

# RELATÓRIO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA

NOV. 2022



BANCO DE  
PORTUGAL  
EUROSISTEMA



# RELATÓRIO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA

NOV. 2022

Em ficheiro anexo são disponibilizados os dados subjacentes aos gráficos e quadros do *Relatório de Estabilidade Financeira*.

Não são divulgados dados de algumas fontes privadas.



**BANCO DE PORTUGAL**  
EUROSISTEMA

Lisboa, 2022 • [www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)



# Índice

Sumário executivo | 5

## I Perspetiva global da estabilidade financeira

1 Vulnerabilidades, riscos e política macroprudencial | 9

1.1 Principais vulnerabilidades e riscos | 9

1.2 Enquadramento macroeconómico e de mercados | 11

1.3 Análise de risco setorial | 17

1.4 Política macroprudencial | 45

2 Sistema bancário | 52

2.1 Rendibilidade | 53

2.2 Critérios de concessão de crédito | 55

2.3 Qualidade creditícia dos ativos | 61

2.4 Concentração de exposições | 64

2.5 Financiamento e Liquidez | 68

2.6 Capital | 69

**Caixa 1** • O impacto da subida das taxas de juro sobre o serviço da dívida dos particulares | 71

**Caixa 2** • Risco de insolvência de empresas em Portugal: exposição em risco para o setor bancário decorrente do choque pandémico | 75

**Caixa 3** • Relevância dos não residentes no dinamismo do mercado imobiliário residencial | 80

**Caixa 4** • *Machine learning*: principais conceitos, oportunidades e desafios para o sistema bancário | 83

**Caixa 5** • Exposição do sistema bancário aos riscos climáticos de transição inerentes à carteira de crédito à habitação – análise exploratória | 87

## II Temas em destaque

O impacto do aumento das taxas de juro no serviço da dívida das empresas | 93

A usabilidade das reservas de fundos próprios em resultado da sua interação com os requisitos mínimos regulamentares | 103



# Sumário executivo

A conjuntura económica é caracterizada por inflação elevada e mais persistente, aumento abrupto das taxas de juro e deterioração das perspetivas para a atividade económica. Estes fatores interagem com vulnerabilidades pré-existentes, não obstante o ajustamento financeiro das famílias, das empresas e das administrações públicas no período pós-crise de dívida soberana. Assim, os riscos para a estabilidade financeira aumentaram desde a última edição deste Relatório, mas a resiliência do setor financeiro contribuirá para a preservação da estabilidade financeira.

As pressões inflacionistas consolidaram-se, alastrando dos preços da energia e dos alimentos para todo o espetro de bens e serviços. Isto levou os principais bancos centrais a subir as taxas de juro oficiais, processo que deverá manter-se no futuro próximo. Apesar das taxas de juro se manterem ainda em níveis contidos, o caráter abrupto do processo de normalização de política monetária, sem paralelo histórico recente, é especialmente relevante, em particular por coincidir com a degradação das perspetivas para a atividade económica.

O enquadramento externo está condicionado pelos desenvolvimentos nos mercados de bens energéticos, que começam por penalizar os setores de atividade mais intensivos em energia, mas que tenderão a exercer um efeito de arrastamento aos restantes setores. Avolumam-se as expectativas de recessão técnica, tanto na área do euro como noutras grandes economias avançadas.

O enquadramento externo e financeiro mais desfavorável, com efeito adverso sobre o rendimento disponível real, tenderá a penalizar a evolução da economia em Portugal nos próximos trimestres.

Estes desenvolvimentos ocorrem num quadro em que, apesar do forte ajustamento dos setores residentes no período pós-crise da dívida soberana, subsistem vulnerabilidades. Entre estas serão de destacar (i) os níveis de dívida; (ii) a sensibilidade do serviço de dívida à subida das taxas de juro oficiais, com destaque para empresas e particulares, dada a prevalência de crédito com taxas de juro variáveis; e (iii), no caso do setor bancário, a exposição a determinadas classes de ativos, como seja a títulos de dívida a taxa fixa, designadamente de dívida soberana, e a ativos imobiliários, com destaque para o imobiliário residencial.

Dado o enquadramento e as vulnerabilidades, os principais riscos para a estabilidade financeira são:

- Uma reavaliação adicional de prémios de risco, gerando uma desvalorização das carteiras de ativos e aumentando os custos de financiamento de mercado para novas emissões;
- Uma redução dos preços no mercado imobiliário residencial, que poderá também afetar o valor de carteiras de ativos, de famílias ou de entidades financeiras, seja de forma direta, seja por via das garantias em operações de crédito;
- Uma maior dificuldade em assegurar a redução prevista do rácio de endividamento público, face ao abrandamento real e nominal da economia e a um aumento, eventualmente mais expressivo, das despesas com juros;
- A deterioração da situação financeira dos particulares num contexto de taxa de poupança reduzida, em especial entre os já mais vulneráveis, e de dominância do endividamento a taxas de juro variáveis;
- A deterioração da situação financeira das sociedades não financeiras, em particular das mais expostas aos efeitos da pandemia e/ou do aumento dos custos de energia e matérias-primas, que se caracterizem por um menor poder de mercado e por uma estrutura de balanço mais frágil.
- Para o setor bancário, a materialização acrescida dos riscos de mercado e de crédito. Essa materialização dependerá, em grande medida, da evolução da economia e da taxa de desemprego, do ritmo de subida das taxas de juro e das medidas de apoio adotadas. O contexto realça a importância de o setor (i) adotar uma abordagem proativa na avaliação da

capacidade de pagamento dos seus clientes e adequar as condições dos empréstimos face a eventuais dificuldades dos mesmos e (ii) seguir práticas adequadas de provisionamento e de conservação de capital, promovendo a capacidade para absorver eventuais perdas e financiar a economia.

Paralelamente a estes riscos, deverão também ser considerados desafios mais estruturais, mas que vêm ganhando atualidade, devendo ser crescentemente internalizados nos processos de avaliação e decisão das instituições financeiras e não financeiras. Dadas as suas implicações nos fluxos económicos e financeiros e nos custos de produção merecem destaque (i) a transição climática, (ii) a transformação digital, onde se inclui a resiliência operacional e a minimização dos riscos cibernéticos, e (iii) a alteração no processo de globalização económica e financeira.

A complexidade da situação atual e a materialidade dos riscos que estão associados justificaram um alerta do Comité Europeu de Risco Sistémico (ESRB, na sigla inglesa) em setembro, advertindo para a necessidade de preservar ou reforçar a resiliência do sistema financeiro, mensagem reiterada pelo Banco Central Europeu no início de novembro. O Banco de Portugal manterá uma monitorização contínua da resiliência do sistema financeiro e dos mutuários, perante o agravamento das condições reais e nominais da economia, incluindo das condições monetárias e financeiras que decorrem da normalização da política monetária.

---

# I Perspetiva global da estabilidade financeira

1 Vulnerabilidades, riscos e política macroprudencial

2 Setor bancário



# 1 Vulnerabilidades, riscos e política macroprudencial

## 1.1 Principais vulnerabilidades e riscos

A invasão da Ucrânia e a evolução económica na China, com impacto sobre a atividade económica e a inflação, geram incerteza com consequências sobre a condução das políticas monetárias no mundo. A intensificação das tensões geopolíticas materializou-se num reforço das pressões inflacionistas, em particular através do aumento dos custos da energia e dos bens alimentares que se repercutem nos preços de outros bens e serviços. Uma normalização mais rápida da política monetária, em resposta a um aumento mais significativo e persistente da inflação, acelerou o aumento dos custos de financiamento dos vários setores institucionais, o que condiciona a capacidade de servir a dívida, em particular dos mais vulneráveis. A baixa confiança dos diversos agentes económicos afeta as perspetivas de crescimento económico. Estes fatores, quando conjugados, atestam a substancial volatilidade observada nos mercados financeiros internacionais, onde qualquer sinal de abrandamento ou aceleração económica é absorvido e refletido nos principais índices acionistas, bem como nas taxas de rendibilidade de títulos de dívida soberana.

Com uma elevada incerteza das projeções económicas e uma normalização abrupta da política monetária, as principais vulnerabilidades e riscos para a estabilidade financeira são:

- **O risco de uma reavaliação adicional de prémios de risco.** Não obstante as correções observadas, os mercados financeiros internacionais permanecem vulneráveis, designadamente à medida que os bancos centrais prosseguem o processo de normalização da política monetária. Num contexto de elevada volatilidade, choques adicionais poderão provocar maior aversão ao risco, gerando uma desvalorização das carteiras de ativos e aumentando os custos de financiamento de mercado para novas emissões.
- **A trajetória de redução de endividamento público pode ser desafiada pelo aumento das despesas com juros e pelo abrandamento real e nominal da economia.** O endividamento público em percentagem do PIB tem vindo a reduzir-se e as projeções são de continuação dessa trajetória apesar do aumento gradual do custo de financiamento. A transmissão ocorre de forma gradual, dado o elevado montante de dívida pública emitida a custos mais baixos e a sua longa maturidade média. Acresce que uma parte considerável da dívida pública se encontra na carteira do Eurosistema. O BCE reforçou o compromisso de garante de última instância (*backstop*) na provisão de liquidez no mercado de dívida soberana, e, em julho de 2022, procurando garantir uma transmissão efetiva da política monetária a todas as jurisdições, criou o Instrumento de Proteção de Transmissão (na sigla inglesa, TPI – *Transmission Protection Instrument*).
- **A desaceleração económica e a subida da inflação, conjugadas com aumentos adicionais das taxas de juro de mercado, poderão deteriorar a situação financeira dos particulares, em especial entre os já mais vulneráveis e num contexto de taxa de poupança reduzida, aumentando o seu risco de incumprimento.** No entanto, há fatores que mitigam este risco, como: (i) a redução do rácio de endividamento dos particulares, em particular para as famílias de menor rendimento, para um nível inferior ao da média da área do euro; (ii) a concentração do crédito à habitação em famílias de rendimentos mais elevados; (iii) a melhoria do perfil de risco dos novos mutuários em consequência da Recomendação macroprudencial, a qual prevê, no cálculo da taxa de esforço de empréstimos com taxa variável ou mista e prazo superior a

- 10 anos, uma subida do indexante de 3 pp. Adicionalmente, a alteração da Recomendação, ocorrida este ano, prevê a redução da maturidade máxima dos contratos de crédito à habitação para mutuários com idade superior a 30 anos, levando a uma restrição mais ativa do rendimento sobre a capacidade de endividamento; (iv) a situação de escassez de mão-de-obra no mercado de trabalho, que tenderá a limitar o aumento do desemprego caso se observe um abrandamento mais acentuado da atividade económica; (v) a acumulação de depósitos durante o período pandémico, em parte explicada pelas moratórias de crédito, mas também por motivos precaucionários; e (vi) a adoção de medidas governamentais de apoio às famílias.
- **Materialização do risco de crédito associado à exposição do setor bancário às empresas mais afetadas pela pandemia e/ou pelo aumento dos custos de energia e matérias-primas, com menor poder de mercado e com uma estrutura de balanço mais frágil.** Dadas as expectativas de aumento adicional das taxas de juro de mercado e a larga proporção de dívida a taxa variável ou com maturidades curtas de sociedades não financeiras (SNF), estima-se uma deterioração do rácio de cobertura de gastos de financiamento e um aumento das empresas em vulnerabilidade financeira até final de 2023 (Tema em destaque “O impacto do aumento das taxas de juro no serviço da dívida das empresas”). Contudo, estes indicadores mantêm-se mais favoráveis do que na crise de dívida soberana. A melhoria de indicadores financeiros, como os rácios de autonomia financeira e de cobertura de gastos de financiamento, promove a resiliência atual das empresas. A possível utilização dos depósitos acumulados para amortizar dívida e as medidas de apoio adotadas pelo Governo constituem também mitigantes deste risco.
  - **Risco de redução dos preços no mercado imobiliário residencial.** A incerteza corrente, a potencial perda de rendimento real das famílias e aumentos adicionais das taxas de juro poderão reduzir a procura por ativos imobiliários. Todavia, com as restrições na oferta de habitação, não é de esperar um excesso de oferta que requeira um período prolongado até que seja absorvida pelo mercado. Assinale-se também que a percentagem de transações financiadas com crédito bancário doméstico, cerca de 50% em 2022, é bastante inferior à anterior à crise da dívida soberana, cerca de 75% em 2010. Adicionalmente, a Recomendação macroprudencial relativa aos novos créditos às famílias promove a resiliência de mutuantes e mutuários nas transações financiadas por crédito.
  - **Uma inflação elevada e persistente, um aumento abrupto das taxas de juro e um abrandamento forte da atividade económica são os principais fatores de risco para o setor bancário, via risco de crédito e risco de mercado.** O impacto de cada um destes fatores de risco dependerá, em grande medida, da evolução da economia e da taxa de desemprego, do ritmo de subida das taxas de juro e das medidas de apoio adotadas. A prazo, taxas de juro estruturalmente mais elevadas, compatíveis com o objetivo de inflação do BCE, deverão ter um efeito favorável sobre a margem financeira e potenciarão uma maior diversificação da carteira de dívida pública, desincentivando estratégias de *search for yield* na carteira do sistema financeiro. Todavia, não deve ser descurada a pressão adicional sobre a margem financeira que as taxas de juro mais elevadas poderão colocar nos custos de financiamento de mercado dos bancos, em particular, no cumprimento do requisito mínimo de fundos próprios e passivos elegíveis (MREL, na sigla inglesa). Nesse sentido, o cumprimento destes requisitos expõe os bancos portugueses a alterações de perceção de risco nos mercados financeiros internacionais. Para mitigar os riscos identificados, as instituições devem (i) adotar uma abordagem proativa na avaliação da capacidade de pagamento dos seus clientes e adequar as condições dos empréstimos face a eventuais dificuldades dos mesmos e (ii) seguir práticas de provisionamento adequadas e de conservação do capital, promovendo a capacidade de absorção de eventuais perdas e o financiamento da economia.

Paralelamente a estes riscos, deverão também ser considerados desafios mais estruturais. Com implicações nos fluxos económicos e financeiros e nos custos de produção merecem destaque: (i) a transição climática, (ii) a transformação digital, onde se inclui a resiliência operacional e a minimização dos riscos cibernéticos, e (iii) a alteração no processo de globalização económica e financeira.

## 1.2 Enquadramento macroeconómico e de mercados

**A elevada incerteza, com impacto sobre a atividade económica e a inflação, condiciona a condução da política monetária no mundo.** A intensificação das tensões geopolíticas tem-se materializado num aumento dos custos da energia e de outras matérias-primas, com destaque para as alimentares. A subida do custo destes bens repercute-se nos preços de outros bens e serviços, reforçados no segundo caso pelos efeitos da reabertura da economia e da forte recuperação do turismo. Uma normalização mais rápida da política monetária, em resposta a um aumento significativo e persistente da inflação, está a aumentar os custos de financiamento dos vários setores institucionais. Este contexto reflete-se na confiança dos agentes económicos, condiciona a capacidade de servir a dívida, em particular dos mais vulneráveis, e afeta as perspetivas de crescimento económico. Ainda que com algum desfasamento estes efeitos estão também a materializar-se em Portugal. A possibilidade de impactos económicos mais adversos associados à invasão da Ucrânia e ao abrandamento económico na China são as principais fontes de incerteza.

**Depois de, no primeiro semestre de 2022, a evolução da atividade económica ter estado acima das expectativas, as economias europeias estão a desacelerar, fruto dos choques de oferta, exacerbados pela continuação da invasão da Ucrânia.** Na área do euro, a reabertura da economia e a recuperação do turismo catapultaram o crescimento económico do primeiro semestre. Em Portugal, com forte crescimento no primeiro trimestre atingiu-se o nível pré-pandemia, seguindo-se um abrandamento. O enquadramento externo e financeiro deteriorou-se, pela via de perdas de termos de troca e do aumento das taxas de juro. Os efeitos adversos destes choques têm sido atenuados pelo bom desempenho do mercado de trabalho, pela poupança acumulada durante a crise pandémica e pelas medidas de apoio governamentais.

**O impacto dos choques adversos de 2022 será mais notório em 2023, antecipando-se um abrandamento da atividade económica (Quadro I.1.1).** O FMI prevê a redução do crescimento global de 6,0% em 2021 para 3,2% em 2022 e 2,6% em 2023. Para a área do euro, as projeções do BCE apontam para uma forte desaceleração em 2023, 0,9%, e alguma recuperação em 2024, 1,9%. Para Portugal, as projeções do *Boletim Económico* de outubro de 2022 indicam que a economia portuguesa deverá crescer 6,7% em 2022, continuando a beneficiar da recuperação do turismo e do consumo privado. O perfil do crescimento económico ao longo de 2022 implica um efeito de arrastamento para 2023 de apenas 0,5 pp, valor que em 2022 foi de 3,9 pp. Para 2023, o FMI e a Comissão Europeia projetam para Portugal um abrandamento do crescimento económico para 0,7% enquanto a proposta de Orçamento do Estado considera uma taxa de crescimento de 1,3%.

**Quadro I.1.1 • Projeções para PIB e inflação 2022-24 | Taxa de variação anual em percentagem**

	2021	Outono 2022			Verão 2022			
		2022(p)	2023(p)	2024(p)	2021	2022(p)	2023(p)	2024(p)
<b>Produto interno bruto</b>								
Portugal	5,5	6,7			4,9	6,3	2,6	2
Área do euro	5,2	3,1	0,9	1,9	5,4	2,8	2,1	2,1
<b>Inflação (IHPC)</b>								
Portugal	0,9	7,8			0,9	5,9	2,7	2
Área do euro	2,6	8,1	5,5	2,3	2,6	6,8	3,5	2,1

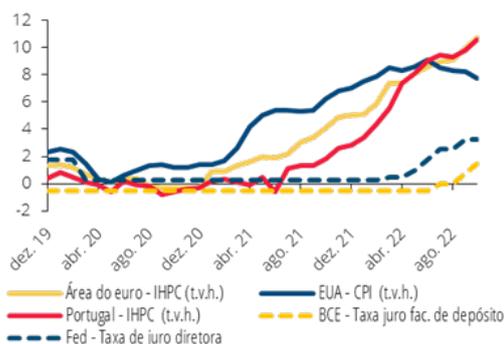
Fontes: BCE e Banco de Portugal. | Notas: As projeções (p) do BCE de Verão e Outono foram publicadas em junho 2022 e setembro 2022, respetivamente. As projeções do Banco de Portugal foram publicadas nos *Boletim Económico* de junho 2022 e outubro 2022, respetivamente.

**A incerteza das projeções económicas é elevada.** A possibilidade de impactos económicos mais adversos associados à invasão da Ucrânia é a principal fonte de incerteza. O risco de haver maiores necessidades de racionamento de energia e cortes de produção, nomeadamente em parceiros comerciais europeus, poderá traduzir-se numa evolução mais fraca da atividade económica em Portugal. O abrandamento económico na China é também um fator de risco. A política de COVID zero tem condicionado a economia chinesa, e o setor imobiliário, que representa cerca de um quinto da atividade económica, está a abrandar rapidamente. A dimensão da China e a sua importância nas cadeias de abastecimento internacionais pode resultar em impactos significativos no comércio internacional e na atividade económica global.

**O aumento da inflação tem sido superior e mais persistente do que o esperado.** A inflação continuou a aumentar à escala global (Gráfico I.1.1). Na área do euro, a inflação chegou a 10,7% em outubro, refletindo maioritariamente um aumento dos preços dos bens energéticos e alimentares, associado à subida de preços de matérias-primas (Gráfico I.1.2), no período pós-pandémico em resultado da recuperação da procura global e, mais recentemente, exacerbado pela invasão da Ucrânia. As pressões sobre os preços têm-se generalizado aos outros bens e serviços. Em Portugal, excluindo a componente energética, existe um diferencial positivo face à área do euro associado ao maior dinamismo dos preços dos bens alimentares em Portugal (com maior peso no cabaz de consumo nacional), bem como à recuperação mais pronunciada dos preços dos serviços, em particular os relacionados com o turismo.

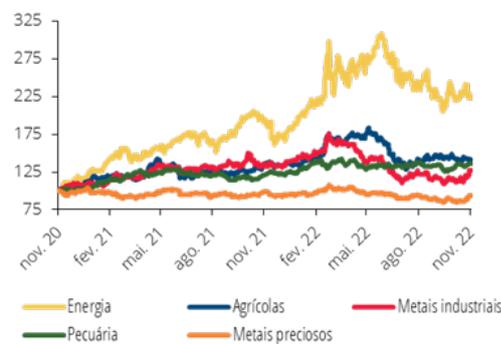
**A taxa de inflação deve chegar a 9,0% e a 7,8%, em 2022, na área do euro e em Portugal, respetivamente.** As projeções para a área do euro do BCE de setembro apontam para uma inflação superior a 9% até ao final de 2022, implicando uma revisão em alta de 1,3 pp face ao projetado em junho e atingindo 8,1% em média anual. Para Portugal, espera-se que a inflação aumente para 7,8% em 2022, refletindo as crescentes pressões sobre os preços e a forte procura dos bens e serviços, cujo consumo foi condicionado na primeira fase da pandemia. Para 2023, espera-se abrandamento da inflação na área do euro e em Portugal (Quadro I.1.1).

**Gráfico I.1.1 • Inflação e taxas de juro de bancos centrais | Em percentagem**



Fontes: BCE, Eurostat, FED, INE e U.S. Bureau of Labor Statistics  
| Nota: Última observação: outubro 2022.

**Gráfico I.1.2 • Preços de matérias-primas | Índice**



Fonte: Refinitiv. | Notas: S&P Commodity Index. Base 100 em 13 de novembro 2021. Última observação: 14 de novembro de 2022.

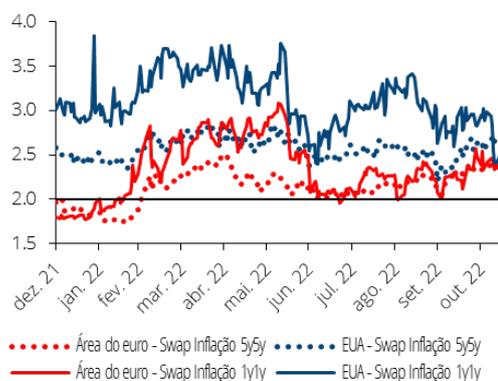
A manutenção de pressões inflacionistas generalizadas e persistentes tem conduzido à normalização da política monetária no mundo. Embora a ritmos diferenciados consoante as geografias, existe elevada sincronia nas subidas de taxas de juro para fazer face à inflação e expectativas de inflação (Gráfico I.1.1 e Gráfico I.1.3). A maioria dos bancos centrais terminou também os seus programas de compra líquida de ativos, iniciando em alguns casos um processo de redução gradual das suas carteiras de títulos. A Reserva Federal (FED) e o Banco de Inglaterra aumentaram as taxas diretoras em mais de 2 pontos percentuais até setembro, para um intervalo entre 3,75% e 4,0% e para 3,0%, respetivamente. Em alguns países do Leste da Europa, como a Hungria e a Polónia, onde a subida de inflação foi mais elevada, as taxas diretoras atingem já valores de 13,0% e 6,75%, respetivamente, tendo paralelamente desencadeado medidas governamentais de moratória para clientes bancários (via prolongamento de medidas ou novas medidas).

O BCE subiu para 2,0% a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento, após sucessivas revisões em alta da inflação projetada para valores acima do seu objetivo. Desde junho, além das três subidas consecutivas de 50 pb, 75 pb. e 75 pb, respetivamente nas reuniões de julho, setembro e outubro (levando ao aumento da taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento e das taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito para, respetivamente, 2,0%, 2,25% e 1,5%) o BCE continuou a ajustar os programas de compras. Na reunião de outubro, decidiu alterar os termos e as condições da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (TLTRO III, na sigla inglesa,). Apesar de ter terminado as compras líquidas de ativos no final de junho, manteve o compromisso de reinvestir na totalidade os títulos vencidos do programa de compras devido à emergência pandémica (PEPP – *pandemic emergency purchase programme*) e do programa de compra de ativos (APP – *asset purchase programme*) reforçando ainda a aplicação de flexibilidade nos reinvestimentos do PEPP. Em julho, o BCE anunciou também a criação de um novo instrumento de proteção da transmissão da política monetária (o TPI). O Eurosistema poderá adquirir títulos de dívida pública no mercado secundário em jurisdições que possam experimentar alguma deterioração das condições financeiras não explicada por fatores económicos fundamentais, desde que verificados critérios que assegurem a prossecução de políticas orçamentais e macroeconómicas sustentáveis nessas jurisdições. Este instrumento sublinha o compromisso do BCE como garante de última instância (*backstop*) na provisão de liquidez no mercado de dívida soberana.

A normalização da política monetária do BCE traduz-se num agravamento das condições monetárias e financeiras. O aumento das taxas de juro diretoras do BCE transmitiu-se às taxas de

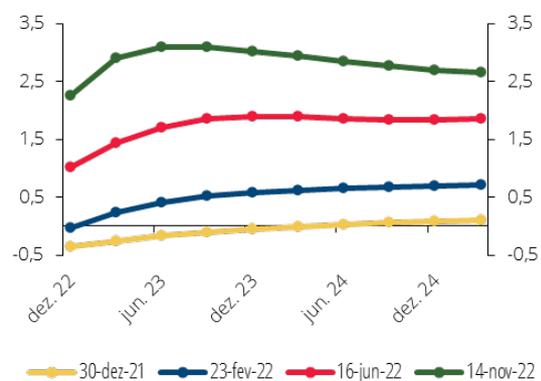
rendibilidade da dívida pública e privada e aos indexantes de empréstimos bancários (Gráfico I.1.6 e Gráfico I.1.10). Em 2022, as taxas de juro aplicáveis às operações principais de refinanciamento e à facilidade permanente de depósito subiram 200 pb até à data de fecho deste Relatório, para 2,0% e 1,5%, respetivamente, enquanto a Euribor a 3 meses aumentou 236 pb para 1,8%. As expectativas de mercado para a Euribor a 3 meses, implícitas nos futuros, mostram que os investidores esperam que a subida de taxas se prolongue por mais alguns meses (Gráfico I.1.4). Estas expectativas consubstanciam subidas adicionais de cerca de 130 pb até junho de 2023, e alguma ligeira redução posteriormente. A magnitude total do aumento, observado e esperado, encontra paralelo em períodos anteriores de subida das taxas de juro, mas tem implícito um ritmo de ajustamento mais rápido, associado ao aumento também mais intenso da taxa de inflação.

**Gráfico I.1.3 • Swap de inflação 5 anos a 5 anos e 1 ano a 1 ano na área do euro e EUA**  
| Em percentagem



Fonte: Refinitiv. | Notas: Expectativas de inflação implícitas nos swaps de inflação 5 anos a 5 anos e 1 ano a 1 ano na área do euro e EUA. Cotações de fecho de mercado. Última observação: 14 de novembro de 2022.

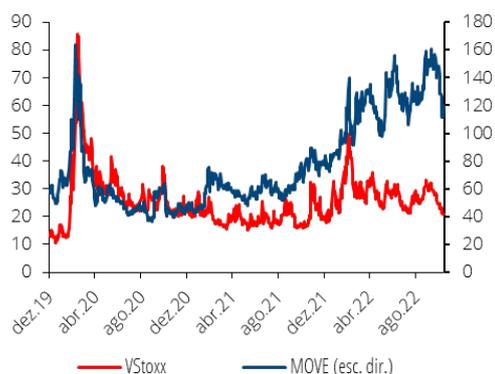
**Gráfico I.1.4 • Taxa de juro implícita nos contratos de futuros sobre a Euribor a 3 meses**  
| Em percentagem



Fonte: Refinitiv (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Para cada data é calculada a média móvel do último mês das taxas de juro implícitas nos contratos de futuros sobre a Euribor a três meses. Última observação: 14 novembro de 2022.

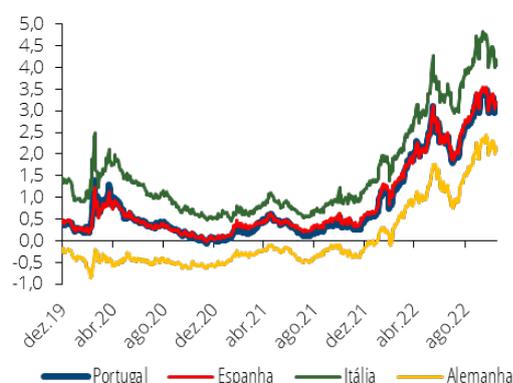
**O risco de uma reavaliação adicional de prémios de risco permanece, não obstante as subidas já ocorridas.** Os impactos políticos e económicos da agressão da Rússia à Ucrânia têm afetado a política monetária e a apetência pelo risco dos participantes nos mercados financeiros internacionais. A volatilidade nestes mercados tem aumentado (Gráfico I.1.5), com taxas de rendibilidade soberanas e *spreads* de crédito a subir (Gráfico I.1.6 e Gráfico I.1.7) e as cotações de ações a cair (Gráfico I.1.11), ao mesmo tempo que o preço de diversas matérias-primas, com destaque para as energéticas, permanece muito elevado (Gráfico I.1.2).

**Gráfico I.1.5 • Volatilidade nos mercados acionistas e de dívida | Em pontos**



Fonte: Refinitiv. | Última observação: 14 de novembro de 2022.

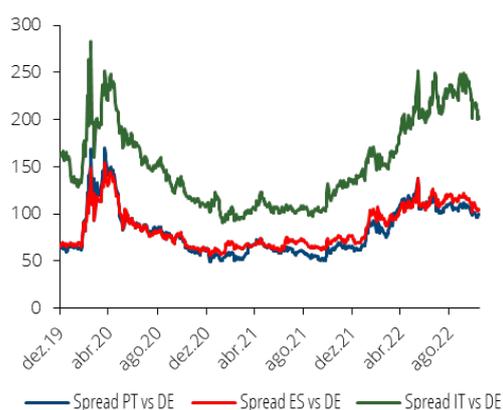
**Gráfico I.1.6 • Taxas de rendibilidade da dívida soberana a 10 anos | Em percentagem**



Fonte: Refinitiv. | Notas: as séries representam a cotação de fecho da rendibilidade das obrigações do Tesouro com maturidade a 10 anos. Última observação: 14 de novembro de 2022.

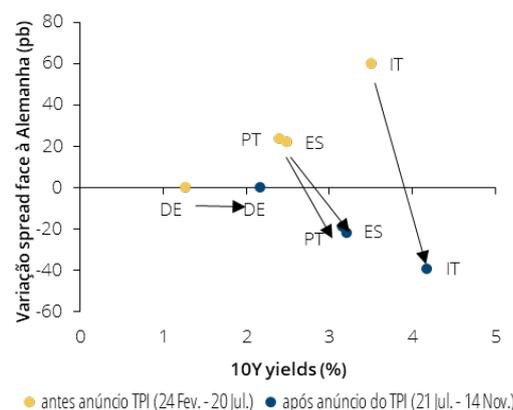
**Desde junho observaram-se duas fases nos mercados financeiros internacionais.** Em meados de junho, depois da FED aumentar as taxas diretoras mais do que esperado, os investidores anteciparam algum controlo de inflação e que o ritmo de normalização da política monetária iria abrandar, levando a um alívio das condições financeiras, uma recuperação dos mercados acionistas e, de uma forma geral, a uma compressão dos prémios de risco. No caso de dívida pública na área do euro, esta compressão foi também influenciada pelo anúncio em julho do TPI, por parte do BCE. A partir de meados de agosto, dá-se nova inversão com os sinais de resposta mais vigorosa da política monetária no combate à inflação persistente e o agravamento da crise energética na Europa. Observa-se um aperto das condições financeiras, recuo de valorizações de ativos com risco e aumento de taxas de rendibilidade de dívida.

**Gráfico I.1.7 • Diferenciais de rendibilidade da dívida soberana a 10 anos face à Alemanha | Em pontos base**



Fonte: Refinitiv. | Notas: As séries representam o diferencial face à referência da Alemanha da cotação de fecho da rendibilidade das obrigações do Tesouro com maturidade a 10 anos. Última observação: 14 de novembro de 2022.

**Gráfico I.1.8 • Taxas de rendibilidade da dívida soberana a 10 anos e variações de spread face à Alemanha**

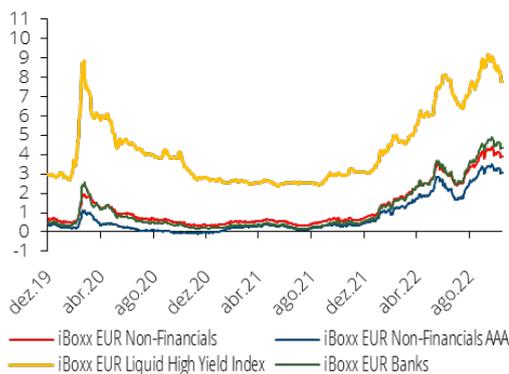


Fonte: Refinitiv. | Notas: variação de *spread* calculado para cada período, nível de *yield* para fim de período. Última observação: 14 de novembro de 2022.

As subidas das taxas de rendibilidade de dívida pública acompanharam a normalização da política monetária (Gráfico I.1.6). A tendência de aumento foi acompanhada de algum acréscimo da volatilidade, à medida que os sinais dados pelas autoridades monetárias no combate à inflação levavam os investidores a ajustar as suas expetativas. Na área do euro, o anúncio de criação do TPI beneficiou a evolução dos diferenciais de taxa de rendibilidade face à Alemanha dos países mais endividados, incluindo Portugal (Gráfico I.1.8). No caso da dívida pública portuguesa, desde o início de 2022 até à data de fecho de dados, registou-se um aumento de 267 pb das taxas de rendibilidade a 10 anos. Porém, a evolução dos diferenciais de taxa de rendibilidade face à Alemanha tem sido mais benigna que noutros países, beneficiando também de melhorias no rating da República (desde o início de 2022 até à data de fecho de dados aumentou 34 pb situando-se a essa data em 100 pb) (Gráfico I.1.7).

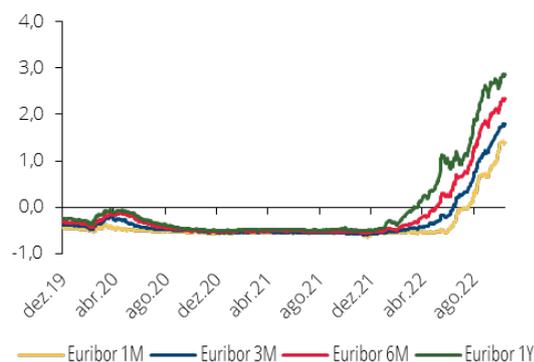
A subida de taxas diretoras reflete-se também nos custos de financiamento do setor privado. Os custos de financiamento na área do euro aumentaram, em particular para empresas não financeiras e bancos emissores de dívida *high yield* (Gráfico I.1.9). No caso dos bancos, a subida foi notória no caso da dívida subordinada, embora não se assista a uma fragmentação do mercado por jurisdições. As taxas de juro interbancárias também têm tido uma evolução ascendente significativa com consequências para as condições de financiamento dos diversos setores (Gráfico I.1.10).

**Gráfico I.1.9 • Taxas de rendibilidade de obrigações de empresas e de bancos na área do euro | Em percentagem**



Fonte: Refinitiv. | Notas: Taxa de rendibilidade dos índices iBoxx. Última observação: 14 de novembro de 2022.

**Gráfico I.1.10 • Taxas de juro interbancárias do euro: Euribor a 1M, 3M, 6M e 1 ano | Em percentagem**

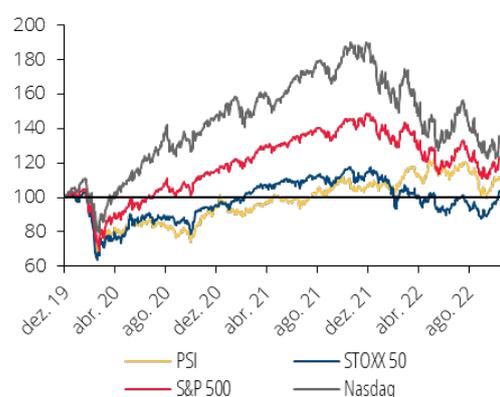


Fonte: Refinitiv. | Nota: Última observação: 14 de novembro de 2022.

O mercado acionista manteve a trajetória de desvalorização. Depois de alguma recuperação a partir de meados de junho, a partir de agosto as ações voltaram a recuar, resultado das pressões relacionadas com disrupções de fornecimento de energia na Europa e o reforço das mensagens dos bancos centrais de combate à inflação (Gráfico I.1.11). Esta correção ocorre após um período prolongado de valorizações, durante o qual surgiram sinais de sobrevalorização (Gráfico I.1.12). O mercado acionista nacional manteve uma evolução mais favorável até setembro, situação que se alterou posteriormente, à medida que os impactos das tensões geopolíticas acentuaram a subida das taxas de juro.

Gráfico I.1.11 • Índices acionistas

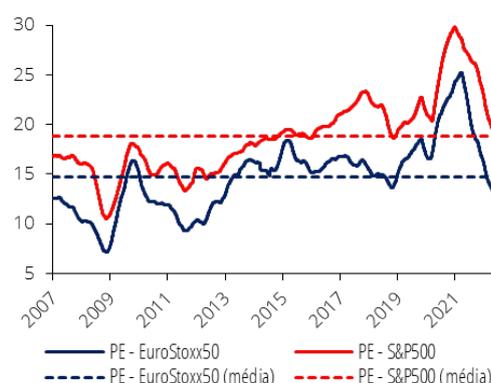
| Em pontos



Fonte: Refinitiv. | Notas: Índices acionistas tendo como base 100 a data de 31 de dezembro de 2019. Cotações de fecho de mercado. Última observação: 14 de novembro de 2022.

Gráfico I.1.12 • Rácio *price-to-earnings* |

Média móvel a 3 meses



Fonte: Refinitiv. | Notas: As linhas a tracejado representam a média do rácio *price-to-earnings* desde janeiro de 2007. Cotações de fecho de mercado. Última observação: 14 de novembro de 2022.

Os preços das matérias-primas recuaram em relação a máximos anteriores. Nos mercados de derivados de energia, os preços mantêm-se muito elevados e voláteis. (Gráfico I.1.2). A forte volatilidade e subida de preços verificada nos mercados de energia desde março de 2022 tem resultado em aumentos dos requisitos de margem em contratos de derivados de produtos energéticos, suscitando riscos de liquidez para alguns grandes investidores nestes mercados, nomeadamente empresas não financeiras que utilizam estes instrumentos para cobrir os riscos de custos de produção.

Num horizonte mais alargado, outros desafios poderão afetar de forma transversal e estrutural os diversos setores da economia, com implicações sobre o crescimento económico e a inflação. Entre eles destacam-se alterações emergentes em:

- **Mercados de matérias-primas:** para além do abrandamento da globalização dos processos produtivos, com possível aumento dos custos de produção, é de assinalar as pressões sobre os mercados de energia (inclusive em mercados de derivados) que revelam a necessidade de ajustamentos não apenas na produção, mas também no armazenamento e comercialização de matérias-primas essenciais;
- **Modelos de negócio de empresas:** há uma aceleração da oferta de serviços *on-line*, mas também há alterações nos modelos de trabalho e fontes de abastecimento de matérias-primas;
- **Novas fontes de risco:** os riscos com a segurança de infraestruturas críticas são potenciados pela crescente digitalização e necessidade de transição energética, mas foram exacerbados pelas tensões geopolíticas.

## 1.3 Análise de risco setorial

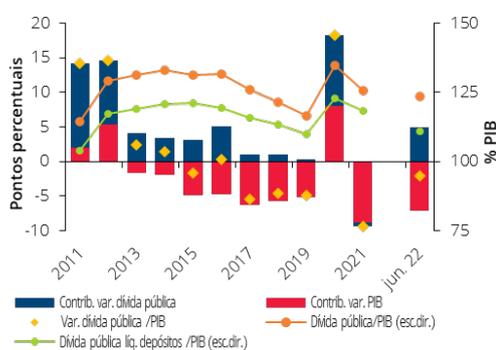
### 1.3.1 Administrações públicas

A evolução real e nominal do PIB em 2022 favorecem a melhoria do saldo orçamental e da dívida pública em percentagem do PIB. Durante o primeiro semestre de 2022, a forte recuperação da atividade económica e a aceleração dos preços contribuíram para o crescimento da receita fiscal, enquanto uma parte significativa da despesa primária evoluiu de forma contida, não incorporando imediatamente o efeito da inflação. O rácio de dívida pública portuguesa manteve a trajetória de

redução, atingindo 123,4% do PIB. Esta diminuição decorreu do efeito denominador, na medida em que o *stock* da dívida aumentou. Paralelamente, verificou-se uma acumulação de depósitos das administrações públicas, que excedeu o crescimento da dívida bruta levando o *stock* de dívida líquida de depósitos em percentagem do PIB a reduzir-se ainda mais (Gráfico I.1.13).

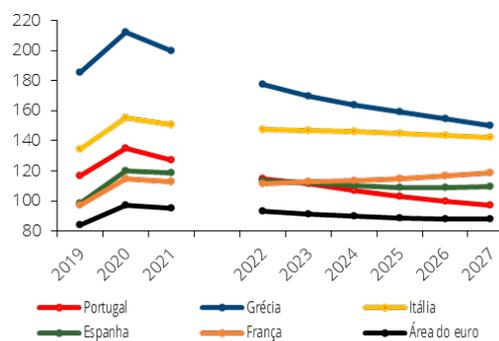
O rácio de dívida pública deverá continuar a reduzir-se nos próximos anos e Portugal será um dos países europeus onde esta redução será mais acentuada. Na proposta de Orçamento do Estado para 2023 é previsto um rácio de dívida de 115% para 2022, com redução para 110,8% em 2023 (o valor mais baixo desde 2010, quando atingiu 100,2%)<sup>1</sup>. Nas projeções de outubro, o FMI antecipa para os próximos anos uma redução do rácio de dívida pública e uma aproximação à média da área do euro (Gráfico I.1.14).

**Gráfico I.1.13 • Rácio de dívida pública portuguesa**



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: A variação de junho de 2022 é calculada face a dezembro de 2021.

**Gráfico I.1.14 • Projeções do FMI para a evolução da dívida pública | Em percentagem do PIB**

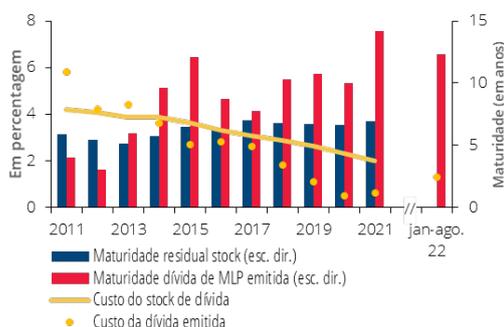


Fonte: FMI. | Notas: Projeções de outubro de 2022. Estimativas a partir de 2022.

Acompanhando a subida das taxas de juro a nível global e em linha com a tendência observada na área do euro, as taxas de rendibilidade no mercado secundário e os custos de novas emissões de dívida pública têm vindo a aumentar (Gráfico I.1.15). Contudo, o alargamento do diferencial face à Alemanha foi menor para Portugal do que para outros países (Gráfico I.1.7). Nas novas emissões observou-se também um aumento dos custos de financiamento. Na dívida de curto prazo, a taxa de juro média dos bilhetes do Tesouro até junho situou-se em -0,1%, mas as duas emissões a um ano realizadas em outubro atingiram já taxas em torno de 2%. Nos prazos mais longos, a taxa média de colocação de obrigações do Tesouro em mercado situou-se em 1,7%, o que compara com valores próximos de zero no ano anterior. A emissão mais recente de uma OT com maturidade em 2031 foi colocada com uma taxa de 3,2%. Porém, a transmissão do aumento das taxas de juro das novas emissões às despesas em juros ocorre de forma gradual, dado o elevado montante do *stock* emitido a taxas fixas mais baixas.

