropriados e evitar que estes se deteriore, ao mesmo tempo que procuram restringir o crédito a mutuários com um perfil de risco mais elevado. O estudo de Basto et al. (2019), que analisa o impacto da introdução de um limite ao valor médio do rácio LTV num modelo para uma pequena economia aberta da área do euro, indica que diferentes desenhos de medidas sobre o rácio LTV podem ter implicações distintas ao nível da dinâmica de crédito. Os resultados das simulações sugerem que uma implementação permanente e gradual deste instrumento origina uma redução menos pronunciada do crédito ao setor privado não financeiro no curto prazo, ao mesmo tempo que, no longo prazo, assegura benefícios semelhantes àqueles que seriam obtidos com uma introdução mais abrupta das medidas. Adicionalmente, medidas que atuam sobre os critérios de concessão de crédito podem desempenhar um papel não negligenciável na contenção de riscos associados a uma espiral auto-sustentada de crédito e de preços da habitação (Crowe, Dell’Ariccia, Igan e Rabanal, 2011; Lim, Columba, Costa, Kongsamut e Otani, 2011), embora a literatura não seja totalmente consensual nesta matéria (Cerutti, Claessens e Laeven, 2017).

Tal intervenção preventiva e prospetiva, se apropriada e suficiente, tem o benefício de limitar a necessidade de adoção de medidas numa fase mais avançada de expansão do ciclo financeiro, em que os riscos já se terão avolumado, o que exigiria uma resposta de outra natureza pela autoridade macroprudencial. Naturalmente que a especificidade dos riscos deve ser ponderada para que os instrumentos selecionados sejam os mais adequados. No entanto, é importante sublinhar que a eficácia das medidas macroprudenciais dependerá também do potencial incentivo ao contorno das mesmas pelas instituições sujeitas à intervenção macroprudencial. Num contexto em que o ciclo financeiro se encontra numa fase de expansão, se houver evidência de que os riscos continuam a crescer e há tendência para se acentuarem no curto/médio prazo, a autoridade macroprudencial pode equacionar a aplicação mais restritiva de instrumentos *borrower-based* se entender que a sua calibração se encontra desajustada do nível considerado adequado. Adicionalmente, a autoridade macroprudencial pode considerar modificar a forma legal da medida, no sentido de tornar os limites aos critérios de concessão de crédito de aplicação vinculativa. Contudo, importa sublinhar que, mesmo no caso de medidas macroprudenciais implementadas sob a forma de recomendação, as autoridades podem também intensificar o seu grau de observância (*enforcement*, na designação inglesa), incentivando a melhoria das práticas de governação das instituições de crédito visadas, através, por exemplo, do envolvimento ativo dos órgãos de avaliação de risco e dos conselhos de administração no acompanhamento do

18. No debate sobre se os decisores de política macroprudencial devem ou não atuar diretamente sobre os preços da habitação quando há indícios de que estes se encontram sobrevalorizados há um maior consenso para defender a atuação da política macroprudencial apenas quando existe uma interligação entre o ciclo financeiro e a dinâmica dos preços da habitação, ou seja, quando a subida dos preços da habitação está a ser impulsionado pela atividade de concessão de crédito. Quando tal não é o caso, argumenta-se que poderão ser outras áreas de política, tal como a política fiscal, a atuar sobre esta questão.

cumprimento das medidas. Adicionalmente, a permanente monitorização do cumprimento das medidas por parte das autoridades, bem como a comunicação dos resultados às instituições são também elementos que podem aumentar a sua eficácia.

A evidência empírica indica que a eficácia da combinação de instrumentos *borrower-based* se altera ao longo das fases dos ciclos financeiro e do setor imobiliário residencial. Kelly, McCann e O'Toole (2018) referem que a introdução de limites mais restritivos aos rácios LTV e LTI numa fase inicial de expansão do ciclo financeiro poderia ter melhorado materialmente a resiliência do sistema e reduzido as perdas das famílias, bancos e contribuintes na Irlanda. Adicionalmente, concluem que o efeito combinado de restrições aplicadas a estes instrumentos nos preços da habitação depende do nível definido para cada instrumento e do momento em que foram introduzidos. Neagu, Tatarici e Mihai (2015) descrevem a experiência romena no desenho, implementação e calibração de duas medidas, designadamente a aplicação de limites aos rácios LTV e DSTI, e, em particular, investigam a sua eficácia em alcançar o objetivo intermédio de política macroprudencial de mitigar o crescimento excessivo do crédito e a alavancagem. A análise conclui que estes instrumentos são relativamente eficazes a mitigar o crescimento elevado de crédito e que parecem sê-lo mais do que instrumentos de política monetária ou microprudencial. Em particular, os resultados mostram que há uma relação entre o nível do rácio LTV e a capacidade de cumprir o serviço da dívida: quanto maior o rácio LTV, maior o rácio de NPL, o que sublinha a relevância de combinar limites aos rácios DSTI e LTV para melhorar a capacidade de pagamento dos mutuários.<sup>19</sup> Contudo, no que respeita ao efeito de contenção nos preços da habitação, a experiência romena aponta para uma eficácia muito limitada destes instrumentos.<sup>20</sup>

