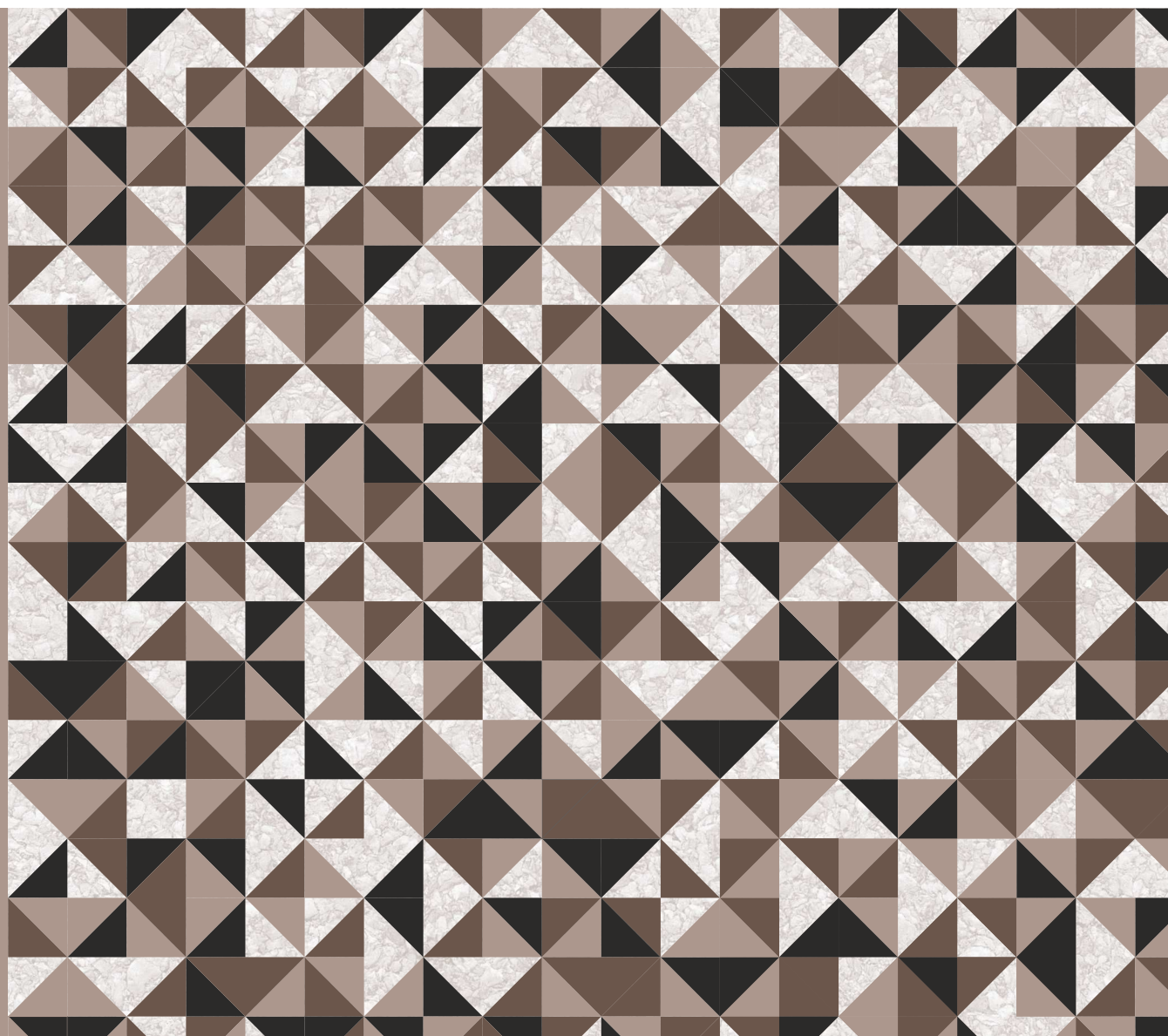


Relatório de Estabilidade Financeira

Dezembro 2017



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA



RELATÓRIO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA

Dezembro 2017



BANCO DE
PORTUGAL
EUROSISTEMA

Lisboa, 2017 • www.bportugal.pt

Índice

1 Estabilidade financeira: vulnerabilidades, riscos e política macroprudencial | 5

1.1. Vulnerabilidades | 9

1.2. Riscos para a estabilidade financeira | 15

1.3. Política macroprudencial | 23

Caixa 1 • A redução da alavancagem e o investimento das SNF em Portugal | 25

Caixa 2 • Vulnerabilidade das empresas portuguesas à subida da taxa de juro de curto prazo | 33