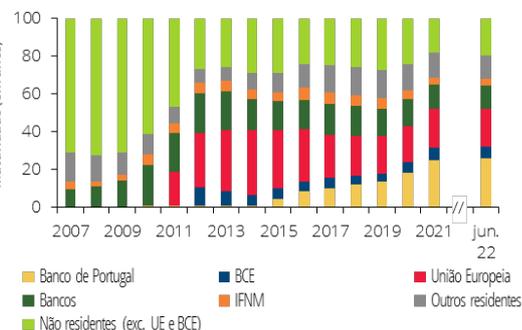
<sup>1</sup> Na proposta de Orçamento do Estado para 2023 é previsto um défice de 1,9% para 2022, que cairá para 0,9% em 2023. Nas projeções de outubro o FMI prevê 1,9% de défice para 2022 e 1,4% em 2023, apontando para a continuação de uma trajetória descendente do indicador até 2025, ano em que chegará a 1% do PIB, aumentando em 2026 e 2027 para 1,2%. Estes valores são sempre inferiores ao referencial de 3% definido pelo Pacto de Estabilidade, cujas regras se encontram suspensas até 2024.

**Gráfico I.1.15 • Custo e maturidade da dívida pública portuguesa**



Fontes: BCE, Banco de Portugal, IGCP e INE. | Notas: O custo médio implícito do *stock* de dívida corresponde ao rácio entre a despesa com juros e o *stock* médio de dívida. O custo da dívida emitida em cada período 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 compreende OT e MTN emitidas no ano correspondente.

**Gráfico I.1.16 • Estrutura de detentores de dívida pública portuguesa | Em percentagem**



Fontes: BCE, Banco de Portugal, IGCP (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Dados em fim de período.

A médio prazo, o aumento das despesas com juros e o abrandamento real e nominal da economia tornarão a redução do défice e do rácio da dívida mais exigentes. O impacto sobre a despesa pública das medidas de mitigação do impacto da crise energética e da inflação deve ascender a 1,5% do PIB em 2022, o que deverá anular quase na totalidade o efeito da redução dos apoios associados ao choque pandémico, acrescendo ao aumento dos custos de financiamento. Apesar dos desafios atuais associados às necessidades acrescidas de apoios às famílias e empresas, a prossecução de um plano sustentado de consolidação orçamental afigura-se essencial. Prosseguir a trajetória de redução do rácio da dívida pública, na atual incerteza, é fundamental para evitar choques adversos nos custos de financiamento de emitentes nacionais (soberano, empresas e instituições financeiras) nos mercados de financiamento internacionais. Assim, medidas de apoio às famílias e empresas devem ser temporárias e específicas aos segmentos mais vulneráveis.

**Quadro I.1.2 • Calendário anual de amortizações de dívida pública portuguesa**  
| Em mil milhões de euros

	2022	2023	2024	2025	após 2025
<b>Stock de dívida a ser amortizado</b>	10,7	18,6	14,6	16,8	177,9
Bilhetes do Tesouro	0,7	6,5	0,0	0,0	0,0
Empréstimos oficiais	0,0	1,5	1,8	1,5	51,2
Outra dívida MLP	10,0	10,6	12,8	15,3	126,7
<b>Peso no total do stock de dívida (%)</b>	4,5	7,8	6,1	7,0	74,5

Fonte: IGCP. | Notas: Empréstimos oficiais incluem: PAEF (FEEF e MEEF), SURE e RRF. A maturidade dos empréstimos do MEEF será estendida por um prazo de 7 anos em média. A extensão de cada empréstimo será operacionalizada próximo da respetiva data de amortização.

Os efeitos da subida de taxas de juro e do abrandamento económico sobre as finanças públicas e os custos de financiamento são mitigados pelo:

- **Progresso na redução da elevada dívida, que deverá ter continuidade nos próximos anos.** A melhoria da capacidade de endividamento da República tem também sido reconhecida por recentes aumentos de notação de crédito. Portugal beneficiou, em agosto e setembro, de

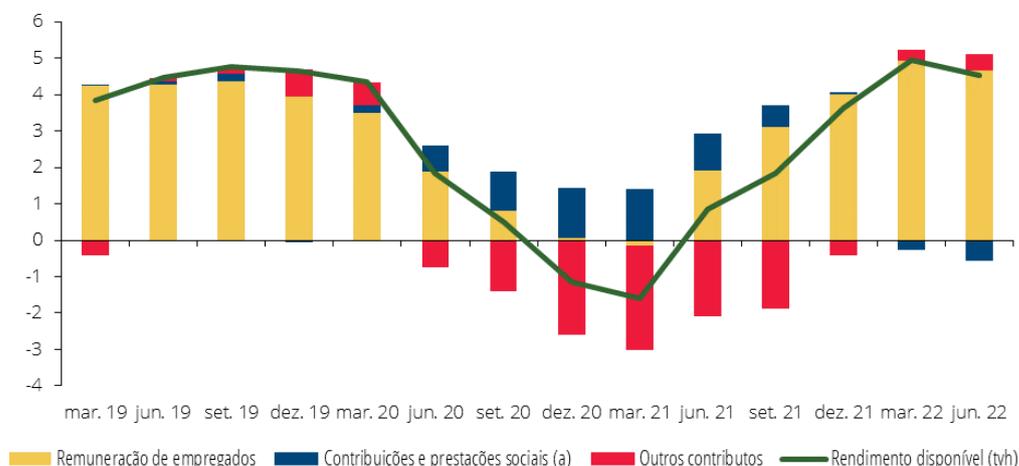
melhorias da notação por parte da DBRS (BBB-alto para A-baixo, com perspetiva estável) e da S&P (de BBB para BBB+, com perspetiva estável) e da Fitch (de BBB para BBB+, com perspetiva estável).

- **Elevado montante do *stock* de dívida com taxas de juro fixas baixas.** Isto garante uma transmissão gradual do aumento das taxas de juro das novas emissões às despesas em juros. Apesar do referido aumento dos custos das emissões mais recentes, a taxa de juro implícita da dívida é ainda de 2%. (Gráfico I.1.15).
- **Risco de refinanciamento no curto prazo contido.** A maturidade média residual da dívida está em torno de 7 anos e meio (Gráfico I.1.15). A gestão ativa da dívida durante o período de baixas taxas de juro, através da emissão de títulos de dívida com maturidades mais longas e operações de troca de obrigações, permitiu um aumento da maturidade média e um alisamento do perfil temporal das amortizações (Quadro I.1.2). Os elevados depósitos da administração pública (excedem 12% do PIB) constituem uma folga adicional em caso de perturbações de curto prazo do mercado (Gráfico I.1.13).
- ***Stock* de dívida que se encontra na carteira do Eurosistema** (Gráfico I.1.16). O BCE irá manter o reinvestimento da totalidade dos pagamentos de capital dos títulos vencidos no âmbito do APP (enquanto for necessário) e do PEPP até final de 2024. Acresce que nos últimos anos a distribuição geográfica dos restantes detentores tem também vindo a ser diversificada.
- **Compromisso que o BCE assumiu de garantir uma transmissão efetiva da política monetária a todas as jurisdições, nomeadamente face à possibilidade de existirem perturbações injustificadas e desordenadas nas taxas de rendibilidade da dívida soberana, não baseadas em fatores fundamentais.** Após o anúncio do BCE em julho de 2022 de criação do TPI observou-se uma redução do diferencial de taxas de rendibilidade de dívida soberana a qual tinha vindo a alargar até essa data (Gráfico I.1.8).

### 1.3.2 Particulares

O rendimento disponível nominal dos particulares cresceu 4,9% e 4,5% no ano acabado no primeiro e segundo trimestres de 2022, respetivamente. O contributo das remunerações do trabalho para a evolução do rendimento disponível continuou a aumentar, sendo predominante, e o contributo das prestações sociais líquidas foi negativo (Gráfico I.1.17). As medidas governamentais de apoio às famílias, anunciadas em setembro, deverão ter um contributo de 1,4 pp para a variação do rendimento disponível no ano. O rendimento disponível real deverá quase estagnar em 2022, crescendo 0,2% (2,2% em 2021). Apesar da evolução da inflação, o aumento das remunerações do trabalho, com o crescimento do emprego e dos salários por trabalhador, contribuiu para evitar uma redução do rendimento disponível real durante a primeira metade do ano.

**Gráfico I.1.17 • Rendimento disponível nominal dos particulares | Em percentagem e pontos percentuais**



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (a) Líquidas de transferências em espécie.

A taxa de poupança dos particulares caiu para 5,9% do rendimento disponível no primeiro semestre (7,2% em 2019), depois do forte aumento observado durante a pandemia (11,9% e 9,7%, em 2020 e 2021, respetivamente). Em termos de aplicações da poupança dos particulares, continuou a destacar-se o investimento em ativos reais, em larga medida em habitação, que aumentou para 5,7% do rendimento disponível (5,6% em 2021 (Quadro I.1.3)). A aquisição de ativos financeiros reduziu-se para 5% do rendimento disponível, observando-se uma realocação de aplicações em ações e outras participações de capital e, em menor escala, unidades de participação em fundos de investimento, para constituição de depósitos, que aumentou para 9,5% do rendimento disponível (7% em 2021).

**Quadro I.1.3 • Origem e aplicação de fundos dos particulares | Em percentagem do rendimento disponível**

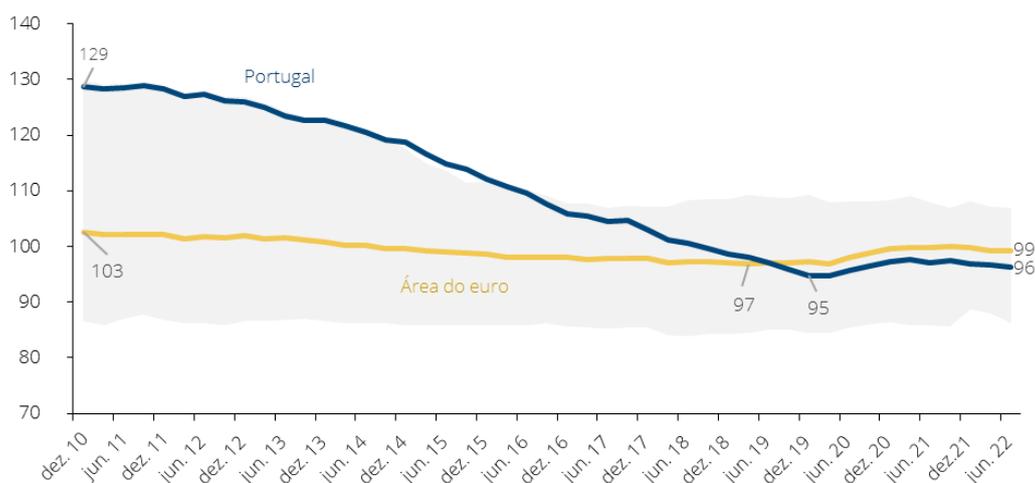
	2020	2021	2021 S1	2022 S1
<b>Poupança corrente em Portugal</b>	11,9	9,7	11,1	5,9
<b>Ativos</b>	14,6	12,8	14,3	10,4
Investimentos em ativos reais <sup>(a)</sup>	5,1	5,6	5,5	5,7
Saldo das transferências de capital	-0,4	-0,3	-0,4	-0,3
Aquisições líquidas de ativos financeiros	9,9	7,5	9,2	5,0
d.q. Numerário e depósitos em bancos residentes	8,3	7,0	8,6	9,5
<b>Passivos</b>	2,8	3,0	3,2	4,5
Dívida financeira <sup>(b)</sup>	1,5	2,5	2,3	3,4
Outros passivos financeiros <sup>(c)</sup>	1,2	0,5	1,0	1,1

Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: Valores consolidados em termos nominais. (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) Os outros passivos financeiros incluem os passivos associados a todos os instrumentos financeiros, definidos em sede de contas nacionais financeiras, com exceção de 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.

O crescimento do *stock* de empréstimos à habitação estabilizou durante os primeiros nove meses de 2022, com a taxa de variação anual ajustada a fixar-se em 3,8% em setembro. Os novos empréstimos à habitação cresceram durante o primeiro semestre, mas registaram uma contração no terceiro trimestre. No caso do crédito para consumo e outros fins observou-se uma trajetória de aceleração recente (3,4% em setembro), decorrente da dinâmica do crédito ao consumo (Secção 2.2).

O rácio de endividamento dos particulares em percentagem do rendimento disponível diminuiu 1 pp, para 96% no primeiro semestre de 2022, situando-se ligeiramente acima do mínimo observado no último trimestre de 2019 (95%) e abaixo da média da área do euro (99%) (Gráfico I.1.18).

**Gráfico I.1.18 • Evolução do rácio de endividamento dos particulares na área do euro e em Portugal | Em percentagem do rendimento disponível**



Fontes: Banco de Portugal e Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Valores não consolidados da dívida total. A área cinza corresponde ao intervalo entre o terceiro e o primeiro quartil da distribuição para um conjunto de países da área do euro (Alemanha, Áustria, Bélgica, Eslovénia, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Irlanda, Itália, Países Baixos e Portugal).

**A desaceleração da atividade económica e a subida da inflação, conjugada com o aumento das taxas de juro de mercado, aumentam o risco de incumprimento das famílias.** Em Portugal, a proporção de empréstimos à habitação com taxa variável é de cerca de 90%, levando a que a subida das taxas de juro de mercado se traduza num aumento do serviço de dívida no curto prazo. Estima-se que em dezembro de 2023, 11% dos contratos de crédito à habitação passarão a ter um rácio entre a prestação e o rendimento (LSTI, *loan service-to-income*) superior a 40% (5% em junho de 2022 – Caixa 1). Adicionalmente, a subida da inflação poderá levar a uma estagnação do rendimento disponível real dos particulares em 2022 e 2023, o que conjugado com maiores encargos com a dívida, pode condicionar o nível de consumo real.

**No entanto, há fatores que mitigam o risco de incumprimento dos particulares, levando a situação atual a comparar favoravelmente com a observada na crise de dívida soberana.** Destaca-se:

- A redução do rácio de endividamento para um nível inferior ao da média da área do euro. Este ajustamento foi transversal a todas as classes de rendimento, mas em particular para as famílias de menor rendimento.
- O crédito à habitação está concentrado em famílias de classes de rendimento mais elevado e o *stock* de crédito ao consumo, mais concentrado em famílias de classes de rendimento mais baixo, é dominado por contratos a taxa fixa.
- A situação de escassez de mão-de-obra no mercado de trabalho tenderá a limitar o aumento da taxa de desemprego caso se observe um abrandamento mais acentuado da atividade económica.
- A melhoria do perfil de risco dos novos mutuários em consequência da Recomendação macroprudencial, que reforçou a importância de uma avaliação adequada do risco do crédito

a consumidores abordada por iniciativas legais da União Europeia e nacionais. Em concreto, quando esteja em causa um contrato de crédito à habitação a taxa de juro variável ou mista, as instituições de crédito devem simular um aumento do indexante aplicável em 3 pp na solvabilidade dos consumidores em contratos de crédito com maturidade superior a 10 anos. Refira-se que a Recomendação macroprudencial impõe limites ao DSTI considerando os mesmos aumentos potenciais de taxa de juro. A celebração de um contrato de crédito só deve ocorrer quando a avaliação da solvabilidade indique a viabilidade do cumprimento das obrigações do contrato de crédito. A alteração da Recomendação macroprudencial, que inclui a redução da maturidade máxima dos contratos de crédito à habitação, leva a uma restrição mais ativa do rendimento sobre a capacidade de endividamento.

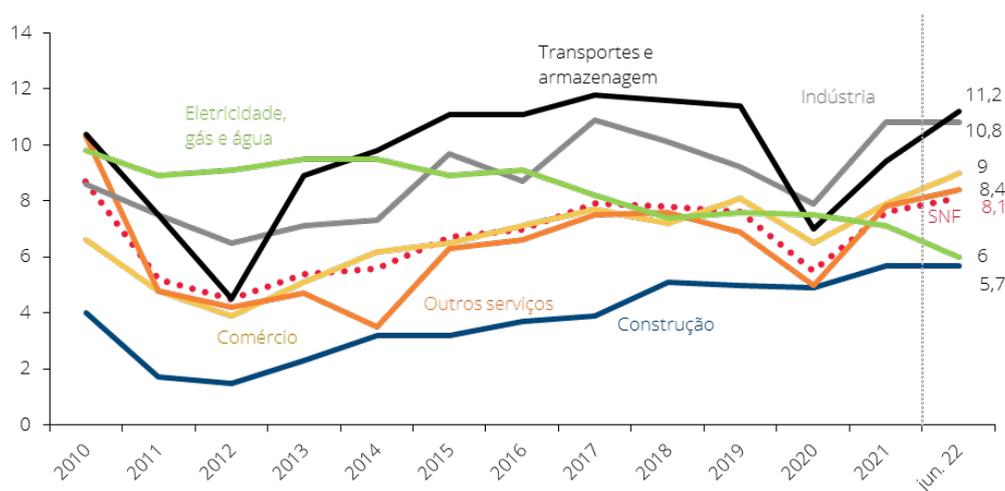
- Por fim, a implementação de medidas governamentais de apoio às famílias contribui para mitigar o risco de incumprimento dos particulares.

### 1.3.3 Sociedades não financeiras

No final de 2021, as SNF tinham recuperado a rentabilidade média do ativo observada em dezembro de 2019 (7,6%), não obstante existir heterogeneidade setorial. No alojamento e restauração, a rentabilidade continuou abaixo de 2019 (3,3%, face a 7,1%), embora tenha recuperado do EBITDA negativo de 2020 (Gráfico I.1.19).

A melhoria de rentabilidade das SNF continuou em 2022, tendo atingido 8,1% no ano acabado no segundo trimestre (0,5 pp acima do final de 2019). Esta trajetória foi transversal aos diversos setores de atividade. Desde o terceiro trimestre de 2021 que o setor dos serviços apresenta uma rentabilidade superior à média das SNF. O setor dos transportes e armazenagem continuou a recuperar a rentabilidade e encontrava-se quase ao nível de 2019. No setor da eletricidade, gás e água manteve-se a tendência de redução da rentabilidade do ativo, que se acentuou no primeiro semestre, refletindo as perturbações nos mercados de energia.

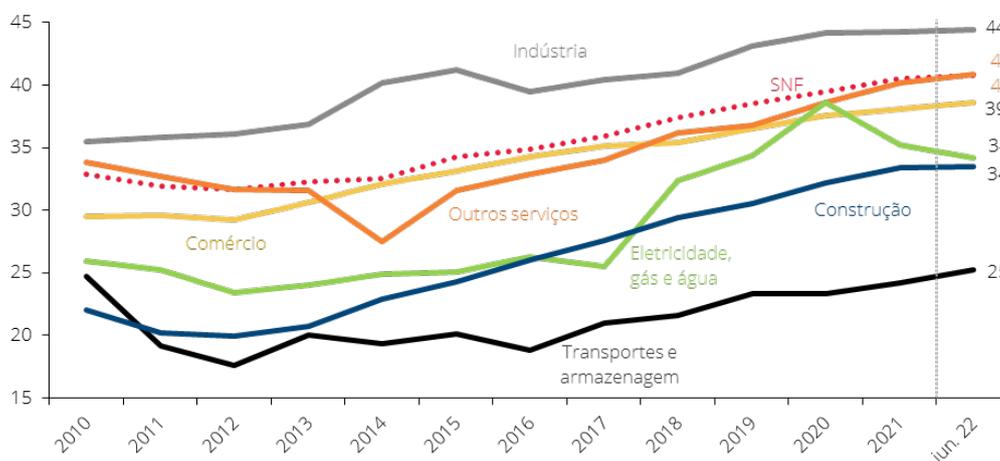
**Gráfico I.1.19 • Evolução da rentabilidade (EBITDA) do ativo das SNF, por setor de atividade | Em percentagem**



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: Os outros serviços incluem serviços exceto comércio e transportes e armazenagem (identificados no gráfico); a indústria inclui a indústria extrativa. EBITDA, sigla inglesa para resultado antes de depreciações e amortizações, juros suportados e impostos.

O rácio de autonomia financeira das SNF manteve a trajetória crescente iniciada em 2013. A evolução foi transversal aos diversos setores, observando-se apenas uma deterioração no setor da eletricidade, gás e água a partir de 2021, acompanhando a rentabilidade (Gráfico I.1.20).

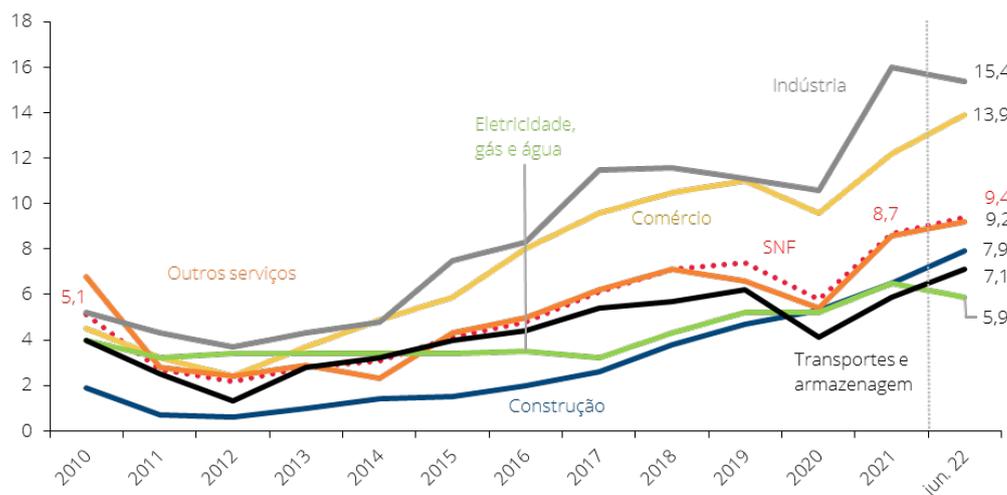
**Gráfico I.1.20 • Rácio de autonomia financeira das SNF, por setor de atividade**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Rácio de autonomia financeira consiste no rácio entre capital e ativo. Os outros serviços incluem serviços exceto comércio e transportes e armazenagem (identificados no gráfico); a indústria inclui a indústria extrativa. Em junho de 2022, as Sedes Sociais apresentam um rácio de autonomia financeira de 61,8% (não representadas no gráfico).

Em junho de 2022, o rácio de cobertura de gastos de financiamento das SNF ficou acima do valor de 2019 (+1,7). Em média, o EBITDA de uma SNF cobre, em junho de 2022, nove vezes os respetivos gastos de financiamento. A evolução deste rácio acompanhou a melhoria do EBITDA, com a heterogeneidade setorial a refletir, em particular, o desempenho diferenciado da rentabilidade. Apenas os setores da eletricidade, gás e água e indústria apresentaram decréscimos. Não obstante, a indústria continuou a apresentar um valor muito acima da média (Gráfico I.1.21).

**Gráfico I.1.21 • Evolução do rácio de cobertura de gastos de financiamento, por setor de atividade**  
| Em número de vezes



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O rácio de cobertura de gastos de financiamento corresponde ao número de vezes em que o EBITDA gerado pelas empresas é superior aos gastos de financiamento; Um valor superior no rácio de cobertura de gastos de financiamento traduz uma menor pressão financeira. Os outros serviços incluem serviços exceto comércio e transportes e armazenagem (identificados no gráfico); a indústria inclui a indústria extrativa.

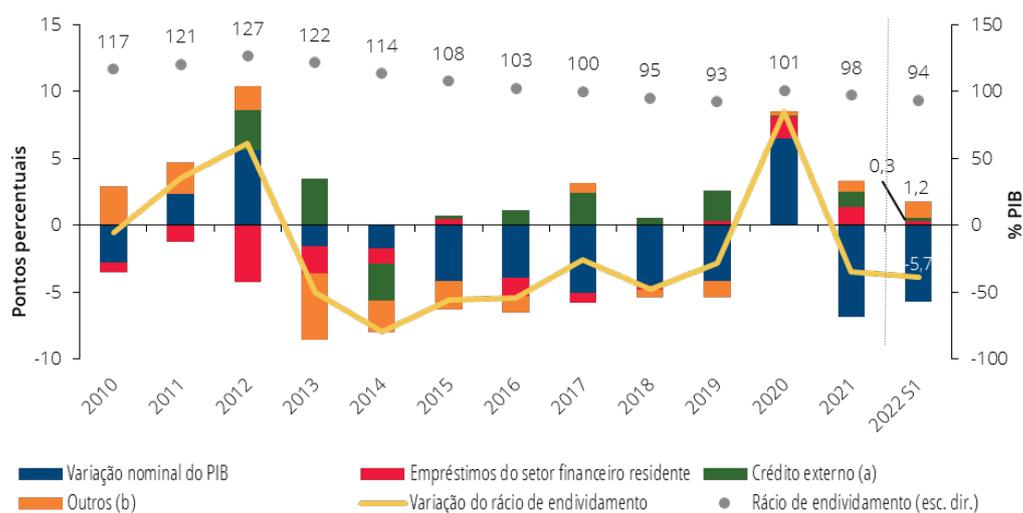
A melhoria dos indicadores financeiros das SNF, como os rácios de autonomia financeira e de cobertura de gastos de financiamento, promove a resiliência das empresas perante os desafios da conjuntura económica. A redução do grau de vulnerabilidade financeira é um mitigante para o incumprimento que possa resultar do aumento dos custos de financiamento e da deterioração das margens.

A subida das taxas de juro de mercado já impacta os custos de financiamento das SNF. Até setembro, a taxa de juro média de novos empréstimos aumentou 1 pp face a dezembro de 2021, situando-se em 3%. A taxa média do saldo de empréstimos aumentou 0,4 pp desde o início do ano, situando-se em 2,5%.

As expectativas de aumento das taxas de juro de mercado e a larga proporção de dívida de SNF a taxa variável (cerca de 70% em agosto de 2022) ou com maturidade residual curta, 15%, resultará num forte acréscimo das despesas com juros e uma deterioração do rácio de cobertura de gastos de financiamento até final de 2023. No entanto, os resultados de um exercício de simulação apontam que este rácio se mantenha claramente acima do observado durante a crise da dívida soberana, o que reflete um ponto de partida muito mais favorável. Para o subconjunto de empresas com capital próprio positivo considerado no exercício, o rácio de cobertura de gastos de financiamento reduz-se de 11 em 2021 para 6 em 2023 (7 considerando que parte dos depósitos que cada empresa tem são utilizados para amortizar dívida), face ao mínimo de 4 em 2012. Este cenário poderá ser agravado, caso a evolução económica seja mais desfavorável (Tema em destaque “O impacto do aumento das taxas de juro no serviço da dívida das SNF”).

No primeiro semestre, o rácio de endividamento das SNF em percentagem do PIB continuou a trajetória descendente iniciada no terceiro trimestre de 2021, situando-se apenas 1 pp acima do valor observado no final de 2019. Esta recuperação acompanha a retoma do PIB nominal, que atingiu, no quarto trimestre de 2021, o valor pré-pandémico. O contributo do crédito concedido pelo setor financeiro residente foi muito reduzido a partir do segundo trimestre de 2021. Em sentido contrário, a emissão de títulos de dívida, adquiridos essencialmente por não residentes e bancos residentes, contribuiu positivamente (Gráfico I.1.22).

Gráfico I.1.22 • Contributos para a variação do rácio de endividamento das SNF



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

As SNF têm sido afetadas pelo aumento dos preços da energia e de matérias-primas, assim como pelas disrupções nas cadeias de abastecimento globais. As empresas cujo processo produtivo mais depende destes bens registam um aumento dos custos de produção, o que poderá reduzir as margens de lucro. Esta situação poderá reduzir a sua capacidade financeira e aumentar o risco de perdas para o setor bancário, em particular para as empresas simultaneamente afetadas pelos choques pandémico e energético. De entre os setores com maior intensidade de energia e matérias-primas no total de custos de produção destacam-se os da eletricidade e da indústria transformadora. Apesar da elevada exposição do sistema bancário ao setor da indústria transformadora (21%), este apresenta um grau de alavancagem baixo, 37% face a um valor mediano de 45%. Em termos de categoria de risco, os setores que poderão ser duplamente afetados apresentam uma concentração na classe de maior risco superior à média das SNF (Caixa 4, *Relatório de Estabilidade Financeira* junho 2022).

Em junho mais de metade do *stock* de crédito concedido a SNF tinha como contraparte uma empresa a operar num setor mais afetado pela pandemia, mais afetado pelo aumento do custo de matérias-primas e energia ou por ambos (Quadro I.1.4). No entanto, em termos de estabilidade financeira, o risco associado a estas exposições decorre também da vulnerabilidade financeira das empresas e do impacto específico na respetiva atividade. Existe um maior risco de crédito, avaliado através dos rácios económico-financeiros das empresas, nos setores mais afetados pelo aumento dos custos de energia e/ou de matérias-primas e que também se enquadram nos mais afetados pela crise pandémica. Por sua vez, o *stock* de empréstimos a SNF de setores mais afetados apenas pelo aumento de custos de energia e/ou de matérias-primas está menos concentrado em empresas com maior alavancagem e endividamento. As empresas de setores apenas mais afetados pelo aumento de custos de energia e/ou de matérias-primas apresentavam, em setembro de 2022, um menor risco de crédito do que o total de SNF (53% e 43%, respetivamente, na classe de menor risco). No entanto, para os casos em que as SNF pertencem, também, aos setores mais afetados pela pandemia, observa-se um maior peso das classes de risco intermédio e de maior risco.

**Quadro I.1.4 • Stock de empréstimos a SNF (junho 2022) – atividade doméstica**  
| Em percentagem

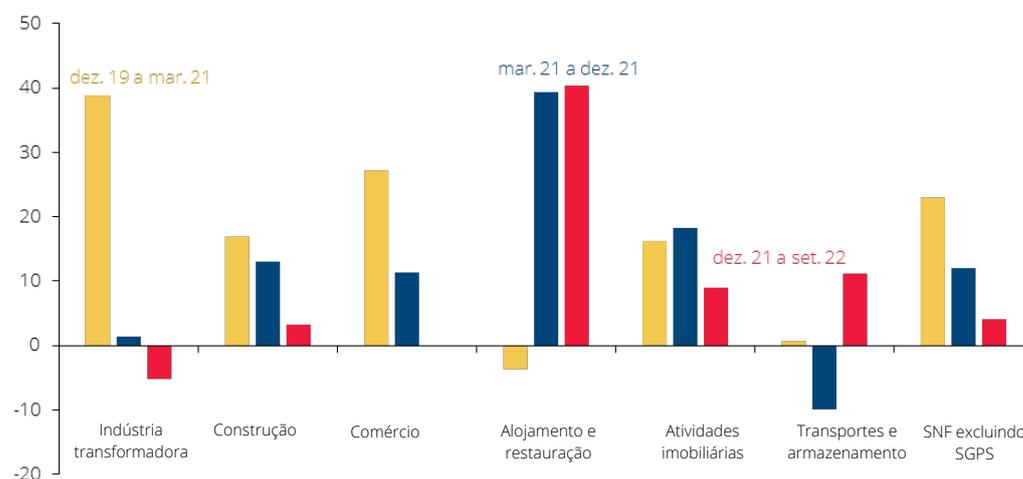
	%
<b>Setores mais afetados</b>	
Pelo aumento dos custos de energia e/ou matérias-primas e pela pandemia	12,5
Apenas pelo aumento dos custos de energia e/ou matérias-primas	24,2
Apenas pela pandemia	15,7
<b>Setores menos afetados</b>	<b>47,7</b>

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: São considerados como setores mais afetados por aumento dos custos de energia e/ou de matérias-primas os que apresentam um valor superior ao percentil 75 (valores não ponderados) em pelo menos um dos seguintes rácios agregados (por subclasses de CAE): gastos de energia sobre os custos totais de produção ou gastos em matérias-primas sobre os custos totais de produção (seguem a definição da nota ao Gráfico C4.1). Excluem-se as empresas pertencentes às classes das secções K, O, T e U da Classificação portuguesa das Atividades Económicas (CAE) Rev.3. Os setores mais afetados pela pandemia incluem os que constam no Decreto-Lei n.º 22-C/2021 e/ou os setores elegíveis para a linha de apoio à recuperação económica - programa Retomar.

A subida do endividamento durante o período pandémico foi acompanhada, em termos agregados, por um crescimento mais significativo dos depósitos das empresas. Em junho de 2022, o endividamento líquido das SNF em percentagem do PIB, diminuiu para 63%, (-9,4 pp face a dezembro de 2020 e -6,3 pp em relação ao final de 2019).

O aumento de depósitos ocorreu também para SNF que operam nos setores mais afetados pela pandemia e/ou pelo aumento dos custos de energia e matérias-primas. No entanto, para alguns subconjuntos de empresas particularmente afetados, poderá não se ter registado uma redução da dívida líquida de depósitos. Durante os períodos mais críticos, os depósitos diminuíram nos setores mais afetados pelos choques exógenos a que economia portuguesa esteve sujeita nos últimos anos (Gráfico I.1.23). Por exemplo, o alojamento e restauração, particularmente afetado na crise pandémica, apresenta um decréscimo de depósitos entre dezembro de 2019 e março de 2021, seguido pela recuperação, em tandem com a atividade. Os transportes e armazenamento tiveram uma redução de depósitos entre março de 2021 e março de 2022, período em que se iniciou a subida do preço dos combustíveis, com alguma recuperação subsequente com a adoção de medidas de apoio e a passagem de parte destes custos para os clientes. A indústria transformadora, particularmente afetada pelo aumento dos custos da energia e das matérias-primas, reduziu os depósitos entre março e setembro de 2022, após estagnação entre março de 2021 e março de 2022 e acumulação de depósitos durante 2020. Globalmente, as empresas mantêm depósitos elevados como uma importante reserva de liquidez para um contexto de choques adicionais.

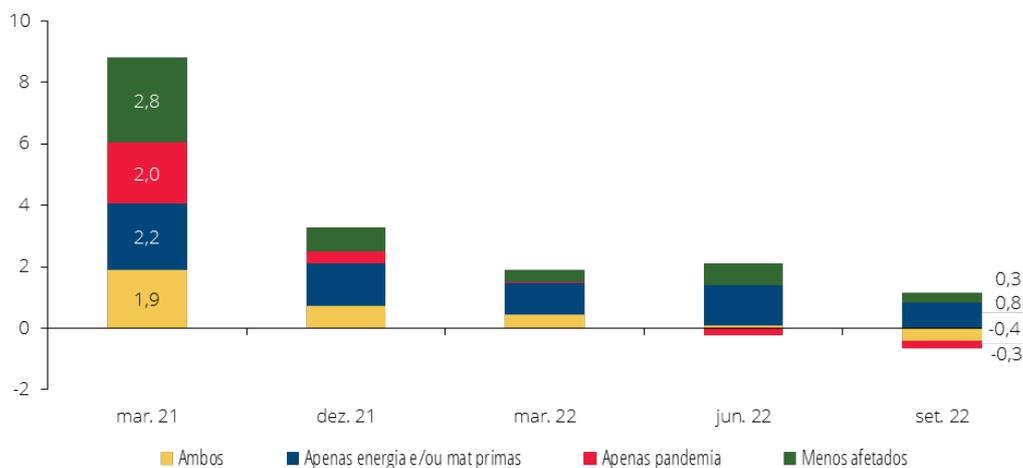
**Gráfico I.1.23 • Variação dos depósitos de SNF no G8, por setor de atividade**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os depósitos junto das 8 instituições mais significativas (G8) representam cerca de 90% dos depósitos em OIFM. Face à disponibilidade da informação, a taxa de variação referente a 2020 corresponde à variação entre dezembro de 2019 e março de 2021, a taxa de variação para 2021 corresponde à variação de depósitos entre março de 2021 e março de 2022 e taxa de variação em 2022 corresponde ao período entre março e setembro.

Num contexto de crescimento reduzido do crédito às SNF, as empresas mais afetadas pelo aumento dos custos de energia e/ou matérias-primas e as menos afetadas pelos dois choques viram aumentar o seu contributo para o crescimento do *stock* de empréstimos concedidos por bancos residentes. De acordo com o *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* de outubro, as instituições apontam o aumento das necessidades de financiamento da atividade corrente como um dos vetores de aumento de empréstimos, o que pode justificar o contributo das empresas mais afetadas pelo aumento dos custos de produção. O contributo para o crescimento do crédito de empresas simultaneamente afetadas pela pandemia e pelo aumento dos custos de produção foi negativo no terceiro trimestre de 2022 (Gráfico I.1.24). Durante o primeiro semestre, o setor do alojamento e restauração apresentou uma redução do montante de empréstimos, enquanto a indústria e o comércio apresentaram as maiores taxas de crescimento (Secção 2). Esta evolução reflete o levantamento das restrições pandémicas e a atual conjuntura.

**Gráfico I.1.24 • Contributos para a taxa de variação homóloga do stock de empréstimos a SNF, de acordo com o impacto da crise pandémica e do aumento dos custos de energia e matérias-primas | Em pontos percentuais**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: São considerados como setores mais afetados por aumento dos custos de energia e/ou de matérias-primas os que apresentam um valor superior ao percentil 75 (valores não ponderados) em pelo menos um dos seguintes rácios agregados (por subclasses de CAE): gastos de energia sobre os custos totais de produção ou gastos em matérias-primas sobre os custos totais de produção (seguem a definição da nota ao Gráfico C4.1). Excluem-se as empresas pertencentes às classes das secções K, O, T e U da Classificação portuguesa das Atividades Económicas (CAE) Rev.3. Os setores mais afetados pela pandemia incluem os que constam no Decreto-Lei n.º 22-C/2021 e/ou os setores elegíveis para a linha de apoio à recuperação económica – programa Retomar.

No âmbito do financiamento de empresas afetadas pela crise pandémica, o contributo das linhas de crédito com garantia do Estado português tornou-se negativo a partir do primeiro trimestre de 2021, enquanto o saldo vivo de empréstimos garantidos pelo *Pan-European Guarantee Fund* (EGF) aumentou em 2022. No primeiro caso, o montante de novos empréstimos reduziu-se significativamente e os períodos de carência associados à maior parte destes créditos já terminaram (Secção 2). No segundo caso, as instituições de crédito portuguesas que celebraram protocolos com o Fundo Europeu de Investimento ao abrigo do EGF, a fim de intermediarem a concessão destes empréstimos, concederam a partir do final de 2021 créditos que apresentavam, em junho de 2022, um montante vivo (6890 mil milhões de euros), semelhante ao saldo vivo de créditos garantidos pelo Estado português no âmbito da crise pandémica (8179 mil milhões de euros). As garantias recebidas pelos bancos neste âmbito não constituem uma responsabilidade contingente do Estado Português, cujo contributo para o fundo já foi efetivado.

No primeiro semestre, os processos de insolvência iniciados continuaram a ser claramente inferiores aos observados antes da crise pandémica, com uma trajetória descendente a partir do quarto trimestre de 2021. Tal observa-se também no caso das empresas do setor do alojamento e restauração, após alguns trimestres em que se registaram valores superiores aos do período pré-pandémica. Esta evolução poderá estar a ser influenciada pela suspensão da obrigação de apresentação à insolvência, por parte dos devedores com incapacidade de cumprir as suas obrigações de crédito ou com ativo manifestamente inferior ao passivo, a qual foi adotada no contexto da crise pandémica e não foi ainda revogada. Não obstante, um exercício de estimação do valor esperado de exposição em risco decorrente da potencial entrada de empresas em insolvência, tendo como base a situação financeira das empresas até 2021, concluiu que o risco não materializado poderá não ser significativo (Caixa 2).

Dada a subida prevista da taxa de juro, estima-se que até final de 2023 aumentará o número de empresas em situação de vulnerabilidade financeira. No entanto, este agravamento será minorado pela utilização dos depósitos para amortizar dívida. Adicionalmente, a posição

financeira de partida das SNF é melhor do que a observada na crise da dívida soberana, nomeadamente a alavancagem. Desta forma, a simulação aponta que a proporção de empresas nesta situação será inferior à verificada no contexto da crise de dívida soberana. Entre 2021 e 2023, estima-se um aumento da proporção de empresas em vulnerabilidade de 18 % para 26% (24% em caso de utilização dos depósitos para amortizar dívida), mas inferior ao observado durante a crise da dívida soberana, 29% em 2013 (Tema em destaque “O impacto do aumento das taxas de juro no serviço da dívida das SNF”).

**O Governo tem vindo a adotar medidas de apoio às empresas, com o intuito de limitar os impactos na sua atividade.** Foram anunciadas alterações ao processo de formação do preço final da energia, reduzindo os custos de acesso às redes e, por essa via, os custos das empresas.

**Globalmente, o impacto em termos de estabilidade financeira depende da exposição do setor bancário às empresas mais afetadas, com menor poder de mercado e com uma estrutura de balanço mais frágil.** A adoção de políticas de incentivo e apoio à capitalização de empresas será importante. A implementação dos projetos aprovados pelo Fundo de Capitalização e Resiliência (com dotação de 1,3 mil milhões de euros) e pelo Programa Consolidar (752 milhões de euros) podem contribuir para a solidez financeira das empresas. De igual forma, os incentivos fiscais previstos no Orçamento do Estado para 2023 poderão dar um contributo adicional.

#### 1.3.4 Mercado imobiliário residencial e comercial

**Até junho, os preços da habitação continuaram a aumentar, tendo crescido 13,2% no segundo trimestre em termos homólogos.** A taxa de variação média do ano acabado no trimestre foi 12,3%, com um incremento de 2,9 pp face a 2021, atingindo um novo máximo. O valor mediano de avaliação bancária à habitação continuou a aumentar, com uma taxa de crescimento nominal homóloga de 15,8% em agosto.

**No primeiro semestre, o montante de transações subiu 31% em termos homólogos e 5% em cadeia.** O número de transações aumentou 14% em termos homólogos, mas reduziu-se 2% face ao segundo semestre de 2021. Em junho, pela primeira vez desde fevereiro de 2021, registou-se um decréscimo do número de transações face ao mês homólogo (-7,6%), embora o montante associado tenha aumentado 6,3%.

**A participação de não residentes no mercado imobiliário português continuou a aumentar em 2022, representando 11,2% do valor total transacionado no primeiro semestre (6,1% do número de transações).** Neste período, o número e o montante de transações imobiliárias residenciais por não residentes cresceu, respetivamente, 24% e 58%, em comparação com o mesmo período de 2019.

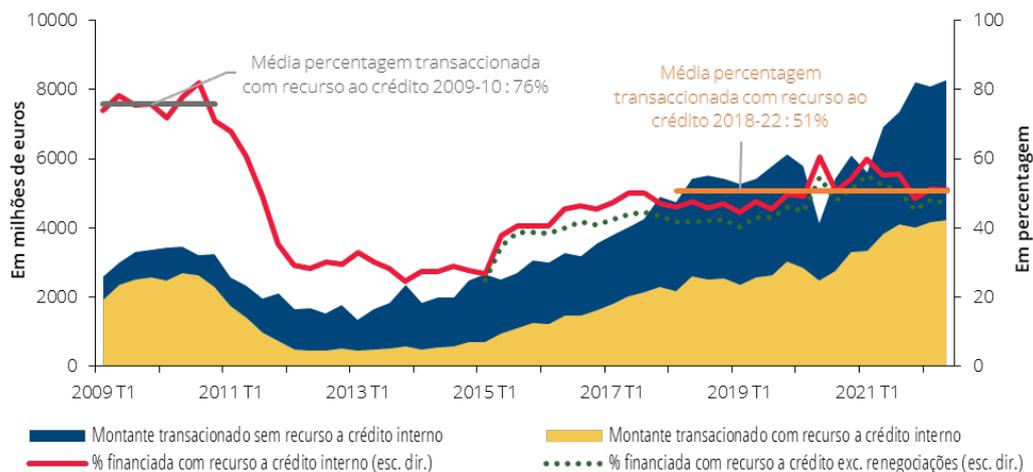
**Durante 2022, o crescimento dos preços da habitação foi acompanhado pelo aumento do crédito à habitação.** O *stock* de crédito à habitação apresentou uma taxa de variação anual, ajustada de operações de titularização e cedências de empréstimos, de 3,8% em setembro. No entanto, o montante médio mensal de novos créditos para habitação, após atingir o máximo em março, apresentou taxas de variação homólogas negativas entre julho e setembro (Secção 2).

**A percentagem de transações financiadas com crédito, cerca de 50% em 2022, continua a ser inferior ao observado antes da crise de dívida soberana** (Gráfico I.1.25). Existe, porém, significativa heterogeneidade geográfica. Em 2021, o Algarve continuou a apresentar a menor percentagem de transações financiadas por crédito à habitação (cerca de 20%), seguido pelas A. M. de Lisboa e do Porto (cerca de 60% e 70% do valor das transações, respetivamente), enquanto no resto do país esta percentagem era de cerca de 80%. Este padrão reflete o grau de participação de não residentes nas transações ocorridas em cada região.