Quando o ciclo financeiro se encontra numa fase mais madura de expansão, caracterizada por uma acumulação de riscos nos balanços das instituições e dos devedores e por uma maior probabilidade de materialização desses mesmos riscos no curto prazo, então a prioridade de política macroprudencial deverá assentar no reforço da resiliência das instituições, para que possam ser capazes de absorver possíveis choques sem causar danos significativos no fluxo de crédito adequado à economia. Neste sentido, será mais apropriado atuar através da ativação de instrumentos de capital. Circunstâncias em que se observa uma dinâmica acentuada de crescimento de crédito e de preços da habitação podem justificar uma intervenção mais abrangente, em que as medidas de capital são complementadas por medidas *borrower-based* selecionadas e calibradas com o intuito de limitar os riscos relacionados com espirais de crédito e preços da habitação. Se medidas *borrower-based* já tiverem sido implementadas numa fase mais inicial de expansão do ciclo financeiro, então estas poderão ser complementadas por instrumentos de capital numa fase mais madura de expansão do ciclo. A combinação de medidas de capital com medidas *borrower-based* é pouco frequente ao nível europeu. Destacam-se, neste domínio, as medidas adotadas na Finlândia para fazer face a risco sistémico cíclico relacionado com desenvolvimentos no mercado imobiliário residencial e risco sistémico estrutural relacionado com o elevado endividamento dos particulares, em que, numa primeira fase, foram ativados instrumentos *borrower-based* (limites ao rácio LTV) e, numa segunda fase, é introduzido um limite mínimo ao ponderador de risco associado às exposições colateralizadas por bens imóveis.

19. A literatura não é consensual no que respeita à questão de que limites ao rácio LTV podem contribuir para a redução da probabilidade de incumprimento. Contrariamente à Roménia, em França e nos Países Baixos, por exemplo, a evidência empírica mostra que este efeito é limitado: no caso francês, a relação entre o rácio de LTV e a probabilidade de incumprimento é ténue (Dietsch e Welter-Nicol, 2014) assim como no caso holandês, apesar de cerca de 30% do crédito à habitação ter estado em incumprimento em 2013 e 2014 (DNB, 2015).

20. Os resultados ao nível do impacto nos preços da habitação não são surpreendentes para os autores, dado que o financiamento das transações de ativos imobiliários dependia pouco do recurso a crédito bancário durante a fase expansionista do ciclo, durante o período considerado na amostra.

Nos anos mais recentes, observa-se que um conjunto de autoridades tem vindo a ativar a reserva contracíclica, a grande maioria tendo já implementado previamente instrumentos *borrower-based*.<sup>21</sup> Embora o indicador de referência para a ativação desta reserva mais comumente usado seja o desvio do rácio de crédito em relação ao PIB (também conhecido por desvio de Basileia), a abordagem metodológica adotada por cada autoridade atribui pesos distintos a este indicador e envolve indicadores adicionais, incluindo informação sobre a evolução do setor imobiliário residencial. O CERS (2017) sugere inclusivamente que existe na União Europeia uma relação entre os níveis de reserva contracíclica e os indicadores que procuram captar a sobrevalorização dos preços no mercado imobiliário residencial, crescimento do crédito e a robustez dos balanços das instituições. Tais circunstâncias podem justificar a sequência que se tem observado ao nível da ativação de classes de instrumentos distintas – primeiro medidas *borrower-based*, depois medidas de capital contracíclicas – o que pode estar relacionado com o facto de as autoridades considerarem, muitas vezes, na sua avaliação de risco sistémico cíclico, o momento da intervenção e a posição no ciclo financeiro. A literatura não oferece, por enquanto, uma análise das razões que podem estar subjacentes a esta tendência de atuação macroprudencial. Tal facto pode resultar da existência de complementaridades e sinergias que poderão existir entre os dois tipos de instrumentos – ambos atuam na mitigação de risco cíclico, mas seguindo canais de transmissão que se reforçam mutuamente, tal como discutido atrás.<sup>22</sup>