Caixa 3 • Imóveis recebidos em dação no balanço do setor bancário | 39

Caixa 4 • A vulnerabilidade financeira das famílias portuguesas | 42

Caixa 5 • Evolução dos preços da habitação em Portugal e implicações para a estabilidade financeira | 46

2 Financiamento da economia | 55

2.1. Mercados financeiros | 59

2.2. Economia portuguesa | 62

2.2.1. Particulares | 64

2.2.2. Sociedades não financeiras | 71

2.2.3. Administrações públicas | 78

2.2.4. Sociedades financeiras | 80

3 Setor bancário | 89

3.1. Ativo | 93

3.2. Financiamento do ativo e liquidez | 95

3.3. Qualidade dos ativos | 97

3.4. Rendibilidade | 101

3.5. Capital | 108

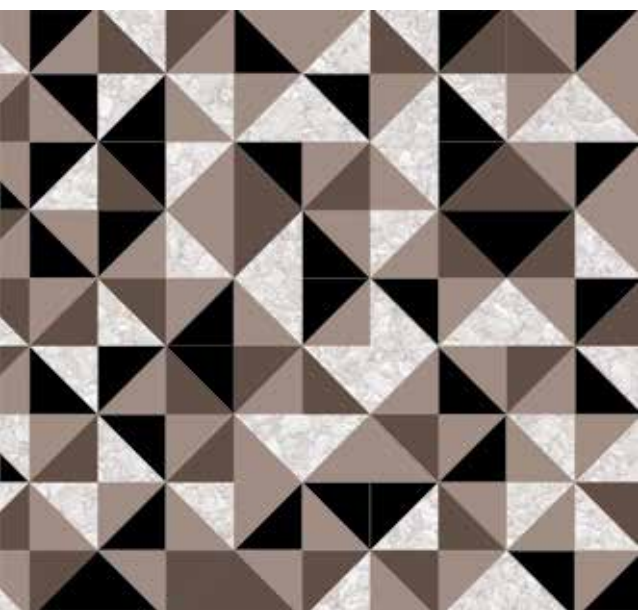
4 Temas em destaque | 113

Estratégia para lidar com o *stock* de *non-performing loans* (NPL) | 115

A segmentação do risco nos *spreads* implícitos nas taxas de juro dos novos empréstimos bancários a sociedades não financeiras | 123

Rácio de alavancagem dos bancos – o caso português | 133





1. Estabilidade financeira: vulnerabilidades, riscos e política macroprudencial

1.1. Vulnerabilidades

1.2. Riscos para a estabilidade financeira

1.3. Política Macroprudencial

Caixa 1 • A redução da alavancagem e o investimento das SNF em Portugal

Caixa 2 • Vulnerabilidade das empresas portuguesas à subida da taxa de juro de curto prazo

Caixa 3 • Imóveis recebidos em dação no balanço do setor bancário

Caixa 4 • A vulnerabilidade financeira das famílias portuguesas

Caixa 5 • Evolução dos preços da habitação em Portugal e implicações para a estabilidade financeira

Sumário

Apesar dos progressos observados nos últimos anos, designadamente a nível da redução do endividamento do setor privado e da estabilização do setor bancário, a economia portuguesa e, em particular, o sistema financeiro, mantém um conjunto de vulnerabilidades que podem contribuir para a materialização de riscos para a estabilidade financeira.