**O crédito bancário interno a cidadãos estrangeiros tem um peso reduzido no total, embora tenha aumentado no período recente.** Este crédito apresenta uma maior concentração de LTV mais

baixos face ao concedido a mutuários nacionais. Em termos da maturidade original, apresenta um peso mais reduzido no intervalo superior a 30 anos (Caixa 3).

**Gráfico I.1.25 • Transações de alojamentos familiares versus novas operações de crédito à habitação**

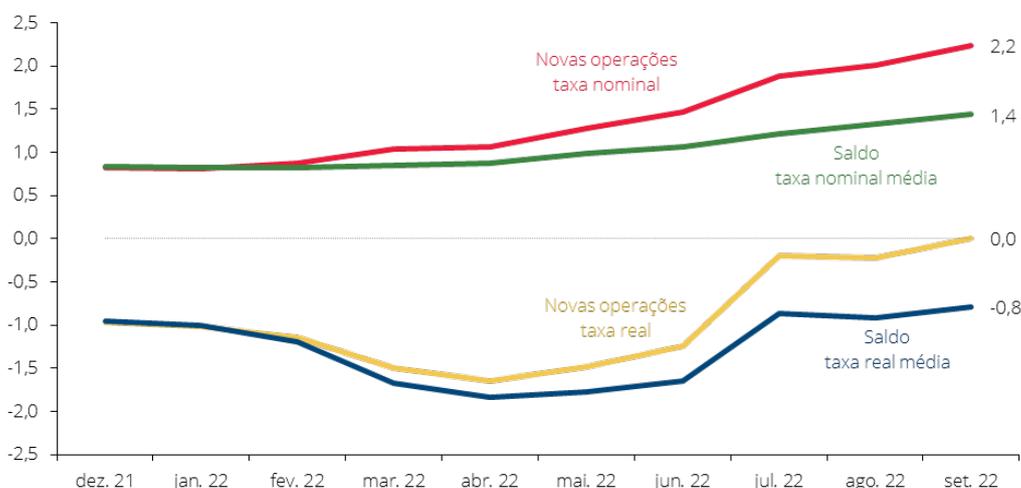


Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: A forma de apuramento da informação referente ao número de transações de alojamentos familiares, disponibilizada pelo INE, foi revista, tendo passado a ser divulgadas com frequência trimestral as transações de alojamentos que apresentem um comprador pertencente ao setor institucional das Famílias. Para mais detalhe ver nota Índice de Preços da Habitação, do INE. Última observação: 2022 T2.

A potencial perda de rendimento real das famílias e a expectativa de continuação do aumento das taxas de juro tenderão a provocar uma redução da procura de habitação pelos residentes. As taxas de juro do crédito à habitação têm vindo a aumentar durante 2022. Nas novas operações a taxa chegou aos 2,2% em setembro, mais 1,4 pp face ao final de 2021, e o custo médio do *stock* atingiu 1,4% em agosto, mais 0,6 pp que em dezembro de 2021. Contudo, a taxa de juro real média do saldo de crédito à habitação mantém-se em terreno negativo (Gráfico I.1.26). Para os agentes económicos com restrições de liquidez, o aumento do serviço de dívida pode ser determinante para o incumprimento e para a concretização de novas operações de crédito.

O *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* de outubro revela que, no terceiro trimestre, a procura de empréstimos para aquisição de habitação por particulares diminuiu ligeiramente. Para isso terá contribuído a quebra na confiança dos consumidores, as perspetivas para o mercado de habitação e, em menor grau, as taxas de juro. No quarto trimestre, as instituições esperam uma redução adicional da procura deste crédito. Na área do euro, a procura de crédito para aquisição de habitação por particulares reduziu-se consideravelmente, em paralelo com uma maior restritividade nos critérios de concessão e um aumento da taxa de rejeição dos pedidos de empréstimos.

**Gráfico I.1.26 • Evolução das taxas de juro, nominal e real, dos empréstimos à habitação em 2022 | Em percentagem**



Fontes: Banco de Portugal e Refinitiv. | Notas: A taxa de juro real é obtida deduzindo às taxas de juro do crédito à habitação as expectativas de inflação implícitas nos *swaps* de inflação 1 ano a 1 ano na área do euro (médias mensais). Cotações de fecho de mercado.

**O enquadramento macroeconómico e geopolítico condiciona a evolução da procura por não residentes.** Os mesmos fatores que condicionam a procura por residentes poderão contribuir para a redução da procura de não residentes. Porém, a localização geográfica de Portugal, longe do conflito, e as condições de segurança e estabilidade que o têm tornado um destino desejável tenderão a continuar a suportar esta procura. Note-se ainda a manutenção, *inter alia*, do regime dos vistos *gold* (embora com limitações em termos do local de investimento) e dos benefícios fiscais para residentes não habituais e a criação recente do regime dirigido a “nómadas digitais”.

**O imobiliário residencial deverá permanecer atrativo para a diversificação de carteiras, em particular, num contexto de perturbação dos mercados financeiros internacionais.** Adicionalmente, expectativas de inflação mais elevada do que a registada nos últimos anos podem promover a procura de imobiliário residencial por motivos de *hedging*, para reserva de valor.

**A oferta de habitação tem-se mantido incapaz de responder à procura.** No primeiro semestre, foram licenciados menos 3,1% dos edifícios que em igual período de 2021, mas mais 6,3% que no 1.º semestre de 2019. A Formação Bruta de Capital Fixo em habitação (valores corrigidos de sazonalidade e efeitos de calendário) tem desacelerado (taxa de variação em cadeia de 1% em volume e 16% a preços correntes no segundo trimestre).

**Às dificuldades de licenciamento acrescem as perturbações das cadeias de abastecimento de materiais, a falta de mão-de-obra e o aumento do custo dos fatores produtivos.** O aumento dos custos de construção, incluindo da mão-de-obra, pode reforçar a tendência de aumento dos preços da habitação.

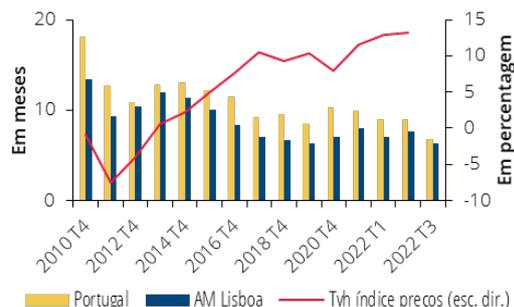
**As restrições na oferta de habitação também significam que, em caso de redução da procura, não é de esperar um excesso de oferta de habitação que requeira um período prolongado para que seja absorvida pelo mercado.** A economia está agora menos dependente do setor da construção (o respetivo contributo para o VAB desceu de 5,9% no quarto trimestre de 2009 para 4,3% no segundo trimestre de 2022) e a exposição do setor bancário a este setor é também menor do que na crise de dívida soberana. Em particular, os empréstimos representam 9% do total concedido a SNF, em setembro de 2022, face a 23% em dezembro de 2009.

O número de imóveis colocado no mercado para venda tem apresentado uma tendência decrescente durante o ano de 2022, no entanto, o número de fogos vendidos manteve-se constante (Gráfico I.1.27). Durante 2022, o período médio que os imóveis se encontram no mercado para venda continuou a apresentar uma tendência decrescente, que se acentuou no terceiro trimestre, em simultâneo com o aumento dos preços (Gráfico I.1.28).

**Gráfico I.1.27 • Variação homóloga do índice de preços e número de fogos em oferta e vendidos**



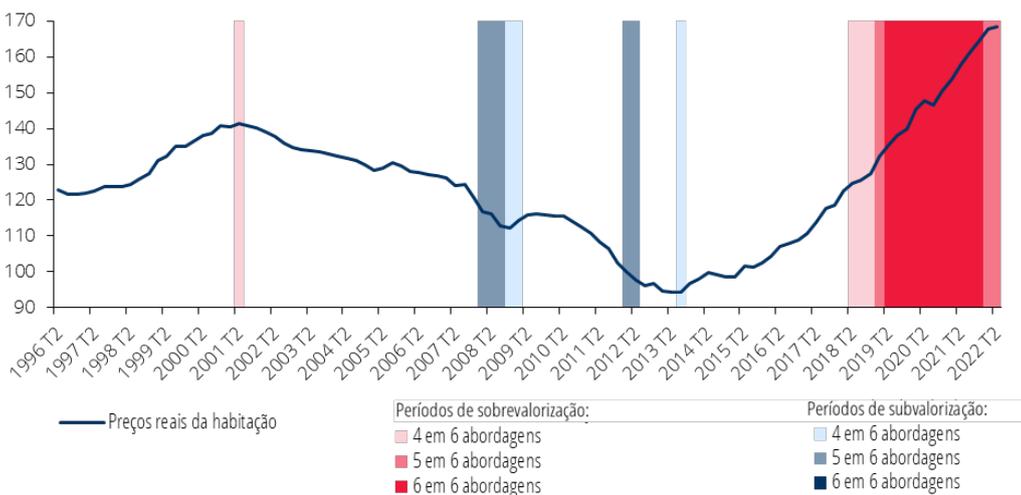
**Gráfico I.1.28 • Variação homóloga do índice de preços e número médio de meses que uma propriedade se encontra no mercado até ser vendida**



Fontes: Confidencial Imobiliário e INE.

Estes desenvolvimentos ocorrem num contexto em que persistem os indícios de sobrevalorização do imobiliário residencial em Portugal (Gráfico I.1.29). Contudo, estas estimativas não consideram diretamente fatores como a procura por não residentes e para atividades turísticas, que têm contribuído para a evolução dos preços neste mercado. A conjuntura atual, caracterizada por um aumento do custo do crédito, poderá, não obstante, traduzir-se numa moderação do crescimento dos preços do imobiliário residencial ou mesmo nalguma correção.

**Gráfico I.1.29 • Medidas de valorização da habitação em Portugal | Índice 2015=100**



Fontes: BCE, OCDE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Os períodos de sobrevalorização e de subvalorização correspondem a períodos em que, das seis abordagens consideradas, um mínimo de quatro identificam um desequilíbrio nos preços da habitação. Para mais detalhe metodológico ver Tema em destaque: “Metodologias de avaliação dos preços da habitação: uma aplicação a Portugal”, Banco de Portugal, Relatório de Estabilidade Financeira, dezembro de 2019. Última observação: 2022 T2.

O recurso ao mercado de arrendamento poderia diminuir a pressão da procura de imóveis, moderando a dinâmica de crescimento dos preços e do crédito à habitação.

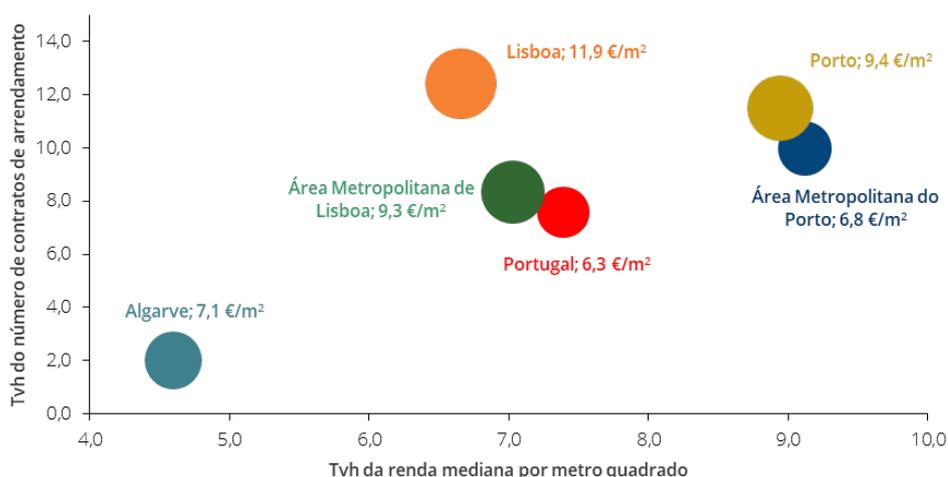
No primeiro semestre, o valor mediano das rendas por metro quadrado continuou a aumentar, assim como o número de arrendamentos, em todas as regiões do país. No primeiro semestre, a maior taxa de variação homóloga das rendas por metro quadrado observou-se nas regiões autónomas (cerca de 11%) e na Área Metropolitana do Porto (cerca de 9%) onde se tinha observado decréscimos no segundo semestre de 2020 e no primeiro semestre de 2021. O maior crescimento homólogo do número de contratos celebrados verificou-se em Lisboa (12%), que apresenta também o maior preço mediano por metro quadrado (12 euros), apesar da redução verificada no segundo semestre de 2020 e durante 2021 (Quadro I.1.5 e Gráfico I.1.30).

**Quadro I.1.5 • Renda mediana por metro quadrado, por região**

	Euros/m <sup>2</sup>	Taxa de variação homóloga						
	2022 S1	2019 S1	2019 S2	2020 S1	2020 S2	2021 S1	2021 S2	2022 S1
Portugal	6,3	9,2	10,8	9,4	5,5	6,4	7,7	7,4
Norte	5,4	10,1	11,6	8,3	5,0	5,9	7,6	8,2
Área Metropolitana do Porto	6,8	12,7	13,4	10,3	6,4	4,5	6,4	9,1
Porto	9,4	15,5	12,5	7,2	-1,5	-3,6	1,7	8,9
Centro	4,4	6,2	6,6	6,1	3,3	3,5	5,2	5,6
Área Metropolitana de Lisboa	9,3	16,0	15,3	11,7	6,2	3,1	3,9	7,0
Lisboa	11,9	12,7	7,2	1,8	-4,2	-6,7	-1,9	6,7
Alentejo	4,1	3,8	4,6	6,2	6,3	3,7	2,8	5,4
Algarve	7,1	12,5	12,0	10,3	6,1	3,1	3,3	4,6
Região Autónoma dos Açores	4,4	7,8	2,3	3,1	2,0	-0,5	1,5	10,6
Região Autónoma da Madeira	6,8	12,8	2,6	-0,3	0,0	2,8	5,7	10,7

Fonte: INE.

**Gráfico I.1.30 • Mercado de arrendamento no 1.º semestre de 2022 – variação homóloga da renda mediana por m<sup>2</sup> e do número de contratos | Em percentagem e euros**



Fonte: INE. | Nota: A dimensão dos círculos é proporcional à renda mediana por metro quadrado, apresentada em euros.

O Inquérito ao Mercado Habitacional Português de setembro assinala uma redução nas vendas acordadas, embora com um contínuo aumento dos preços. A maioria dos agentes de mercado

inquiridos espera que as transações a curto prazo se reduzam e que os preços permaneçam numa trajetória ascendente, embora com algum abrandamento, num horizonte de três meses. De igual forma, neste período, espera-se que as consultas por potenciais clientes e as novas angariações de imóveis continuem a diminuir. O mercado de arrendamento mantém-se resiliente e prevê-se um aumento das rendas a curto prazo, refletindo o crescimento da procura, juntamente com uma oferta restrita.

**A exposição do setor bancário ao imobiliário comercial é limitada e consideravelmente inferior à do imobiliário residencial, pelo que os desenvolvimentos neste segmento tenderão a ter um menor impacto na estabilidade financeira.** Adicionalmente, os requisitos de capital para este tipo de crédito são muito superiores aos do imobiliário residencial. Em junho de 2022, os empréstimos a SNF garantidos por imóveis comerciais (25 mil milhões de euros) representavam cerca de 27% do total de empréstimos a SNF em base consolidada, o que compara com uma exposição de cerca de 114 mil milhões de euros sob a forma de empréstimos particulares garantidos por imóveis, a maioria dos quais crédito à habitação (Secção 2.2). Esta situação contrasta com o que se observa na área do euro.

**A pandemia originou evoluções diferenciadas no mercado imobiliário residencial e comercial em Portugal e na área do euro. Os preços de alguns subsectores do imobiliário comercial mostraram-se menos resilientes, mas registou-se uma recuperação em 2021.** Segundo o índice da Morgan Stanley Capital International (MSCI), os imóveis comerciais desvalorizam-se 3,8% em 2020, em Portugal. Os segmentos de comércio a retalho e hotelaria, mais afetados pelas restrições à mobilidade, apresentaram desvalorizações de 6,3% e 7,0%, respetivamente (Quadro I.1.6). Em 2021, registou-se uma recuperação de 1,6% da valorização dos imóveis comerciais, transversal a todos os segmentos.

**Quadro I.1.6 • Evolução da valorização dos ativos imobiliários comerciais por segmento, em Portugal e na área do euro | Em percentagem**

		Portugal	Área do euro
Retalho	2019	1,9	-0,6
	2020	-6,3	-5,6
	2021	2,5	-0,2
Escritórios	2019	6,0	6,5
	2020	0,3	1,6
	2021	1,8	4,4
Industrial	2019	1,5	9,5
	2020	-0,3	7,7
	2021	1,2	17,7
Hotelaria	2019	0,8	4,4
	2020	-7,0	-5,3
	2021	0,5	1,9

Fonte: Morgan Stanley Capital International (MSCI).

**Entre janeiro e setembro, observou-se um aumento do volume de transações e dos preços praticados nos diversos segmentos<sup>2</sup>.** No segmento de escritórios, a escassez de oferta, especialmente no segmento *prime*, contribuiu para a resiliência dos preços e das rendas durante a pandemia. Nos três primeiros trimestres, na zona da grande Lisboa, a área transacionada atingiu

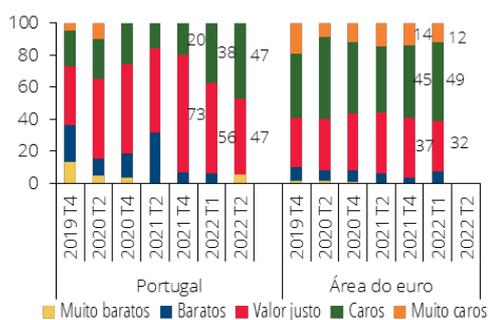
<sup>2</sup> Relatório Cushman&Wakefields – Marketbeat Portugal; outono 2022.

um máximo desde 2013, enquanto na área do grande Porto a atividade se manteve na média dos últimos 3 anos, não atingindo o valor observado em 2018. O segmento de **imobiliário industrial e de logística** também revelou resiliência ao choque pandémico. Os preços reduziram-se 0,3% em 2020, mas aumentaram 1,2% em 2021 (1,5% em 2019). Em 2021, impulsionada pela expansão do comércio online, a área transacionada atingiu um máximo, enquanto em 2022 se observaram níveis de atividade análogos aos de 2020. Os ativos imobiliários de **comércio a retalho** registaram uma valorização de 2,5% em 2021 (1,9% em 2019). Durante a primeira metade do ano, o setor de retalho apresentou uma tendência de recuperação, embora a procura de retalho agregada pela Cushman & Wakefield tenha diminuído 10% face ao período homólogo. Na **hoteleria**, no primeiro semestre, a retoma da atividade turística sustentou a recuperação da atividade e a inauguração de novas unidades.

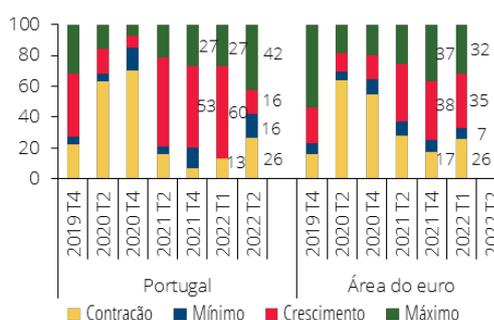
No segundo trimestre, diminuiu a percentagem dos operadores de mercado que avalia os preços no mercado imobiliário comercial como adequados em Portugal, por contrapartida do aumento da perceção de sobrevalorização. Portugal tem vindo a aproximar-se das perceções da área do euro, com apenas cerca de metade dos operadores a considerarem os preços justos. Na área do euro diminuiu ligeiramente a proporção de operadores que considera os imóveis muito caros, a qual é negligenciável em Portugal (Gráfico I.1.31).

O enquadramento económico e financeiro, com previsão de abrandamento económico e de aumentos das taxas de juro, condiciona as expetativas deste mercado, tendo a perceção relativa à fase atual do ciclo do imobiliário comercial diminuído no segundo trimestre, em Portugal e na área do euro. A incerteza pode levar ao adiamento das decisões de investimento e os indicadores avançados disponíveis apontam para uma atitude de cautela, face à eventual alteração da fase do ciclo. Em Portugal, mais de dois terços das opiniões apontam para uma inversão do ciclo imobiliário comercial, com 42% a acreditarem que se atingiu um pico e 26% que o mercado se irá contrair (Gráfico I.1.32).

**Gráfico I.1.31 • Opinião dos operadores de mercado acerca dos preços dos imóveis comerciais | Em percentagem**



**Gráfico I.1.32 • Perceção relativa à fase do ciclo do imobiliário comercial | Em percentagem**



Fonte: *Global Commercial Property Monitor*, Royal Institution of Chartered Surveyors – RICS.

### 1.3.5 Setor financeiro não bancário

A possibilidade de uma reavaliação dos prémios de risco permanece como um dos principais riscos do setor financeiro não bancário. A deterioração das perspetivas nos mercados financeiros num contexto macroeconómico e financeiro desafiante, marcado pela incerteza, pelo aumento da inflação e pela subida das taxas de juro, pode continuar a materializar-se em correções no preço dos ativos (e.g. ações e obrigações), com impacto na liquidez, rentabilidade e capital destas

instituições. O efeito vai depender também do risco acumulado no *search-for-yield* adotado durante o ambiente de taxas de juro muito baixas. Na área do euro, o setor financeiro não bancário apresenta um peso significativo no financiamento da economia, 376% do PIB (Gráfico I.1.33).

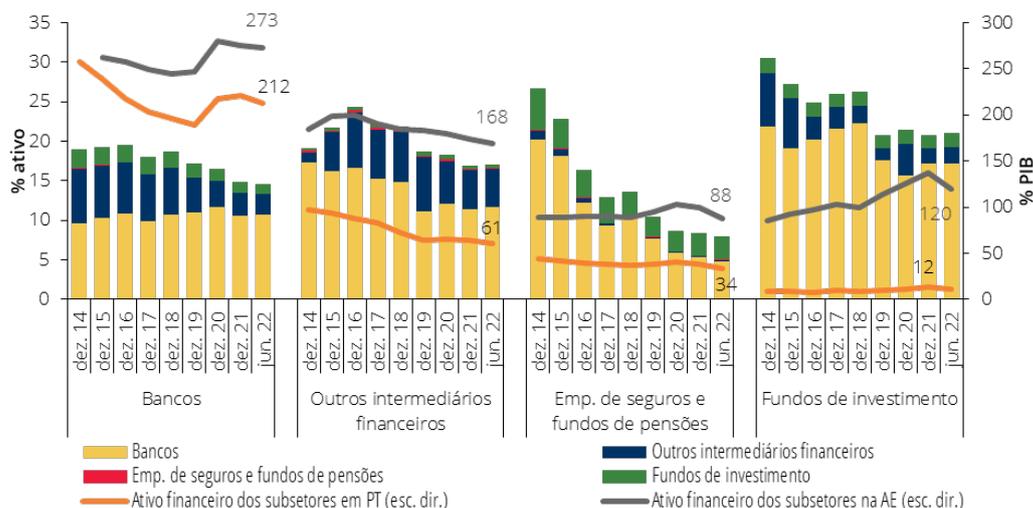
**O aumento da volatilidade nos mercados financeiros internacionais tem contribuído para situações de *stress* de liquidez com potencial impacto sistémico.** No Reino Unido (RU), a subida abrupta e significativa das taxas de rendibilidade da dívida pública na sequência do anúncio do Plano de Crescimento pelo Governo forçou os fundos de pensões com planos de benefício definido a vender ativos, em particular dívida pública, para fazer face às necessidades de margem adicionais nas exposições a taxa de juro. Estas instituições têm implementado estratégias de *Liability-Driven Investments* (LDI), internamente e através de participação em fundos de investimento LDI, de forma a melhorar a correspondência entre o valor dos seus ativos e dos seus passivos, em especial no contexto de taxas de juro muito baixas. Algumas destas estratégias baseavam-se em forte alavancagem através de, por exemplo, acordos de recompra de títulos de dívida pública e de derivados de taxa de juro, o que desencadeou perdas consideráveis face ao aumento das taxas de rendibilidade da dívida pública no RU. A necessidade da venda de títulos de dívida pública, para cobrir essas perdas, acentuou o impacto nas taxas de rendibilidade subjacentes. A intervenção do Banco de Inglaterra, através do anúncio e da compra destes títulos, permitiu estabilizar o mercado de dívida pública e os fundos de pensões.

As subidas de preços de energia e das matérias-primas tem resultado num aumento dos requisitos de margens dos membros das contrapartes centrais na UE, em particular nos contratos de energia, o que conduziu a situações de *stress* de liquidez em alguns dos participantes, principalmente nas contrapartes não financeiras. A Comissão Europeia, na sua comunicação de 18 de outubro, adotou medidas incluindo novas regras para os participantes no mercado, alargando temporariamente a lista de garantias elegíveis a garantias não-monetárias, incluindo garantias estatais.

**A manutenção deste contexto desafiante, acompanhado da deterioração das perspetivas para o crescimento económico, poderá conduzir a perdas para as instituições do setor financeiro não bancário.** Estas são afetadas pela desvalorização dos ativos no balanço, pela necessidade de rebalanceamento da carteira num enquadramento de subida de taxas de juro e volatilidade nos mercados financeiros elevada. A inflação elevada penaliza a rendibilidade real associada aos seus investimentos, especialmente de ativos com rendibilidade fixa, alterando a atratividade relativa dos seus produtos. Estas situações podem resultar num aumento dos resgates, podendo originar episódios de *stress* de liquidez. Dada a relevância deste setor na área do euro, existe o potencial de amplificação e transmissão destes choques a outros segmentos do sistema financeiro e dos mercados financeiros internacionais, com potenciais consequências adversas para o setor financeiro português.

**Em Portugal, o setor financeiro não bancário continuou a apresentar um peso reduzido, 106% do PIB, comparativamente ao observado na área do euro, 376%** (Gráfico I.1.33). Desde 2019, este peso diminuiu 5 pp em Portugal, em contraponto com o aumento de 24 pp do peso do sistema bancário (212%). O aumento da importância do sistema bancário acompanhou a evolução observada na área do euro, refletindo também as políticas de mitigação da crise pandémica. A interligação dos subsectores financeiros não bancários com o sistema bancário continuou a diminuir nos últimos anos, o que permite atenuar o risco de contágio direto decorrente de um potencial evento adverso com impacto em alguma entidade sistémica ou subsector do sistema financeiro.

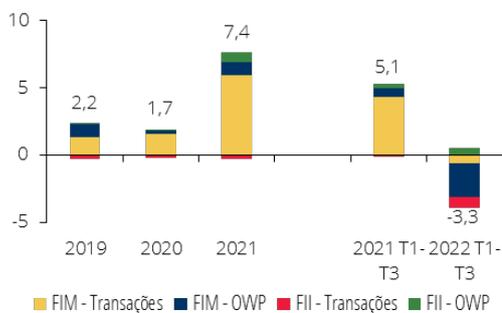
**Gráfico I.1.33 • Dimensão relativa dos subsectores do sistema financeiro em Portugal e na área do euro | Em percentagem do PIB e percentagem do ativo**



Fontes: BCE e Banco de Portugal. | Notas: Foi considerado o ativo total não consolidado de cada setor. Para o cálculo da exposição foram considerados os seguintes ativos financeiros: depósitos, títulos de dívida, empréstimos, ações e outras participações de fundos de investimento e ações cotadas. Outros intermediários financeiros referem-se por simplificação à soma dos seguintes subsectores: S125 – Outros intermediários auxiliares financeiros exceto S5FP, S126 - Auxiliares financeiros e S127 - Instituições financeiras cativas e prestamistas. Em Portugal, este setor é constituído maioritariamente por instituições financeiras cativas e prestamistas. Para mais detalhes sobre esta classificação, ver “Desagregação dos setores institucionais -SEC2010”.

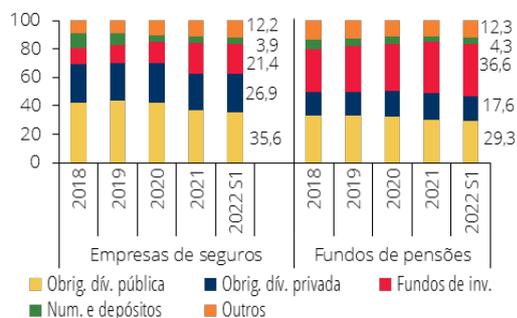
Nos primeiros três trimestres de 2022 observou-se uma diminuição do ativo dos fundos de investimento, refletindo essencialmente a desvalorização das unidades de participação (UP) dos fundos de investimento mobiliário (FIM) e, em menor grau, os resgates líquidos (Gráfico I.1.34). Os movimentos de desvalorização foram mais pronunciados nos FIM de ações e obrigações, em linha com a evolução dos mercados financeiros, enquanto os resgates líquidos ocorreram principalmente nos fundos de investimento imobiliário (FII) e FIM de obrigações. Nos FIM abertos de obrigações, o peso dos depósitos tem vindo a reduzir-se (26 pp face ao início de 2017, para 8% do total das UP em setembro). O atual contexto tornará mais atrativas aplicações alternativas sem risco de capital, o que poderá potenciar situações de risco de liquidez em alguns segmentos, perante a possibilidade de resgates adicionais. Note-se que os particulares são os principais detentores das unidades de participação dos fundos de investimento, em particular dos fundos de investimento abertos mobiliários de obrigações, ações, fundos de investimento mistos e FII.

**Gráfico I.1.34 • Total de unidades de participação emitidas pelos fundos de investimento: transações e outras variações de valor e de preço | Em mil milhões de euros**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: FIM - Fundos de investimento mobiliário, FII – Fundos de investimento imobiliário, OWP – Outras variação de valor e de preço.

**Gráfico I.1.35 • Composição dos ativos e das provisões técnicas | Em percentagem do total da carteira dos seguros ou fundos de pensões**



Fonte: ASF. | Notas: Obrig. div. pública. - Obrigações de dívida pública; Obrig. div. privada. - Obrigações de dívida privada; Fundos de inv. – Fundos de investimento; Num. e depósitos – Numerário e depósitos. A componente Outros inclui ainda imobiliário, derivados, hipotecas e empréstimos e produtos estruturados.

**A subida das taxas de juro tem dois impactos nas seguradoras e nos fundos de pensões.** Em primeiro lugar, tende a penalizar a valorização dos ativos, que compreendem uma exposição a títulos de dívida (pública e privada), 63% do total dos ativos das empresas de seguros e de 47% do total dos ativos dos fundos de pensões em junho (Gráfico I.1.35). No setor segurador, observa-se uma elevada concentração de títulos de dívida no limiar do nível de investimento, ainda que a duração da carteira seja mais contida do que no caso dos fundos de pensões. No entanto, a carteira de títulos de dívida do setor dos fundos de pensões apresenta uma melhor qualidade creditícia e a duração reflete maturidades mais longas dos seus passivos. Em segundo lugar, o aumento das taxas de juro e das taxas de rendibilidade reflete-se em taxas de desconto das responsabilidades mais elevadas, resultando numa redução das responsabilidades, com efeito positivo sobre a rendibilidade e solvabilidade destes setores. A manutenção de taxas de juro mais elevadas permite também reduzir o risco de reinvestimento das suas carteiras, sendo particularmente relevante para instituições com responsabilidades de produtos de benefício definido.

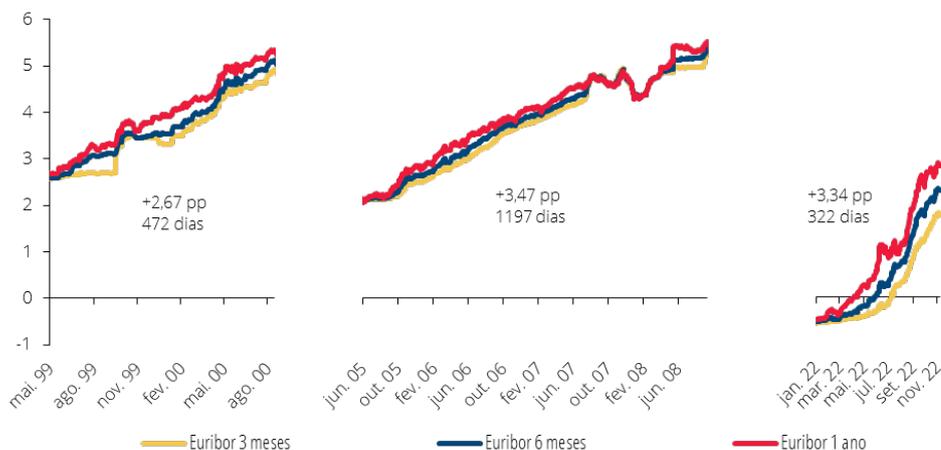
**A subida da inflação traduz-se num aumento dos custos com seguros no segmento não vida.** Dada a relevância do setor dos particulares para o setor financeiro não bancário, a redução do rendimento real das famílias e a deterioração da sua situação financeira poderão também refletir-se numa diminuição da produção do setor segurador e dos fundos de pensões, das subscrições dos fundos de investimento e no aumento de resgates, colocando pressão adicional sobre a rendibilidade e liquidez e capital das instituições.

### 1.3.6 Sistema bancário

**Um período de inflação elevada e persistente, o aumento abrupto das taxas de juro e o abrandamento da atividade económica são, atualmente, os principais fatores de risco para o setor bancário.** Para este setor, o aumento das taxas de juro (Gráfico I.1.36 – Períodos de subida da Euribor) deverá resultar numa melhoria da margem financeira, mas também num aumento da materialização do risco de crédito e de mercado. O impacto e dimensão de cada um destes efeitos dependerá, em grande medida, da evolução económica, do ritmo de subida das taxas de juro e das medidas de apoio adotadas. A prazo, taxas de juro estruturalmente mais elevadas deverão

ter um efeito favorável sobre a margem financeira e permitirão diversificar a carteira de dívida pública, desincentivando estratégias de *search-for-yield*.

Gráfico I.1.36 • Períodos de subida da Euribor | Em percentagem



Fonte: Refinitiv. | Notas: Foram selecionados os três períodos com maiores subidas nas taxas interbancárias desde 1997. Os valores de referência apresentados no gráfico referem-se à evolução da Euribor a 1 ano. Última observação: 14 de novembro de 2022.

A subida dos custos de financiamento, num quadro de deterioração das expectativas económicas, poderá materializar-se num aumento do risco de crédito para o sistema bancário, refletindo-se num aumento das imparidades. Não se espera que o impacto da evolução esperada das taxas Euribor até dezembro de 2023 tenha como consequência um aumento abrupto na materialização do risco de crédito que ponha em causa a estabilidade do sistema financeiro. No entanto, o impacto poderá ser relevante para a exposição dos bancos a empresas e particulares mais vulneráveis. Estes efeitos deverão traduzir-se num aumento do volume de empréstimos em incumprimento e num aumento da perda esperada no crédito a clientes.

Na sequência da crise pandémica, a materialização do risco de crédito tem sido contida. Os créditos que acederam ao regime de moratória, durante a crise pandémica, continuam a emitir sinais contidos de deterioração na qualidade de crédito, com um aumento ligeiro do rácio de NPL e empréstimos reestruturados. A materialização do risco de crédito revelou-se inferior face ao prospetivado no início da crise pandémica. No primeiro semestre de 2022, o rácio de NPL do total da carteira manteve a tendência de diminuição (3,4% em junho de 2022).

A redução dos rácios de endividamento das empresas e particulares mitiga a materialização do risco de crédito. Adicionalmente, a proporção dos empréstimos com prazo de fixação de taxa juro superior continuou gradualmente a aumentar desde 2016.

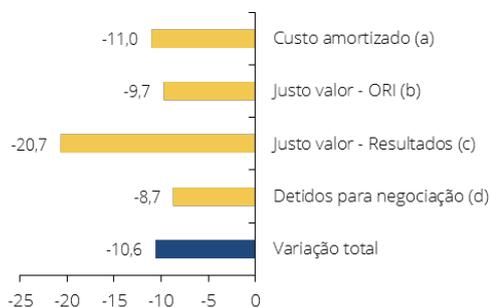
A potencial materialização do risco de crédito deverá continuar a ser monitorizada pelas instituições. O enquadramento legal e regulamentar da gestão do crédito em risco de incumprimento ou vencido (PARI e PERSI) foi reforçado em 2021, obrigando as instituições de crédito a adotar uma abordagem mais proativa na prevenção das situações de mora de particulares. Também para os empréstimos a particulares, o risco de crédito tenderá a ser mitigado pela adoção da Recomendação macroprudencial relativa aos novos créditos à habitação e ao consumo, que contempla explicitamente um cenário de subida de taxas de juro no limite estabelecido para o DSTI (choque de 3 pp para créditos a taxa variável ou mista com prazo superior a 10 anos). Deste modo, os bancos portugueses deverão continuar a desenvolver esforços para identificar e apresentar soluções, incluindo a renegociação e reestruturação dos

contratos de crédito, que permitam adequar as condições dos empréstimos à capacidade de servir a dívida dos mutuários e, conseqüentemente, mitigar a materialização do incumprimento. O diploma aprovado em Conselho de Ministros no início de novembro estabelece medidas de acompanhamento e de mitigação do aumento da taxa de esforço nos contratos de crédito à habitação.

**O risco associado à atividade internacional poderá aumentar.** Para além do aumento na área do euro, também alguns países do Leste da Europa subiram as taxas de juro diretoras, como a Hungria e a Polónia. Esta evolução poderá materializar-se num aumento do incumprimento, tendo levado a adoção de medidas governamentais de moratória para os clientes bancários. Assim, a subida dos custos de financiamento e as alterações legais introduzidas representam um fator de risco adicional, nomeadamente para os grupos bancários com exposições a estas geografias. Este risco poderá materializar-se numa desvalorização dos ativos detidos ou na necessidade de constituir provisões para fazer face ao risco legal implícito, podendo pressionar negativamente os resultados futuros do sistema bancário português.

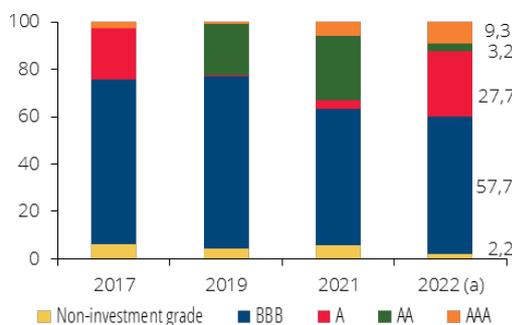
**A recente subida das taxas de juro refletiu-se também na materialização do risco de mercado.** No primeiro semestre, associada à subida nas taxas de juro de mercado, registou-se uma redução global de 10,6% no valor de mercado dos títulos de dívida soberana detidos pelo sistema bancário (Gráfico I.1.37). A redução no valor destes títulos assume particular relevância dado o seu peso na carteira de dívida titulada, mas também atendendo a que a generalidade destes instrumentos são transacionados nos mercados de recompra enquanto colateral para o financiamento entre instituições.

**Gráfico I.1.37 • Variação no valor de mercado dos títulos de dívida pública por método de contabilização | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os valores apresentados consideram as variações no valor de mercado das carteiras de títulos de dívida pública detidas entre dezembro de 2021 e junho de 2022. São excluídas as transações de recomposição de carteira (compra/venda). (a) Inclui os títulos contabilizados a custo amortizado (IFRS9); (b) Inclui os títulos contabilizados a justo valor através de outro rendimento integral (IFRS9); (c) Inclui os títulos contabilizados a justo valor através de resultados (IFRS9); (d) Inclui os títulos contabilizados nas carteiras de detidos para negociação (IAS39).

**Gráfico I.1.38 • Notação de crédito da carteira de dívida pública detida pelo sistema bancário | Em percentagem**



Fontes: Banco de Portugal e Refinitiv. | Notas: (a) Os valores para 2022 referem-se a junho de 2022. Para os restantes períodos, são apresentados os dados referentes ao final de ano. Para efeitos de apresentação a notação de crédito foi convertida para a classificação atribuída pela agência Fitch.

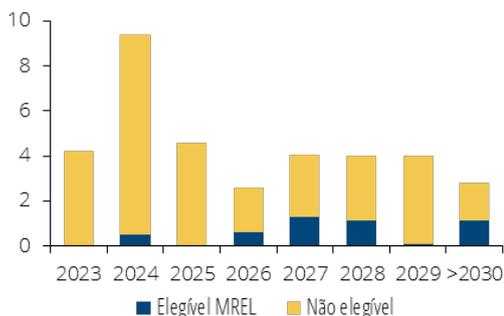
**O impacto líquido do risco de mercado sobre o setor bancário dependerá da maturidade das carteiras de dívida, do método de contabilização e da perceção de risco intrínseca a cada emitente.** O setor bancário português, apesar de deter uma parcela significativa do seu balanço em títulos, concentra também uma parte significativa desta exposição em dívida soberana, 14% em junho, o que compara com 12% na União Europeia. Comparativamente com a dívida emitida pelo setor privado, os títulos emitidos por soberanos europeus apresentam globalmente uma

qualidade de crédito superior e maior liquidez. Adicionalmente, no decorrer dos últimos anos, a generalidade das instituições nacionais reconheceu atempadamente o impacto potencial associado ao risco de taxa de juro, tendo adotado estratégias ativas de mitigação deste risco. Desde o início de 2022, os bancos realizaram uma recomposição da carteira, optando por manter estes títulos até à sua maturidade, com 71% da carteira contabilizada a custo amortizado e diversificaram a composição da carteira de soberanos (Gráfico I.1.38). Assumindo a subida das taxas de rendibilidade de dívida pública observada entre junho e novembro, estima-se um impacto bruto de 0,32 pp no rácio de fundos próprios principais de nível 1 (CET 1) do conjunto dos principais bancos portugueses. Contudo, este efeito deverá ser ainda mitigado pelas estratégias de cobertura contratadas pelos bancos, que cobre cerca de 70% da dívida contabilizada a justo valor, e pelo filtro prudencial para os soberanos ainda em vigor este ano, com uma taxa de neutralização de perdas (e ganhos) não realizados de 40%. Em conjunto, estes dois efeitos deverão permitir mitigar o impacto no rácio de CET 1 em cerca de 50%.

**A subida das taxas de juro deverá aumentar a margem financeira dos bancos.** O aumento das taxas de juro interbancárias desde o início do ano está a refletir-se num aumento da margem financeira dos bancos portugueses. Este efeito resultou sobretudo de um aumento dos juros de empréstimos que, pela elevada proporção de ativos com taxa variável, veem a sua taxa de remuneração aumentar em linha com as taxas de juro interbancárias. Por outro lado, dado que cerca de 75% dos passivos do setor bancário português são constituídos por depósitos de clientes, em parte à ordem e não remunerados, o aumento das taxas de juro no mercado monetário deverá ter um impacto desfasado e comparativamente menor sobre os depósitos, resultando num efeito líquido positivo para o sistema bancário.

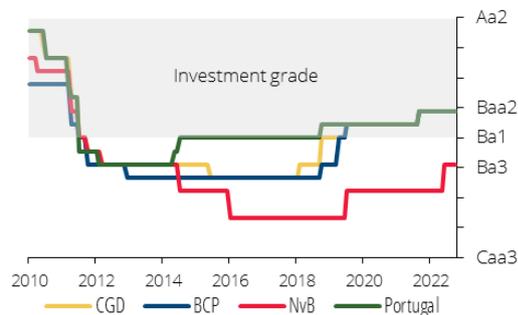
**O aumento no custo de financiamento em mercado deverá reduzir a margem financeira do setor bancário.** O aumento das taxas de juro interbancárias e dos prémios de risco no mercado obrigacionista refletiram-se também nas condições de financiamento do setor bancário. Em consequência, o custo de financiamento em mercado aumentou, não se identificando, porém, fragmentação nas condições de financiamento entre geografias da área do euro. Nos bancos portugueses, a estrutura do *stock* de dívida emitida mostra que uma proporção significativa, 38,2%, destes títulos atingirá a maturidade antes de 2024 (Gráfico I.1.39). De entre estas emissões, a proporção elegível para o cumprimento do requisito mínimo de fundos próprios e passivos elegíveis (MREL, na sigla inglesa) representava, em junho, cerca de 46% dos fundos próprios do sistema bancário português. Em conjunto, a necessidade de as instituições realizarem novas emissões, de modo a substituir o financiamento existente e cumprir com os requisitos de MREL, num contexto de subida das taxas de juro, deverá aumentar os custos de financiamento, reduzindo a margem financeira. Além disso, o aumento do financiamento em mercado expõe os bancos portugueses a alterações de perceção de risco nos mercados financeiros internacionais. Contudo, é importante salientar que a dívida emitida pelos bancos portugueses representava, em junho, apenas 4,1% das suas responsabilidades, valor comparativamente inferior ao do sistema bancário europeu, 16,5%. Deste modo, apesar da necessidade de aumentar o seu financiamento de mercado, o impacto sobre os custos e as necessidades de financiamento dos bancos portugueses deverá ser proporcionalmente inferior ao dos seus congéneres europeus.