O estudo de Benes, Laxton e Mongardini (2016), que analisa a interação entre a reserva contracíclica e o rácio LTV ao longo de um ciclo financeiro mediante simulações realizadas com base num modelo macroeconómico, é uma das raras exceções que se centra na interação destes instrumentos macroprudenciais. Os autores concluem que a aplicação individual da reserva contracíclica pode ser eficaz na redução do crescimento de crédito num período de expansão e na mitigação da contração do fluxo de crédito que usualmente ocorre durante a fase de recessão. Contudo, os resultados das simulações indicam que a reserva contracíclica não é suficiente para limitar as interligações entre o ciclo financeiro e a dinâmica de preços da habitação, dado que não limita especificamente o crédito ao setor imobiliário residencial, acabando por afetar todos os setores.<sup>23</sup> Assim, os resultados da simulação mostram que o risco sistémico que tem origem no setor imobiliário residencial continua a expandir-se à custa de uma menor intermediação noutros setores da economia. Este resultado confirma a evidência empírica de que o nível da reserva contracíclica parece ser insuficiente para reduzir os efeitos de crises que sejam originadas por bolhas no setor imobiliário residencial (FMI, 2014a, 2014b).

A decisão de ativar medidas de capital contracíclicas após a adoção de medidas *borrower-based* pode também resultar de alguma evidência de que medidas *borrower-based* podem não ser totalmente suficientes para mitigar a acumulação de risco sistémico associado ao crescimento excessivo do crédito concedido ao setor privado não financeiro, quando o ciclo financeiro entra numa fase de forte expansão. Neste domínio, podemos equacionar vários motivos para que uma medida possa ser apropriada mas insuficiente para atingir os objetivos de política. Por exemplo, o conhecimento sobre os efeitos do desenho e operacionalização das medidas macroprudenciais encontra-se

21. Para mais detalhes sobre a experiência europeia com a ativação da reserva contracíclica consultar a Caixa 3 “Implementação na União Europeia da reserva contracíclica de fundos próprios”, *Relatório de Estabilidade Financeira* de dezembro de 2018.

22. Podem existir ainda complementaridades entre instrumentos de capital cíclicos e estruturais na promoção da resiliência das instituições. Contudo, as complementaridades entre estes instrumentos são mais prováveis na fase ascendente do ciclo financeiro, e não tanto na fase descendente do ciclo, em que há elevada probabilidade de ser adequado reduzir o nível dos instrumentos cíclicos.

23. A reserva contracíclica pode inclusivamente incentivar o crescimento do crédito à habitação, dado que este segmento de crédito apresenta ponderadores de risco menores do que o segmento de crédito a sociedades não financeiras.

numa fase inicial, existindo uma elevada incerteza quanto à magnitude dos efeitos, desejados e indesejados, destas medidas. A evidência empírica ainda limitada quanto aos impactos de medidas macroprudenciais pode, assim, justificar uma ponderação mais cuidadosa ao nível do desenho e da calibração de instrumentos, procurando evitar um efeito demasiado disruptivo no setor financeiro. Adicionalmente, não existe um desenho único (*one size fits all*, na expressão inglesa) para cada tipo de instrumento que sirva os propósitos de todas as autoridades macroprudenciais: cada país tem as suas próprias especificidades, as quais devem ter um papel primordial no processo de seleção e implementação das medidas. Assim, pode haver um conjunto alargado de fatores associados a uma certa ideia de insuficiência das medidas. De facto, há exemplos de autoridades que têm vindo a adotar uma crescente restritividade nas medidas originalmente adotadas – sobretudo *borrower-based* – tendo em conta os resultados da avaliação *ex post* dos efeitos das mesmas.