Com efeito, os níveis de endividamento dos particulares, das sociedades não financeiras (SNF) e, em particular, das administrações públicas permanecem elevados no contexto europeu. Este facto, conjugado com o baixo crescimento potencial, mantém-se como uma das principais vulnerabilidades da economia portuguesa. Assim, afigura-se crucial que o atual enquadramento macroeconómico e financeiro seja encarado como uma oportunidade para a continuação do processo de redução do endividamento da economia e de reforço do ajustamento estrutural das finanças públicas. Tal afigura-se particularmente relevante no contexto da futura normalização da política monetária, anunciada no final de outubro, que se traduzirá na retirada gradual dos estímulos monetários pelo Banco Central Europeu (BCE).

Em 2017, um conjunto de desenvolvimentos positivos contribuíram para a estabilização do setor bancário, designadamente o alargamento da maturidade dos empréstimos ao fundo de resolução, a diminuição da exposição a Angola, os aumentos de capital realizados por alguns dos principais bancos a operar em Portugal e a conclusão da venda do Novo Banco. O reforço da solvabilidade e da base acionista de alguns dos principais bancos permitiu aumentar a sua capacidade de redução do *stock* de créditos *non-performing* (NPL) e melhorar a perceção dos investidores internacionais relativamente aos bancos portugueses e ao soberano. Com efeito, registaram-se progressos significativos na redução do *stock* de NPL e no aumento da sua cobertura por imparidades, na linha do observado desde meados de 2016, especialmente no segmento do crédito às SNF. Contudo, o *stock* de NPL permanece elevado no contexto da área do euro. Subsistem ainda outras vulnerabilidades

associadas à estrutura operacional do setor, cujo ajustamento deverá prosseguir, e à concentração de exposição ao soberano doméstico, ao setor imobiliário e a algumas economias de mercado emergentes com fraco desempenho económico nos últimos anos. Por fim, o contexto em que os bancos desenvolvem a sua atividade, marcado por baixas taxas de juro, rápida evolução tecnológica e concorrência de novos participantes no mercado (*Fintech*), bem como as maiores exigências regulamentares, incluindo-se aqui a adoção da IFRS 9 a partir de janeiro de 2018, é particularmente desafiante para o desempenho das suas funções de intermediação financeira. Embora colocando um desafio à atividade de intermediação financeira tradicional, a concorrência emergente de novas empresas especializadas na prestação de serviços financeiros por via digital constitui igualmente um estímulo à implementação das novas tecnologias de informação na atividade bancária.

Relativamente aos riscos para a estabilidade financeira considerados como mais relevantes no curto e médio prazo, continua a destacar-se a possibilidade de uma reavaliação dos prémios de risco a nível global, com origem designadamente em fatores geopolíticos. Uma subida dos prémios de risco tenderá a refletir-se num agravamento das condições de financiamento dos agentes económicos mais endividados, sendo, no caso português, particularmente relevante para as administrações públicas, e numa redução de valor de ativos mais expostos a risco de taxa de juro. Contudo, o impacto da materialização deste risco sobre as condições de financiamento dos emitentes domésticos tenderá a ser mitigado, por um lado, pela disponibilidade demonstrada pelo BCE para ajustar a dimensão e duração do programa de compra de ativos no caso de as condições financeiras na área euro deixarem de ser consistentes com um ajustamento sustentado da trajetória de inflação. Por outro lado, a recente melhoria da perceção de mercado face à economia portuguesa, e a subida do *rating* da República, traduziu-se numa queda muito significativa dos prémios de risco do soberano e dos bancos.

No caso do setor bancário, a evolução do sentimento de mercado será particularmente relevante no quadro da eventual emissão de instrumentos elegíveis para o cumprimento dos requisitos mínimos de passivos e fundos próprios suscetíveis de absorver perdas em caso de resolução (MREL, no acrónimo inglês). Dados os desafios que a emissão destes instrumentos coloca, importa ponderar se, e em que condições, os investidores de retalho devem ter a possibilidade de investir nestes instrumentos, de modo a evitar práticas de *mis-selling* que possam materializar-se em riscos de reputação e, consequentemente, afetar a confiança dos clientes nos bancos.