**Gráfico I.1.39 • Maturidade das emissões bancárias** | Em mil milhões de euros



Fonte: Refinitiv. | Notas: Valores para os principais bancos portugueses. As emissões são identificadas como elegíveis com base nos critérios definidos para o cumprimento do requisito mínimo de fundos próprios e passivos elegíveis (MREL, na sigla inglesa). O valor total das emissões considera as obrigações hipotecárias (Senior Secured – Mortgage), obrigações e títulos de crédito (Unsecured, Senior Unsecured, Senior Non-Preferred e Subordinated Unsecured). Última observação: 14 de novembro de 2022.

**Gráfico I.1.40 • Evolução das notações de crédito para Portugal e bancos** | Em mil milhões



Fonte: Refinitiv. | Notas: O rating apresentado para as instituições bancárias refere-se ao Moody's Long-Term Bank Deposit. Última observação: novembro de 2022.

O fim das medidas extraordinárias de política monetária poderá refletir-se nas condições de financiamento e liquidez do sistema bancário, sendo expectável uma redução do financiamento junto do BCE. Atendendo à maturidade original destes instrumentos (3 anos), as instituições terão de substituir, pelo menos parcialmente, a liquidez associada a estes programas por outras fontes de financiamento, o que deverá pressionar os custos de financiamento. Para os bancos portugueses este risco continua a assumir uma dimensão reduzida, atendendo ao peso mais reduzido do financiamento do banco central no seu balanço (8,9% do ativo em junho de 2022), especialmente quando comparado com o volume significativo de depósitos de clientes junto do sistema bancário (69,4% do ativo em junho de 2022). Em outubro, o Conselho do BCE recalibrou os termos e condições das operações de refinanciamento (TLTRO III), de modo a assegurar a sua consistência com o processo de normalização monetária.<sup>3</sup>

Os bancos portugueses realizaram um processo de ajustamento significativo, o qual permitirá mitigar os impactos associados à materialização dos riscos acima enunciados. Nos últimos anos, o sistema bancário reduziu o rácio de NPL, aumentou a liquidez, melhorou a sua rentabilidade e eficiência operacional, e constituiu rácios de capital historicamente elevados. Este processo, conjugado com a redução do endividamento público, contribuiu para a melhoria da perceção dos investidores do risco do setor bancário. Tal tem sido consubstanciado numa melhoria das notações de crédito para as principais instituições para níveis acima do nível de investimento (Gráfico I.1.40 – Evolução das notações de crédito). Em conjunto com a melhoria nas práticas de gestão de risco, a solidez do sistema deverá permitir reduzir os riscos de fragmentação e os custos de financiamento dos bancos.

Dado o contexto desafiante e os riscos identificados, as instituições devem (i) adotar uma abordagem proativa na avaliação da capacidade de pagamento dos seus clientes e na adequação das condições dos empréstimos face a eventuais dificuldades dos mesmos e (ii) ter práticas de

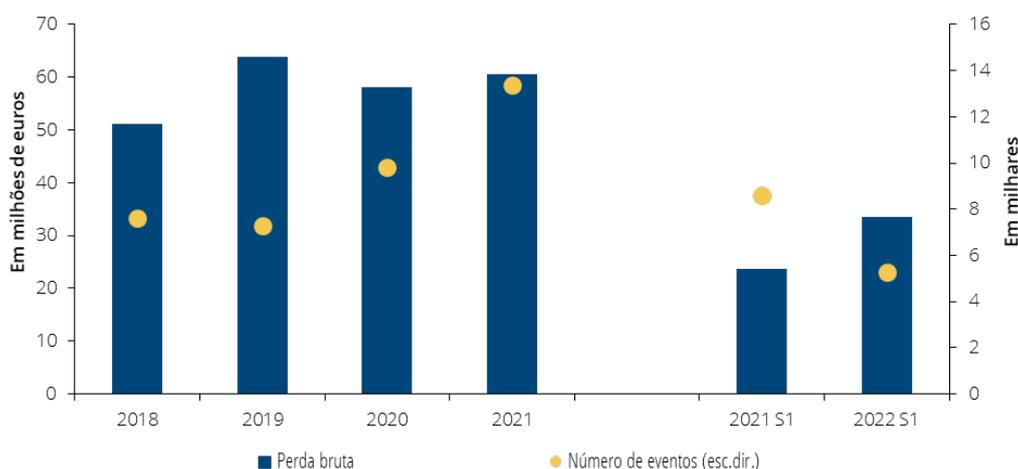
<sup>3</sup> Ver *site* do BCE.

provisionamento adequadas e um comportamento prudente de conservação do capital, promovendo desta forma a capacidade de absorção de eventuais perdas no futuro.

A digitalização dos serviços financeiros é uma tendência crescente, que foi acelerada pelas circunstâncias criadas pela pandemia (ver Caixa 5 do *Relatório de Estabilidade Financeira* de dezembro de 2021). A transformação digital em curso acarreta oportunidades, mas também alguns riscos para o sistema bancário, e em particular para os incumbentes.

A aceleração do processo de digitalização aumenta a necessidade de reforço de resiliência operacional, nomeadamente de defesas contra ciberataques. Os eventos de risco operacional e respetivas perdas têm vindo a aumentar (Gráfico I.1.41). A utilização cada vez mais abrangente de tecnologia e as crescentes interligações entre as instituições financeiras e prestadores de serviços tecnológicos comuns potencia a natureza sistémica do risco cibernético. O atual ambiente de incerteza geopolítica aumenta a probabilidade de materialização do risco cibernético. Até ao momento não há registo de incidentes que tenham causado disrupções sistémicas no setor financeiro português. Porém, tal como referido pelo Centro Nacional de Cibersegurança, o setor bancário é aquele em que se registaram mais incidentes em 2020 e 2021 em Portugal.

Gráfico I.1.41 • Eventos de risco operacional e respetivas perdas



Fonte: Banco de Portugal.

Os bancos estão a usar a transformação digital como forma aumentar a eficiência interna e diversificar fontes de receitas. Os planos de transformação digital envolvem avultados investimentos, cujos ganhos são visíveis a médio prazo. Uma das formas de ultrapassar esse desafio tem também passado pelo crescente recurso a fornecedores externos, por via de outsourcing de serviços tecnológicos e de parcerias com e/ou aquisição de *Fintechs*. O ecossistema *Fintech*, pela sua própria natureza digital, não se restringe ao mercado doméstico, envolvendo entidades supervisionadas e entidades que prestam serviços de apoio a outras entidades supervisionadas, estando em constante evolução.

Os bancos portugueses iniciaram já a utilização de inovação tecnológica na sua atividade, mas tem sido um processo gradual. Entre estes incluem-se, por exemplo, os relacionados com a utilização de tecnologias de análise de *big data*, com recurso a técnicas avançadas de inteligência artificial e *machine learning*. Esta tecnologia pode ser benéfica para os bancos, embora apresente também riscos associados (Caixa 4). Num contexto de crescente utilização de dados é importante garantir a sua fiabilidade, estando o Banco de Portugal a realizar auditorias especiais

independentes sobre cumprimento de regras de reporte de informação ao supervisor, as quais deverão estar finalizadas até ao final do próximo ano.

**Outra área de inovação é a relacionada com ativos virtuais.** O *Basel Committee of Banking Supervision* está a desenvolver trabalho para o tratamento prudencial de cripto-ativos (que se espera concluído no final de 2022) e na Europa espera-se a obtenção de acordo político para a adoção da *Regulation on Markets in Crypto-assets (MiCA Regulation)*, cuja publicação oficial é esperada para a Primavera de 2023. A nível nacional é de referir que é entendimento do Banco de Portugal que as atividades com ativos virtuais não se enquadram no elenco de atividades previstas no Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RGICSF). Porém, com a entrada em vigor da Lei n.º 58/2020, de 31 de agosto, que alterou a Lei n.º 83/2017, estabeleceu-se que as atividades com ativos virtuais só podem ser exercidas em território nacional por entidade que, para o efeito, obtenha o seu registo prévio junto do Banco de Portugal, ainda que a requerente exerça outra profissão ou atividade abrangida pela Lei n.º 83/2017, mesmo que sujeita a autorização ou habilitação. Destaca-se ainda a Consulta Pública do Banco de Portugal n.º 7/2022, que adequa os deveres preventivos do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo (BCFT) no setor financeiro aos operadores que exercem atividades com ativos virtuais, incluindo quanto à forma como estes se devem relacionar com as entidades financeiras.

**No âmbito da prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo (BCFT), entrou em vigor o Aviso do Banco de Portugal n.º 1/2022 — que concretiza os deveres preventivos do BCFT no setor financeiro —, e foi lançada a Consulta Pública do Banco de Portugal n.º 7/2022.** Em acréscimo, o Banco de Portugal tem difundido alertas ao setor supervisionado sobre riscos e tendências emergentes de BCFT, de forma a orientar o cumprimento dos deveres para as situações de maior risco. O Banco de Portugal tem ainda continuado a acompanhar o processo de negociação do pacote europeu de propostas legislativas denominado “AML Package”, destacando-se a adoção pelo Conselho da União Europeia da abordagem geral quanto ao Regulamento que prevê a criação de uma autoridade europeia para a prevenção do BCFT.

**Em matéria de supervisão, o Banco de Portugal concluiu os trabalhos do ciclo temático sobre relações de correspondência e iniciou um novo ciclo de inspeções sobre as medidas de controlo a relações de negócio ou operações com candidatos ou beneficiários de direitos de residência em Portugal para o exercício de atividades de investimento.** Destaca-se também a participação do Banco de Portugal em projeto de assistência técnica financiado pela Comissão Europeia para o aperfeiçoamento do modelo de avaliação do risco de BCFT das entidades supervisionadas.

**Na reunião de 16 de junho de 2022, o Eurogrupo decidiu reforçar o regime para a gestão de crises das instituições (na sigla inglesa, CMDI – *crisis management and deposit insurance*), ou mas não avançar em paralelo com a criação do Sistema Europeu de Garantia de Depósitos (EDIS, na sigla inglesa).** Porém, um enquadramento institucional que inclua o EDIS e que permita alcançar uma mutualização total no *steady state* é fundamental para que (i) a confiança dos depositantes deixe de depender da localização geográfica do banco e (ii) o atual desalinhamento entre os centros de decisão e de financiamento fosse corrigido. É, assim, importante que o EDIS não seja desconsiderado nas negociações em torno das futuras propostas legislativas de revisão do referido quadro europeu para a gestão de crises a apresentar pela Comissão Europeia.

**Os riscos financeiros associados às alterações climáticas e à transição para uma economia hipocarbónica, num contexto de aceleração do processo de transição energética, motivado, em parte, pela invasão da Ucrânia podem afetar a estabilidade financeira.** Neste sentido, colocam-se importantes desafios ao sistema bancário. Por um lado, decorrentes da exposição das suas contrapartes aos riscos das alterações climáticas e que podem influenciar o risco intrínseco das exposições em balanço. Por outro lado, no âmbito do desempenho das suas funções centrais na gestão de riscos e de prestação de financiamento à economia no contexto da adaptação ao processo de transição, marcado por uma elevada incerteza.

No centro deste processo de adaptação que impende (também) sobre o setor financeiro — incluindo no plano da regulação e supervisão — está, em grande medida, a dissecação e incorporação da dimensão do risco financeiro associada a fenómenos que são do domínio da ciência do clima. Em especial, a incorporação da dimensão *forward looking* que permita captar as idiosincrasias dos riscos climáticos e ambientais. É neste pano de fundo que o enquadramento europeu de regulação e de supervisão prudencial aplicável às instituições de crédito se encontra em transformação, para melhor se adaptar aos riscos ESG (*Environmental, Social and Governance*), designadamente na dimensão dos riscos climáticos e ambientais.

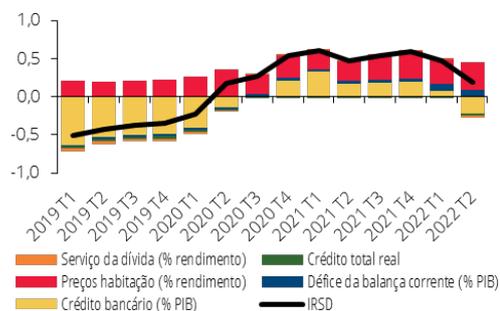
As metodologias e práticas utilizadas na identificação, mensuração e gestão dos riscos estão também a ser desafiadas. Com efeito, a amplitude e a intensidade das transformações e impactos associados às alterações climáticas e à transição para uma economia hipocarbónica, aliado às especificidades desta (nova) fonte de riscos financeiros, marcam uma alteração de paradigma no sistema financeiro. No entanto, a proatividade das instituições é fundamental para avaliarem a resiliência estratégica da atividade perante diferentes cenários de alterações climáticas e transição energética. Ainda que reconhecendo desafios, nomeadamente em termos de dados e de metodologias, é importante que as instituições façam o melhor uso possível da informação disponível, do recurso a *proxies* e de outra informação relevante recolhida no âmbito da interação com as suas contrapartes.

## 1.4 Política macroprudencial

O ciclo financeiro é atualmente marcado pelo abrandamento da acumulação de risco sistémico cíclico doméstico, pelo aumento do *stress* financeiro — condicionado pelas expectativas inflacionistas e normalização da política monetária — e incerteza sobre as perspetivas de crescimento económico. No segundo trimestre de 2022, após um período de estabilização em torno de 0,5 desvios padrão acima da sua mediana histórica, o indicador de risco sistémico cíclico doméstico (IRSD) diminuiu devido ao efeito da redução do endividamento do setor privado não financeiro (Gráfico 1.1.42). Esta evolução recente ainda não foi suficiente para que os rácios de endividamento do setor privado não financeiro atingissem os valores pré-pandemia, mas, em junho de 2022, os rácios de endividamento dos particulares e das empresas situam-se apenas um ponto percentual acima do observado no final de 2019 (Secção 1.3.2 e Secção 1.3.3). Em resultado da evolução do crédito, a fase de acumulação de risco sistémico cíclico atual é sobretudo motivada pelo aumento persistente dos preços da habitação. O período prolongado de baixas taxas de juro, o aumento da procura de habitação por não residentes e a oferta limitada de habitação contribuíram para este aumento. No período mais recente, são também importantes a escassez de mão-de-obra e de materiais que restringem a atividade do setor de construção.

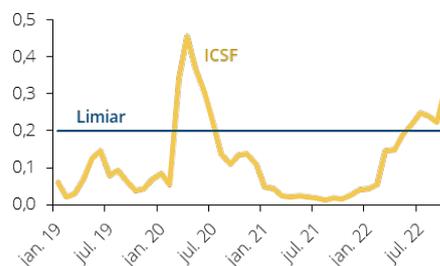
O indicador compósito de *stress* financeiro (ICSF), que sinaliza contemporaneamente a deterioração abrupta das condições de financiamento e períodos de *stress* no sistema financeiro, aumentou de março até outubro de 2022, ultrapassando em junho o valor identificado em Braga, Pereira e Reis (2014) como o limiar de passagem para um regime de *stress* elevado (0,20) (Gráfico 1.1.43). A evolução entre março e julho esteve associada ao aumento do *stress* nos segmentos de mercado obrigacionista, cambial e dos intermediários financeiros, enquanto o aumento expressivo do ICSF em outubro de 2022 para 0,32 deveu-se ao aumento da volatilidade nos segmentos de mercado acionista, monetário e dos intermediários financeiros.

**Gráfico I.1.42 • Indicador de risco sistémico cíclico doméstico | Desvios padrão em relação à mediana**



Fontes: BCE e BIS (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: O IRSD, desenvolvido por Lang et al. (2019), é um indicador composto que pretende identificar a acumulação de desequilíbrios cíclicos gerados no setor privado não financeiro doméstico. Para uma descrição pormenorizada do IRSD para Portugal, ver o *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2019.

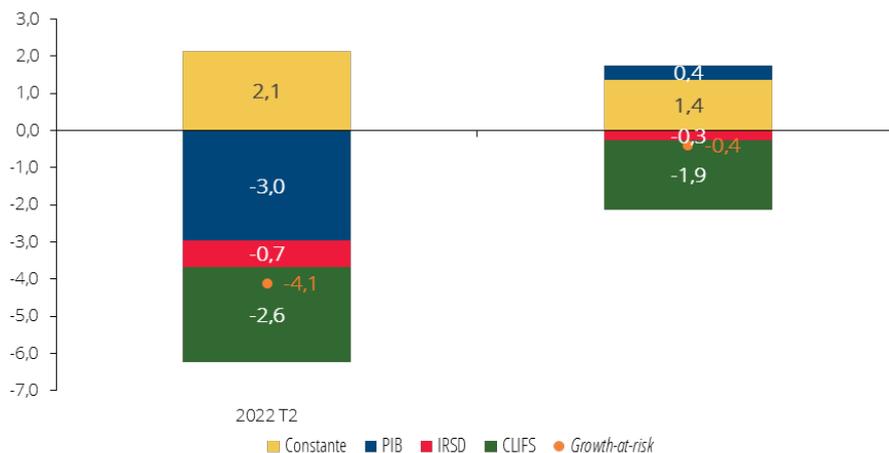
**Gráfico I.1.43 • Indicador composto de stress financeiro | Índice**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Última observação: outubro de 2022. O ICSF (Braga et al., 2014), agrega um conjunto de indicadores de cinco segmentos de mercado: mercado monetário, mercado obrigacionista, mercado acionista, intermediários financeiros e mercado cambial. O indicador tem como objetivo identificar eventos de *stress* com maior relevância nos mercados financeiros nacionais. O limiar corresponde ao identificado em Braga et al. (2014) como valor de passagem para um regime de *stress* elevado.

As projeções para a atividade económica na segunda metade de 2022 apontam para uma estagnação do crescimento, dinâmica distinta do crescimento de 2,4% (taxa de variação em cadeia) no primeiro trimestre do ano (*Boletim Económico* de outubro de 2022). Para 2023, as projeções do FMI e as do Orçamento do Estado para 2023 (OE23) indicam uma desaceleração do crescimento económico para valores entre 0,7% e 1,3% (taxa de variação homóloga). A taxa de variação homóloga do PIB prevista a um ano, no caso de um evento negativo extremo com 10% de probabilidade de se materializar (em inglês, *Growth-at-Risk*), aumentou significativamente de -4,1% para -0,4%, entre a projeção realizada no primeiro e no segundo trimestre de 2022, respetivamente (Gráfico I.1.44). Esta aparente melhoria da cauda da distribuição tem, no entanto, um elevado grau de incerteza já que não incorpora informação prospetiva, como a subjacente às projeções do FMI e do OE23, nem, por exemplo, o impacto da evolução mais recente dos preços da energia. Estas estimativas são negativamente influenciadas pelo risco cíclico já acumulado e pelo *stress* financeiro. No exercício do primeiro trimestre de 2022 também é relevante a oscilação do PIB, face ao exercício do segundo trimestre de 2022, amplificando os efeitos negativos da fase do ciclo financeiro.

**Gráfico I.1.44 • Contributos das variáveis explicativas e de controlo para o *Growth-at-Risk* projetado com base em informação disponível até 2022 T1 e até 2022 T2 | Em percentagem e pontos percentuais**



Fontes: BCE, Banco de Portugal e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Estimativas do *Growth-at-Risk* para os horizontes de projeção de 1 ano (em percentagem). O *Growth-at-Risk* é a estimativa do percentil 10% da distribuição da taxa de variação homóloga do PIB para Portugal projetada a 1 ano. O modelo de regressão de quantis estimado inclui como variáveis explicativas o PIB em termos contemporâneos, um indicador de *stress* financeiro que agrega um conjunto de indicadores de três segmentos de mercado: mercado obrigacionista, mercado acionista e mercado cambial (CLIFS) e o indicador de risco sistémico doméstico (IRSD). Os contributos estão em pontos percentuais. Na estimação do modelo é utilizada apenas a informação disponível ao decisor de política desde o primeiro trimestre de 1991 até ao trimestre de projeção.

A 29 de setembro de 2022, o CERS emitiu um alerta geral, que o BCE a 2 de novembro de 2022 subscreveu, dada a maior probabilidade de riscos de cauda se materializarem.<sup>4</sup> Neste alerta, as instituições de crédito devem ser a primeira linha de defesa, através da adequação das suas práticas de provisionamento e planeamento das necessidades de capital. De forma complementar, o alerta promove a atuação das autoridades microprudenciais, na supervisão das instituições, e macroprudenciais, através de medidas de capital que aumentem a resiliência do sistema financeiro. Contudo, esta atuação deve evitar ter um impacto procíclico dado que, em circunstâncias de acesso menos favorável ao mercado, pode levar os bancos a limitar excessivamente a oferta de crédito à economia, penalizando o crescimento económico no médio prazo.

O Banco de Portugal decidiu manter a percentagem de reserva contracíclica em 0% durante o quarto trimestre de 2022. Apesar da recuperação da atividade económica após a crise pandémica, as perspetivas de médio a longo prazo continuam a estar condicionadas pela incerteza.

A estratégia de política monetária do BCE deve considerar, de modo explícito, as considerações de estabilidade financeira para a decisão de política monetária. Assim, duas áreas de análise devem apoiar a decisão sobre política monetária: a análise económica e a análise monetária e financeira. A estratégia realça a importância de monitorizar os mecanismos de transmissão para a calibração dos instrumentos de política monetária, reconhecendo que a estabilidade financeira é uma pré-condição para a estabilidade de preços.

A política macroprudencial deve ter em consideração a sua interação com a política monetária, monitorizando continuamente a resiliência do sistema financeiro. Tal é desejável num contexto de aumento das taxas de juro que potencia condições para a materialização de risco sistémico. O setor bancário português encontra-se, atualmente, mais resiliente face ao período que antecedeu

<sup>4</sup> Ver alerta do CERS e declaração do BCE.

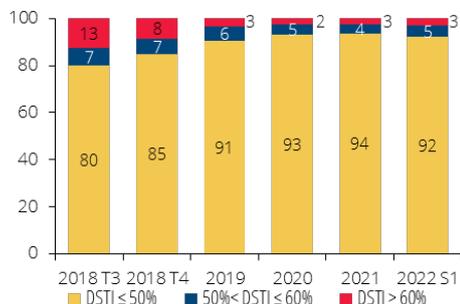
a crise financeira de 2008. A maior capitalização resulta, em parte, da constituição de reservas de capital que podem ser utilizadas pelas instituições ou libertadas pelas autoridades macroprudenciais, durante períodos de materialização de risco. Para o *Combined Buffer Requirement*, verifica-se que a respetiva usabilidade para absorver perdas sem conduzir ao incumprimento dos requisitos mínimos do rácio de alavancagem ou dos requisitos de fundos próprios e de passivos elegíveis para as instituições de importância sistémica portuguesas compara bastante bem com a média dos bancos europeus (Tema em destaque “A usabilidade das reservas de fundos próprios em resultado da sua interação com os requisitos mínimos regulamentares”).

**A Recomendação macroprudencial para novos créditos à habitação e ao consumo, emitida em 2018, tem sido eficaz a promover a adoção de critérios de concessão de crédito prudentes, reforçando a resiliência das instituições e dos mutuários.** A Recomendação melhorou o perfil de risco dos mutuários através da introdução de limites aos rácios *loan-to-value* (LTV) e *debt service-to-income* (DSTI) e à maturidade, o que limita a probabilidade de incumprimento dos mutuários e as perdas em caso de incumprimento. O desenho do limite recomendado ao rácio DSTI teve em consideração um choque na taxa de juro (no máximo de 300 pontos base, no caso de empréstimos a taxa variável ou mista e com maturidade superior a 10 anos). Esta característica da Recomendação é relevante no contexto atual de subida e de perspetivas de aumento adicional das taxas de juro, depois de um período muito prolongado de taxas de juro anormalmente baixas. De salientar que se encontram excluídos do âmbito da Recomendação os contratos de crédito destinados a prevenir ou a regularizar situações de incumprimento, designadamente através do refinanciamento ou da consolidação de outros contratos de crédito e da alteração dos termos e condições de contratos de crédito já existentes.

**No primeiro semestre de 2022, as instituições continuaram a cumprir as orientações definidas na Recomendação macroprudencial para novos créditos à habitação e ao consumo.** Dos novos contratos de crédito à habitação e ao consumo, 92% foram concedidos a mutuários com um rácio DSTI, calculado de acordo com a definição da Recomendação, ou seja, considerando aumentos das taxas de juro, inferior ou igual a 50% (Gráfico I.1.45). As novas operações de crédito com um rácio DSTI entre 50% e 60% aumentaram ligeiramente face a 2021, representando 5% do montante total de novas operações realizadas na primeira metade de 2022. Apenas cerca de 3% do montante total de novas operações de crédito realizadas neste período estavam associadas a mutuários com um rácio DSTI superior a 60%, uma redução significativa face ao terceiro trimestre de 2018, em que este valor era de 13%. Os resultados mostram também que, no primeiro semestre de 2022, a quase totalidade dos novos créditos à habitação registou um rácio LTV inferior ou igual a 90% (Gráfico I.1.46). Adicionalmente, mais de metade das novas operações de crédito à habitação apresentaram um rácio LTV inferior a 80%.

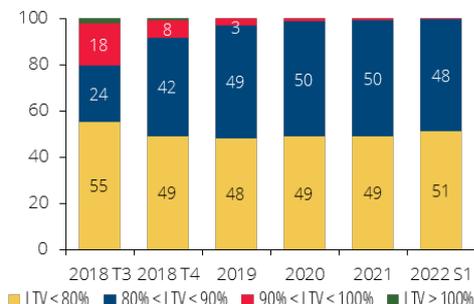
**Gráfico I.1.45 • Distribuição das novas operações de crédito à habitação e ao consumo por rácio DSTI**

| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Com base em informação reportada por uma amostra de 13 instituições, que representa cerca de 95% das novas operações de crédito a particulares. Rácio DSTI foi calculado, em linha com o definido na Recomendação, assumindo choques sobre a taxa de juro e sobre o rendimento do mutuário.

**Gráfico I.1.46 • Distribuição das novas operações de crédito à habitação por rácio LTV | Em percentagem**

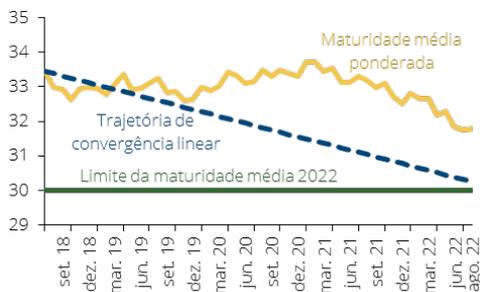


Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Informação reportada por uma amostra de 9 instituições, que representa cerca de 93% das novas operações de crédito à habitação.

Apesar de o limite máximo à maturidade das novas operações estar a ser cumprido, a partir de 2020, a maturidade média ponderada do crédito à habitação começou a divergir do objetivo definido na Recomendação. O objetivo de promover a convergência da maturidade média destes créditos para 30 anos até ao final de 2022 pretende (i) evitar que os limites ao rácio DSTI sejam contornados pela extensão do prazo dos empréstimos, (ii) facilitar a extensão do prazo do empréstimo em caso de dificuldades financeiras do mutuário, e (iii) convergir com os outros países da União Europeia. Em agosto de 2022, a maturidade média situava-se em 31,8 anos (Gráfico I.1.47). Assumindo uma tendência de convergência linear e gradual entre a data de início da Recomendação e o final de 2022, a maturidade média dos novos créditos à habitação devia situar-se, em agosto de 2022, em 30,3 anos, o que corresponde a uma diferença de aproximadamente 1 ano e 6 meses face ao valor observado. Com o objetivo de promover a convergência da maturidade média ponderada das novas operações para 30 anos até ao final de 2022, o Banco de Portugal ajustou, em abril de 2022, a Recomendação, reduzindo a maturidade máxima das novas operações em função das idades dos mutuários.

No primeiro semestre de 2022, mais de três quartos dos novos créditos às famílias foram concedidos a mutuários com um rácio DSTI efetivo inferior ou igual a 33%. Neste semestre, o rácio DSTI efetivo médio foi de 26,0%, 0,6 pp acima do valor de 2021. Esta evolução reflete o efeito do aumento das taxas de juro dos novos empréstimos, um efeito que se pode acentuar com a evolução esperada das taxas de juro. Nomeadamente, estima-se que, verificadas as expectativas de aumento das taxas de juro (tendo por base as expectativas de mercado presentes nos futuros da Euribor a 3 meses) e de rendimento (de acordo com a evolução das remunerações por trabalhador inscritas no OE23), o aumento dos encargos com o serviço de dívida dos empréstimos à habitação contribuirá para o agravamento do rácio *loan service-to-income* (LSTI) médio em 4,8 pp entre junho de 2022 e dezembro de 2023, para 21,5% (Caixa 1). Esta alteração terá também um impacto na distribuição do rácio DSTI. Contudo, face ao terceiro trimestre de 2018 (período mais recente antes de se verificar a implementação completa da Recomendação), tanto o valor médio como a dispersão da distribuição do rácio DSTI efetivo diminuíram. O efeito da redução da dispersão foi sobretudo associado a uma diminuição dos percentis superiores. O percentil 90 (75) diminuiu de 49,3% (36,9%) no terceiro trimestre de 2018, para 41,2% (32,8%), no primeiro semestre de 2022 (Gráfico I.1.48).

**Gráfico I.1.47 • Maturidade média ponderada das novas operações de crédito à habitação | Em anos**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Com base em informação reportada por uma amostra de 9 instituições, que representa cerca de 93% das novas operações de crédito à habitação. A maturidade média é ponderada pelo montante de crédito concedido.

**Gráfico I.1.48 • Distribuição do rácio DSTI efetivo para novos créditos às famílias | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O gráfico representa a distribuição de quartis do rácio DSTI efetivo, ou seja, sem ter em conta os choques sobre a taxa de juro e sobre o rendimento do mutuário definidos no âmbito da Recomendação. Os extremos inferior e superior correspondem ao percentil 10 e ao percentil 90, enquanto os extremos inferior e superior das caixas correspondem aos percentis 25 e 75. Estas distribuições têm por base os dados disponíveis na Central de Responsabilidades de Crédito.

A potencial materialização de risco no sistema financeiro associado às alterações climáticas apela à avaliação da necessidade de atuação da política macroprudencial. A concentração de riscos climáticos, o longo horizonte temporal e a elevada incerteza associados às alterações climáticas e as interligações entre os vários setores do sistema financeiro através, por exemplo, de exposições comuns, podem ter implicações sistémicas. Neste sentido, uma abordagem macroprudencial pode mitigar os riscos transversais aos vários setores financeiros e prevenir a transferência do risco para partes menos reguladas do sistema financeiro. Contudo, a atuação macroprudencial neste domínio ainda se encontra em discussão. Independentemente do papel que a política macroprudencial venha a ter, a resposta às alterações climáticas é, em primeira instância, uma responsabilidade das políticas públicas.

A lista atualizada de exposição a países terceiros pelo sistema bancário português para efeitos de reconhecimento e definição de reserva contracíclica de fundos próprios, a vigorar até ao 2.º trimestre de 2023, não sofreu alterações. Esta lista inclui a República de Moçambique e a Região Administrativa Especial de Macau da República Popular da China. Por não serem monitorizadas pelo CERS, o Banco de Portugal continuará a monitorizar a evolução do risco sistémico cíclico através de indicadores macroeconómicos e financeiros descritos na metodologia adotada.

Em 2022, o Banco de Portugal decidiu não reciprocitar um conjunto de medidas macroprudenciais impostas por autoridades macroprudenciais da UE devido à não materialidade das mesmas. Estas medidas foram definidas pelas autoridades macroprudenciais dos Países Baixos, República da Lituânia, da Bélgica e da Alemanha sendo, respetivamente, (i) a definição de um limite mínimo para o ponderador de risco médio aplicável ao valor das posições em risco colateralizadas por imóveis residenciais localizados nos Países Baixos, dirigida a instituições de crédito que utilizam o método de notações internas, (ii) a introdução de uma percentagem da reserva para risco sistémico de 2% para todas as posições em risco sobre a carteira de retalho de pessoas singulares residentes na República da Lituânia garantidas por imóveis destinados à habitação, (iii) a aplicação de uma percentagem da reserva para risco sistémico de 9% para todas as posições em risco nos termos do método de notações internas sobre a carteira de retalho face a pessoas singulares garantidas por imóveis destinados à habitação localizados na Bélgica e (iv) a aplicação de uma percentagem

de reserva para risco sistémico de 2% para todas as posições em risco sobre pessoas singulares e coletivas garantidas por imóveis destinados à habitação situados na Alemanha.

## Referências

Braga, J., Pereira, I., & Balcão Reis, T. (2014). "Indicador Compósito de Stress Financeiro para Portugal". Banco de Portugal, *Artigos de Estabilidade Financeira*, 1.

Lang, J. H., Izzo, C., Fahr, S., e Ruzicka, J. (2019). "Anticipating the bust: a new cyclical systemic risk indicator to assess the likelihood and severity of financial crises". *ECB Occasional Paper*, (219).

## 2 Sistema bancário

No primeiro semestre de 2022, os bancos desenvolveram a sua atividade num enquadramento de recuperação económica e de aumento das taxas de juro de referência em resposta à inflação crescente. Este contexto contribuiu para a melhoria de alguns indicadores do setor. Os impactos negativos foram contidos. A deterioração das condições macroeconómicas decorrente do prolongamento da invasão da Ucrânia poderá resultar na materialização de riscos para o sistema bancário.

A rentabilidade do ativo do sistema bancário aumentou para 0,71% na primeira metade do ano, 0,15 pp superior ao primeiro semestre de 2019. Esta evolução refletiu o aumento da margem financeira, que contou com um contributo adicional da atividade internacional que deverá, contudo, ser contrariado já no terceiro trimestre do ano. O aumento da rentabilidade deveu-se também a um nível historicamente baixo do custo do risco, justificado pela redução das imparidades para crédito. A eficiência operacional do sistema bancário manteve uma tendência favorável, apesar do aumento dos custos operacionais neste período.

A proporção de empréstimos não produtivos continuou a diminuir, fixando-se no mínimo de 3,4%. Esta evolução deveu-se sobretudo à diminuição da componente *unlikely to pay* e, em menor grau, ao aumento dos empréstimos produtivos. O rácio de NPL bruto das SNF e do crédito ao consumo e outros fins permanece mais elevado (7,6% e 7,2%, respetivamente) face ao do crédito à habitação (1,4%). Apesar dos rácios de NPL serem mais altos nos setores mais afetados pela pandemia (9,9%) e nos setores mais afetados pela subida dos preços da energia e/ou de outras matérias-primas (8,2%), o rácio de cobertura de NPL por imparidades é também superior para estes setores (86% e 80%, respetivamente). O peso dos empréstimos em *stage 2* fixou-se em 10,5%, mantendo-se acima do período pré-pandemia e próximo do valor conjunto das instituições significativas europeias. Para os empréstimos que beneficiariam de moratória e nos empréstimos a SNF com garantia pública, os sinais de deterioração são contidos.

**Os encargos com o serviço da dívida nos empréstimos bancários à habitação têm aumentado.** O crédito à habitação com taxas de juro variáveis continua a ser predominante (cerca de 90% do *stock*), apesar do aumento das novas operações com taxa de juro fixa ou mista nos últimos anos (cerca de 15% volume nos primeiros 9 meses de 2022). Adicionalmente, o crescimento do crédito à habitação tem vindo a estabilizar (3,8% em setembro de 2022), enquanto o peso dos empréstimos a particulares garantidos por imóveis no balanço dos bancos continuou a reduzir-se, fixando-se, em junho de 2022, em 25% do ativo. Por seu turno, o rácio *loan-to-value* (LTV) manteve-se igual ou inferior a 80% para mais de 90% do total de crédito à habitação.

O fim das medidas de apoio pandémico ao financiamento de empresas traduziu-se numa desaceleração dos empréstimos dos bancos a estas empresas. O peso dos setores mais afetados pelo aumento dos custos de energia e/ou de outras matérias-primas na carteira de empréstimos a SNF ascendeu a 36,4%, dos quais 12,4 pp simultaneamente mais afetados pela crise pandémica.

**A estrutura de financiamento permaneceu estável e os indicadores tradicionais de liquidez mantiveram-se elevados, à semelhança dos últimos anos.** Em junho de 2022, o peso dos depósitos de clientes manteve-se historicamente elevado e o rácio de transformação continuou a trajetória de descida observada nos últimos anos, situando-se em 79%. O financiamento junto de bancos centrais reduziu-se ligeiramente e representou 8,9% do ativo, enquanto a proporção de disponibilidades em bancos centrais manteve a trajetória de subida, cifrando-se em 13,9%.

A maioria das principais instituições do sistema bancário português cumpre com os requisitos MREL intermédios, fixados para 1 de janeiro de 2022, sendo de assinalar a emissão de cerca de

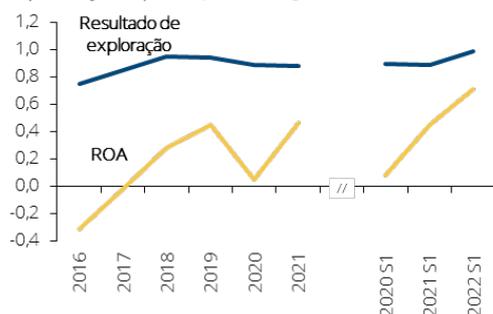
3,5 mil milhões de euros, de instrumentos financeiros elegíveis para o cálculo destes requisitos, no decorrer de 2022. O peso no balanço das responsabilidades representadas por títulos manteve-se reduzido (3,8%). A necessidade de cumprir com os requisitos de MREL torna os bancos portugueses mais sensíveis a alterações de perceção de risco nos mercados financeiros internacionais.

**O rácio de fundos próprios totais diminuiu 0,5 pp face a dezembro de 2021, situando-se em 17,5%, embora se mantenha historicamente elevado.** Esta redução observou-se nas instituições onde o rácio era mais elevado e resultou da distribuição de dividendos, após o período de interregno como medida de resposta à pandemia, e do impacto da subida das taxas de juro nos títulos avaliados a justo valor. O impacto negativo da subida das taxas de rendibilidade na valorização dos títulos de dívida e, conseqüentemente, no capital regulamentar deverá ser mitigado pelo aumento da proporção de títulos de dívida pública avaliados a custo amortizado, registado nos últimos anos, e pela contratação de instrumentos de cobertura de risco para cerca de 70% da dívida contabilizada a justo valor. A aplicação, por parte de alguns bancos, do filtro prudencial na dívida pública soberana permitiu também mitigar o impacto da subida das taxas de rendibilidade.

## 2.1 Rendibilidade

No primeiro semestre de 2022, a rendibilidade do ativo (ROA) aumentou 0,26 pp face ao período homólogo de 2021, para 0,71% (Gráfico I.2.1), mais 0,15 pp do que no primeiro semestre de 2019. A evolução em 2022 refletiu os contributos da diminuição dos custos com provisões e imparidades, em 0,29 pp e do aumento do resultado de exploração, em 0,10 pp. A margem financeira fixou-se em 1,49% do ativo médio, aumentando 0,05 pp face a 2021 (Quadro I.2.1). Globalmente, a atividade internacional reforçou o seu contributo, com a margem financeira correspondente a representar 0,38% do ativo (total) médio, mais 0,10 pp do que no primeiro semestre de 2021 (Quadro I.2.2). No entanto, o reforço do contributo da atividade internacional na margem financeira, maioritariamente causado pelas subidas acentuadas das taxas de juro na Polónia (Secção 1.2), deverá ser contrariado temporariamente, já no próximo semestre, pela necessidade de registo de imparidades associada aos planos de moratória nos créditos à habitação que entraram em vigor neste país em julho de 2022. Considerando a evolução dos percentis 5 e 95, constata-se que a melhoria da rendibilidade foi transversal às principais instituições, tendo-se observado simultaneamente uma redução na dispersão. A rendibilidade do capital próprio (ROE) também aumentou, 3,7 pp, para 8,8%.

**Gráfico I.2.1 • ROA e Resultado de exploração** | Em percentagem do ativo médio



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A rendibilidade do ativo (ROA) consiste no resultado líquido anualizado em percentagem do ativo médio. O resultado de exploração é o agregado da margem financeira e das comissões líquidas deduzido dos custos operacionais. Valores anualizados.

**Quadro I.2.1 • Rendibilidade** | Em percentagem do ativo médio

	2020	2021	2020 S1	2021 S1	2022 S1
Resultado de exploração	0,89	0,88	0,90	0,88	0,99
dos quais: margem financeira	1,52	1,42	1,55	1,44	1,49
Resultado op. financeiras	0,03	0,15	-0,05	0,25	0,15
Provisões e imp. líquidas	-0,84	-0,49	-0,68	-0,49	-0,20
Outros resultados	-0,03	-0,09	-0,09	-0,20	-0,23
<b>ROA</b>	<b>0,05</b>	<b>0,46</b>	<b>0,08</b>	<b>0,44</b>	<b>0,71</b>
Percentil 5	-2,92	0,03	-2,43	-0,34	0,13
Percentil 95	1,06	0,77	0,68	0,95	1,21

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A rendibilidade do ativo (ROA) consiste no resultado líquido anualizado em percentagem do ativo médio. O resultado de exploração é o agregado da margem financeira e das comissões líquidas deduzido dos custos operacionais. Valores anualizados.

Contrastando com a tendência de decréscimo dos últimos anos, o contributo da margem financeira para o ROA aumentou. Esta evolução refletiu o aumento dos juros de empréstimos concedidos ao setor privado não financeiro (SPNF) e de títulos de dívida, em especial emitidos por instituições de crédito e bancos centrais, tendo sido atenuado pelo aumento dos juros de depósitos, principalmente do SPNF (Quadro I.2.2). A evolução da margem financeira refletiu essencialmente um efeito preço, dado o aumento mais significativo da taxa de juro implícita ativa face à passiva, 0,20 pp e 0,05 pp, respetivamente, que contrasta com a trajetória de diminuição observada nos anos anteriores.

Na atividade doméstica, o diferencial entre as taxas de juro de empréstimos e de depósitos nas novas operações com o SPNF inverteu a tendência de descida dos últimos anos (Gráfico I.2.2). Assim, é de esperar que, num contexto de ampla liquidez do sistema, a continuação do aumento das taxas de juro do mercado interbancário tenha um impacto positivo adicional sobre a margem financeira, seja por indexação explícita, seja por renovação de operações com reflexo na margem financeira dos saldos. No primeiro semestre de 2022, a subida homóloga agregada do diferencial das taxas de juros das novas operações refletiu o aumento no caso dos particulares (+0,45 pp) e a estabilização nas SNF.