A análise das implicações resultantes da interação entre instrumentos macroprudenciais até aqui debatidas centra-se na experiência de ativação ou no aumento da restritividade dos instrumentos, tendo em conta a fase ascendente do ciclo financeiro observada na generalidade dos países da UE. Porém, a interação entre instrumentos macroprudenciais pode ter também implicações para a redução ou desativação dos mesmos, que estão associadas a fases descendentes do ciclo financeiro ou a períodos de instabilidade financeira. No entanto, a maioria das autoridades não aplicou ainda medidas para reduzir ou desativar instrumentos macroprudenciais já implementados, pois ainda não se defrontaram com uma fase descendente do ciclo financeiro, após a aplicação de medidas.<sup>24</sup> A escassa experiência na desativação de medidas macroprudenciais explica a pouca literatura existente sobre este tema. O estudo do Comité de Basileia de Supervisão Bancária (2018), uma das raras exceções, discute a eficácia da atuação macroprudencial em fases descendentes do ciclo financeiro, argumentando que esta pode ser melhorada pela combinação de instrumentos macroprudenciais. Em particular, sugere que a redução da restritividade de instrumentos *borrower-based*, ou até a sua supressão total, pode não ser eficaz no suporte à oferta de crédito em caso de materialização de perdas.<sup>25</sup> Consequentemente é recomendado que estes sejam complementados por instrumentos de capital dirigidos a determinados setores de risco, dado que os últimos se têm revelado mais eficazes na preservação da função de intermediação financeira das instituições em períodos de crise financeira.

## 4 Conclusão

As considerações sobre a interação de instrumentos macroprudenciais abordadas nestes temas em destaque, embora apoiadas em alguma evidência empírica, são sobretudo tecidas com base num pensamento conceptual sobre o modo como se espera que a política macroprudencial atue. Realça-se, a este propósito, a inexperiência no uso de instrumentos macroprudenciais, bem como a incerteza que rodeia as expectativas quanto aos seus efeitos. A literatura sobre a interação e, em particular, sobre a combinação de instrumentos macroprudenciais, é ainda limitada, embora se encontre em franco crescimento. A política macroprudencial é caracterizada por uma forte interação entre os seus instrumentos, dado que muitas vezes os mecanismos de transmissão são

24. Há uma exceção: o Banco de Inglaterra reduziu a percentagem de reserva contracíclica de 0,5% para 0% na sequência do impacto nos mercados financeiros após a divulgação dos resultados do referendo sobre a saída do Reino Unido da União Europeia (*Brexit*).

25. A maioria das autoridades macroprudenciais atribui um carácter estrutural às medidas *borrower-based* com o objetivo de manter critérios adequados de concessão de crédito ao longo do ciclo financeiro. Assim, não contemplam a sua supressão como no estudo do Comité de Basileia de Supervisão Bancária (2018) mas reconhecem a potencial necessidade de ajustamentos no nível da restritividade dos instrumentos.

partilhados. Esta interação coloca vários desafios à atuação da política macroprudencial, mas também pode ser utilizada em seu benefício, designadamente ao nível do reforço da eficiência e da eficácia das medidas adotadas. Tal tem sido, pelo menos, o que nos revela a experiência europeia neste domínio, que tem mostrado alguma predisposição para combinar diferentes instrumentos macroprudenciais, com o intuito de reforçar a estabilidade financeira.

Este artigo aponta e discute três razões que podem justificar a propensão das autoridades macroprudenciais para combinar instrumentos que atuam sobre as condições de crédito. Primeiramente, esta tendência pode estar relacionada com a fonte de risco sistémico que tem sido mais frequentemente identificada pelas autoridades macroprudenciais e que está relacionada com desenvolvimentos no mercado imobiliário residencial, que podem ter implicações negativas para a estabilidade financeira. Adicionalmente, a existência de complementaridades e sinergias pode ser mais evidente entre esta classe de instrumentos e menos óbvia para outras classes de instrumentos, como os baseados em capital. Da discussão sobressai que os instrumentos *borrower-based* parecem ter mais potencial para se complementarem entre si do que as medidas de capital, que pela sua natureza são tendencialmente substitutas umas das outras no que respeita ao reforço da resiliência do sistema financeiro. Por fim, mas não menos importante, a combinação de instrumentos *borrower-based*, seguida da adoção de instrumentos de capital contracíclicos, estará relacionada com a posição do ciclo financeiro e, em particular, da sua relação com os desenvolvimentos no mercado imobiliário. Em períodos em que o ciclo financeiro começa a entrar numa fase de expansão, parece ser mais adequado adotar medidas que atuem sobre os fluxos de crédito, tais como as medidas *borrower-based*. Em fases subsequentes, em que há sinais de que o ciclo financeiro se encontra numa fase mais sustentada de expansão, a ativação de medidas cíclicas de capital poderá ser a resposta de política mais adequada, com vista a reforçar a resiliência do sistema bancário a eventuais choques e minorar o seu impacto na economia.