Destaca-se também, como fator de risco relevante para a atividade financeira em geral e para a atividade bancária em particular, a manutenção do ambiente de baixas taxas de juro de curto prazo como cenário central para os próximos anos. Este facto deverá continuar a condicionar a rendibilidade do sistema financeiro. Contudo, no que se refere ao setor bancário, o impacto negativo sobre a margem financeira decorrente das baixas taxas de juro continuará a ser mitigado pelo seu contributo para a redução do incumprimento dos mutuários.

O nível muito baixo das taxas de juro de curto prazo deverá continuar a contribuir para a menor restritividade dos critérios de concessão de crédito, criando incentivos para uma desalavancagem mais lenta da economia. A evolução dos preços no mercado imobiliário residencial poderá também ter consequências sobre os riscos para a estabilidade financeira, caso acentue essa menor restritividade no caso particular do crédito à habitação. Existe, contudo, evidência de que os preços da habitação a nível nacional se encontram próximos dos níveis justificados pelos fundamentos económicos, apesar de não ser possível afastar a possibilidade de existirem apreciações excessivas em determinadas áreas geográficas, nomeadamente nos grandes centros urbanos. Acresce que o crescimento dos preços da habitação não está sincronizado com o ciclo de crédito o que é relevante do ponto de vista da estabilidade financeira. Contudo, os fluxos acumulados de novo crédito à habitação

mantiveram uma dinâmica forte no primeiro semestre de 2017, com um peso crescente no valor das transações de alojamentos familiares. Assim, importa assegurar que as atuais dinâmicas do crédito à habitação e da economia, em particular do mercado imobiliário, não comprometam a redução do ainda elevado rácio de endividamento dos particulares e não promovam a acumulação de risco excessivo no balanço dos bancos e a excessiva afetação de recursos da economia ao setor imobiliário. Neste sentido, o Banco de Portugal pondera a adoção de medidas adicionais tendo em vista reforçar a avaliação da capacidade creditícia dos mutuários pelas instituições.

Os desafios regulatórios e institucionais a nível europeu não diminuíram de relevância desde a última edição do *Relatório de Estabilidade Financeira*. Sobressaem, neste contexto, os riscos inerentes a uma União Bancária ainda incompleta, onde as decisões são tomadas de forma centralizada, mas os riscos para a estabilidade financeira têm de ser dirimidos a nível nacional. Esta situação é ainda agravada pelo facto de as autoridades de cada Estado Membro terem, neste momento, um número bastante mais limitado de instrumentos para fazer face aos referidos riscos.

A criação do Mecanismo Europeu de Estabilidade (ESM, na sigla inglesa), do *single rule book*, do Mecanismo Único de Supervisão e do Mecanismo Único de Resolução, representam, sem dúvida, passos muito relevantes para a criação da União Bancária. Porém, enquanto o terceiro pilar desta última – o denominado Mecanismo Europeu de Garantia de Depósitos (EDIS, no acrónimo inglês) – não estiver finalizado, os riscos para a estabilidade financeira a nível de cada Estado-Membro ainda serão muito significativos.

Tendo em conta os desafios para o setor bancário atrás mencionados, o Banco de Portugal decidiu, muito recentemente, alargar o período transitório para a introdução faseada da reserva para instituições de importância sistémica, de dois para quatro anos. No entanto manteve inalterados os requisitos impostos a cada instituição.

1.1. Vulnerabilidades

Os níveis elevados de endividamento dos setores público e privado, num contexto de baixo crescimento potencial, constituem uma das principais vulnerabilidades da economia portuguesa

Não obstante o ajustamento realizado nos últimos anos, a economia portuguesa continua a caracterizar-se por elevados níveis de endividamento dos vários setores institucionais a nível internacional (Gráfico 1.1), com particular destaque para as administrações públicas (Capítulo 2).