**Quadro I.2.2 • Margem financeira | Em percentagem do ativo médio**

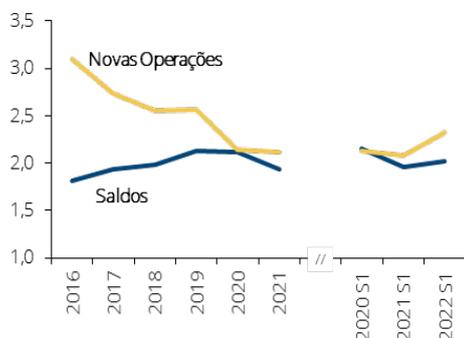
	2019	2020	2021	2019 S1	2020 S1	2021 S1	2022 S1
Atividade global	1,64	1,52	1,42	1,64	1,55	1,44	1,49
Derivados	0,04	0,02	0,00	0,04	0,03	0,00	0,00
Títulos de dívida	0,36	0,30	0,27	0,38	0,32	0,26	0,31
Empréstimos	1,64	1,44	1,29	1,63	1,50	1,30	1,34
<i>dos quais:</i> SNF	0,68	0,60	0,53	0,67	0,62	0,56	0,54
<i>dos quais:</i> Particulares	0,82	0,73	0,67	0,81	0,76	0,66	0,72
Outros ativos	0,02	0,00	0,00	0,02	0,01	0,00	0,01
Depósitos	-0,27	-0,12	-0,03	-0,29	-0,19	-0,02	-0,06
Títulos emitidos	-0,09	-0,08	-0,07	-0,09	-0,08	-0,07	-0,09
Outros passivos	-0,06	-0,04	-0,04	-0,06	-0,04	-0,04	-0,03
<i>Por memória:</i>							
Atividade doméstica	1,29	1,23	1,12	1,30	1,23	1,16	1,11
Atividade não doméstica	0,35	0,29	0,29	0,34	0,32	0,28	0,38

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Valores anualizados.

A eficiência operacional do sistema bancário manteve uma tendência favorável. Face ao primeiro semestre de 2021, o rácio *cost-to-core-income* diminuiu 3,2 pp, para 55,1% (Gráfico I.2.3). Esta melhoria deveu-se ao aumento da margem financeira e das comissões, com contributos de -3,7 pp e -2 pp, respetivamente. Ao contrário dos semestres homólogos recentes, os custos operacionais aumentaram no primeiro semestre de 2022, 4,6% (contributo de +2,6 pp para o rácio *cost-to-core-income*). Esta evolução deveu-se maioritariamente ao aumento dos custos com o pessoal e de outros custos gerais administrativos que contribuíram, respetivamente, em 2,5 pp e 1,2 pp para a variação dos custos operacionais. No entanto, o peso dos custos operacionais no ativo médio diminuiu ligeiramente, para 1,21%, valor mínimo na última década.

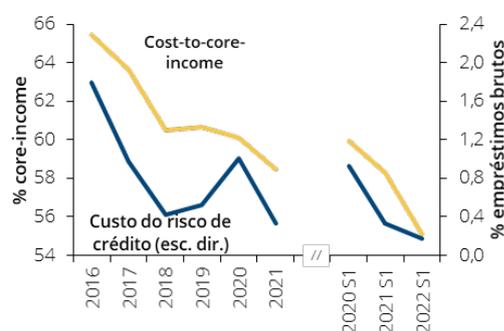
O fluxo de provisões e imparidades, em percentagem do ativo médio, continuou a trajetória decrescente observada no semestre homólogo de 2021, contribuindo em 0,27 pp para o aumento do ROA. Para tal contribuiu a reversão do efeito base de provisões (0,18 pp), registadas no período homólogo, maioritariamente, por uma instituição bancária para concretizar um plano de transformação operacional e comercial, e a diminuição do fluxo de imparidades de crédito (0,10 pp). Após atingir valores mais elevados na pandemia (0,93% em junho de 2020), o custo do risco de crédito continuou a diminuir para 0,17% no primeiro semestre de 2022, valor mínimo e que compara com 0,41% no período homólogo de 2019. Esta redução homóloga de 0,17 pp reflete principalmente o menor fluxo de imparidades para crédito, embora também tenha inerente o crescimento da carteira de empréstimos.

**Gráfico I.2.2 • Diferencial de taxas de juro com o SPNF – 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.2.3 • Cost-to-core-income e custo de risco de crédito**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Valores anualizados

No primeiro semestre de 2022, o ROA do sistema bancário português foi superior à média da área do euro (Quadro I.2.3). A rentabilidade do sistema bancário português continuou a caracterizar-se por um maior contributo da margem financeira. Os contributos do custo com provisões e imparidades e dos custos operacionais são semelhantes aos da área do euro.

**Quadro I.2.3 • Rentabilidade – Comparação internacional** | Em percentagem do ativo médio

	2022 S1	PT	AE
Margem financeira		1,49	1,08
Comissões líquidas		0,71	0,65
Resultados op. financeiras		0,15	0,14
Custos operacionais		-1,21	-1,17
Provisões e imp. líquidas		-0,20	-0,17
Outros resultados		-0,23	-0,10
<b>ROA</b>		<b>0,71</b>	<b>0,43</b>
<b>Resultado de exploração</b>		<b>0,99</b>	<b>0,56</b>

Fontes: BCE (*Consolidated Banking Data*) e Banco de Portugal. | Nota: Valores anualizados.

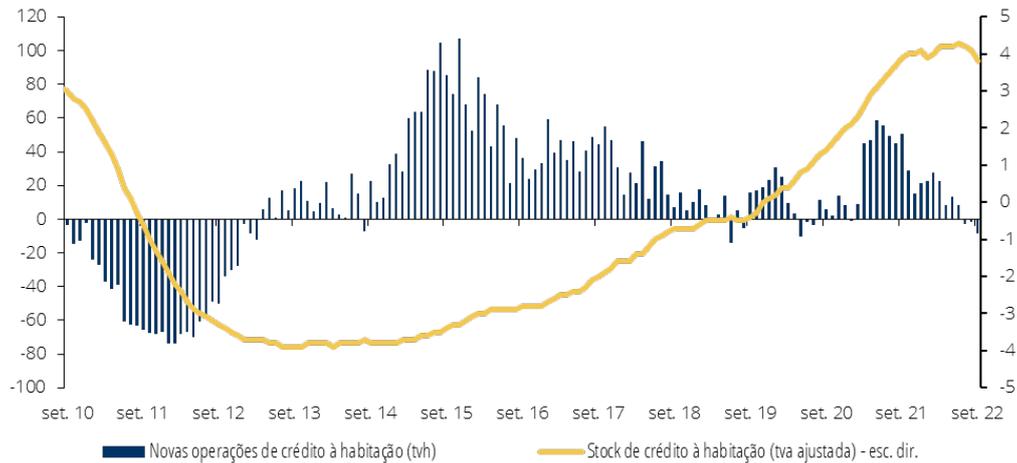
## 2.2 Critérios de concessão de crédito

Em junho de 2022, a carteira de empréstimos bancários (líquida de imparidades para crédito) cresceu 3,7% em termos homólogos, o que compara com uma variação de 3,9% no final de 2021. Os contributos mais relevantes para esta evolução são os empréstimos a particulares, 2,5 pp, e a SNF, 1,2pp.

A taxa de variação anual do *stock* de empréstimos bancários a particulares ascendeu a 3,7% em setembro de 2022, idêntica à observada em dezembro de 2021, refletindo uma aceleração gradual do crédito ao consumo e uma estabilização do crescimento do crédito à habitação (Gráfico I.2.4). O *stock* de empréstimos à habitação registou uma taxa de variação anual (tva) ajustada de operações de titularização e cedências de empréstimos de 3,8% em setembro (4,1% em dezembro de 2021). A taxa de variação trimestral anualizada, calculada com base em valores corrigidos de sazonalidade e ajustada de operações de titularização e cedências de

empréstimos, situou-se em 2,8% em setembro de 2022 (3,9% em julho). A taxa não ajustada de operações de titularização e cedências de empréstimos foi ligeiramente mais elevada, 4,4%, mas permaneceu inferior à da área do euro, 5,1%, em setembro de 2022.

**Gráfico I.2.4 • Taxa de variação anual do *stock* de crédito à habitação e taxa de variação homóloga das novas operações de crédito à habitação | Em percentagem**

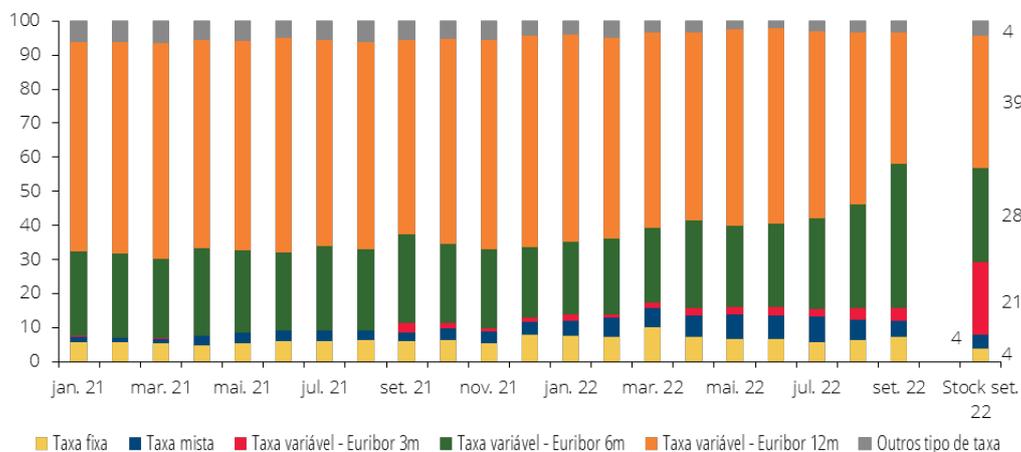


Fonte: Banco de Portugal. Notas: As taxas de variação anual são calculadas com base na variação dos saldos de empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de todos os efeitos não considerados como transação, nomeadamente reclassificações, abatimentos ao ativo, reavaliações cambiais e de preço. As t/a designadas como 't/a ajustadas' são ajustadas adicionalmente de operações de titularização e cedências de créditos.

Os novos empréstimos para aquisição de habitação continuaram a aumentar no primeiro semestre de 2022, mas registaram um abrandamento significativo no terceiro trimestre. As novas operações de crédito à habitação cresceram, em termos homólogos, 24,1% e 10,1% no primeiro e segundo trimestres de 2022, respetivamente (34,1% em 2021). Contudo, no terceiro trimestre, registaram uma contração homóloga de 4,5%. Em setembro de 2022, a taxa de juro média (Taxa Acordada Anualizada – TAA) nos novos empréstimos à habitação situou-se em 2,2%, mais 1,4 pp face à registada no final de 2021. A Taxa Anual de Encargos Efetiva Global (TAEG), que inclui outros encargos além dos juros, também tem vindo a aumentar. Nos primeiros nove meses de 2022, a TAEG do crédito à habitação aumentou 1,6 pp, fixando-se em 4,0% em setembro, 1,3 pp acima da média da área do euro.

As novas operações de crédito à habitação com taxa de juro fixa ou mista têm aumentado nos últimos anos, representando, nos primeiros nove meses de 2022, 13% do montante dos novos empréstimos. Contudo, o *stock* de crédito à habitação com taxas de juro variáveis continua a ser predominante (cerca de 90% em setembro) e o aumento das taxas de juro no mercado monetário afetará a capacidade de serviço de dívida. Mais recentemente, o indexante a 6 meses tem ganho preponderância nos novos empréstimos em detrimento do indexante a 12 meses (Gráfico I.2.5).

**Gráfico I.2.5 • Fluxo mensal de novos empréstimos e *stock* de crédito à habitação por tipo de taxa e indexante | Em percentagem**



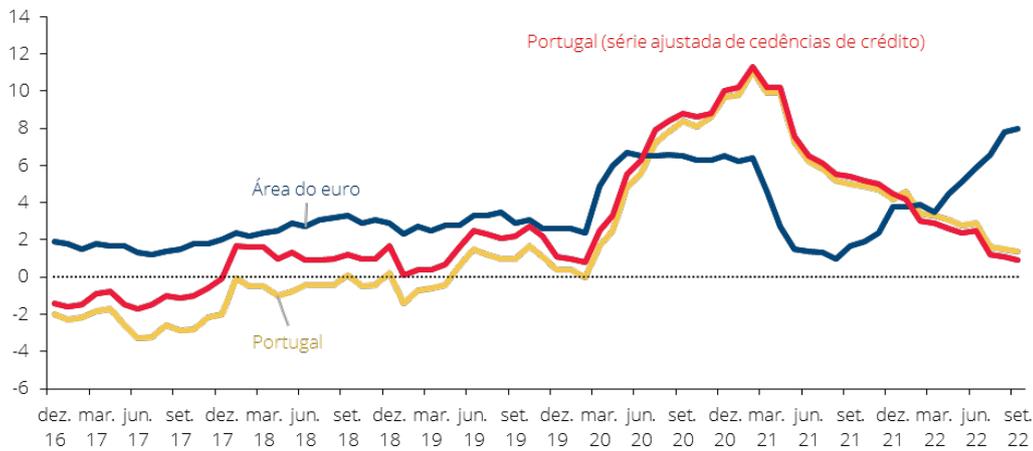
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A classificação de taxa mista tem como referência o momento da celebração do contrato, momento a partir do qual vigora um período de taxa fixa, que difere de contrato para contrato. A percentagem do *stock* com taxa mista pode incluir contratos que se encontram já no período de taxa variável ou perto de terminarem o período de taxa fixa.

Os novos empréstimos ao consumo aumentaram, em termos homólogos, 47,9% e 20,6% no primeiro e segundo trimestres de 2022 (11,1% em 2021). O *stock* de crédito ao consumo acelerou durante os primeiros nove meses de 2022, tendo a taxa de variação anual ascendido a 6,1% em setembro (2,7% em dezembro de 2021). Nos primeiros nove meses de 2022, a taxa de juro média e a TAEG dos empréstimos ao consumo aumentaram 0,7 pp e 0,4 pp, fixando-se em 7,9% e 10,1%, respetivamente, em setembro (6% e 6,6% na área do euro). Contrariamente ao crédito à habitação, a maioria destes contratos são com taxa de juro fixa. Em setembro de 2022, os contratos com taxa de juro variável representavam 20% do *stock* de crédito ao consumo.

Os critérios de concessão de crédito a particulares tornaram-se mais restritivos, de acordo com o *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* de outubro de 2022. Os critérios de concessão de crédito para aquisição de habitação tornaram-se mais restritivos, enquanto os para consumo e outros fins se mantiveram praticamente inalterados. No terceiro trimestre de 2022, observou-se uma ligeira diminuição na procura por empréstimos para aquisição de habitação e um ligeiro incremento na proporção de pedidos de empréstimos rejeitados. Os bancos antecipavam critérios de concessão de crédito a particulares ligeiramente mais restritivos para o quarto trimestre de 2022 e uma diminuição da procura de empréstimos por particulares, sobretudo para habitação. Na área do euro, uma maior perceção de riscos por parte dos bancos traduziu-se numa maior restritividade na concessão de crédito para aquisição de habitação no terceiro trimestre de 2022. Também no crédito ao consumo, a maior perceção de riscos refletiu-se em critérios de concessão de crédito mais restritivos. No terceiro trimestre de 2022, observou-se uma diminuição substancial na procura por empréstimos para aquisição de habitação devido a uma menor confiança dos consumidores e às perspetivas para o mercado de habitação. No inquérito de outubro, os bancos da área do euro antecipavam uma maior restritividade dos critérios de concessão de crédito a particulares e uma diminuição da procura por empréstimos para aquisição de habitação e consumo, durante o quarto trimestre de 2022.

Os empréstimos bancários às empresas crescem menos desde março de 2021. Na atividade doméstica, a taxa de variação anual dos empréstimos concedidos pelo sistema bancário às SNF foi 1,4% em setembro de 2022 (0,9% quando ajustada de operações de titularização e cedências de empréstimos), o que compara com 5% no mês homólogo de 2021 e com 4,2% em dezembro de 2021. A evolução observada em Portugal contrasta com uma taxa na área do euro que acelerou para 8% em setembro de 2022 (7,8% em agosto, Gráfico I.2.6).

**Gráfico I.2.6 • Taxa de variação anual dos empréstimos concedidos a SNF pelo sistema bancário | Em percentagem**

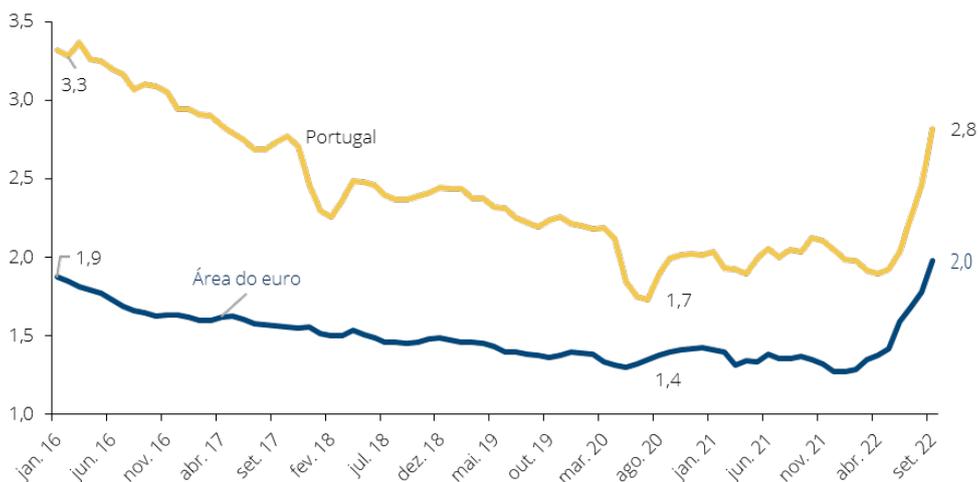


Fonte: Banco de Portugal. | Notas: As taxas de variação anual (tva) são calculadas com base na variação dos saldos de empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de todos os efeitos não considerados como transação, nomeadamente reclassificações, abatimentos ao ativo, reavaliações cambiais e de preço. A série ajustada de cedências de crédito é ajustada adicionalmente de operações de titularização e cedências de créditos. As tva com referência a Portugal consideram os empréstimos concedidos por instituições financeiras monetárias residentes a SNF residentes em Portugal. Atividade em base individual. Última observação: setembro de 2022.

O volume de empréstimos concedido a SNF pelos bancos residentes estagnou. A taxa de variação trimestral anualizada deste stock, corrigida de sazonalidade e ajustada de operações de titularização e cedências de empréstimos, situou-se em -0,9% em setembro de 2022 (-0,6% em agosto).

A taxa de juro média de novas operações de empréstimos a SNF aumentou a partir de junho, em Portugal e na área do euro. Em Portugal, no primeiro semestre de 2022, a taxa de juro média foi de 2%, alcançando os 3% em setembro (+1,1pp). Neste mês, os valores observados em Portugal e na área do euro, situam-se acima do período pré-pandemia, mas abaixo dos registados em 2016. O diferencial face à taxa de juro média de novas operações da área do euro foi de 0,6 pp em setembro, abaixo do observado no período pré-pandemia (0,9 pp em 2019) (Gráfico I.2.7).

**Gráfico I.2.7 • Evolução da taxa de juro média de novas operações de empréstimos a SNF, em Portugal e na área do euro | Em percentagem**



Fonte: BCE. | Notas: A taxa de juro média de novas operações corresponde à média ponderada pelos montantes de novos créditos das taxas aplicadas a créditos inferiores e superiores a 1 milhão de euros. Apresenta-se a média móvel dos últimos 3 meses, pelo que os valores diferem ligeiramente dos apresentados no texto. Última observação: setembro 2022.

No decurso de 2022, alguns setores de atividade reduziram o volume de empréstimos. Em setembro, o setor alojamento e restauração, um dos mais afetados na pandemia, apresentou uma taxa de variação anual de -5,2%. Em 2020 e 2021, o contributo destes setores para o crescimento do *stock* de crédito tinha sido superior ao dos restantes, *inter alia*, pelo impacto dos créditos com garantia pública. No entanto, em 2022, com a retoma da atividade, este efeito desapareceu e o contributo tornou-se negativo. Para tal terá concorrido também o término do período de carência de pagamento de capital de uma percentagem significativa dos créditos com garantia pública (Secção 1.3.3). Por dimensão das SNF, a taxa dos empréstimos concedidos por instituições residentes a microempresas é positiva (6,8%), o que compara com valores negativos no caso das outras empresas (Quadro I.2.4).

**Quadro I.2.4 • Taxa de variação anual dos empréstimos bancários concedidos a SNF – atividade doméstica | Em percentagem**

	dez. 16	dez. 17	dez. 18	dez. 19	dez. 20	dez. 21	jun. 22	set. 22
<b>Total</b>	-2,0	-2,0	0,2	0,4	9,7	4,2	2,9	1,4
Indústria transformadora e extrativa	1,7	0,8	3,7	0,1	9,6	10,3	6,6	5,5
Construção e at. Imobiliárias	-6,1	-0,9	-2,1	1,8	5,3	0,0	1,7	2,3
Comércio	1,5	1,6	-2,2	2,2	9,5	5,1	5,2	4,0
Alojamento e restauração	4,1	2,6	4,8	2,3	25,3	7,6	-0,4	-5,2
Transportes e armazenagem	-4,1	-10,6	-3,1	-9,3	0,4	0,1	-2,5	-2,6
Microempresas	-3,8	0,5	4,5	6,2	13,9	7,7	7,9	6,8
Pequenas empresas	-1,9	0,8	-1,9	-1,1	13,3	4,2	0,1	-1,3
Médias empresas	-2,6	-6,5	-3,4	-1,9	6,1	2,1	-0,3	-1,4
Grandes empresas	5,0	-4,0	0,6	-3,1	3,8	2,1	3,6	-0,1

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: As taxas de variação anual são calculadas com base na variação dos saldos de empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de todos os efeitos não considerados como transação, nomeadamente reclassificações, abatimentos ao ativo, reavaliações cambiais e de preço. Taxas de variação anual dos empréstimos concedidos por instituições financeiras monetárias residentes a SNF residentes em Portugal. Indústria inclui as “indústrias transformadoras” e as “indústrias extrativas”; Alojamento, rest. e comércio corresponde aos setores “alojamento, restauração e similares” e “comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos”.

No terceiro trimestre de 2022, os créditos concedidos a empresas que tenham beneficiado da moratória apresentaram um contributo negativo para o crescimento do *stock* de empréstimos a SNF. Tal observou-se em empresas na classe de maior risco ou risco intermédio. As empresas com melhor notação de risco contribuíram positivamente para a evolução deste agregado (Quadro I.2.5).

**Quadro I.2.5 • Contributos para a taxa de variação homóloga do *stock* de empréstimos bancários concedidos a SNF – atividade doméstica | Em pontos percentuais**

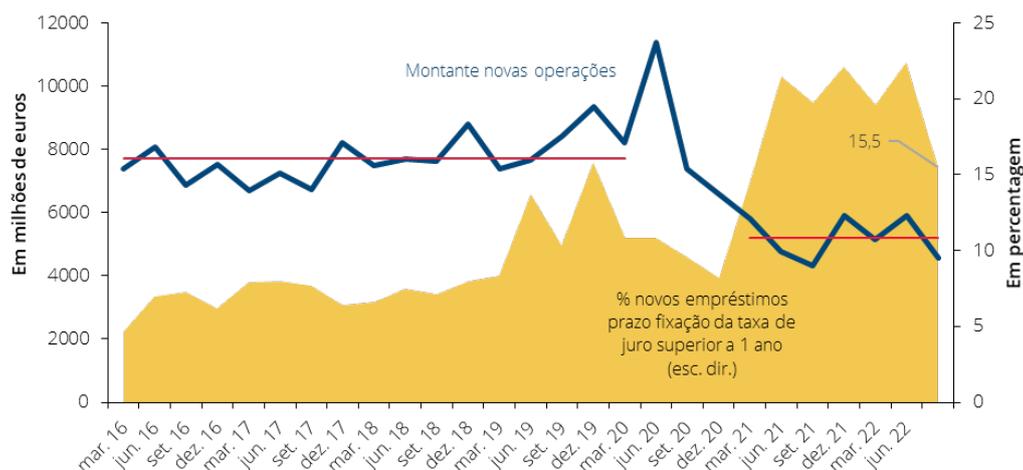
		Classe 1 (menor risco)	Classe 2	Classe 3 (maior risco)
Empresas que não beneficiaram de moratória	mar. 21	2,0	1,8	0,4
	set. 21	1,6	0,9	0,0
	mar. 22	2,2	0,5	-0,3
	set. 22	2,0	0,3	-0,1
Empresas que tiveram pelo menos um empréstimo em moratória	mar. 21	2,1	2,2	0,7
	set. 21	0,8	0,5	-0,3
	mar. 22	0,5	-0,4	-1,0
	set. 22	0,4	-1,2	-1,3

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: As empresas com moratória correspondem a empresas que tenham tido pelo menos um contrato a beneficiar da moratória de crédito pública entre março de 2020 e dezembro de 2021. O risco de crédito, medido pela probabilidade de incumprimento, tem por base notações de crédito disponíveis no Sistema Interno de Avaliação de Crédito do Banco de Portugal (SIAC). A classe de menor risco 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 corresponde às empresas com PD a um ano superior a 5%. Atividade doméstica. As classes de risco têm como referência os indicadores financeiros das empresas em 2020.

O volume de novas operações de crédito concedido a SNF manteve-se constante durante o primeiro semestre de 2022, ficando abaixo do período pré-pandemia (Gráfico I.2.8).

A partir de dezembro de 2020 observou-se um aumento dos novos créditos com prazo de fixação de taxa de juro superior a um ano. No terceiro trimestre de 2022, este agregado correspondia a 16% do montante de novos créditos concedidos. Face à subida observada e esperada das taxas de juro, esta dinâmica poderá mitigar, no curto prazo, o impacto nos custos de financiamento das empresas e a materialização do risco de crédito nas empresas.

**Gráfico I.2.8 • Evolução dos novos empréstimos a SNF, valores trimestrais e proporção de empréstimos com prazo de fixação da taxa de juro superior a um ano**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Última observação: setembro de 2022. As linhas horizontais correspondem ao montante médio de novos créditos entre o primeiro trimestre de 2016 e o primeiro trimestre de 2020 (período pré-pandemia) e ao montante médio entre o primeiro trimestre de 2021 e o segundo trimestre de 2022.

A maturidade do *stock* de empréstimos a SNF aumentou, mas mais pronunciadamente nos setores mais afetados pela pandemia. Em setembro de 2022, cerca de 47% dos empréstimos tinham maturidade residual superior a 4 anos, o que compara com 46% em dezembro de 2019. Nas empresas dos setores mais afetados pela pandemia, em setembro, 54% dos empréstimos tinha maturidade residual superior a 4 anos, observando-se também um aumento da exposição com maturidade residual superior a 8 anos. As linhas de crédito com garantia pública, cuja maturidade mais comum correspondeu a 6 anos, contribuíram para aumentar a proporção de empréstimos com maturidade entre 4 e 6 anos.

O *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* de outubro prevê, para o último trimestre de 2022, uma maior restritividade dos critérios de concessão de crédito a SNF, em particular para empréstimos de longo prazo a pequenas e médias empresas (PME). A procura de crédito pelas SNF deverá diminuir, em particular, a de empréstimos de longo prazo por parte de grandes empresas. Em sentido contrário, as instituições perspetivam um aumento da procura por créditos de curto prazo. A redução das necessidades de financiamento de investimento e as taxas de juro contribuíram para a diminuição da procura de crédito, parcialmente compensada pelo aumento das necessidades de financiamento da atividade corrente.

## 2.3 Qualidade creditícia dos ativos

No primeiro semestre, a proporção de empréstimos não produtivos manteve a trajetória de descida. O rácio de NPL bruto diminuiu 0,3 pp face ao final de 2021, para 3,4%, registando reduções nas SNF e nos particulares (Quadro I.2.6), mantendo-se a redução do diferencial face à mediana do rácio na área do euro (1,5 pp em junho de 2022). Para esta evolução contribuiu a diminuição dos empréstimos não produtivos, especialmente *unlikely to pay* e, em menor grau, o aumento dos empréstimos produtivos (efeito denominador). As entradas de novos NPL foram amplamente compensadas por amortizações, totais ou parciais, e curas de NPL (Quadro I.2.7). A fração de empréstimos ao SPNF que beneficiaram de moratória passou a representar 17,0% (-2,2 pp face a dezembro de 2021), aumentando em 1,4 pp a sua proporção de NPL no total de NPL do SPNF, para 35,2%. Apesar da ligeira redução do montante de NPL, o rácio de NPL bruto deste agregado aumentou 0,8 pp, para 9,4%, por via da redução do denominador (contributo de 0,9 pp).

**Quadro I.2.6 • Rácio de NPL bruto**  
| Em percentagem

	dez. 18	dez. 19	dez. 20	dez. 21	jun. 22
Rácio de NPL bruto total <sup>(a)</sup>	9,4	6,2	4,9	3,7	3,4
Percentil 5 <sup>(b)</sup>	3,3	2,4	2,1	1,8	1,6
Percentil 95 <sup>(b)</sup>	22,6	11,8	9,4	6,4	6,7
Setor privado não financeiro	10,5	7,0	5,8	4,9	4,5
Sociedades não financeiras	18,5	12,3	9,7	8,1	7,6
<b>Setores mais afetados:</b>					
Pela pandemia <sup>(c)</sup>	16,4	13,4	11,8	11,1	9,9
Por aumentos de preços da energia/matérias-primas <sup>(d)</sup>	15,0	11,7	9,7	9,0	8,2
Particulares	5,1	3,7	3,4	2,8	2,6
Habituação	3,8	2,4	2,0	1,6	1,4
Consumo e outros fins	10,5	8,2	8,5	7,5	7,2
Mediana da área euro	3,1	2,9	2,5	2,0	1,8

Fontes: BCE e Banco de Portugal. | Notas: (a) Corresponde ao rácio entre o valor bruto dos NPL e o valor total bruto dos empréstimos. Inclui os empréstimos e disponibilidades em bancos centrais e instituições de crédito, e os empréstimos às administrações públicas, outras sociedades financeiras, sociedades não financeiras e particulares. (b) Os percentis foram obtidos através da distribuição ponderada pelo ativo do rácio de NPL bruto. (c) Os setores mais afetados pela pandemia incluem os que constam no Decreto-Lei n.º 22-C/2021 e/ou os setores elegíveis para a linha de apoio à recuperação económica - programa Retomar. De modo a permitir uma agregação por secção da CAE, foram consideradas como mais afetadas as secções em que o *stock* de empréstimos concedido às subclasses da CAE mais afetadas (nível a cinco dígitos) representava, em junho de 2022, pelo menos, cerca de 50% do total de exposição da respetiva secção da CAE. (d) Os setores mais afetados por aumentos de preço da energia e/ou outras matérias-primas correspondem às secções da CAE em que o *stock* de empréstimos concedido às subclasses da CAE tal como definidas na Caixa 4 do *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2022, representava, em junho de 2022, pelo menos, cerca de 50% do total de exposição da respetiva secção.

Apesar da redução do rácio de NPL das SNF, o setor das indústrias transformadoras registou uma ligeira deterioração. O rácio de NPL bruto das SNF cifrou-se em 7,6%, reduzindo-se 0,5 pp face a dezembro de 2021. A redução dos NPL *unlikely to pay* teve um contributo ligeiramente superior

**Quadro I.2.7 • Rácio de NPL bruto – contributos para a variação**

	Total	SNF	Particulares
Rácio de NPL bruto, dez. 2021 (%)	3,7	8,1	2,8
Abatidos ao ativo (pp)	-0,16	-0,42	-0,07
Vendas de NPL (pp)	-0,09	-0,10	-0,13
Novos NPL, líquidos de curas (pp)	0,04	0,16	0,03
Outros efeitos denominador (pp)	-0,09	-0,18	-0,06
Rácio de NPL bruto, jun. 2022 (%)	3,4	7,6	2,6

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: As vendas de NPL incluem titularizações. A rubrica “novos NPL, líquidos de curas” reflete todas as outras entradas e saídas do segmento de NPL, incluindo os fluxos de entrada de empréstimos no estado de NPL e de saída por via de curas, amortizações e execuções. A rubrica “Outros efeitos denominador” refletem variações do *stock* de empréstimos por motivos que não estejam associados ao *stock* de NPL (e.g. fluxo líquido de empréstimos produtivos).

ao do aumento dos empréstimos produtivos na evolução do rácio. Para um subconjunto de bancos de maior dimensão (64% do ativo do sistema), a redução dos NPL deveu-se maioritariamente a amortizações e abatimentos ao ativo. Nos setores mais afetados pela pandemia, o rácio de NPL bruto situou-se em 9,9% (-1,3 pp). Nos setores mais afetados pela subida dos preços da energia e/ou de outras matérias-primas, fenómeno mais recente, a redução foi inferior (-0,8 pp), para 8,2%. No setor das indústrias transformadoras, que representa 18% do total de empréstimos a SNF, observou-se um aumento do rácio de NPL bruto face ao final de 2021, para 7,7% (+0,4 pp). Nos empréstimos a SNF com garantia pública concedida no contexto da crise de COVID-19, o rácio de NPL bruto situou-se em 1,7% (+0,6 pp face a dezembro de 2021), significativamente abaixo do rácio para o total de empréstimos a SNF, em conformidade com o menor risco de crédito destes empréstimos (Caixa 2 do *Relatório de Estabilidade Financeira* de dezembro de 2020). Para grande parte destes empréstimos, o período de carência de capital terminou até ao primeiro semestre. Para os restantes, cerca de 30% do total dos empréstimos a SNF que beneficiaram de garantia pública, metade terá terminado no terceiro trimestre e, para o remanescente, irá terminar de forma gradual até meados de 2023.

**O rácio de NPL bruto dos empréstimos a particulares para habitação e consumo e outros fins diminuiu ligeiramente.** O rácio de NPL bruto dos particulares cifrou-se em 2,6%, reduzindo-se 0,2 pp face a dezembro de 2021. Nos subsegmentos de habitação e de consumo e outros fins, os rácios diminuíram para 1,4% (-0,2 pp) e 7,2% (-0,3 pp), respetivamente. No segmento da habitação, e para um subconjunto de bancos de maior dimensão (64% do ativo do sistema), a redução de NPL deveu-se essencialmente a curas e amortizações. Nos empréstimos a particulares para consumo e outros fins, as vendas e os abatimentos ao ativo também registaram contributos relevantes para a redução.

**O rácio de cobertura de NPL por imparidades estabilizou face ao final de 2021, embora continue a aumentar nos empréstimos a empresas pertencentes a setores de maior vulnerabilidade e a particulares para habitação.** Em junho, o rácio de cobertura de NPL por imparidades cifrou-se em 52,6% (Quadro I.2.8). Face a dezembro de 2021, a redução das imparidades para crédito foi compensada pela diminuição dos empréstimos não produtivos. Nos empréstimos a SNF, o indicador também se manteve estável, em 53,1%, situando-se 3,4 pp abaixo do de dezembro de 2019. No entanto, os setores mais afetados pela pandemia e mais afetados por aumentos de preço da energia e/ou outras matérias-primas registaram aumentos de 0,5 pp e 1,2 pp, para 86,4% e 80,0%. Nos empréstimos a particulares, o rácio manteve a trajetória de subida observada nos últimos anos, cifrando-se em 51,9%, superior em 0,8 pp ao final de 2021 e 9,6 pp ao final de 2019. Os desenvolvimentos do primeiro semestre refletem a maior cobertura no segmento da habitação (+1,9 pp, para 34,6%), num quadro de diminuição de 0,9 pp da cobertura no segmento de consumo e outros fins (para 64,0%).

**Quadro I.2.8 • Rácio de cobertura de NPL por imparidades | Em percentagem**

	dez. 18	dez. 19	dez. 20	dez. 21	jun. 22
Rácio de cobertura de NPL <sup>(a)</sup>	52,0	51,5	55,0	52,5	52,6
Sociedades não financeiras	56,5	56,5	56,4	53,2	53,1
<b>Setores mais afetados:</b>					
Pela pandemia <sup>(b)</sup>	59,8	68,9	79,7	85,8	86,4
Por aumentos de preços da energia/matérias-primas <sup>(c)</sup>	59,2	63,4	76,7	78,9	80,0
Particulares	40,7	42,3	50,3	51,0	51,9
Habituação	27,1	26,3	30,6	32,7	34,6
Consumo e outros fins	59,8	58,8	66,2	64,9	64,0
Mediana da área do euro	43,7	43,2	42,9	42,1	42,4
<i>Por memória:</i>					
Rácio de NPL líquido de imparidades <sup>(d)</sup>	4,5	3,0	2,2	1,7	1,6
Mediana da área do euro	1,9	1,4	1,5	1,0	0,9

Fontes: BCE e Banco de Portugal. | Notas: (a) Corresponde ao rácio entre as imparidades acumuladas em NPL e o valor bruto dos NPL. (b) Os setores mais afetados pela pandemia incluem os que constam no Decreto-Lei n.º 22-C/2021 e/ou os setores elegíveis para a linha de apoio à recuperação económica - programa Retomar. De modo a permitir uma agregação por secção da CAE, foram consideradas como mais afetadas as secções em que o stock de empréstimos concedido às subclasses da CAE mais afetadas (nível a cinco dígitos) representava, em junho de 2022, pelo menos, cerca de 50% do total de exposição da respetiva secção da CAE. (c) Os setores mais afetados por aumentos de preço da energia e/ou outras matérias-primas correspondem às secções da CAE em que o stock de empréstimos concedido às subclasses da CAE tal como definidas na Caixa 4 do *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2022, representava, em junho de 2022, pelo menos, cerca de 50% do total de exposição da respetiva secção. (d) Corresponde ao rácio entre o valor dos empréstimos não produtivos (NPL) líquidos de imparidade e o valor total bruto dos empréstimos.

**A proporção dos empréstimos não produtivos líquidos de imparidades no total de empréstimos estabilizou.** O rácio de NPL líquido de imparidades estabilizou em 1,6%, mantendo-se o diferencial face à mediana do rácio na área do euro (0,7 pp). Nos empréstimos a SNF e a particulares para habitação os rácios registaram reduções de 0,2 pp, para 3,6% e 0,9%, respetivamente. Nos empréstimos a particulares para consumo e outros fins o indicador manteve-se estável em 2,6%.

**A componente reestruturada dos empréstimos manteve a trajetória descendente para todos os setores institucionais.** Em junho, o rácio de empréstimos reestruturados situou-se em 3,5%, diminuindo 0,3 pp face a dezembro de 2021 (Quadro I.2.9). A diminuição dos empréstimos reestruturados, essencialmente da sua componente não produtiva, registou um contributo ligeiramente superior ao do aumento dos empréstimos produtivos em denominador. Esta evolução foi transversal a todos os setores institucionais. O rácio de cobertura por imparidades associado a estes empréstimos cifrou-se em 32,0% (-1,1 pp face ao final de 2021).

**O rácio de empréstimos em *stage 2* diminuiu face ao final de 2021, mas manteve-se acima do período pré-pandemia.** No primeiro semestre, o rácio de empréstimos em *stage 2* diminuiu 1,1 pp, para 10,5% (9,4% em dezembro de 2019) (Quadro I.2.10). Esta evolução aproximou o indicador ao valor registado para as 111 instituições significativas (SI) que participam no Mecanismo Único de Supervisão (9,7% em junho). No segmento de SNF, o rácio diminuiu 2,5 pp, para 16,4%. Nos empréstimos a particulares, o rácio cifrou-se em 8,1% (-0,4 pp), diminuindo para 7,5% (-0,4 pp) e 10,3% (-0,5 pp) nos subsegmentos de habitação e de consumo e outros fins, respetivamente. A diminuição do rácio foi mais acentuada nas SNF do que nos particulares, tendo-se também observado um maior aumento do respetivo indicador no período de pandemia. Persiste, todavia, um diferencial face a 2019 ainda superior nas SNF. O rácio de cobertura por imparidades do total de empréstimos em *stage 2* cifrou-se em 6,8% (+0,1 pp).

### Quadro I.2.9 • Rácio de empréstimos reestruturados | Em percentagem

	dez. 18	dez. 19	dez. 20	dez. 21	jun. 22
Rácio de emp. reestruturados totais <sup>(a)</sup>	7,1	5,2	4,7	3,8	3,5
<i>dos quais:</i> NPL	4,9	3,2	2,6	2,0	1,8
Sociedades não financeiras	13,7	10,3	9,4	7,6	7,0
Particulares	4,0	3,1	3,2	3,0	2,8
Habituação	3,5	2,8	2,7	2,6	2,3
Consumo e outros fins	6,0	4,3	4,9	4,5	4,4
<i>Por memória:</i>					
Rácio de cobertura de empréstimos reestruturados <sup>(b)</sup>	37,6	34,5	34,0	33,1	32,0

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: (a) Corresponde ao rácio entre o valor total bruto dos empréstimos reestruturados e o valor total bruto dos empréstimos. (b) Corresponde ao rácio entre as imparidades acumuladas e o valor bruto dos empréstimos reestruturados.

### Quadro I.2.10 • Rácio de empréstimos em stage 2 | Em percentagem

	dez. 18	dez. 19	dez. 20	dez. 21	jun. 22
Rácio de empréstimos em stage 2 <sup>(a)</sup>	10,1	9,4	11,2	11,6	10,5
Sociedades não financeiras	13,1	12,6	18,6	18,8	16,4
Particulares	8,6	7,7	7,8	8,5	8,1
MUS – Instituições significativas <sup>(b)</sup>	n.d.	n.d.	9,3	9,1	9,7
<i>Por memória:</i>					
Rácio de cobertura de stage 2 <sup>(c)</sup>	3,7	5,0	6,1	6,6	6,8

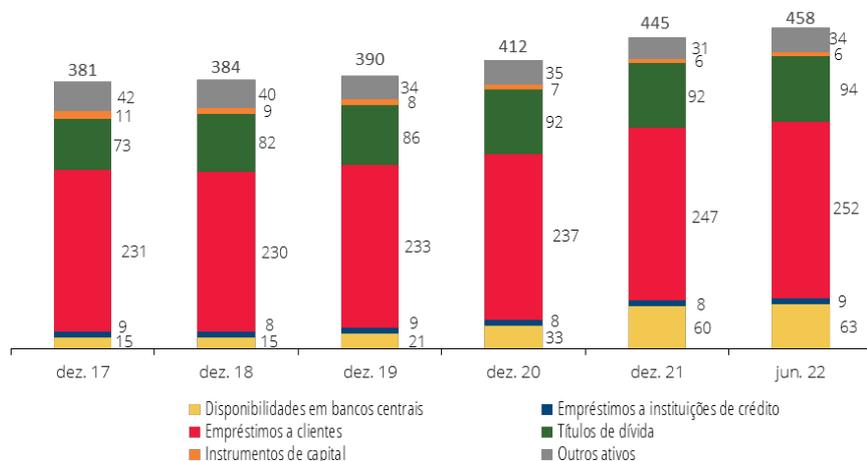
Fontes: BCE e Banco de Portugal. | Notas: (a) Corresponde ao rácio entre o valor total bruto dos empréstimos em stage 2 e o valor total bruto dos empréstimos. (b) Rácio de empréstimos em stage 2 para o conjunto de 111 instituições significativas (SI, na sigla inglesa) que participam no Mecanismo Único de Supervisão. (c) Corresponde ao rácio entre as imparidades acumuladas e o valor bruto dos empréstimos em stage 2.

A conjuntura económica internacional traz novos desafios para as empresas e famílias, que poderão potenciar a materialização do risco de crédito. No primeiro semestre, os principais indicadores da qualidade do crédito registaram uma melhoria, depois do período de grande incerteza pandémica. Contudo, os próximos meses poderão reverter esta tendência, dependendo do impacto que a desaceleração da atividade económica, a pressão inflacionista e o processo de normalização da política monetária tiverem na capacidade das empresas e famílias em fazer face ao serviço de dívida. Estes desenvolvimentos deverão ter maior impacto nos mutuários com uma situação financeira de partida mais desfavorável e nos setores mais afetados por aumentos de preços da energia e/ou de outras matérias-primas. Ainda assim, estes impactos deverão ser mitigados pelas medidas governamentais de apoio anunciadas.

## 2.4 Concentração de exposições

O ativo do sistema bancário aumentou 2,9% no primeiro semestre (8% em 2021), refletindo o crescimento dos empréstimos a clientes, que ascendeu a 252 milhões (Gráfico I.2.9), e, em menor medida, das disponibilidades em bancos centrais e dos outros ativos. Nesta secção caracterizam-se as classes de ativos às quais o sistema bancário português se encontra exposto e que representam potenciais vulnerabilidades face aos riscos que impendem sobre a estabilidade financeira.

Gráfico I.2.9 • Ativo do sistema bancário | Em mil milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A rubrica “Outros ativos” inclui caixa, disponibilidades e empréstimos a bancos centrais, disponibilidades em outras instituições de crédito, derivados, ativos tangíveis e ativos intangíveis e outros ativos. No topo de cada coluna, apresenta-se o ativo total.