A sobreposição de mecanismos de transmissão coloca desafios adicionais ao nível da avaliação *ex post* do impacto destes instrumentos, dado que se torna mais difícil isolar os efeitos individuais de cada instrumento na promoção da estabilidade financeira. Tais desafios incentivam o desenvolvimento de abordagens metodológicas que permitam ao decisor de política destrinçar estes efeitos. Adicionalmente, a interação da política macroprudencial com outras áreas de política, tais como a monetária e a microprudencial, pode igualmente criar tensões ao nível da eficácia de cada uma no alcance dos seus próprios objetivos, pelo que o processo de decisão de política macroprudencial deve atribuir um papel de relevo à avaliação de potenciais conflitos com outras áreas de política (e vice-versa). A avaliação da capacidade da política macroprudencial em mitigar risco sistémico e assim contribuir para a estabilidade financeira só será possível quando se tiver atravessado um ciclo financeiro completo.

## 5 Referências bibliográficas

BCE (2018). *Economic Bulletin*, 7/2018.

Banco de Portugal (2018). *Relatório de Estabilidade Financeira*, dezembro.

Banco de Portugal (2018). *Relatório de Estabilidade Financeira*, junho.

Banco de Portugal (2017). *Relatório de Estabilidade Financeira*, dezembro.

Basel Committee on Banking Supervision (2018). "Towards a sectoral application of the counter-cyclical capital buffer: a literature review." Bank for International Settlements, *Working Paper* 32.

Benes, J., Laxton, D., e Mongardini, J. (2016). "Mitigating the Deadly Embrace in Financial Cycles: Countercyclical Buffers and Loan-to-Value Limits." International Monetary Fund, *Working Paper* 16/87.

Committee on the Global Financial System (2010). "Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences." *CGFS papers*, No 38.

Committee on the Global Financial System (2012). "Operationalizing the selection and application of macro-prudential instruments." *CGFS papers*, No 48.

Comissão Europeia (2009). *Report of the High-level group on financial supervision in the EU chaired by Jacques de Larosière*, fevereiro.

Cerutti, E., Claessens, S., e Laeven, L. (2017). "The use and effectiveness of macroprudential policies: New evidence." *Journal of Financial Stability*, 28(C), 203–224.

CERS (2017). "A review of macroprudential policy in the EU in 2016", abril.

CERS (2018). "A review of macroprudential policy in the EU in 2017", abril.

CERS (2019). "A review of macroprudential policy in the EU in 2018", abril.

Crowe, C., Dell'Ariccia, G., Igan, D., e Rabanal, P. (2011). "Policies for macrofinancial stability: options to deal with real estate booms." International Monetary Fund, Staff Discussion Note SDN/11/02.

Dietsch, M. e Welter-Nicol, C. (2014). "Do LTV and DSTI caps make banks more resilient?." *ACPR Débats Économiques et Financiers*, No 13.

DNB (2015). "Dutch mortgages in the DNB loan level data". *De Nederlandsche Bank Occasional Studies*, Vol. 13-4.

Fahr, S. e Fell, J. (2017). "Macroprudential policy – closing the financial stability gap." *Journal of Financial Regulation*, Vol. 25, No 4.

Basto, R., Gomes, S., e Lima, D. (2019). "Exploring the implications of different loan-to-value macroprudential policy designs." *Journal of Policy Modeling*, 41, 66-83.

FMI (2014a). Staff Guidance Note on Macroprudential Policy, dezembro.

FMI (2014b). Staff Guidance Note on Macroprudential Policy – detailed guidance on instruments, dezembro.

Kelly, R., McCann, F., e O'Toole, C. (2018). "Credit conditions, macroprudential policy and house prices." *Journal of Housing Economics*, 41(C), 153-167.

Kelly, J., Le Blanc, J. e Lydon, R. (2019). "Pockets of risk in European housing markets: then and now", European Systemic Risk Board, *Working Paper Series*, No 87.

Leal, A. C. e Lima, D. (2018). "Macroprudential policy in Portugal: experience with borrower-based instruments", Banco de España, *Revista de Estabilidad Financiera*, Núm. 35.

Lim, C., Columba, F., Costa, A., Kongsamut, P. e Otani, A. (2011). "Macroprudential policy: What instruments and how to use them? Lessons from country experiences", International Monetary Fund, *Working Paper* 11/238.

Neagu F., Tatarici L. e Mihai I. (2015). "Implementing Loan-To-Value and Debt Service-To-Income Measures: A Decade of Romanian Experience." National Bank of Romania, *Occasional Papers*, No 15.

O'Brien, E., e Ryan, E. (2017). "Motivating the Use of Different Macroprudential Instruments: the Countercyclical Capital Buffer vs. Borrower-Based Measures." Central Bank of Ireland, *Economic Letter Series*, Vol 2017, No15.