O fim das medidas de apoio ao financiamento de empresas na crise pandémica traduziu-se numa desaceleração dos empréstimos a sociedades não financeiras (SNF), que mantiveram o seu peso no total do ativo (19,4%). Os empréstimos a empresas mais afetadas pela crise pandémica representavam 28,1% do *stock* de empréstimos a SNF em junho, o que corresponde a uma ligeira redução (-0,7) face ao final de 2021. Por sua vez, a exposição a setores mais afetados pelo aumento dos custos de energia e/ou de outras matérias-primas fixou-se em 36,4%, dos quais 12,4 pp simultaneamente considerados mais afetados pela crise pandémica.

Apesar do aumento da exposição global ao mercado imobiliário, o peso desta exposição no ativo do sistema bancário manteve uma tendência descendente, situando-se em 33,4% em junho (Quadro I.2.11). A exposição global ao mercado imobiliário aumentou 1,2% face a dezembro de 2021, principalmente devido ao aumento dos empréstimos a particulares garantidos por imóveis e, em menor medida, aos empréstimos a SNF dos setores da construção e atividades imobiliárias. Em termos de composição, os empréstimos a particulares garantidos por imóveis continuam a apresentar o maior peso no ativo (24,9%).

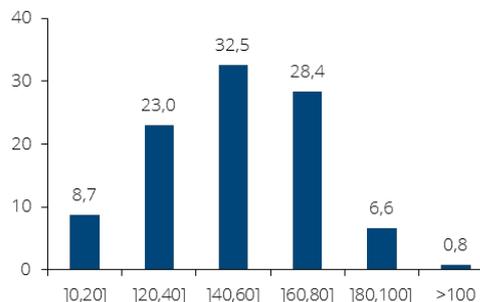
Em junho, 93% do *stock* de empréstimos para habitação concedidos a particulares apresentava um rácio *loan-to-value* (LTV) igual ou inferior a 80% (Gráfico I.2.10). A distribuição deste rácio sugere que há capacidade do sistema bancário para acomodar uma potencial queda dos preços do imobiliário residencial sem incorrer em perdas elevadas.

**Quadro I.2.11 • Exposição ao imobiliário**  
| Em percentagem do ativo

	dez. 16	dez. 19	dez. 20	dez. 21	jun. 22
Emp. a particulares garantidos por imóveis	28,1	27,1	26,1	25,1	24,9
Emp. a SNF da construção e ativ. imob. <sup>(a)</sup>	5,4	4,9	4,5	4,0	4,0
Emp. a SNF garantidos por imóveis <sup>(b)</sup>	3,3	3,5	3,5	3,4	3,2
Fundos de Investimento Imobiliário <sup>(c)</sup>	1,6	1,1	1,0	0,9	0,7
Ativos imobiliários <sup>(d)</sup>	1,9	1,1	0,9	0,5	0,5
<b>Total</b>	<b>40,3</b>	<b>37,8</b>	<b>36,0</b>	<b>34,0</b>	<b>33,4</b>

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: (a) não exclui 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) inclui empréstimos e unidades de participação; (d) valores brutos.

**Gráfico I.2.10 • Distribuição do stock de empréstimos à habitação por LTV – junho de 2022**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: LTV: *loan-to-value*, rácio entre o valor do empréstimo e o valor do imóvel dado em garantia. Indicador apurado com base em dados da Central de Responsabilidades de Crédito ao nível do empréstimo. Sempre que a data de última avaliação do imóvel é anterior ao primeiro trimestre de 2022, o valor atual do mesmo é estimado com base no Índice de Preços da Habitação do INE.

Em junho, os títulos de dívida pública representavam 14,2% do ativo, uma redução de 0,6 pp face ao final de 2021. Esta variação refletiu a redução dos títulos de dívida avaliados a justo valor, superior ao aumento dos títulos a custo amortizado, e o aumento do ativo. A componente a custo amortizado passou a ser largamente maioritária, representando cerca de 70% da carteira (Quadro I.2.12).

A composição da carteira de dívida pública dos bancos portugueses apresentou uma maior diversificação geográfica. Na atividade doméstica, a diminuição da exposição a títulos de dívida pública, em 0,7 pp, teve subjacente uma redução do peso da dívida pública italiana, espanhola e portuguesa. A dívida portuguesa passou a representar um valor ligeiramente inferior a metade da carteira. Por sua vez, observou-se um aumento da exposição a títulos de dívida de outros países, com destaque para os títulos de dívida francesa (Quadro I.2.13).

**Quadro I.2.12 • Títulos de dívida pública por carteira**

	dez. 18	dez. 19	dez. 20	dez. 21	jun. 22
<b>% do ativo</b>					
Total	15,3	15,5	16,2	14,8	14,2
A custo amortizado <sup>(a)</sup>	4,9	5,4	7,6	8,3	10,0
A justo valor <sup>(b)</sup>	10,4	10,1	8,6	6,5	4,2
<b>% da carteira</b>					
A custo amortizado <sup>(a)</sup>	32,3	35,0	46,8	56,0	70,7
A justo valor <sup>(b)</sup>	67,7	65,0	53,2	44,0	29,3

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: (a) Inclui os títulos contabilizados nas carteiras de investimentos detidos até à maturidade e de créditos e contas a receber (IAS39), bem como de custo amortizado (IFRS9); (b) Inclui os títulos contabilizados na carteira de disponíveis para venda (IAS39), bem como de ativos ao justo valor através de outro rendimento integral (IFRS9), os títulos contabilizados nas carteiras de detidos para negociação e ao justo valor através de resultados (IAS39/IFRS9), bem como de ativos não detidos para negociação obrigatoriamente ao justo valor através dos resultados (IFRS9).

**Quadro I.2.13 • Títulos de dívida pública – atividade doméstica | Em percentagem do ativo**

	dez. 18	dez. 19	dez. 20	dez. 21	jun. 22
Portugal	8,8	8,0	8,0	6,4	6,1
Espanha	2,1	2,5	3,3	3,3	3,1
Itália	1,6	2,3	2,4	2,0	1,4
Outros	0,6	0,9	1,0	1,7	2,2
d.q. França	0,2	0,2	0,2	0,5	0,8
d.q. Irlanda	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5
d.q. EUA	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3
d.q. Bélgica	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: As séries referem-se ao reporte em base individual das outras instituições financeiras monetárias residentes em Portugal. A exposição por país encontra-se em percentagem do ativo das outras instituições financeiras monetárias.

**Para mitigar os potenciais impactos decorrentes da componente a justo valor, é importante que as instituições adequem o modelo de gestão desta carteira à sua capacidade para absorver perdas.** Num contexto de aumentos das taxas de rendibilidade, observou-se, no decurso do primeiro semestre, uma desvalorização dos títulos de dívida a justo valor. A desvalorização deverá ocorrer também no segundo semestre (Secção 1.3.6). Para além do menor peso dos títulos a justo valor, a contratualização pelos bancos de instrumentos de cobertura de taxa de juro sobre uma parte significativa desta carteira mitiga o impacto em capital.

**O sistema bancário português está, ainda, sujeito a risco de crédito associado à desvalorização dos ativos financeiros decorrentes de riscos climáticos físicos e de transição, o qual se poderá materializar ao longo dos próximos anos.** Uma parte significativa do *stock* de empréstimos a SNF é a setores relevantes para a política climática (58% no final de 2021, 31 pp dos quais relativos a setores negativamente afetados). Outra classe de ativos potencialmente exposta a riscos climáticos de transição são os empréstimos a particulares garantidos por imóveis. Resultados preliminares, com base numa amostra representativa (cerca de 70%) de empréstimos para habitação própria e permanente, recorrem aos gastos com energia nas habitações para aproximar a sua eficiência energética e sugerem que 63% desses empréstimos têm associada uma eficiência mais baixa. Contudo, apenas uma pequena parte desta exposição apresenta rácios LTV atuais superiores a 80%, mitigando eventuais impactos de redução do valor dos imóveis menos eficientes (Caixa 5).

**As interligações diretas no setor financeiro continuaram a reduzir-se, ainda que forma mais ligeira.** Em junho, a exposição do setor bancário a contrapartes do setor financeiro situou-se em 14,6% do ativo dos bancos (19,6% em 2016). A pequena redução observada no primeiro semestre (-0,2pp) teve subjacente um ligeiro aumento de numerário e depósitos junto de outros bancos residentes e, em sentido contrário, uma diminuição de títulos de dívida de outros bancos residentes e de outros intermediários (excluindo fundos de investimento). Num contexto de materialização de riscos comuns com origem nos mercados financeiros e/ou na economia real, a existência de interligações diretas no setor financeiro nacional poderá assumir um papel relevante na transmissão e amplificação destes choques.

## 2.5 Financiamento e Liquidez

No primeiro semestre, a estrutura de financiamento do setor bancário português manteve-se estável e os indicadores tradicionais de liquidez permaneceram elevados à semelhança do registado nos últimos anos, num contexto em que é expectável que o Eurosistema continue a garantir condições de financiamento favoráveis. Apesar de o BCE, em resposta à escalada da inflação, ter acelerado a normalização da política monetária, com o aumento das taxas de juro, com o fim das compras líquidas nos programas de compras de ativos (APP) e, mais recentemente, com a alteração da taxa aplicável às TLTRO III, não se antevê no futuro próximo uma alteração substancial das condições de liquidez do setor bancário.

Os depósitos de clientes reforçaram a sua dominância na estrutura de financiamento do sistema bancário, o que pode ser visto como um fator de mitigação importante no atual contexto de maior volatilidade nos mercados financeiros internacionais. O aumento de depósitos de clientes foi de 4,5% face a dezembro de 2021, passando a representar 69,4% do ativo, com contributos de 1,3 pp e 2,8 pp de SNF e particulares, respetivamente (Quadro I.2.14). O financiamento junto de bancos centrais diminuiu ligeiramente, 0,4 pp, passando a representar 8,9% do ativo (4,4% em dezembro de 2019), enquanto a proporção de disponibilidades em bancos centrais manteve a trajetória de subida, cifrando-se em 13,9%. O peso no ativo das responsabilidades por títulos diminuiu para 3,8%, -0,3 pp do que em dezembro de 2021 e em dezembro 2019. O rácio de transformação, rácio entre os empréstimos a clientes líquidos de imparidades e os depósitos de clientes, continuou a trajetória de descida observada nos últimos anos, fixando-se em 79,2% (-1,9 pp face ao final de 2021).

No decorrer de 2022, quatro das principais instituições do sistema bancário português emitiram instrumentos elegíveis para o cumprimento do requisito mínimo de fundos próprios e passivos elegíveis (MREL, na sigla inglesa), totalizando cerca de 3,5 mil milhões de euros, maioritariamente dívida sénior preferencial e não preferencial. A maioria das principais instituições do sistema bancário português cumpria com os requisitos de MREL intermédios fixados para 1 de janeiro de 2022. No entanto, após 1 de janeiro de 2024 termina o período de transição, com os requisitos de MREL a passarem a ser obrigatórios e mais exigentes, tornando os bancos portugueses mais sensíveis a alterações de perceção de risco nos mercados financeiros internacionais (Secção 1.2).

O rácio de cobertura de liquidez (LCR, na sigla inglesa) manteve-se praticamente inalterado face a dezembro de 2021, situando-se em 262% (Gráfico I.2.11). Esta evolução deveu-se ao crescimento dos ativos disponíveis em 2,1 pp, que passaram a representar 26,7% do ativo. As saídas líquidas de liquidez mantiveram-se estáveis face ao semestre anterior.

O rácio de ativos onerados, que mede a proporção do total do ativo e do colateral recebido que está a ser utilizada como colateral para a obtenção de liquidez, diminuiu 1,1 pp face ao final de 2021, situando-se em 17% em junho (+1,9 pp do que em dezembro de 2019). A fração de ativos não onerados elegível para operações de política monetária cifrou-se em 22,8%, diminuindo 0,4 pp face a dezembro de 2021 por via da variação do denominador.

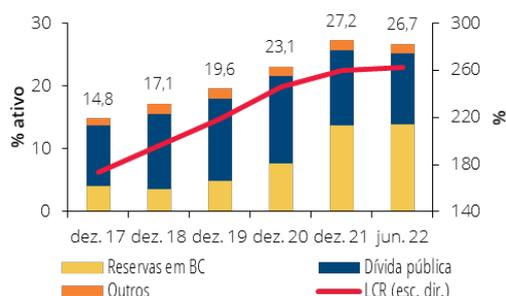
O rácio de financiamento estável líquido (NSFR, na sigla inglesa) cresceu 2,4 pp no primeiro semestre, para 145%, significativamente acima do requisito mínimo de 100% em vigor (Quadro I.2.14). Enquanto o LCR se baseia num período de esforço de 30 dias, o NSFR exige um montante mínimo de financiamento que se espera estável no horizonte temporal de um ano e que é obtido através da aplicação de fatores de ponderação, dependentes da maturidade residual, aos ativos e elementos extrapatrimoniais. Este financiamento estável disponível tem que fazer face ao financiamento estável requerido, que também é calculado com recurso a fatores de ponderação que tomam em consideração a necessidade de renovação e o horizonte temporal dos instrumentos que financiam o ativo. Em junho de 2022, o financiamento estável era composto por depósitos de retalho e, em menor grau, financiamento de clientes financeiros e bancos centrais. No mesmo período, a componente de instrumentos que requerem financiamento estável era, essencialmente, composta por empréstimos.

**Quadro I.2.14 • Estrutura de financiamento do ativo, rácios de transformação e de financiamento estável líquido**

% do ativo total	dez. 19	dez. 20	dez. 21	jun. 22
Depósitos de bancos centrais	4,4	7,8	9,4	8,9
Depósitos de outras IC	9,2	7,2	6,1	5,9
Depósitos de clientes	68,5	68,0	68,4	69,4
Resp. representa. por títulos	4,1	3,6	4,1	3,8
Outros passivos	4,6	4,7	3,7	4,1
Capital próprio	9,3	8,8	8,3	7,9
<i>Por memória:</i>				
Rácio de transformação	87,1	84,7	81,1	79,2
Rácio de financiamento estável líquido	n.d.	n.d.	143	145

Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico I.2.11 • Ativos líquidos e rácio de cobertura de liquidez (LCR)**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: 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.

## 2.6 Capital

No primeiro semestre, o rácio de fundos próprios totais reduziu-se, embora mantendo-se historicamente elevado. O rácio de fundos próprios totais diminuiu 0,5 pp face ao final de 2021, para 17,5%, em resultado da diminuição observada nas instituições onde o rácio era mais elevado (Gráfico I.2.12). Para esta evolução contribuiu a diminuição das componentes principais dos fundos próprios de nível 1 (CET 1) e, em menor grau, o aumento dos ativos ponderados pelo risco, ligeiramente contrabalançados pelo aumento dos fundos próprios de nível 2 (*Tier 2*). A contribuição do capital *Tier 2* para o rácio de fundos próprios totais aumentou 0,1 pp face a dezembro de 2021, passando a representar 1,8% dos ativos ponderados pelo risco.

A redução do capital CET 1 esteve associada ao retomar da distribuição de dividendos e ao impacto da subida das taxas de rentabilidade a longo prazo. Em junho, o rácio de CET 1 diminuiu 0,5 pp face ao final de 2021, para 15,0% (Quadro I.2.15). Para esta redução contribuiu em grande medida a distribuição de dividendos e, em menor grau, o impacto da subida das taxas de juro nos títulos de dívida avaliados a justo valor através de outro rendimento integral. A aplicação, por parte de alguns bancos, do filtro prudencial na dívida pública, permitiu mitigar o impacto negativo da subida das taxas de rentabilidade em CET 1. No contexto da manutenção da subida das taxas de juro, a reconfiguração da carteira de títulos de dívida, em particular, a diminuição da componente a justo valor e o aumento da parte avaliada a custo amortizado (Secção 2.4), continuará a mitigar esse impacto negativo em fundos próprios.

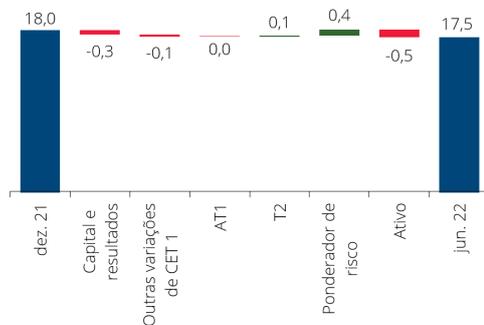
O ponderador médio de risco manteve a trajetória descendente em virtude da redução do indicador nas instituições com ponderador superior. Em junho, o ponderador médio de risco situou-se em 43,0%, diminuindo 1,0 pp face ao final de 2021. A redução registou-se nas instituições com ponderador mais elevado, diminuindo a heterogeneidade do sistema bancário português, mas estabilizando o diferencial para a área do euro.

O rácio de alavancagem reduziu-se, mas mantém-se significativamente acima do mínimo regulamentar de 3%. O rácio de alavancagem prudencial de 6,6%, reduziu-se 0,4 pp face ao final de 2021. O aumento da exposição total do sistema bancário e a redução do capital *Tier 1* registaram contributos idênticos para esta evolução.

A capitalização das instituições financeiras deverá manter-se robusta aos riscos inerentes ao sistema bancário. A incerteza associada à atual conjuntura económica (Secção 1.2) reforça os desafios de modernização e de riscos estruturais. As instituições devem refletir os mais recentes riscos na avaliação da sua exposição e garantir capital adequado a essa mesma exposição. Para

esse propósito, se a situação específica da instituição assim o exigir e para robustecer a capacidade de absorção de potenciais perdas, esta pode reter os lucros.

**Gráfico I.2.12 • Rácio de fundo próprios totais – nível e contributos para a variação**  
| Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal.

**Quadro I.2.15 • Rácios de fundos próprios e ponderador médio de risco**

% dos ativos ponderados pelo risco	dez. 18	dez. 19	dez. 20	dez. 21	jun. 22
Rácio de fundos próprios totais <sup>(a)</sup>	15,1	16,9	18,0	18,0	17,5
Percentil 5	13,2	13,9	12,3	12,0	12,2
Percentil 95	17,3	19,5	24,5	29,0	24,5
Rácio de CET 1 <sup>(b)</sup>	13,2	14,3	15,3	15,5	15,0
% do ativo total	dez. 18	dez. 19	dez. 20	dez. 21	jun. 22
Ponderador médio de risco <sup>(c)</sup>	54,4	53,3	48,6	44,0	43,0
Percentil 5	38,9	35,6	32,9	26,4	28,1
Percentil 95	66,9	64,8	59,5	55,5	50,0
Área do euro	39,4	39,3	35,9	35,7	34,8

Fontes: BCE e Banco de Portugal. | Notas: (a) Corresponde ao rácio entre os fundos próprios totais e o ativo ponderado pelo risco. (b) Corresponde ao rácio entre os fundos próprios principais de nível 1 e o ativo ponderado pelo risco. (c) Corresponde ao rácio entre os ativos ponderados pelo risco e o ativo total.

## Caixa 1 • O impacto da subida das taxas de juro sobre o serviço da dívida dos particulares

Na sequência da crise da dívida soberana, o rácio de endividamento dos particulares reduziu-se significativamente, aumentando a resiliência deste setor institucional a choques adversos. De acordo com informação do Inquérito à Situação Financeira das Famílias (ISFF – última edição correspondente a 2020), as famílias com dívida reduziram expressivamente o rácio entre a dívida e o rendimento entre 2010 e 2020 (de 224% para 131%), particularmente as dos quintis de rendimento mais baixos. O encargo com prestações, medido pelo rácio entre o serviço da dívida e o rendimento, reduziu-se de forma transversal aos quintis de rendimento (de 20% para 13% no conjunto de famílias com dívida).

A redução do peso do endividamento no rendimento, em conjugação com o aumento da participação no mercado de trabalho e o aumento do rendimento disponível das famílias caracterizou o período pré-pandémico. Adicionalmente, o aumento da taxa de poupança nos primeiros trimestres da crise pandémica contribuiu, a par do recurso às moratórias de crédito e do apoio ao rendimento das famílias, para a acumulação de depósitos bancários pelo setor. Em conjunto, estes fatores promoveram uma maior resiliência do setor perante o aumento das taxas de juro associado à normalização da política monetária, em resposta às pressões inflacionistas. Pese embora a maior resiliência a choques adversos, a capacidade de poupança das famílias é heterogénea, o que poderá dificultar a acomodação de maiores encargos com o serviço de dívida para as famílias com menor liquidez, em especial se o período de elevada inflação se prolongar.

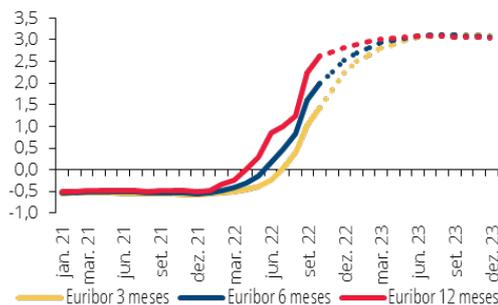
Os encargos com o serviço da dívida nos empréstimos bancários à habitação, maioritariamente contratados a taxa de juro variável, têm vindo a aumentar. Para quantificar o impacto da subida das taxas Euribor no serviço da dívida dos empréstimos à habitação considera-se a evolução esperada para as taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses até dezembro de 2023, tendo por base as expectativas de mercado presentes nos futuros da Euribor a 3 meses (Gráfico C1.1), que se traduz em valores de 3% em dezembro de 2023 para as taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses.

A análise tem por base a informação de mais de 1,4 milhões de contratos de empréstimos à habitação (não exclusivamente para habitação permanente, que se estima serem perto de 1,1 milhões) presente na Central de Responsabilidades de Crédito (CRC), correspondente a perto de 90 mil milhões de euros em dívida. Metade destes contratos tem devedores com idade compreendida entre 41 e 54 anos, tendo apenas 10% dos contratos devedores com idade inferior ou igual a 35 anos. Estima-se que estes contratos estejam associados a cerca de 1,2 milhões de famílias. Os percentis 5 e 95 dos contratos com informação de rendimento dos devedores (68% do total em análise), são 700 e 6400 euros médios mensais, respetivamente, com um valor mediano de perto de 1800 euros.

Estima-se que o valor total das prestações pagas pelos particulares em empréstimos à habitação passe de cerca de 390 milhões de euros, em junho de 2022, para 520 milhões de euros, em dezembro de 2023. O valor médio em dívida dos particulares, de cerca de 64 mil euros, traduz-se numa prestação média estimada de 279€ em junho de 2022. Espera-se que esta aumente 92€ até ao final de 2023 (Gráfico C1.2).

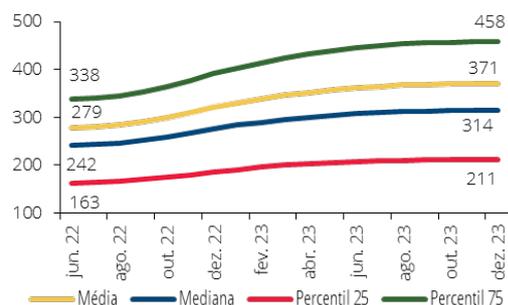
Para 41% dos contratos de empréstimos à habitação, espera-se que o aumento da prestação entre junho de 2022 e dezembro de 2023 seja inferior a 50€ (Quadro C1.1). Apenas ocorrem aumentos superiores a 150€ para 18,1% dos contratos. Contudo, a exposição dos bancos a estes empréstimos corresponde a 43,8% do *stock* em junho de 2022. Esta maior exposição decorre de, para as mesmas condições contratuais (taxa de juro e maturidade residual), empréstimos cujo montante em dívida seja superior terem maiores aumentos da prestação.

**Gráfico C1.1 • Evolução das taxas Euribor (taxas esperadas a partir de novembro de 2022) | Em percentagem**



Fonte: Refinitiv (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: A média das expectativas de outubro de 2022 para as taxas de juro implícitas nos contratos de futuros da Euribor a 3 meses para cada período foi considerada como evolução esperada para a Euribor a 3 meses (interpolação linear para os meses em que não existe expectativa). Para a Euribor a 6 meses consideraram-se os valores esperados da Euribor a 3 meses que se vencem no mês em análise e no terceiro mês a seguir a esse, juntando-se as que se vencem no sexto e nono meses seguintes para a Euribor a 12 meses.

**Gráfico C1.2 • Evolução esperada da distribuição das prestações de empréstimos à habitação | Em euros**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Projeção da prestação para 94% do stock de empréstimos à habitação em junho de 2022 (90% dos contratos), com base na variação esperada do indexante entre o último período de atualização da taxa de referência e o período de atualização seguinte de cada contrato. Desconsidera os contratos cujo data de término seja anterior a 31 de dezembro de 2023.

**Quadro C1.1 • Peso no total de contratos e no stock de empréstimos à habitação por classe de aumento das prestações entre junho de 2022 e dezembro de 2023 | Em percentagem**

	Aumento (€)						
	<30	[30;50[	[50;100[	[100;150[	[150;200[	[200;300[	≥300
% contratos	27,3	13,6	24,6	16,4	9,1	6,4	2,6
% stock	8,9	6,2	19,9	21,3	16,4	15,9	11,4

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Projeção da prestação para 94% do stock de empréstimos à habitação em junho de 2022 (90% dos contratos), com base na variação esperada do indexante entre o último período de atualização da taxa de referência e o período de atualização seguinte de cada contrato. Desconsidera os contratos cujo data de término seja anterior a 31 de dezembro de 2023.

Os encargos mais elevados com o serviço da dívida dos empréstimos à habitação contribuirão para a subida do rácio entre a prestação e o rendimento (LSTI, *Loan service-to-income*) médio em 4,8 pp, até dezembro de 2023, para 21,5% (Quadro C1.2). Para o cálculo do LSTI, o rendimento subjacente aos contratos foi atualizado com base na evolução das remunerações do trabalho desde a data da última atualização de rendimento reportada até 2022 e 2023<sup>1</sup>. Observa-se que para 10% dos contratos este rácio será superior a 41,2% no final de 2023.

Em junho de 2022, apenas 5,1% dos contratos de empréstimos à habitação tinham um LSTI atual superior a 40%, proporção que aumenta para 10,9% em dezembro de 2023 (Quadro C1.3). Contudo, mais de metade dos contratos continuará a ter um LSTI atual igual ou inferior a 20%. Do ponto de vista de exposição dos bancos, a proporção do stock com LSTI superior a 40% aumenta 9 pp, para 16,8%.

Os empréstimos à habitação celebrados entre 2019 e 2022 são os que apresentam um maior aumento da prestação média entre junho de 2022 e dezembro de 2023. Este facto observa-se por terem ainda uma percentagem elevada do montante contratado em dívida (Quadro C1.4). São, também, estes contratos que apresentam uma variação mais elevada do LSTI atual médio, esperando-se um aumento de 6,5 pp, para 23,7%.

<sup>1</sup> Até 2021, a atualização tem por base os dados das remunerações do trabalho do INE. A evolução para os anos de 2022 e 2023 tem por base a projeção da taxa de crescimento prevista no Orçamento do Estado 2023.

**Quadro C1.2 • Distribuição de LSTI de empréstimos à habitação | Em percentagem**

	jun. 22	dez. 22	dez. 23
Média	16,6	19,3	21,5
Percentil 10	4,0	4,5	5,0
Percentil 25	7,9	9,1	10,0
Mediana	13,7	15,8	17,6
Percentil 75	21,7	25,1	28,1
Percentil 90	31,8	36,9	41,2

**Quadro C1.3 • Contratos e stock de empréstimos à habitação por classe de LSTI**

	% contratos		% stock	
	jun. 22	dez. 23	jun. 22	dez. 23
≤20%	70,9	57,1	63,6	44,9
]20%;30%]	17,3	21,0	20,5	24,2
]30%;40%]	6,7	11,0	8,2	14,2
]40%;50%]	2,6	5,3	3,4	7,3
>50%	2,5	5,6	4,3	9,4

Fontes: Banco de Portugal, INE e Ministério das Finanças. | Notas: O LSTI corresponde ao rácio entre a prestação do empréstimo à habitação e o rendimento médio mensal dos mutuários (rendimento anual dividido por 12 meses). Apenas considera 70% do stock de empréstimos à habitação. Exclui contratos associados a exceções ao limite do rácio DSTI previstas na Recomendação macroprudencial. A informação de rendimento tem como fontes a instrução 33/2018 ou a CRC quando não reportado na anterior. Rendimento atualizado entre a última data de atualização e o que se espera que vigore em 2022 e 2023 para cada contrato, com base na taxa de crescimento “ordenados e salários” por trabalhador (projeção da taxa de crescimento para 2022 e 2023 com base no previsto para “remunerações dos empregados” — que à componente de “ordenados e salários” adiciona as “contribuições sociais dos empregadores” — do Orçamento do Estado). Note-se, contudo, que a evolução dos rendimentos individuais ao longo do ciclo de vida dos mutuários não foi tida em conta, a qual é relevante em virtude das maturidades originais longas dos empréstimos à habitação.

**Quadro C1.4 • Prestação, LSTI e montante em dívida médios por ano de celebração do contrato**

	Prestação média jun. 22 (€)	Δ dez. 23- jun. 22 (€)	LSTI médio jun. 22 (%)	Δ dez. 23-jun. 22 (pp)	Montante médio em dívida	% contratos	% stock
<2003	227	28	17,9	1,5	21 104	17,4	5,8
[2003;2007]	249	73	16,2	4,2	50 048	28,0	22,0
[2008;2013]	268	98	15,6	5,1	64 050	17,7	17,8
[2014;2018]	310	117	16,4	5,5	81 480	14,3	18,3
[2019;2022]	345	144	17,2	6,5	101 843	22,6	36,1
Total	279	92	16,6	4,8	63 663		

Fontes: Banco de Portugal, INE e Ministério das Finanças. | Notas: Projeção da prestação para 94% do stock de empréstimos à habitação em junho de 2022 (90% dos contratos), com base na variação esperada do indexante entre o último período de atualização da taxa de referência e o período de atualização seguinte de cada contrato. Desconsidera os contratos cuja data de término seja anterior a 31 de dezembro de 2023. O cálculo do LSTI segue a metodologia elencada na nota aos Quadros C1.2 e C1.3, considerando apenas 70% do stock de empréstimos à habitação.

Os empréstimos contratados a partir do segundo semestre de 2018 já se encontram no âmbito da medida macroprudencial introduzida em julho de 2018 pelo Banco de Portugal, que estabelece um limite ao rácio entre o montante das prestações mensais de todos os empréstimos detidos e o rendimento mensal líquido (DSTI, *debt service-to-income*) considerando um aumento dos indexantes no caso de contratos celebrados a taxa variável ou mista. Este fator terá contribuído para a melhoria do perfil de risco dos empréstimos com data de celebração mais recente e para estabilizar os rácios entre a prestação dos empréstimos à habitação e o rendimento na origem dos contratos (Gráfico C1.3). A Recomendação macroprudencial foi introduzida num contexto em que se começava a observar uma menor restritividade nos critérios de concessão de crédito, propiciado pelo crescimento continuado da atividade económica, pelo ambiente prolongado de baixas taxas de juro e pelo crescimento dos preços do imobiliário.

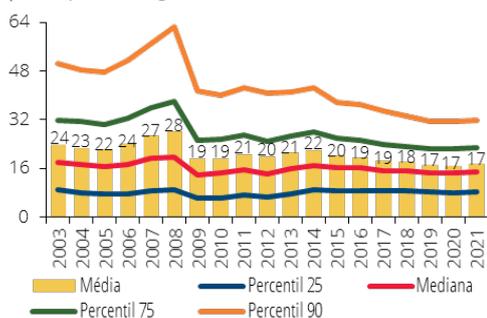
O maior peso de contratos em que os mutuários têm maior rendimento atua como um mitigante do risco destes empréstimos, uma vez que estes terão uma maior possibilidade de alterar a composição do seu consumo, através da substituição ou adiamento de despesas não essenciais, o que permite a suavização do impacto do aumento da prestação. O peso das famílias com rendimentos mais baixos no stock de crédito à habitação é baixo em Portugal, em linha com o observado noutros países da área do euro<sup>2</sup>. Em 2020 apenas 12% e 22% dos agregados nas classes de rendimento mais baixas

<sup>2</sup> ECB *Financial Stability Review*, novembro 2022.

(primeiro e segundo quintis) tinham crédito para habitação própria e permanente (31% para o total de famílias)<sup>3</sup>. O impacto da inflação para as famílias de rendimentos mais baixos advém, principalmente, do aumento do preço dos bens essenciais<sup>4</sup>, o que limita a possibilidade de substituição do consumo. Contudo, nos anos de celebração mais recentes observa-se um peso mais reduzido de particulares no quintil inferior de rendimento dos que têm empréstimos à habitação em dívida, em número de contratos e no *stock* de empréstimos (Gráfico C1.4).

**Gráfico C1.3 • LSTI original do *stock* de empréstimos à habitação**

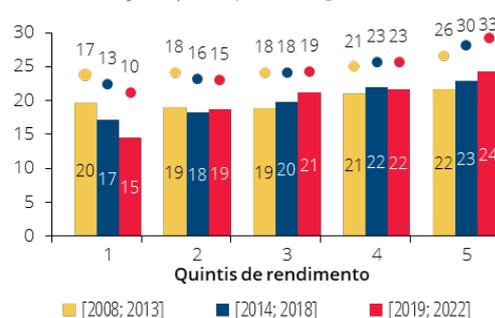
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Dados da instrução 33/2018 de empréstimos vivos no final de 2021. O LSTI original corresponde ao rácio entre a primeira prestação e o rendimento médio mensal (rendimento anual dividido por 12 meses) dos mutuários à data de início do contrato.

**Gráfico C1.4 • Contratos e *stock* de empréstimos à habitação por quintil de rendimento e ano de celebração**

| Em percentagem



Fontes: Banco de Portugal, INE e Ministério das Finanças. | Notas: Valores com base em 70% do *stock* de empréstimos à habitação em junho de 2022, excluindo contratos associados a exceções ao limite do rácio DSTI previstas na Recomendação macroprudencial. Rendimento de contratos com data de celebração anterior a 2022 atualizado consoante a nota aos Quadros C1.2 e C1.3. As barras correspondem ao peso no número de contratos e os pontos ao peso no *stock* de empréstimos (vivos em junho de 2022) em cada classe de ano de celebração.

O aumento da prestação média em termos absolutos é menor para os empréstimos à habitação associados aos dois primeiros quintis de rendimento. Contudo, o impacto no LSTI médio é mais relevante para os contratos do primeiro quintil de rendimento, esperando-se que aumente 7,7 pp entre junho de 2022 e dezembro de 2023 (Quadro C1.5). Estes contratos representavam 14,6% do *stock* de empréstimos à habitação em junho de 2022.

**Quadro C1.5 • Prestação e LSTI médios por quintil de rendimento**

Quintis de rendimento	Prestação média jun. 22 (€)	Δ dez. 23- jun. 22 (€)	LSTI médio jun. 22 (%)	Δ dez. 23-jun. 22 (pp)	% <i>stock</i>
≤ 1035€	229	74	29,8	7,7	14,6
]1035€; 1523€]	250	87	19,7	5,5	17,2
]1523€; 2127€]	269	96	15,0	4,4	18,8
]2127€; 3354€]	297	111	11,3	3,5	21,5
> 3354€	390	139	7,3	2,2	27,8
Total	279	92	16,6	4,8	

Fontes: Banco de Portugal, INE e Ministério das Finanças. | Notas: Valores apresentados para 70% do *stock* de empréstimos à habitação. Projeção da prestação com base na variação esperada do indexante entre o último período de atualização da taxa de referência e o período de atualização seguinte de cada contrato. Desconsidera os contratos cuja data de término seja anterior a 31 de dezembro de 2023. O cálculo do LSTI segue a metodologia elencada na nota aos Quadros C1.2 e C1.3.

<sup>3</sup> Inquérito à Situação Financeira das Famílias (ISFF) 2020.

<sup>4</sup> Caixa 6 do *Boletim Económico* de outubro de 2022.

## Caixa 2 • Risco de insolvência de empresas em Portugal: exposição em risco para o setor bancário decorrente do choque pandémico

A interrupção abrupta e inesperada da atividade económica durante a pandemia gerou receios, não materializados, de um aumento significativo do número de insolvências das empresas, em Portugal e na área do euro (ESRB 2021). Contudo, o atual contexto de incerteza e o eventual efeito desfasado da crise pandémica não permite afastar os receios de uma vaga de insolvências.

Esta Caixa avalia, com enfoque no *stock* de empréstimos, qual o risco para o setor bancário associado às empresas que apresentavam maior probabilidade de insolvência durante o período pandémico. Para tal, conjuga-se a evolução observada das insolvências com potenciais determinantes (e.g. situação financeira das empresas) como ponto de partida para a avaliação de risco acrescido para o setor bancário decorrente de empresas com elevada probabilidade de entrar em insolvência.

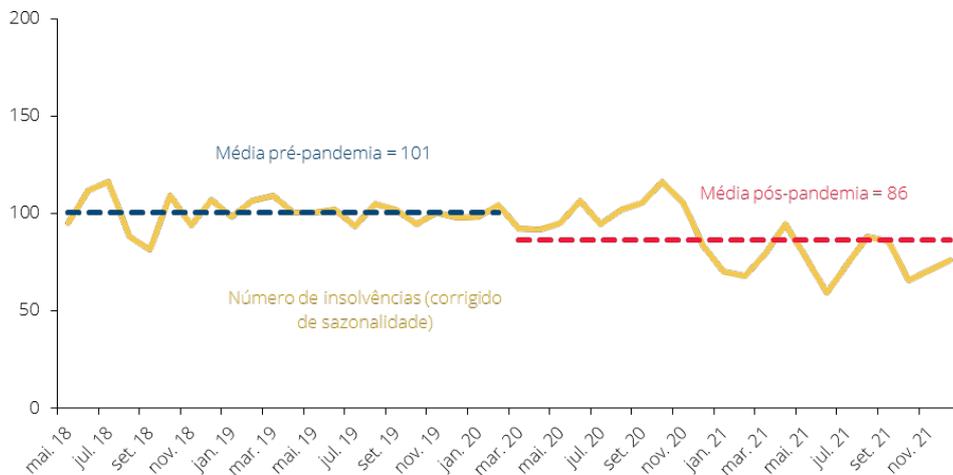
Em particular, procura-se quantificar o valor esperado de empréstimos a SNF em risco de incumprimento dada a probabilidade de insolvência das empresas. Considerando as insolvências ocorridas entre 2015 e 2019, apura-se a associação entre indicadores financeiros e de atividade económica das empresas, mas também entre as características dos bancos, e a materialização de insolvências. Posteriormente, estima-se a probabilidade de cada empresa entrar em insolvência em 2020, 2021 ou 2022. Para esta análise apenas se consideraram as empresas com empréstimos bancários em cada ano, e não se tem em conta um cenário macroeconómico prospetivo que incluía, entre outros fatores, o recente aumento acentuado das taxas de juro.

O número de insolvências reduziu-se em contexto de pandemia. O número de insolvências manteve-se em linha com o observado antes da pandemia até ao final de 2020, reduzindo-se de forma mais significativa em 2021. Entre março de 2020 e dezembro de 2021, houve em média menos 15 empresas com crédito bancário a entrar em insolvência por mês do que em igual período antes da crise pandémica (Gráfico C2.1). No período, houve uma redução de 14% do total de empresas que abriram insolvência. Este padrão observa-se, também, para o total de empresas em Portugal<sup>1</sup> e noutras geografias (Elsinger et al. (2021), Dörr, Julian Oliver et al. (2022), Eckert & Mikosch (2022)).

Apesar de ter diminuído na maioria dos setores de atividade, o número médio de insolvências aumentou para o setor do alojamento e restauração (Quadro C2.1). A redução foi mais acentuada nos setores do comércio, atividades de consultoria, científicas, técnicas e administrativas e na indústria transformadora. Contudo, no alojamento e restauração, um dos setores mais afetados pelo choque pandémico, o número médio de insolvências foi superior em cerca de 70% ao período pré-pandemia. Para a redução de insolvências no período da crise pandémica poderão ter contribuído as medidas de apoio à atividade empresarial e/ou a suspensão do prazo de apresentação do devedor à insolvência previsto no n.º 1 do artigo 18.º do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas. Nogueira (2022) mostra que a moratória de crédito pública reduziu a probabilidade base de insolvência, de 6,4% para 3,9%, e não encontra evidência de que a suspensão do prazo de apresentação do devedor à insolvência tenha reduzido as insolvências durante o período de pandemia.

<sup>1</sup> Sobre a evolução das insolvências durante o período de pandemia assim como a situação financeira das empresas que entraram em insolvência ver a Caixa 1 do *Relatório de Estabilidade Financeira* de dezembro de 2021.

**Gráfico C2.1 • Evolução do número de insolvências | Em número**



Fontes: Banco de Portugal e Ministério da Justiça (Citius). | Notas: Considerou-se como insolvência da empresa a abertura do processo de insolvência. A abertura de insolvência corresponde à identificação de um qualquer ato de formalização de um pedido de insolvência por um credor ou mutuário junto de um tribunal judicial. Exclui empresas públicas, sedes sociais e as classes das secções K, O, T e U da Classificação portuguesa das Atividades Económicas (CAE) Rev.3 e insolvências de particulares. Valores mensais. Apenas se consideram empresas com empréstimos bancários no momento da insolvência. A série do número mensal de insolvências foi corrigida de sazonalidade recorrendo à metodologia TRAMO-SEATS. A série “Média pré-pandemia” corresponde ao valor médio do número mensal de insolvências corrigido de sazonalidade no período compreendido entre maio de 2018 e fevereiro de 2020. A série “Média pós-pandemia” corresponde ao valor médio do número mensal de insolvências corrigido de sazonalidade no período compreendido entre março de 2020 e dezembro de 2021. Última observação: dezembro de 2021.

**Quadro C2.1 • Insolvências de empresas com empréstimos bancários no período pré e pós-pandemia, por setor de atividade | Em número e percentagem**

	Diferença (mar. 20 a dez. 21) face a (mai. 18 a fev. 20)	Em % da média anual de mai. 18 a fev. 20
<b>Total de empresas</b>	<b>-171</b>	<b>-14</b>
Agricultura, silvicultura e pescas	-3	-12
Indústria extrativa, eletricidade, gás e água	3	50
Indústria transformadora	-66	-20
Construção e atividades imobiliárias	-27	-19
Comércio	-106	-28
Transportes e armazenagem	-7	-9
Alojamento e restauração	57	69
Telecomunicações	3	17
Atividades de consultoria, científicas, técnicas e administrativas	-25	-26
Outros serviços	6	10
Setores mais afetados pela pandemia	26	6

Fontes: Banco de Portugal e Ministério da Justiça (Citius). | Notas: Considerou-se como insolvência da empresa a abertura do processo de insolvência. A abertura de insolvência corresponde à identificação de um qualquer ato de formalização de um pedido de insolvência por um credor ou mutuário junto de um tribunal judicial. Exclui empresas públicas, sedes sociais e as classes das secções K, O, T e U da Classificação portuguesa das Atividades Económicas (CAE) Rev.3 e insolvências de particulares. Valores anualizados e calculados tal como descrito na nota ao Gráfico C2.1.

O valor esperado do montante de empréstimos associado à possível entrada de empresas em insolvência (valor esperado da exposição em risco) aumentou durante a crise pandémica. Entre 2015 e 2019, o valor esperado dos empréstimos associados à entrada de empresas em insolvência, definido como o produto entre a probabilidade de insolvência de uma empresa e o seu montante de empréstimos em dívida, correspondeu, em média, a cerca de 400 milhões de euros (Quadro C2.2). Em 2019, este valor foi de 332 milhões de euros. Por seu turno, entre 2020 e 2022, esse valor situou-se entre os 380 e os 649 milhões de euros.

Contudo, o valor dos empréstimos associados às empresas que entraram em insolvência após 2020 caiu. Para as empresas cuja insolvência se materializou, o valor médio efetivo de exposição entre 2015 e 2019 (dados de fim de ano) correspondeu a 464 milhões de euros. Entre final de 2020 e junho de 2022, esse valor nunca superou os 172 milhões de euros.

Em junho de 2022, o valor esperado do montante de empréstimos associados a empresas em risco de insolvência entre 2020 e 2022 correspondia a 0,9% do *stock* de empréstimos das empresas em análise, sendo que apenas 0,1 pp estavam associados a empréstimos *non-performing*.

Refletindo o recurso generalizado às medidas de apoio, os empréstimos a empresas que recorreram simultaneamente a linhas de crédito com garantia pública e à moratória representam a maior parte do valor esperado de empréstimos potencialmente afetado pela abertura de insolvência (Quadro C2.3). O grupo de empresas que recorreu a linhas de crédito com garantia pública (LCGP) representa 61% do valor esperado de exposição em risco. Esta proporção supera claramente o peso destas empresas no crédito concedido (49%). Este resultado é particularmente relevante para o grupo de empresas que recorreu simultaneamente a LCGP e à moratória de crédito pública, 47% da exposição em risco e 33% do total de exposição, respetivamente. As condições de acesso às LCGP eram mais restritivas do que as da moratória, beneficiando assim as empresas de melhor qualidade creditícia pré-pandémica. Em linha com esta avaliação, a globalidade da exposição a estas empresas era *performing* em junho de 2022, realçando assim a importância das medidas de apoio. A recuperação sustentada da atividade económica contribuiu para a redução da probabilidade de insolvência neste grupo de empresas.

A distribuição por setores mais e menos afetados pela pandemia do valor esperado de exposição em risco associado à entrada de empresas em insolvência reproduz a proporção destes setores no total de crédito. Em junho de 2022, o peso do valor esperado da exposição em risco em setores mais afetados pela pandemia era próximo ao desta exposição no total de crédito (23% e 27%, respetivamente). O peso das empresas mais afetadas pelo aumento dos custos energia e/ou de matérias-primas e pela pandemia corresponde a 12% do valor esperado da exposição em risco.

O valor esperado de exposição associado à potencial entrada de empresas em insolvência decorrente da situação financeira das empresas até 2021 não é significativo. Contudo, o aumento das taxas de juro, as restrições nas cadeias de produção decorrentes de novos surtos pandémicos e da invasão da Ucrânia, bem como a incerteza sobre o impacto e duração destes dois choques poderão contribuir para a materialização de aberturas de insolvência por empresas. Deve-se continuar a fazer uma monitorização contínua desta exposição.

**Quadro C2.2 • Valor esperado do montante de empréstimos associados à possível entrada de empresas em insolvência e valor observado de empréstimos associados a empresas que já entraram em insolvência (valor materializado) | Em milhões de euros**

Ano	Valor esperado	Valor materializado
Média 2015-2019	400,0	463,9
Dezembro 2019	331,8	219,7
Dezembro 2020	380,0	171,7
Dezembro 2021	649,0	123,4
Junho 2022	578,7	146,4

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O valor esperado da exposição de crédito das empresas insolventes corresponde ao produto entre a probabilidade de uma empresa entrar em insolvência e o montante da exposição de crédito. A probabilidade de uma empresa abrir insolvência foi obtida a partir de um modelo *logit*, em que a variável dependente corresponde à abertura de um processo de insolvência da empresa e as variáveis independentes correspondem a rácios económico-financeiros da empresa, ao PIB e a variáveis associadas às instituições de crédito detentoras da exposição considerada. O valor materializado corresponde à exposição de crédito das empresas que abriram de facto insolvência no ano de referência. O modelo foi estimado para o período 2015 a 2019, de forma a excluir a evolução em período de pandemia. O montante de empréstimos é o associado a empresas para as quais foi possível obter uma projeção da probabilidade de insolvência, que corresponde a 83% do total de empréstimos na CRC em junho de 2022.

**Quadro C2.3 • Valor esperado do montante de empréstimos associados à possível entrada de empresas em insolvência e valor observado de empréstimos associados a empresas que já entraram em insolvência (valor materializado), por recurso a medidas de apoio | Em milhões de euros**

Junho de 2022	Valor esperado	Valor materializado
<b>Performing</b>	530,2	19,8
dos quais:		
Não recorreu a medidas	124,7	0,7
Recorreu à moratória	84,1	4,9
Recorreu a LCGP	74,7	1,2
Recorreu à moratória e a LCGP	246,7	13,0
<b>Non-performing</b>	40,0	119,4
dos quais:		
Não recorreu a medidas	6,0	7,7
Recorreu à moratória	14,2	19,9
Recorreu a LCGP	1,5	7,5
Recorreu à moratória e a LCGP	18,4	84,4

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O valor esperado da exposição de crédito das empresas insolventes corresponde ao produto entre a probabilidade da empresa entrar em insolvência e o montante da exposição de crédito. A probabilidade de uma empresa abrir insolvência foi obtida a partir de um modelo *logit*, em que a variável dependente corresponde à abertura de um processo de insolvência da empresa e as variáveis independentes correspondem a rácios económico-financeiros da empresa, ao PIB e as variáveis associadas às instituições de crédito detentoras da exposição considerada. O valor materializado corresponde à exposição de crédito das empresas que abriram de facto insolvência no ano de referência. O modelo foi estimado para o período 2015 a 2019, de forma a excluir a evolução em período de pandemia. O montante de empréstimos é o associado a empresas para as quais foi possível obter uma projeção da probabilidade de insolvência, que corresponde a 83% do total de empréstimos na CRC em junho de 2022. A referência a medidas de apoio apenas considera o recurso à moratória de crédito pública (moratória) e/ou linhas de crédito com garantia pública (LCGP). Assim, uma empresa identificada como “Não recorreu a medidas” poderá ter recorrido a outras medidas de apoio, tal como o *layoff*.

## Referências

Banco de Portugal (2021). Caixa 1 "Caraterização das empresas com pedidos de insolvência durante a pandemia", *Relatório de Estabilidade Financeira* de dezembro de 2021.

Dörr, J. O., Licht, G. e Murmann, S. (2022). "Small firms and the COVID-19 insolvency gap". *Small Business Economics*, 58(2), 887-917.

Eckert, F., e Heiner, M. (2022). "Firm bankruptcies and start-up activity in Switzerland during the COVID-19 crisis". *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 158(1), 1-25.

Elsinger, H., et al (2021). "The calm before the storm? Insolvencies during the COVID-19 pandemic". *OeNB Financial Stability Report*, (41).

ESRB (2021). *Prevention and management of a large number of corporate insolvencies*. Abril 2021.

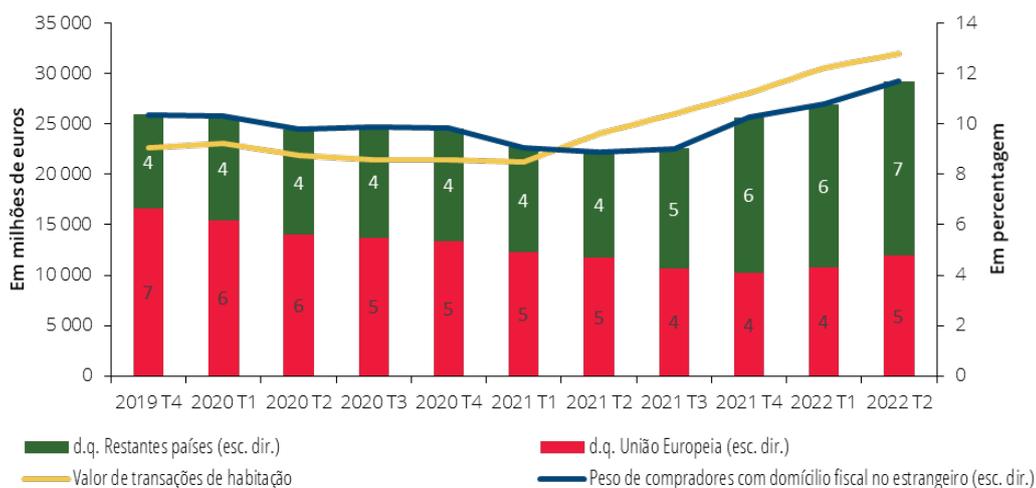
Nogueira, G. (2022). "Insolvência e reestruturação de empresas no período COVID-19". *Revista de Estudos Económicos*, 8(3).

### Caixa 3 • Relevância dos não residentes no dinamismo do mercado imobiliário residencial

Nos últimos 10 anos, o aumento significativo da participação de compradores não residentes marcou o mercado imobiliário residencial em Portugal. Após alguma redução na sequência da pandemia, as transações de habitação envolvendo compradores com domicílio fiscal fora de Portugal voltaram a aumentar significativamente, com o contributo maioritário dos compradores com domicílio fiscal fora da União Europeia (Gráfico C3.1). No acumulado dos quatro trimestres terminados em junho, os compradores não residentes representaram 11,7% do valor das transações de habitação em Portugal (8,9% nos 4 trimestres terminados em junho de 2021).

O valor médio de transação por compradores não residentes é 95% mais elevado do que o dos compradores residentes. Para compradores com domicílio fiscal em outros países da União Europeia, o valor médio de transação de habitação foi de 265 mil euros, superior em 55% ao valor médio de transação dos compradores com domicílio fiscal em Portugal. Por sua vez, para compradores com domicílio fiscal fora da União Europeia, o valor médio de transação foi de 414 mil euros, superior em 143% ao valor médio das transações envolvendo compradores residentes em Portugal. A informação disponível para os imóveis transacionados na área de reabilitação urbana (ARU) de Lisboa sinaliza alguma alteração no peso dos principais países de residência dos compradores, em particular um aumento das aquisições por parte de cidadãos dos EUA (Quadro C3.1).

Gráfico C3.1 • Transações de habitação em Portugal e peso de não residentes



Fonte: INE. | Notas: Valores acumulados de 4 trimestres. Inclui transações por pessoas singulares e coletivas. O termo 'não residentes' refere-se a cidadãos com domicílio fiscal fora de Portugal. No caso de pessoas singulares, o domicílio fiscal é o local da residência habitual. No caso de pessoas coletivas, o domicílio fiscal é o local da sede ou direção efetiva ou, na falta destas, local do seu estabelecimento estável em Portugal.

O preço mediano das transações de habitação continuou a aumentar em 2021 e 2022, com diferenciação entre o preço mediano das transações de compradores residentes e não residentes. Em 2021, a subida do preço mediano da habitação dos compradores residentes foi superior à do preço mediano associada aos compradores não residentes (7,4% e 3,2%, respetivamente). Já no segundo trimestre de 2022, o preço mediano da habitação adquirida por residentes cresceu 14,3%, em termos homólogos, e por cidadãos não residentes 18,6%. O preço mediano das habitações adquiridas por não residentes é superior ao preço mediano das habitações adquiridas por residentes em todas as regiões do país. Contudo, esta diferença é mais acentuada nas regiões da A.M. de Lisboa e do Porto e menos significativa no Algarve e no Resto do país.

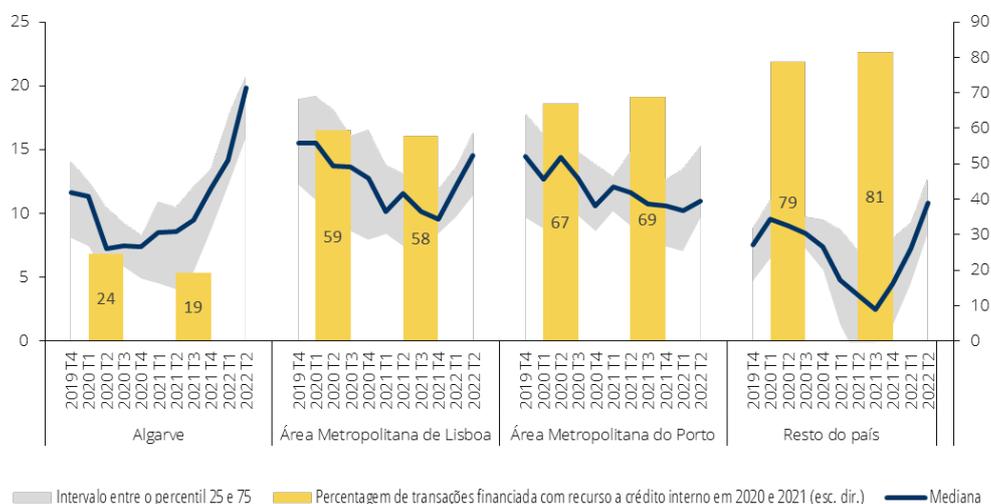
**Quadro C3.1 • Imóveis transacionados na Área de Reabilitação Urbana de Lisboa e principais compradores por nacionalidade | Em número**

	2017 S2	2018 S1	2018 S2	2019 S1	2019 S2	2020 S1	2020 S2	2021 S1	2021 S2	2022 S1
<b>Total</b>	509	849	798	750	868	769	697	589	1067	801
França	125	189	121	146	113	84	114	111	109	120
EUA	19	54	35	43	38	40	66	46	173	99
China	60	144	155	115	192	269	151	84	116	85
Reino Unido	49	77	47	50	43	55	36	52	83	61
Alemanha	12	6	20	23	22	17	20	17	32	44
Brasil	34	52	51	54	66	34	33	25	58	44
Itália	25	24	25	31	45	23	35	42	28	39
Outros	185	303	344	288	349	247	242	212	468	309

Fonte: Confidencial Imobiliário.

Refletindo uma maior intensidade de procura de não residentes em determinadas zonas do país, o peso do crédito nas transações de habitação difere significativamente por região. No Algarve, a percentagem de transações financiadas por crédito à habitação, em 2021, foi cerca de 20%. Já nas A. M. de Lisboa e do Porto, o crédito à habitação representou cerca de 60% e 70% do valor das transações, respetivamente, alcançando mais de 80% nas restantes regiões (Gráfico C3.2).

**Gráfico C3.2 • Crescimento homólogo do preço mediano das vendas por m<sup>2</sup> e percentagem das transações financiada com recurso a crédito interno por área geográfica | Em percentagem**



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: Os quartis de crescimento do preço mediano das vendas por m<sup>2</sup> foram obtidos para as regiões apresentadas considerando dados ao nível do concelho no caso do Algarve e das Áreas Metropolitanas de Lisboa e do Porto, e considerando dados ao nível das NUTS III no caso do resto do país. As duas barras relativas à percentagem de transações financiadas com recurso a crédito interno dizem respeito a valores anuais para 2020 e 2021.

A heterogeneidade regional da procura de não residentes, contribui para uma evolução diferenciada dos preços entre regiões. Em particular, no período recente, mercado pelo aumento da procura de não residentes, o crescimento dos preços da habitação tem sido mais acentuado nas regiões onde o seu peso é mais elevado e a percentagem de transações financiadas por crédito é menor. No segundo trimestre de 2022, o preço mediano da habitação cresceu, em

termos homólogos, 19,8% no Algarve, 14,5% na A. M. de Lisboa, 11% na A. M. do Porto e 10,8% no Resto do país. Em termos agregados, a percentagem de transações financiadas com recurso a crédito interno aumentou nos últimos anos, mas permanece 25 pp abaixo do observado em 2009 (Secção 1.3.4).

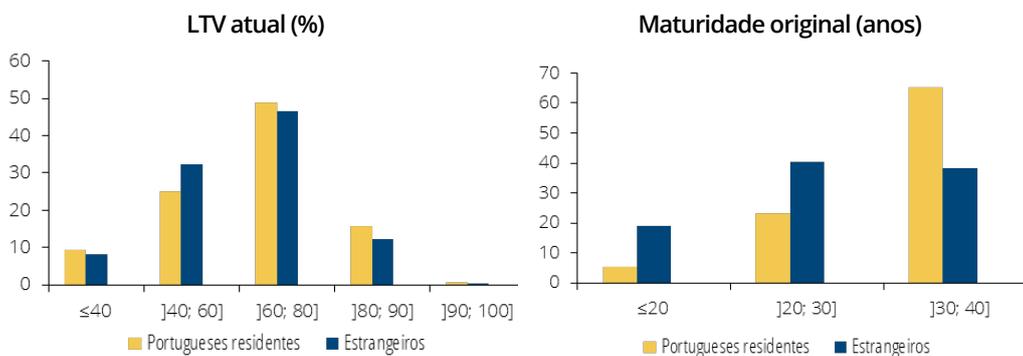
O crédito a cidadãos estrangeiros (residentes e não residentes) aumentou no período recente, mas continua a ter um peso diminuto. Entre dezembro de 2019 e junho de 2022, o peso dos cidadãos estrangeiros no *stock* de crédito à habitação aumentou de 6,4% para 7%. A alteração no perfil de procura, em particular com um maior peso da procura de habitação própria e permanente por estrangeiros em idade ativa e de escalões etários mais baixos, explica o crescimento recente. Do valor das novas operações de crédito à habitação em 2021 e no primeiro semestre de 2022, 10% foi concedido a cidadãos estrangeiros.

Os empréstimos concedidos desde 2019 a mutuários estrangeiros apresentam rácios médios de LTV atuais mais baixos e maturidades médias na origem mais curtas (Gráficos C3.3). Em junho, 12,5% destes empréstimos apresentava um rácio de LTV atual superior a 80% (16% no caso do crédito concedido no mesmo período a cidadãos nacionais); 32% um rácio LTV atual entre 40% e 60% (25% para cidadãos nacionais). Adicionalmente, 40% do crédito à habitação concedido a cidadãos estrangeiros apresentava uma maturidade na origem entre 30 e 40 anos (65% no concedido a cidadãos nacionais).

As transações de habitação por não residentes aumentaram significativamente no período recente, em particular envolvendo compradores com residência fora da União Europeia. O crescimento dos preços da habitação tem sido mais acentuado nas regiões onde o peso dos não residentes é mais elevado e a percentagem de transações de habitação financiadas por crédito interno é menor. O crédito à habitação a cidadãos estrangeiros aumentou no período recente, mas continua a ter um peso diminuto. Adicionalmente, estes empréstimos apresentam rácios de LTV mais baixos e maturidades médias mais curtas por comparação com os empréstimos concedidos a mutuários nacionais.

**Gráfico C3.3 • Distribuição do *stock* de crédito à habitação concedido entre 2019 e 2022 S1**

| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A análise de crédito apresentada nesta caixa não distingue os mutuários estrangeiros por residência/domicílio fiscal. Na medida em que uma parte significativa dos mutuários estrangeiros são considerados residentes, o universo de crédito em análise não tem uma correspondência com a informação do INE relativa às transações de habitação, apresentada no gráfico C3.1. Os valores do crédito à habitação concedido a portugueses residentes e cidadãos estrangeiros são referentes a instituições de crédito nacionais, não captando, por isso, crédito concedido em países estrangeiros para aquisição de habitação em Portugal.

#### Caixa 4 • *Machine learning*: principais conceitos, oportunidades e desafios para o sistema bancário

Ao longo das últimas décadas têm ocorrido alterações estruturais no sistema bancário que potenciaram a utilização de vários tipos de metodologias na recolha, tratamento, análise e reporte de informação. Por um lado, os requisitos prudenciais e contabilísticos têm aumentado a necessidade de aferir de forma mais rigorosa a evolução dos riscos e de reportar conjuntos de informação alargados às autoridades de supervisão. Por outro lado, a par da digitalização da atividade bancária, os sistemas de informação têm evoluído, o que permite alargar a capacidade de análise da informação que os gestores das instituições têm ao seu dispor.

A maior capacidade de processamento e de análise da informação pode traduzir-se, por exemplo, em melhores previsões do risco de crédito, originando ganhos para a estabilidade financeira. No momento da decisão de concessão de um crédito, uma melhor previsão do risco da operação (probabilidade de incumprimento e perda após incumprimento) permite uma maior eficiência e robustez na determinação do binómio risco-remuneração. Ao longo da vida útil do contrato, uma vez que a instituição tem de acompanhar a evolução do perfil de risco do mutuário, uma melhor previsão contribui, assim, para um registo adequado de imparidade e de requisitos de capital.

No campo da previsão, as técnicas de *machine learning* (ML) têm desafiado as metodologias econométricas. No que respeita à previsão de variáveis económicas, um número crescente de trabalhos tem apontando para a superioridade das técnicas de ML quando comparadas com a econometria tradicional. Chakraborty e Joseph (2017) e Medeiros, Vasconcelos, Veiga e Zilberman (2021) compararam alguns modelos econométricos com as metodologias de ML na previsão da inflação. Moscatelli, Parlapiano, Narizzano e Viggiano (2020) e Barbaglia, Manzan e Tosetti (2021) procuraram prever a probabilidade de incumprimento, o primeiro das empresas e o segundo dos empréstimos a particulares para habitação. A conclusão comum a estes trabalhos é a de que os modelos de ML apresentam um desempenho superior às metodologias econométricas.

Ao contrário da econometria, no ML a definição da forma funcional do modelo é determinada pelo algoritmo sustentado apenas nos dados. O ML é um subcampo da Inteligência Artificial (AI, na sigla inglesa), cujo custo de aplicação tem diminuído com o aumento da potência computacional. Trata-se, mais precisamente, do desenvolvimento de algoritmos a aplicar em bases de dados, focando-se primordialmente em áreas como a previsão, classificação e *clustering* (Athey, 2019). Em geral, as relações apreendidas pelo algoritmo são determinadas endogenamente pelos dados, permitindo uma maior flexibilidade na forma funcional do modelo e/ou nas variáveis a considerar pelo mesmo. Esta flexibilidade confere uma maior capacidade aos modelos para se ajustar aos dados e, assim, mimetizar o fenómeno económico em análise em função das variáveis disponíveis.

Existem metodologias estatísticas, e.g. mínimos quadrados ordinários (OLS, na sigla inglesa), que são utilizados na econometria convencional e no âmbito de ML, mas que diferem na forma de aplicação. Em econometria, a formulação do modelo a estimar e a avaliação dos resultados são, em geral, efetuadas com base na teoria económica. Na vertente de ML, é o algoritmo que seleciona o modelo e as variáveis a utilizar dentro do conjunto disponível. Esta seleção será aquela que optimize um critério predefinido, podendo ou não ter por base uma fundamentação económica. Os algoritmos podem ser, geralmente, divididos em aprendizagem supervisionada e em aprendizagem não supervisionada (Quadro C4.1).

A aprendizagem supervisionada procura ajustar uma variável de resposta em função de outras variáveis. Esta modalidade de aprendizagem consiste na modelização de uma variável de interesse em função de um conjunto de variáveis explicativas. A aplicação deste tipo de algoritmos ao sistema bancário encontra-se, por exemplo, na previsão da probabilidade de incumprimento e na deteção de diversos tipos de fraude, nomeadamente as associadas a cartões de crédito. Alguns dos métodos mais utilizados neste âmbito têm sido as árvores de decisão, *Random Forests*, *Support Vector Machines* e redes neuronais (Bozyğit e Taser, 2022).

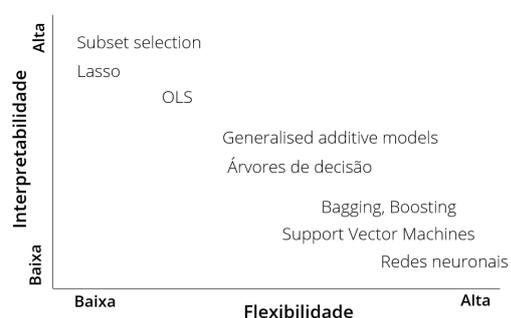
A aprendizagem não supervisionada não requer uma variável de resposta, ao invés envolve a deteção de padrões nas variáveis disponíveis na análise. Esta modalidade de aprendizagem tem como principal objetivo constituir grupos de observações similares (e.g. *K-means clustering*) ou reduzir a dimensionalidade dos dados (e.g. análise de componentes principais). Estas metodologias têm permitido, *inter alia*, incluir nas análises resultados mais completos e/ou robustos, através da definição de novas variáveis, da redução do número de variáveis a considerar numa abordagem supervisionada ou na deteção de *outliers*. No contexto da definição de novas variáveis, Azqueta-Gavaldon, Hirschebl, Onorante e Saiz (2020) procuram identificar um índice que quantifica a incerteza político-económica ao longo do tempo, recorrendo para o efeito a processamento textual (*natural language processing*) contido em diversos jornais de referência.

Embora o ML seja mais flexível quando comparado com a econometria convencional e contribua para melhorar a qualidade das previsões, reduzindo a incerteza associada a estes exercícios, a sua utilização implica uma maior dificuldade na interpretação dos resultados obtidos, o que se poderá traduzir numa menor confiança nos mesmos (Gráfico C4.1). A autonomia do ML na definição da forma funcional dos modelos limita a capacidade do utilizador em acautelar características da análise económica que podem condicionar os resultados. Por exemplo, a autocorrelação temporal, a existência de quebras estruturais nas relações e a sazonalidade. De notar ainda que, mesmo dentro do âmbito de ML, existem diversos métodos que diferem entre si, nomeadamente no binómio flexibilidade-interpretabilidade.

**Quadro C4.1 • Métodos supervisionados vs. não supervisionados – alguns exemplos**      **Gráfico C4.1 • Trade-off entre flexibilidade e interpretabilidade – modelos de ML supervisionados**

Supervisionados	Não supervisionados
Lasso	<i>K-means clustering</i>
OLS	Análise de componentes principais
<i>Generalised additive models</i>	Redes adversárias generativas
Árvores de decisão	
<i>Random Forest (Bagging)</i>	
<i>Boosting</i>	
<i>Support Vector Machines</i>	
Redes neuronais	

Fontes: Athey e Imbens (2019) e James et al. (2013). | Nota: O quadro não esgota as metodologias de ML disponíveis na literatura.



Fontes: Bastos e Matos (2021) e James et al. (2013). | Nota: A ilustração não esgota as metodologias de ML disponíveis na literatura.

A dificuldade de interpretação dos resultados que caracteriza o ML pode constituir um risco para as instituições se a sua tomada de decisão for apenas ancorada nestas metodologias. Por exemplo, os motivos da (não) concessão de um crédito devem ser claros e transparentes a todos os intervenientes no processo. A Comissão Europeia está a trabalhar na regulação da inteligência artificial com vista a que a sua utilização respeite os valores, os direitos fundamentais e os princípios da União Europeia, e assim se evitem situações de discriminação no acesso ao crédito. O instrumental analítico utilizado na tomada de decisão deverá ser variado, não se circunscrevendo apenas aos resultados derivados da utilização de ML.

A utilização das metodologias de ML poderá constituir também um desafio acrescido para as autoridades de supervisão. Este desafio está associado à, já referida, menor transparência e interpretabilidade dos resultados das metodologias de ML. Foi neste contexto que a Autoridade Bancária Europeia (EBA, na sigla inglesa) publicou em 2021 um artigo de discussão (EBA, 2021) em que apresenta recomendações, desafios e oportunidades da utilização das metodologias de ML

nos modelos internos (IRB) empregues no cálculo dos requisitos de capital para risco de crédito. Adicionalmente, o BIS identifica, no seu boletim informativo<sup>1</sup>, a necessidade das instituições e supervisores de avaliarem os riscos de gestão e de monitorização da utilização destas metodologias.

**A literatura recente tem desenvolvido mecanismos de interpretação dos resultados fornecidos pelos modelos de ML, embora ainda exista um longo caminho a percorrer neste campo.** Diversos autores têm sugerido diferentes técnicas de interpretação dos resultados, por exemplo através de valores Shapley (Lundberg e Lee, 2017) ou gráficos de efeitos locais acumulados (Apley e Zhu, 2020). O campo de investigação resultante tem por nome *explainable Artificial Intelligence* e tem como objetivo introduzir técnicas que permitam ao analista perceber os mecanismos inerentes aos modelos. Isto permitirá uma maior segurança e transparência, o que se traduzirá numa maior confiança nos resultados e na sua mais fácil transmissão a todas as partes interessadas. Neste contexto, Bracke, Datta, Jung e Sem (2019) apresentam um conjunto de abordagens de interpretação dos modelos de ML, com aplicação à previsão da probabilidade de incumprimento. Apesar do progresso observado até ao momento, ainda não existem técnicas amplamente aceites e de fácil implementação que permitam obter a interpretação e inferência disponíveis na econometria convencional. Não obstante, o ML pode coexistir numa ótica de análise de robustez aos resultados obtidos com as técnicas tradicionais.

**Em suma, a utilização do ML é um desafio e uma oportunidade para o sistema bancário.** Um desafio porque as instituições devem evitar que a utilização do ML condicione a transparência por detrás das suas decisões. Uma oportunidade porque o sistema bancário pode, desta forma, melhorar o instrumental analítico que suporta a tomada de decisão. Em todo o caso, as instituições têm de ser capazes de se dotar dos recursos humanos e tecnológicos condizentes com a complexidade associada à sua aplicação.

## Referências

- Apley, D. W., e Zhu, J. (2020). "Visualizing the effects of predictor variables in black box supervised learning models." *Journal of the Royal Statistical Society: Series B (Statistical Methodology)*, 82(4), 1059-1086.
- Athey, S. (2019). "The impact of machine learning on economics." In: A. Agrawal, J. Gans, e A. Goldfarb (eds.), *The economics of artificial intelligence: An agenda* (pp. 507-547). University of Chicago Press.
- Athey, S. e Imbens, G. W. (2019). "Machine Learning Methods Economists Should Know About." *Annual Review of Economics* 11, 685-725.
- Azqueta-Gavaldon, A., Hirschbhl, D., Onorante, L., e Saiz, L. (2020). "Economic policy uncertainty in the euro area: an unsupervised machine learning approach." (*Working Paper Series No. 2359*). European Central Bank.
- Barbaglia, L., Manzan, S., e Tosetti, E. (2021). "Forecasting Loan Default in Europe with Machine Learning." *Journal of Financial Econometrics*, 1-28.
- Bastos, J. A. e Matos S. M. (2021). "Explainable models of credit losses." *European Journal of Operational Research*, 301(1), 386-394.
- Bozyiğit, F. e Taser, P. Y. (2022). "Machine Learning Applications for Fraud Detection in Finance Sector." In: S. B. Kahyaoğlu (ed.), *The Impact of Artificial Intelligence on Governance, Economics and Finance* (pp. 121-146). Springer.
- Bracke, P., Datta, A., Jung, C. e Sen, S. (2019). "Machine learning explainability in finance: an application to default risk analysis." (*Staff Working Paper No. 816*). Bank of England.

<sup>1</sup> Disponível no [site](#) do Bank for International Payments (BIS).

Chakraborty, C., e Joseph, A. (2017). "Machine learning at central banks." (*Staff Working Paper* No. 674). Bank of England.

European Banking Authority (2021). "Discussion paper on machine learning for IRB models." (EBA/DP/2021/04).

James, G., Witten, D., Hastie, T. e Tibshirani, R. (2013). *An Introduction to Statistical Learning with Applications in R*. Springer.

Lundberg, S. M., e Lee, S. I. (2017). "A unified approach to interpreting model predictions." In: I. Guyon et al. (eds.), *Advances in neural information processing systems* 30 (pp. 4765–4774). Curran Associates, Inc.

Medeiros, M. C., Vasconcelos, G. F., Veiga, Á., e Zilberman, E. (2021). "Forecasting inflation in a data-rich environment: the benefits of machine learning methods." *Journal of Business & Economic Statistics*, 39(1), 98-119.

Moscatelli, M., Parlapiano, F., Narizzano, S., e Viggiano, G. (2020). "Corporate default forecasting with machine learning." *Expert Systems with Applications*, 161.

## Caixa 5 • Exposição do sistema bancário aos riscos climáticos de transição inerentes à carteira de crédito à habitação – análise exploratória

Em vários cenários de transição climática, a necessidade de redução das emissões de gases com efeito de estufa (GEE) implicará um aumento considerável do preço das licenças de emissão de carbono. Este aumento refletir-se-á nos preços da energia, penalizando os agentes económicos com maiores dificuldades em substituir fontes de energia mais intensivas em carbono por fontes mais limpas e mais baratas.

A riqueza das famílias também poderá ser afetada por via dos impactos ambientais no valor dos imóveis, o seu principal ativo. Para cumprir com requisitos de certificação energética dos imóveis e/ou reduzir as emissões associadas, será necessário investir na melhoria da sua eficiência. A incapacidade para suportar estes investimentos impactará negativamente o valor de imóveis menos eficientes.

Esta Caixa apresenta uma abordagem para quantificar a exposição do sistema bancário português aos riscos climáticos de transição via crédito à habitação. A partir das despesas das famílias com energia nas habitações, estima-se a sua vulnerabilidade em função (i) do peso destas despesas no rendimento e (ii) da eficiência energética dos imóveis, aproximada pelos gastos energéticos por m<sup>2</sup> e habitante. Posteriormente, esta informação é utilizada para caracterizar a carteira de empréstimos, garantidos por imóveis, para habitação própria e permanente do sistema bancário.

Esta abordagem poderá ser útil como ponto de partida para se explorar, de forma mais abrangente, os impactos sobre o setor bancário associados à transição climática, com enfoque nos particulares. Deve ser vista como um trabalho inicial sobre este tema, subsistindo algumas limitações na informação existente.

### Inquérito às Despesas das Famílias

O Inquérito às Despesas das Famílias (IDEF) é uma das fontes de informação. Este inquérito é realizado a cada cinco anos para atualizar o volume e a estrutura da despesa das famílias. Não tendo sido realizado o inquérito previsto para 2020/2021 devido à pandemia, foi utilizada informação relativa ao último inquérito disponível, que foi realizado em 2015/16 e apresenta dados relativos a 2015. Por isso, esta análise não incorpora eventuais alterações da composição da despesa em resposta a variações nos preços relativos ou a outras alterações estruturais.

Em 2015, a fatura energética média anual por agregado familiar na habitação (despesa em eletricidade, gás e outros combustíveis) era de 1222€. A distribuição do rácio das despesas com energia sobre o rendimento apresentava uma média (mediana) de 10,3% (6,8%). Para rendimentos abaixo da mediana, o valor médio (mediana) era de 14,7% (10,1%) e a aba direita da distribuição era mais larga, justificada pela rigidez da procura destas despesas (Gráfico C5.1). Este padrão indicia uma maior vulnerabilidade destas famílias perante aumentos do preço da energia. As despesas com eletricidade e gás representavam 60% e 34% da fatura energética das habitações em Portugal, sendo os restantes 6% em combustíveis líquidos e sólidos.

O IDEF inclui outras variáveis que caracterizam os agregados familiares e as respetivas habitações. Esta informação permite compreender de que forma os gastos energéticos variam com fatores socioeconómicos. Essas relações podem ser transpostas para as famílias com crédito garantido por imóveis registado na Central de Responsabilidades de Crédito (CRC).

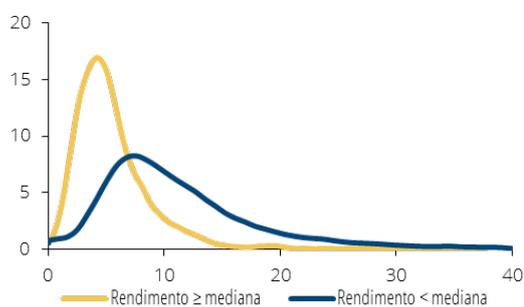
O modelo estimado explica os gastos com energia na habitação com base no rendimento anual, na dimensão do agregado familiar<sup>1</sup>, na dimensão do imóvel e na localização. A título ilustrativo, o valor médio anual da fatura energética situa-se em 1691€ (824€) para o quintil de rendimento

<sup>1</sup> Utilizando a escala de equivalência modificada da OCDE que atribui o valor de 1 ao primeiro adulto, o valor de 0,5 aos restantes membros adultos do agregado familiar e o valor de 0,3 a cada criança.

mais elevado (baixo) (Gráfico C5.2) e em 1391€ (1122€) para famílias com (sem) crianças dependentes. Adicionalmente, é acrescentada uma variável binária que identifica as habitações que têm crédito à habitação associado e outras variáveis binárias que identificam o trimestre de reporte do questionário para controlar para padrões de sazonalidade.

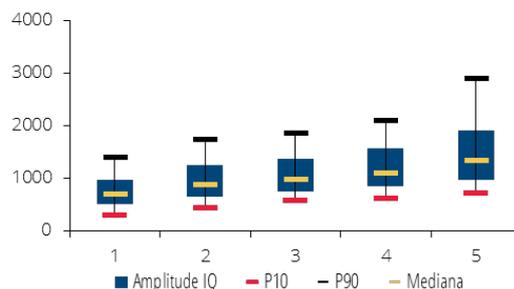
Os regressores incluídos no modelo apresentam o sinal esperado e são, na sua maioria, estatisticamente significativos. Os gastos energéticos aumentam com o rendimento, o número de elementos no agregado familiar e a dimensão da habitação. Adicionalmente, os resultados sugerem que a fatura energética é mais baixa no sul e para imóveis com crédito à habitação.

**Gráfico C5.1 • Distribuição do rácio despesas com energia / rendimento | Densidade de probabilidade**



Fontes: Banco de Portugal e INE (IDEF).

**Gráfico C5.2 • Despesas com energia na habitação por quintil de rendimento | Em euros**



Fontes: Banco de Portugal e INE (IDEF).

### Central de Responsabilidades de Crédito

O rendimento dos mutuários e a dimensão (em m<sup>2</sup>) do imóvel dado como garantia não estão disponíveis na CRC. Por este motivo, recorreu-se ao reporte da Instrução 33/2018 do Banco de Portugal para reconstruir estas variáveis na CRC, seguindo a metodologia de Abreu et al. (2021)<sup>2</sup>, para reconciliar as bases de dados.

Na Instrução 33/2018, o rendimento dos mutuários é reportado com referência a uma data de atualização (rendimento atualizado) ou à data de origem do contrato (rendimento original). Assim, de modo a exprimir o rendimento de todos os mutuários em valores de um mesmo ano foi aplicado um fator de atualização proporcional à evolução dos salários desde o ano de referência do rendimento reportado e o ano de 2021.

A dimensão dos imóveis foi aproximada com recurso ao quociente entre o valor do imóvel reportado na Instrução 33/2018 e o valor mediano da avaliação bancária no concelho/NUTS2 onde se localiza e com referência ao mês e ano de avaliação. Nos casos em que o imóvel tem uma data de avaliação anterior a janeiro de 2011, o seu valor foi atualizado para 2021 utilizando os índices de preços dos imóveis residenciais da Confidencial Imobiliário.

Recorrendo a estas variáveis, que caracterizam os agregados e as habitações, extrapolaram-se os gastos com energia para as famílias com crédito garantido por imóveis registado na CRC.

No final de dezembro de 2021, a carteira de empréstimos garantidos por imóveis para habitação própria e permanente representava cerca de 97% do *stock* de empréstimos à habitação. Apesar

<sup>2</sup> *Working Paper* do Banco de Portugal, “The impact of a macroprudential borrower-based measure on households’ leverage and housing choices”, novembro 2021.

de algumas limitações na informação caracterizadora dos agregados e habitações, foi possível incluir nesta análise cerca de 68% desta exposição.

A distribuição do rácio de despesas com energia sobre o rendimento nos empréstimos à habitação sob análise apresentava uma média (mediana) de 7% (5,8%). Dividindo a distribuição por quintis, observa-se que 36% destes empréstimos encontrava-se alocado a mutuários com um rácio de despesas com energia sobre o rendimento superior a 6,6%, ou seja, nos quintis mais elevados (4 e 5) (Gráfico C5.3). Estes empréstimos estão concentrados nos quintis de rendimento inferior (1 e 2), o que representa uma maior vulnerabilidade destas famílias perante aumentos do preço da energia, dado em geral os seus menores níveis de riqueza e a menor capacidade de alterar a composição do seu consumo. As políticas governamentais destinadas a famílias economicamente vulneráveis que promovam o investimento no conforto térmico das habitações poderão contribuir para reduzir as faturas energéticas e, deste modo, atenuar estes impactos.

Um outro fator a ter em consideração na análise é a eficiência energética das habitações. Como atualmente não é possível cruzar a informação da certificação energética do parque habitacional com os dados da CRC, foi necessário recorrer a *proxies* para aferir a eficiência energética dos imóveis. Assim, a intensidade energética dos imóveis foi aproximada pelos gastos em energia nas habitações relativizados pela dimensão do agregado familiar e pela dimensão do imóvel. Considerando que a eficiência energética expectável de cada imóvel deverá variar com a sua localização e dimensão, a comparação direta do rácio de intensidade energética entre imóveis poderá não ser rigorosa. Por conseguinte, as famílias (e os respetivos imóveis) foram repartidas com base nestas duas variáveis<sup>3</sup> em diversas subamostras, calculando-se o percentil 10 da intensidade energética em cada uma delas, o qual poderá ser entendido como o seu referencial de eficiência. De seguida, a intensidade energética de cada família foi dividida pelo referencial da subamostra a que foi alocada, obtendo-se um indicador normalizado e comparável entre famílias (imóveis) com características diferentes. Valores mais altos deste indicador são, assim, associados a níveis de eficiência energética mais baixos.

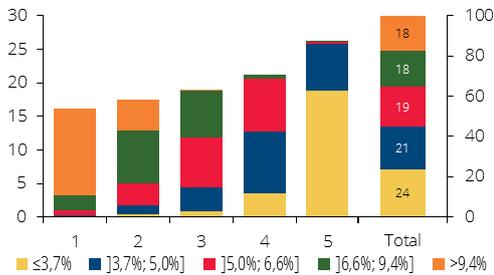
Apesar das limitações (p.e. não incorporação de informação sobre qualidade da construção dos imóveis ou equipamentos associados à climatização e à produção de águas quentes sanitárias), este indicador é utilizado como *proxy* da eficiência energética dos imóveis.

Dos empréstimos à habitação sob análise 63% estava concentrada nos quintis de intensidade energética mais elevados (3, 4 e 5), isto é, tinham subjacentes imóveis com eficiência energética mais baixa (Gráfico C5.4).<sup>4</sup> Contudo, apenas 4% desta exposição apresenta rácios *loan-to-value* (LTV) atuais superiores a 80%, mitigando eventuais impactos de redução do valor dos imóveis menos eficientes na exposição dos bancos. Em termos prospetivos, a maturidade dos empréstimos poderá ser um fator relevante para a “duração” deste risco, na medida em que (i) as operações com imóveis novos terão associado um menor nível de risco (dados os requisitos em vigor) e (ii) as condições da oferta de crédito dependam da eficiência energética, criando incentivos adicionais à melhoria dos imóveis mais antigos.

3 A localização refere-se às NUTS2 (sete regiões); a dimensão do imóvel em m2 foi dividida em quintis.

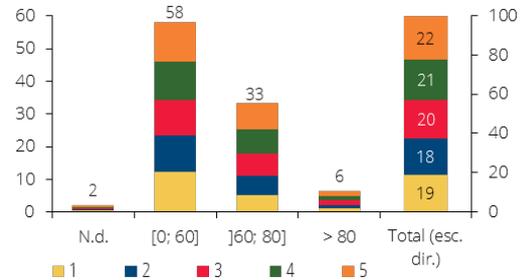
4 De acordo com os dados da ADENE, 68% dos certificados emitidos entre 2014 e 2022 para edifícios destinados à habitação tinham uma certificação energética mais baixa (C, D, E, F).

**Gráfico C5.3 • Empréstimos garantidos por imóveis, por rácio entre as despesas com energia e o rendimento e por quintil de rendimento | Em percentagem**



Fontes: Banco de Portugal e INE (IDEF).

**Gráfico C5.4 • Empréstimos garantidos por imóveis, por LTV atual e por nível de eficiência energética | Em percentagem**



Fontes: Banco de Portugal e INE (IDEF). | Notas: O indicador de eficiência normalizado foi dividido em quintis em que o 1.º corresponde a um nível de eficiência mais alto; LTV atual apurado com base em dados granulares da CRC ao nível do empréstimo. Sempre que a data de última avaliação do imóvel é anterior a 2022 T1, o valor atual do mesmo é estimado com base no IPH do INE.

---

## II Temas em destaque

O impacto do aumento das taxas de juro no serviço da dívida das empresas

A usabilidade das reservas de fundos próprios em resultado da sua interação com os requisitos mínimos regulamentares



# O impacto do aumento das taxas de juro no serviço da dívida das empresas

## 1 Enquadramento

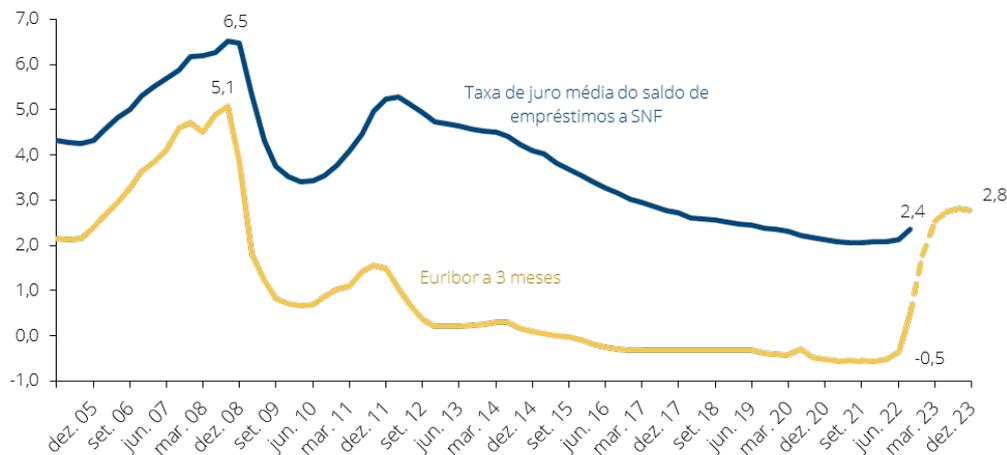
O aumento das taxas de juro do mercado monetário no período recente foi abrupto. As expectativas implícitas em instrumentos de mercado apontam para a continuação desta trajetória de subida e para uma convergência das taxas Euribor nos diversos prazos para um valor próximo de 3% em meados de 2023. Um valor normal em termos históricos, mas uma alteração significativa face aos últimos 15 anos (Gráfico 1).

**Este choque aumentará rapidamente os custos de financiamento das empresas.** O aumento das taxas de juro irá refletir-se de imediato no custo do novo crédito a empresas e desfasadamente no *stock*. Ainda assim, a combinação das estruturas de maturidade e de período de fixação de taxa de juro dos empréstimos bancários a empresas implicará a transmissão rápida do aumento das taxas de juro do mercado monetário ao custo do *stock* de crédito, ainda que possa observar-se alguma compressão temporária de *spreads* (ver Castro G. & Santos C., (2010)). Em agosto de 2022, cerca de 70% do *stock* de empréstimos a empresas estava indexado a uma taxa Euribor com prazo até 12 meses e cerca de 15%, apesar de contratado a taxa fixa ou com outro tipo de taxa, tinha uma maturidade residual inferior a 1 ano, e por isso o refinanciamento deverá ser feito a um custo mais elevado (Gráfico 2).

**A capacidade das empresas fazerem face a um aumento das taxas de juro é superior à de crises anteriores, mas persistem vulnerabilidades associadas a empresas mais impactadas pela evolução recente da economia.** A redução do endividamento e o aumento do capital das empresas entre a crise da dívida soberana e a crise pandémica, assim como a recuperação da rentabilidade das empresas após o choque pandémico serão mitigantes à materialização de incumprimento decorrentes de aumentos da taxa de juro. A acumulação de depósitos pelas empresas durante a crise pandémica, que reforçou o aumento da liquidez já observado desde 2013, também contribui para uma posição atual de menor vulnerabilidade das empresas face a crises anteriores. Contudo, estes mitigantes poderão ser de menor valia nas empresas mais impactadas pela crise pandémica e/ou pelo aumento dos custos da energia e/ou outras matérias-primas.

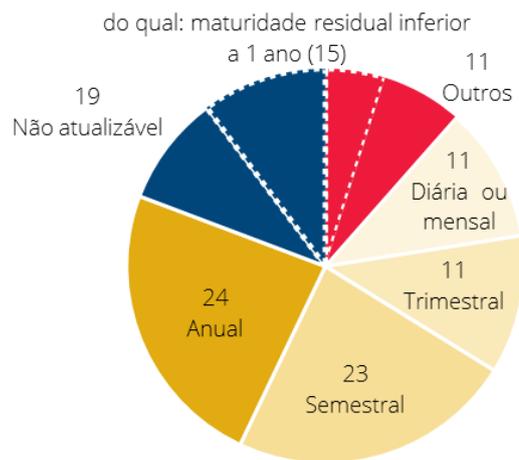
**Este Tema em destaque analisa o impacto do aumento das taxas de juro na capacidade de serviço da dívida das empresas não financeiras até ao final de 2023.** Com base no modelo de Augusto et al. (2022), são analisados dois indicadores: (i) o rácio de cobertura de gastos de financiamento (RCJ) medido pelo quociente entre EBITDA e os juros suportados, e (ii) a percentagem de empresas em vulnerabilidade, definidas como as empresas com um RCJ inferior a 2. Nesta análise, apenas se consideram as empresas com empréstimos bancários ou outra dívida financeira e com capital próprio positivo em final de 2021.

**Gráfico 1 • Taxa de juro média do saldo de empréstimos a SNF e Euribor a três meses**  
| Em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e Refinitiv.

**Gráfico 2 • Decomposição do stock de empréstimos a SNF por frequência de atualização de taxas de juro, em agosto de 2022** | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Informação da Central de Responsabilidades de Crédito. A tracejado é identificada a categoria “do qual: maturidade residual inferior a um ano” das categorias “Não atualizável” a azul e “Outros” a vermelho.

## 2 Metodologia e cenários de projeção

O exercício tem por base o modelo de simulação do balanço, da demonstração de resultados e do mapa de fluxos de caixa de Augusto et al. (2022), que combina informação granular por empresa disponível na Central de Balanços e na Central de Responsabilidades de Crédito com as projeções do Banco de Portugal para a economia portuguesa do *Boletim Económico* de junho de 2022. Tendo em conta as decisões de política monetária tomadas desde junho de 2022 e as expetativas de mercado, considerou-se neste exercício uma trajetória das taxas de juro de empréstimos a empresas com base nas expetativas para a Euribor a 3 meses implícitas nos respetivos contratos de futuros (média das expetativas do mês de setembro), mantendo o respetivo *spread* médio.

A projeção para o VAB e para outras variáveis do cenário macroeconómico não reflete as condições associadas a esta trajetória. Assumindo que o aumento mais significativo das taxas de juro de empréstimos poderá estar associado a um cenário macroeconómico menos favorável em 2023 e, por conseguinte, com um menor crescimento do EBITDA, os resultados obtidos poderão ser tomados como um limite inferior para o impacto até ao final de 2023. Por outro lado, a recente revisão em alta da previsão para 2022 poderá contribuir para uma melhoria dos resultados da projeção.

O exercício de simulação parte da situação financeira em final de 2021 das empresas privadas com empréstimos bancários ou outra dívida financeira e com capital próprio positivo, num total de 229 mil empresas que representam 75% do crédito bancário, 78% do total de ativo de empresas privadas e 87% do pessoal ao serviço das empresas.

Os juros são estimados aplicando a taxa de juro aos empréstimos bancários e a outra dívida financeira, repercutindo assim totalmente no custo do financiamento os aumentos observados. Por seu turno, a dívida resulta de um exercício sequencial que, em cada trimestre, considera (i) as amortizações estimadas com base na maturidade residual média observada e (ii) o novo financiamento que resulta das necessidades de liquidez da empresa, assumindo que apenas o obtém caso tenha apresentado crescimento no VAB nos anos anteriores ou cumpra com o critério de elegibilidade definido como um quociente entre EBITDA e os gastos de financiamento superior a 2. Não são consideradas reestruturações de dívidas.

O EBITDA é estimado a partir da demonstração de resultados das empresas, onde a evolução das rubricas é alinhada com a projeção para o VAB do setor de atividade em que a empresa se insere, considerando uma desagregação por 13 setores.

O potencial aumento da remuneração dos ativos financeiros das empresas decorrente dos aumentos das taxas de juro, em particular dos depósitos, não é considerado neste exercício. Esta simplificação é justificada, sobretudo, pela pouca representatividade e significativa irregularidade intertemporal destes rendimentos. Adicionalmente, num contexto de liquidez abundante no sistema bancário e de taxas de juro de saldos de depósitos virtualmente nulas, espera-se um aumento lento e para níveis ainda baixos desta remuneração.

Num segundo exercício de simulação, considerou-se a possibilidade de as empresas reduzirem o seu custo de financiamento por via da amortização adicional de dívida financeira no montante dos excedentes de liquidez acumulados nos últimos anos. A empresa utiliza os seus depósitos até manter: (i) um valor consistente com o rácio de liquidez médio das empresas do mesmo setor de atividade e dimensão no período de 2017 a 2019 ou (ii) o valor igual à média dos depósitos da empresa no mesmo período, caso este último seja inferior.

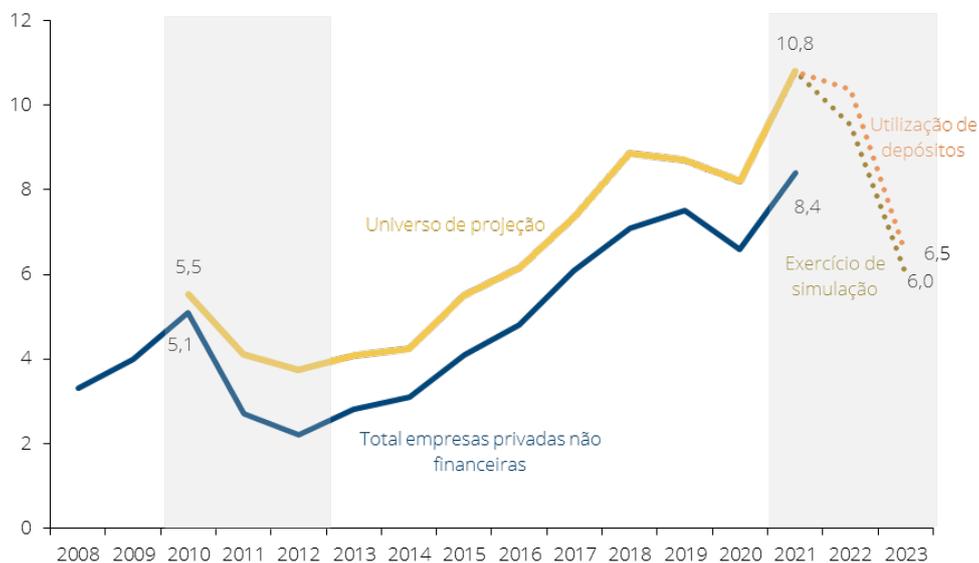
### 3 Evolução do RCJ e da proporção de empresas em vulnerabilidade

**O aumento das taxas de juro diminui o RCJ de 10,8, em 2021, para 9,5, em 2022, e 6,0, em 2023 (Gráfico 3).** Neste último ano o RCJ é inferior ao de 2019 e próximo de 2015-2016, tomando como referência o universo de projeção. Estes resultados são semelhantes aos apresentados na Caixa 2 do *Boletim Económico* de outubro de 2022, ainda que com pressupostos de simulação distintos. A redução de 4,8 do RCJ decorre do aumento dos juros pagos pelas empresas, cujo efeito se estima em -6,2 enquanto a melhoria dos resultados operacionais e a estabilidade do endividamento tem um impacto estimado de +1,3 (Quadro 1).

**A redução estimada para o RCJ entre 2021 e 2023 é superior à observada na crise da dívida soberana, mas estima-se que o rácio se mantenha acima dos observados entre 2010 e 2012.** Face a um universo comparável, a queda de 4,8 do RCJ entre 2021 e 2023, compara com uma redução de 2,7 entre 2010 e 2012, período em que o principal contributo para redução do rácio foi o EBITDA (-1,9).

### Gráfico 3 • Evolução do rácio de cobertura de gastos de financiamento

| Em número de vezes



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Rácio de cobertura de gastos de financiamento (RCJ) definido como o rácio entre o agregado de EBITDA e o agregado de juros suportados. “Universo de projeção” considera as empresas com capital próprio positivo e dívida financeira em dezembro de 2021. “Total de empresas privadas não financeiras” considera todas as empresas em Portugal. “Utilização de depósitos” considera a amortização adicional de dívida financeira no montante dos excedentes de liquidez acumulados face a 2017-2019.

### Quadro 1 • Contributos para a evolução do rácio de cobertura de gastos de financiamento, comparação entre o período do exercício de simulação e a crise da dívida soberana

| Diferença no número de vezes

	Ano inicial	T + 1	T + 2
<b>Variação do RCJ</b>			
Exercício de simulação	2021	-1,3	-3,5
Crise da dívida soberana	2010	-2,3	-0,4
<b>Contributo EBITDA</b>			
Exercício de simulação	2021	0,7	0,3
Crise da dívida soberana	2010	-1,5	-0,4
<b>Contributo taxa de juro</b>			
Exercício de simulação	2021	-2,2	-4,0
Crise da dívida soberana	2010	-0,8	-0,2
<b>Contributo da dívida financeira</b>			
Exercício de simulação	2021	0,2	0,1
Crise da dívida soberana	2010	0,0	0,2

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Rácio de cobertura de gastos de financiamento (RCJ) definido como o rácio entre o agregado de EBITDA e o agregado de juros suportados. O contributo da dívida e dos juros é calculado assumindo que o total de juros pagos pelas empresas corresponde ao produto entre o valor da taxa de juro e a sua dívida financeira. A variação do RCJ e dos contributos relativos à série “Crise da dívida soberana” têm por base o conjunto de empresas com capital próprio positivo e dívida financeira em 2010, em equivalência com a definição do universo de empresas considerado para o exercício de simulação.

O RCJ mais elevado em 2023 do que entre 2010 e 2012 reflete um ponto de partida melhor do que o observado em 2010. Em 2021, o RCJ era de 10,8, aproximadamente o dobro do observado

em 2010, 5,9. Esta diferença resulta sobretudo de taxas de juro implícitas substancialmente inferiores (4,6% e 2,7%, respetivamente), para níveis de dívida nominal e EBITDA semelhantes. Contudo, em 2021, o rácio de alavancagem das empresas (medido pelo rácio entre a dívida financeira e o total de ativo) era inferior ao de 2010 (30,6% e 37,6%, respetivamente), refletindo o ajustamento da situação financeira das empresas após a crise da dívida soberana.

**A redução estimada de 6,5 unidades do RCJ nos setores mais afetados pelo aumento do preço da energia e/ou de outras matérias-primas e que não foram afetados pela pandemia é a mais significativa.** Em oposição, as empresas afetadas por ambos os choques apresentam a menor redução do RCJ entre 2021 e 2023, 2,9 unidades (Quadro 2). Entre dimensões de empresa e setores de atividade, estima-se uma redução mais acentuada nas microempresas e em empresas da indústria transformadora.

**Quadro 2 • Evolução do rácio de cobertura de gastos de financiamento por segmentos de empresas | Em número de vezes**

	Observado			Exercício de simulação		Utilização de depósitos	
	2019	2020	2021	2022	2023	2022	2023
<b>Total</b>	8,7	8,2	10,8	9,5	6,0	10,4	6,6
<b>Dimensão</b>							
Micro	13,6	12,5	13,9	10,1	6,9	12,2	8,3
Pequenas	10,7	10,2	13,8	12,8	8,2	15,0	9,7
Médias	9,5	8,5	10,6	10,4	6,5	11,4	7,1
Grandes	7,0	6,8	9,1	7,9	4,9	8,3	5,1
<b>Setor de atividade</b>							
Indústria transformadora	13,5	11,5	15,7	14,4	8,8	15,9	9,7
Construção e at. imobiliárias	7,6	7,4	7,4	6,5	4,3	7,2	4,7
Comércio	10,9	9,7	12,9	13,7	9,0	15,8	10,3
Alojamento e restauração	12,4	-0,6	6,2	5,9	4,6	6,6	5,1
<b>Impacto pandemia e aumento dos custos de energia e/ou outras matérias-primas</b>							
Menos afetados	7,0	8,3	10,1	9,4	6,1	10,3	6,7
Apenas energia e/ou mat.-primas	9,6	9,2	12,2	9,6	5,7	10,4	6,2
Apenas pandemia	12,7	7,5	12,7	11,5	7,6	13,0	8,6
Ambos	11,1	4,0	7,1	6,5	4,2	7,1	4,5

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Rácio de cobertura de gastos de financiamento (RCJ) definido como o rácio entre o agregado de EBITDA e o agregado de juros suportados. Consideram-se apenas empresas com capital próprio positivo e dívida financeira em dezembro de 2021. A coluna "Utilização de depósitos" considera a amortização adicional de dívida financeira no montante dos excedentes de liquidez acumulados face a 2017-2019. São considerados como setores mais afetados por aumento dos custos de energia e/ou outras matérias-primas os que apresentam um valor superior ao percentil 75 (valores não ponderados) em pelo menos um dos seguintes rácios agregados (por subclasses de CAE): gastos de energia sobre os custos totais de produção ou gastos em matérias-primas sobre os custos totais de produção (definidos tal como no Gráfico C4.1 do Relatório de Estabilidade Financeira, junho de 2022). Os setores mais afetados pela pandemia incluem os que constam no Decreto-Lei n.º 22-C/2021 e/ou os setores elegíveis para a linha de apoio à recuperação económica - programa Retomar.

Contudo, as empresas mais afetadas por ambos os choques apresentam a maior redução do RCJ se se considerar o intervalo temporal entre 2019 e 2023 (-6,9). O aumento da taxa de juro ocorre após um período de heterogeneidade no desempenho económico dos setores de atividade. Assim, a evolução do RCJ traduz o impacto da crise pandémica e o perfil de recuperação das empresas, em adição à evolução do montante de juros pagos em cada período. A queda estimada entre 2019 e 2023 é superior nos setores mais afetados por ambos os choques, mas o impacto do aumento da taxa de juro entre 2021 e 2023 é mitigado em consequência da continuação da

recuperação económica de alguns destes setores em 2022. Em particular, o RCJ do alojamento e restauração corresponde a 4,6 em 2023, cerca de um terço do observado em 2019, antes da crise pandémica (12,4). Esta redução ocorreu principalmente entre 2019 e 2021, -6,2 unidades, estimando-se uma redução de 1,6 unidades entre 2021 e 2023.

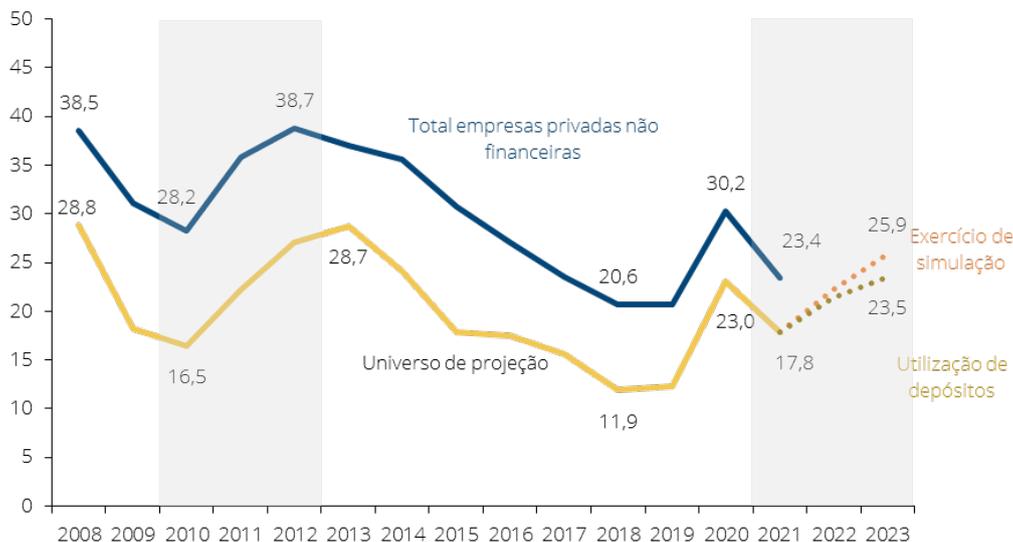
**A possibilidade de amortizar a dívida com depósitos mitiga a queda no RCJ, mas o rácio continuaria abaixo dos valores observados em 2021.** Em 2023, considerando o efeito dos depósitos, o RCJ seria superior em 0,6 unidades para o total de empresas. O efeito mitigante é superior nas micro e pequenas empresas, 1,4 e 1,5 unidades, e nos setores da indústria transformadora e comércio, 0,9 e 1,3 unidades. Por seu turno, este efeito é menos intenso nas empresas simultaneamente mais afetadas pelo aumento dos custos da energia e/ou outras matérias-primas e pela pandemia, 0,3 unidades.

**As empresas poderão ainda recorrer a fundos próprios para amortizar a sua dívida, limitando o impacto da subida dos juros.** Esta hipótese foi avaliada reduzindo a proporção da distribuição de resultados para metade do valor histórico. Em termos agregados, estima-se que esta hipótese aumente o RCJ em 0,2 unidades.

**Entre 2021 e 2023 estima-se um aumento de 8 pp da proporção de empresas em vulnerabilidade, após a evolução favorável em 2021, mas mantendo-se inferior ao observado durante a crise da dívida soberana.** Este indicador permite identificar as empresas que se encontram numa situação mais frágil e complementar a análise do agregado das empresas com base no RCJ. Estima-se que a proporção de empresas em vulnerabilidade aumente até 26% em 2023 (Gráfico 4). Este valor é superior ao observado em 2020, 23%, mas inferior ao observado em 2013, 29%. A utilização de depósitos para amortização de dívida mitiga parcialmente este aumento, embora a proporção de empresas em vulnerabilidade (24%) permaneça mais elevada do que a observada em 2019 (12%). Se adicionalmente se considerasse o recurso a fundos próprios, esta proporção reduzir-se-ia para cerca de 23%.

**Aumento da proporção de empresas em vulnerabilidade entre 2021 e 2023 é transversal a todos os setores de atividade, dimensões de empresas e categorias de empresas. (Quadro 3).** O aumento da vulnerabilidade é mais significativo no setor da construção e atividades imobiliárias (+13 pp) e nos setores mais afetados apenas pelo aumento dos preços da energia e/ou outras matérias-primas (+11 pp). Por dimensão, o maior aumento deste indicador ocorre nas grandes empresas (+11 pp). Contudo, o efeito mitigante dos depósitos é também superior para estes dois últimos grupos de empresas (5 e 4 pp). No setor da construção e atividades imobiliárias a proporção de empresas com rácios de cobertura de juros próximos do limiar de vulnerabilidade em 2021 é superior à generalidade dos setores, o que contribui para o aumento mais acentuado em 2022.

**Gráfico 4 • Evolução da percentagem de empresas em vulnerabilidade | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Uma empresa é considerada vulnerável se o rácio entre o EBITDA e os juros suportados no ano corrente for inferior a 2 ou se o EBITDA for negativo. Valores ponderados pelo ativo. Universo de projeção considera empresas com capital próprio positivo e dívida financeira em dezembro de 2021. A série “Total de empresas privadas não financeiras” considera todas as empresas privadas em Portugal e a série “Utilização de depósitos” considera a amortização adicional de dívida financeira no montante dos excedentes de liquidez acumulados face a 2017-2019.

**Quadro 3 • Evolução da proporção de empresas em vulnerabilidade por segmentos de empresas | Em percentagem**

	Observado			Exercício de simulação		Utilização de depósitos	
	2019	2020	2021	2022	2023	2022	2023
<b>Total</b>	12,3	23,0	17,8	22,3	25,9	21,4	23,5
<b>Dimensão</b>							
Micro	18,3	32,8	26,4	31,7	31,0	30,0	29,4
Pequenas	15,4	24,9	16,6	22,6	22,6	21,8	21,4
Médias	11,9	25,9	20,2	25,3	26,5	24,8	25,9
Grandes	9,1	17,0	13,9	17,0	25,3	16,3	21,1
<b>Setor de atividade</b>							
Indústria transformadora	7,7	19,7	15,9	19,8	19,8	19,2	19,3
Construção e at. imobiliárias	21,8	27,0	26,7	38,2	39,5	36,8	38,2
Comércio	8,2	20,6	11,8	14,7	14,3	14,1	13,7
Alojamento e restauração	10,5	69,6	39,5	41,5	42,5	40,8	42,0
<b>Impacto pandemia e aumento dos custos de energia e/ou outras matérias-primas</b>							
Menos afetados	16,4	21,9	17,1	22,4	23,3	21,6	22,4
Apenas energia e/ou mat.-primas	7,4	17,0	15,8	18,1	26,7	17,4	21,9
Apenas pandemia	11,6	27,6	16,2	20,8	22,5	19,9	21,0
Ambos	10,1	50,3	34,1	37,8	38,5	37,4	38,3

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Uma empresa é considerada vulnerável se o rácio entre o EBITDA e os Juros suportados no ano corrente for inferior a 2 ou se o EBITDA for negativo. Valores ponderados pelo ativo. Consideram-se apenas empresas com capital próprio positivo e dívida financeira em dezembro de 2021. A coluna “Utilização de depósitos” considera a amortização adicional de dívida financeira no montante dos excedentes de liquidez acumulados face a 2017-2019. Os setores mais afetados por aumento dos custos de energia e/ou outras matérias-primas e os setores mais afetados pela pandemia são definidos tal como detalhado nas notas ao Quadro 2.

## 4 Conclusões

Considerando o perfil de maturidade e prazo de fixação das taxas de juro dos empréstimos bancários das empresas, o aumento esperado das taxas de juro até meados de 2023 deverá ter um impacto significativo e relativamente rápido no seu custo de financiamento, o que constitui um risco para a capacidade de serviço de dívida.

Note-se, contudo, que a situação financeira das empresas em 2021 é mais favorável do que a observada na crise da dívida soberana, em virtude do processo de ajustamento que ocorreu entre 2013 e 2019, do aumento dos depósitos num período recente e da recuperação da economia após o choque pandémico.

Tendo por base um modelo de estimação do balanço, demonstração de resultados e mapa de fluxos de caixa por empresa, é analisado o impacto no rácio de cobertura de gastos de financiamento e na percentagem de empresas em vulnerabilidade até final de 2023, comparando com o período da crise da dívida soberana quando se observou uma subida das taxas de juro.

Estima-se que em 2023 as empresas apresentem um RCJ de 6,0, inferior ao observado em 2019, 8,7, revertendo a melhoria em 2021, quando o RCJ foi 10,8. Esta evolução é estimada para a generalidade de setores de atividade, ainda que de forma mais acentuada para a indústria transformadora, e para todas as dimensões de empresas.

A redução do RCJ estimada entre 2021 e 2023 (-4,8 unidades) é superior à da crise da dívida soberana (-2,7 unidades), embora permaneça num nível superior ao desse período. Tal reflete a diferença da situação das empresas no ponto de partida, mais favorável em 2021 do que em 2010, fruto do ajustamento que se observou após a crise da dívida soberana, e a evolução favorável do EBITDA no período de projeção.

Entre 2021 e 2023, estima-se um aumento da proporção de empresas em vulnerabilidade de 18% para 26%, após a evolução favorável em 2021, mas inferior ao observado durante a crise da dívida soberana, 29% em 2013.

Face a um aumento de taxas de juro, as empresas poderão utilizar recursos próprios para amortizar a sua dívida e limitar o aumento dos custos de financiamento. A possibilidade de usar os excedentes de liquidez acumulados em anos recentes permite reduzir em 0,5 unidades o RCJ e em 2 pp a proporção de empresas em vulnerabilidade estimadas para 2023. Contudo, é insuficiente para reverter as principais conclusões descritas. A redução da distribuição de resultados pelas empresas permitiria uma redução adicional pouco significativa destes indicadores. Por sua vez, a recente revisão em alta da previsão para a atividade económica em 2022 poderá contribuir para a materialização de uma situação mais favorável do que a estimada.

## Referências

Augusto, F. et al, (2022). "Modelling the financial situation of Portuguese firms using micro-data: a simulation for the COVID-19 pandemic". Banco de Portugal, *Occasional Paper* 2022, 3.

Castro G. & Santos C., (2010). "Determinantes das taxas de juro e do crédito bancário". Banco de Portugal, *Boletim Económico* – Primavera.

Banco de Portugal (2022). *Boletim Económico*, junho de 2022.

Banco de Portugal (2022). *Boletim Económico*, outubro de 2022. Caixa 2.

# A usabilidade das reservas de fundos próprios em resultado da sua interação com os requisitos mínimos regulamentares

## 1 Introdução

O objetivo fundamental do quadro regulamentar do setor bancário é aumentar a resiliência de cada instituição e do sistema financeiro. Na União Europeia (UE), as instituições têm de cumprir simultaneamente três requisitos: (i) requisitos de fundos próprios baseados no risco (RW, *Risk Weighted*), incluindo o requisito combinado de reservas de fundos próprios (CBR, *Combined Buffer Requirement*); (ii) requisitos do rácio de alavancagem (LR, *Leverage Ratio*); e (iii) requisitos de fundos próprios e de passivos elegíveis (MREL, *Minimum Requirements for Own Funds and Eligible Liabilities*).

O CBR só pode ser utilizado para absorver perdas se o seu uso não conduzir a um incumprimento de requisitos mínimos que atuam em paralelo. Dado que os fundos próprios utilizados para o cumprimento do CBR podem concorrer para o cumprimento de mais do que um requisito regulamentar, quando esses fundos próprios forem necessários para o cumprimento dos mínimos exigíveis de um outro requisito regulamentar, a eficácia do CBR como instrumento de natureza macroprudencial é afetada (ver Tema em destaque do *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2020).

Este Tema em destaque quantifica a materialidade da restrição à usabilidade do CBR em função da sua interação com os requisitos mínimos regulamentares que atuam em paralelo: LR e MREL. A análise é realizada com dados relativos a junho de 2022, sem considerar qualquer pressuposto sobre a emissão de instrumentos elegíveis para MREL nos próximos anos. As emissões de passivos elegíveis para efeitos do MREL nos próximos anos aumentam a usabilidade do CBR quando interagido com o MREL. A amostra inclui os grupos bancários a atuar em Portugal identificados como outras instituições de importância sistémica (O-SII, *Other Systemically Important Institutions*) no exercício de 2021 (Banco Comercial Português, Caixa Geral de Depósitos, Santander Totta, LSF Nani Investments, Banco BPI, e Caixa Económica Montepio Geral).

## 2 Descrição dos requisitos regulamentares

As reservas de fundos próprios são um dos principais instrumentos de política macroprudencial na UE. Os requisitos RW estabelecem um montante mínimo de fundos próprios correspondente a uma percentagem do montante total das posições ponderadas pelo risco. O objetivo é impedir que as instituições assumam mais risco, sem disporem de fundos próprios adequados à cobertura desse mesmo risco.

As reservas de fundos próprios têm como finalidade aumentar a capacidade de absorção de perdas não esperadas do sistema financeiro, com o objetivo de preservar a estabilidade financeira e mitigar o risco sistémico. Estas reservas podem ser usadas para absorver perdas em períodos adversos. Para assegurar um alinhamento adequado de incentivos, as instituições que não cumpram o CBR estão sujeitas a restrições automáticas de: (i) distribuição de resultados,

(ii) pagamento ou criação de obrigações de pagamento de remuneração variável, ou (iii) efetuar pagamentos vinculados a instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1, até que o cumprimento seja restabelecido de acordo com um plano de conservação de fundos próprios autorizado pela autoridade competente (microprudencial).

Os requisitos prudenciais (RW e LR) são aplicáveis a instituições de crédito e a empresas de investimento.

Os requisitos LR são expressos em percentagem da medida da exposição total a ativos em balanço e a elementos extrapatrimoniais não ponderados pelo risco. A introdução de um mínimo regulamentar para o rácio de alavancagem atua como uma medida complementar aos requisitos de fundos próprios baseados no risco, limitando a acumulação de alavancagem excessiva na fase expansiva do ciclo financeiro. Adicionalmente, o requisito LR mitiga riscos decorrentes da subestimação de requisitos de fundos próprios apurados através do uso de metodologias internas (designadamente os modelos IRB, *Internal ratings-based*).

Os requisitos de resolução (MREL) têm como objetivo assegurar que as instituições e entidades estabelecidas na UE dispõem de suficiente capacidade de absorção de perdas e de recapitalização com o propósito de: (i) garantir a continuidade dos serviços financeiros essenciais, (ii) manter a estabilidade do sistema financeiro, (iii) reduzir o risco moral, limitando o recurso a apoios financeiros públicos para as entidades em situação de insolvência e (iv) proteger os depositantes. O MREL deve ser cumprido através de fundos próprios e passivos elegíveis, e é expresso em dois rácios que deverão ser cumpridos em simultâneo: (i) em percentagem do montante total das posições em risco (MREL-RW), e (ii) em percentagem da medida da exposição total (MREL-LR). Tudo o resto constante, se as instituições aumentarem os seus passivos elegíveis, aumentam a usabilidade dos fundos próprios do CBR, ao deixarem de necessitar deste último para o cumprimento do MREL.

**O uso simultâneo da mesma unidade de fundos próprios para o cumprimento das reservas de fundos próprios e de requisitos mínimos que atuam em paralelo (LR e MREL) condiciona a forma como as reservas podem ser usadas** (Quadro 1). Apenas a parte das reservas de fundos próprios que não é simultaneamente utilizada para o cumprimento do LR ou a parte de fundos próprios principais de nível 1 que não seja necessária para o cumprimento do MREL e fique disponível para a constituição de reservas de fundos próprios é que pode ser utilizada para a sua finalidade de absorção de perdas. Um eventual incumprimento dos outros requisitos (LR e MREL) pode, por sua vez, conduzir à intervenção da autoridade microprudencial ou da autoridade de resolução, incluindo através da aplicação de medidas de supervisão e de intervenção precoce. Adicionalmente, tal pode conduzir à avaliação da instituição como “em risco ou em situação de insolvência” (*failing or likely to fail*) e, no caso extremo, à revogação da autorização da atividade (exceto no caso do incumprimento do MREL).

Numa situação de restrição à usabilidade do CBR, se a autoridade macroprudencial decidir libertar, total ou parcialmente, uma reserva de fundos próprios, a instituição poderá não beneficiar desta medida se tal implicar o incumprimento de requisitos mínimos de LR ou se não existirem reservas suficientes de fundos próprios suficientes pelo facto de uma parte desses fundos próprios ser necessária para o cumprimento do MREL.

## Quadro 1 • Quadro síntese dos requisitos regulamentares

Requisito regulamentar	Objetivo	Denominador do rácio do requisito
Requisitos de fundos próprios baseados no risco (RW)	Impedir as instituições de assumirem mais risco, sem disporem de um nível de fundos próprios adequado à cobertura desse risco	Montante total das posições ponderadas pelo risco
Requisitos relativos ao rácio de alavancagem (LR)	Limitar a acumulação de alavancagem excessiva na fase expansiva do ciclo e mitigar os riscos que possam decorrer da subestimação de requisitos de fundos próprios apurados através do uso de metodologias internas	Medida da exposição total
Requisitos de fundos próprios e de passivos elegíveis (MREL)	Permitir que as instituições absorvam perdas esperadas em caso de resolução ou no momento em que deixem de ser viáveis, conforme aplicável, e sejam recapitalizadas após a aplicação das medidas previstas no plano de resolução	Montante total das posições ponderadas pelo risco (MREL-RW) e medida da exposição total (MREL-LR)

## 2 A usabilidade das reservas de fundos próprios

Esta secção quantifica, para as O-SII portuguesas, a percentagem do CBR que é afetada pelos requisitos mínimos regulamentares que atuam em paralelo (LR e MREL).

### Interação entre o CBR e o LR

A usabilidade do CBR é condicionada pela diferença entre os montantes de fundos próprios necessários para o cumprimento dos requisitos mínimos do rácio de alavancagem (MR-LR, *Leverage Ratio Minimum Requirements*) e os baseados no risco (MR-RW, *Risk Weighted Minimum Requirements*). Existe restrição à usabilidade do CBR em situações em que o montante de fundos próprios para o cumprimento dos MR-RW é inferior ao dos MR-LR. No cenário inverso, em que o montante de fundos próprios para o cumprimento dos MR-RW é superior ao dos MR-LR, não se verifica limitação da usabilidade (parcial ou total) do CBR.

A estrutura do balanço da instituição, em particular os ponderadores de risco de cada ativo, determinam o montante de fundos próprios exigidos pelos requisitos RW. Quanto menor for o ponderador de risco médio, menor a possibilidade de o CBR ser utilizado devido à interação com os requisitos LR. Assim, tudo o resto constante, as instituições com menor usabilidade de reservas serão aquelas que apresentam ponderador de risco médio mais baixo, caracterizadas por um menor montante (em termos relativos) de fundos próprios para cumprir com os requisitos de fundos próprios baseados no risco (com exceção dos fundos próprios de nível 2 que não podem ser usados para cumprir os requisitos relativos ao rácio de alavancagem).

Cerca de 6% do CBR associado ao agregado das O-SII portuguesas está restringido por ser necessário para o cumprimento dos MR-LR (Quadro 2). Assim, o montante de fundos próprios disponível para absorver perdas sem que haja um incumprimento dos MR-LR corresponde ao montante de fundos próprios de gestão e para efeitos das orientações para fundos próprios

adicionais (P2G, i.e., *Pillar 2 Guidance*), e 94% do CBR. A restritividade à utilização das reservas observada deve-se sobretudo às carteiras cujos requisitos são calculados utilizando o método IRB, que tendem a operar com ponderadores de risco médios mais reduzidos.

### Interação entre o CBR e o MREL-LR

A interação dos requisitos RW com os requisitos de MREL-LR limita a usabilidade do CBR se a instituição necessitar dos fundos próprios do CBR para o cumprimento do MREL-LR.

Cerca de 13% do CBR do agregado das O-SII portuguesas está restringido para absorver perdas devido ao cumprimento do MREL-LR (Quadro 2). Assim, o montante de fundos próprios disponível para absorver perdas, sem que haja um incumprimento do MREL-LR, corresponde ao montante de fundos próprios de gestão e P2G, e 87% do CBR das O-SII portuguesas.

### Interação entre o CBR e o MREL-RW

Os fundos próprios usados para cumprir o MREL-RW não podem ser usados simultaneamente para cumprir o CBR. As instituições têm de dar cumprimento aos requisitos mínimos do MREL-RW antes de puderem cumprir o CBR no topo do MREL-RW. Se uma instituição cumprir o CBR, mas não cumprir o CBR no topo do MREL-RW, existem restrições a distribuições (e.g., de dividendos) que não são automáticas. O pleno cumprimento do MREL-RW, incluindo o CBR no topo do MREL-RW na ordenação de fundos próprios, irá assegurar uma usabilidade do CBR de 100%.

Cerca de 2% do CBR do agregado das O-SII portuguesas está restringido para absorver perdas por ser necessário para o cumprimento do MREL-RW (Quadro 2). Isto deve-se ao facto da soma dos passivos elegíveis, dos fundos próprios usados para o cumprimento do MR-RW e do P2G, e dos fundos próprios de gestão, serem insuficientes para o cumprimento do MREL-RW.

### Quadro 2 • Quadro resumo da usabilidade do CBR causada pela interação com os requisitos mínimos regulamentares | Em percentagem

Requisito mínimo regulamentar	Usabilidade do CBR
LR	94
MREL-LR	87
MREL-RW	98

Nota: Os dados para Portugal são relativos a junho de 2022 e a amostra corresponde aos grupos bancários identificados como O-SII no exercício de 2021.

### Sensibilidade da usabilidade do CBR

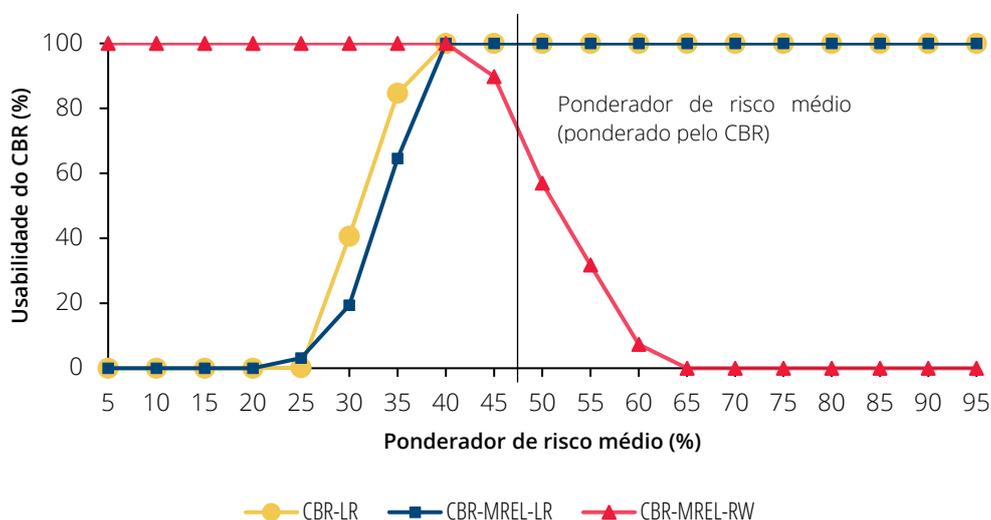
As restrições à usabilidade do CBR, causadas pelas interações com outros requisitos mínimos regulamentares, dependem: (i) da calibração relativa dos requisitos para os quais é deixada margem de manobra para as autoridades (requisitos de Pilar 2, CBR e MREL); e (ii) da estrutura do balanço da instituição, em particular dos ponderadores de risco de cada ativo.

O Gráfico 1 apresenta a relação entre o ponderador de risco médio e a percentagem de usabilidade do CBR. Um incremento do ponderador de risco médio aumenta a usabilidade do CBR na sua interação com os requisitos LR (linha amarela) e MREL-LR (linha azul), mas reduz a usabilidade do CBR na sua interação com o MREL-RW (linha vermelha). A linha vertical indica o ponderador de risco médio (ponderado pelo CBR) das O-SII portuguesas.

A emissão de passivos elegíveis para efeitos do MREL contribui para um aumento da usabilidade do CBR na sua interação com o MREL. No Gráfico 1 corresponderia a uma deslocação da linha

azul (interação CBR-(MREL-LR)) para a esquerda e da linha vermelha (interação CBR-(MREL-RW)) para a direita.

**Gráfico 1 • Sensibilidade da usabilidade do CBR a alterações dos ponderadores de risco médio (ponderados pelo CBR)**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os dados para Portugal são relativos a junho de 2022 e a amostra corresponde aos grupos bancários identificados como O-SII no exercício de 2021. A usabilidade do CBR (%) é ponderada pelo montante de fundos próprios para efeitos do cumprimento do CBR de cada O-SII.

### 3 Conclusões

As interações entre o CBR e os outros requisitos mínimos regulamentares dependem (i) da calibração relativa dos diferentes requisitos e (ii) da estrutura do balanço das instituições, em particular dos ponderadores de risco de cada ativo.

Na interação entre o CBR e os requisitos não ponderados pelo risco (LR e MREL-LR), as instituições com ponderadores de risco médio mais baixos terão menor capacidade de utilização de reservas. Tal implica que necessitam de um menor montante de fundos próprios para cumprir com os requisitos de fundos próprios baseados no risco, mas que os outros requisitos tornam-se mais limitativos. Na dimensão MREL-RW, as O-SII portuguesas apresentam uma ligeira restrição (2%). De realçar que a usabilidade do CBR das O-SII portuguesas compara bastante bem com a média dos bancos europeus. Para maior detalhe sobre a usabilidade a nível europeu ver *“Report of the Analytical Task Force on the overlap between capital buffers and minimum requirements”* publicado pelo Comité Europeu de Risco Sistémico em dezembro de 2021. Refira-se que esta análise, ao contrário da apresentada no presente Tema em destaque, utiliza pressupostos de balanço dinâmico, ou seja, os resultados para os países europeus são apurados num cenário em 2024 em que cada instituição atinge o pleno cumprimento dos objetivos finais para os requisitos de MREL, incluindo o CBR no topo do MREL-RW, e tem fundos próprios de gestão de pelo menos 1% dos ativos ponderados pelo risco.

A introdução e plena implementação do *output floor*, definido pelo Comité de Basileia de Supervisão Bancária e atualmente em discussão, poderá contribuir para um aumento da usabilidade do CBR quando interagido com os requisitos mínimos não ponderados pelo risco (LR e MREL-LR), devido ao potencial aumento dos ponderadores de risco médios das instituições que utilizam o método IRB para calcular os ponderadores de risco. As emissões de passivos

elegíveis para efeitos do MREL nos próximos anos são fundamentais para garantir a usabilidade do CBR devido à interação com o MREL.

## Referências

Banco de Portugal (2020). "Interação entre os requisitos mínimos regulamentares e as reservas de fundos próprios". *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho.

Comité Europeu de Risco Sistémico (2021). "Report of the Analytical Task Force on the overlap between capital buffers and minimum requirements".