Em junho de 2017, a dívida total consolidada das sociedades não financeiras (SNF) em percentagem do PIB situava-se em 104%, tendo diminuído 23 p.p. desde o máximo observado no final de 2012. Por sua vez, o endividamento das famílias atingia 74% do PIB em junho de 2017 (103% do rendimento disponível), tendo-se reduzido em cerca de 20 p.p. desde o máximo observado em 2009. Estas reduções refletem a diminuição do valor da dívida total destes setores, sendo que a partir de meados de 2013 a desalavancagem beneficiou igualmente da recuperação da atividade económica, tendo esta assumido o principal contributo desde 2015.

No período mais recente, o endividamento das SNF tem-se reduzido mais lentamente. Em junho de 2017, a taxa de variação homóloga da dívida das SNF situou-se em cerca de -1%. A redução dos empréstimos concedidos pelo setor financeiro residente ocorreu a par do aumento do financiamento junto de não residentes (empréstimos e títulos). A subida da taxa de poupança das SNF, desde 2008, tem permitido um aumento significativo da autonomia financeira, ainda que esta se mantenha baixa no contexto europeu. O maior recurso ao autofinanciamento poderá, em parte, explicar como, num contexto de recuperação do investimento empresarial, se tenha mantido a redução da dívida das SNF, nomeadamente por parte do setor financeiro residente (Caixa 1).

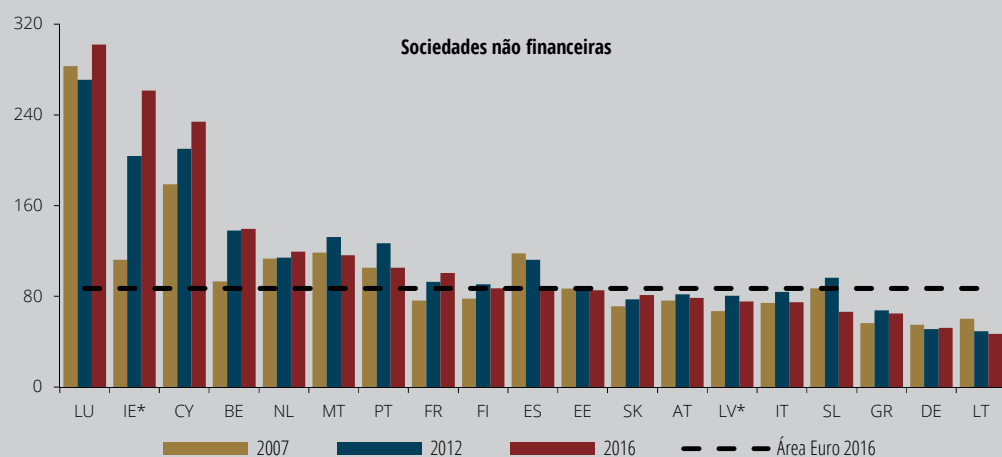
Contudo, importa notar que continua a observar-se uma variação positiva do crédito bancário interno concedido às empresas com melhor perfil de risco, mais produtivas e que operam em setores de atividade mais rentáveis, em particular do comércio e das indústrias transformadoras. Adicionalmente, destaca-se o aumento do contributo dos empréstimos concedidos a empresas que iniciaram a sua participação no mercado de crédito, tipicamente mais jovens, privilegiando o setor do alojamento. Por sua vez, as empresas com crédito em incumprimento, em grande parte dos setores da construção e das atividades imobiliárias, são as que mais têm contribuído para a redução do *stock* de empréstimos a SNF¹.

Neste contexto, a evolução da dívida das SNF não deve ser dissociada das estratégias de redução dos ativos *non-performing* por parte dos bancos, na medida em que tal incluía a liquidação de sociedades insolventes ou a reestruturação de créditos a SNF viáveis mas em dificuldades financeiras². Em junho de 2017, os empréstimos e títulos *non-performing* (NPE) representavam cerca de 15% do total da dívida consolidada das SNF³, encontrando-se refletidos nos elevados rácios de NPE no balanço do setor bancário português (Capítulo 3).

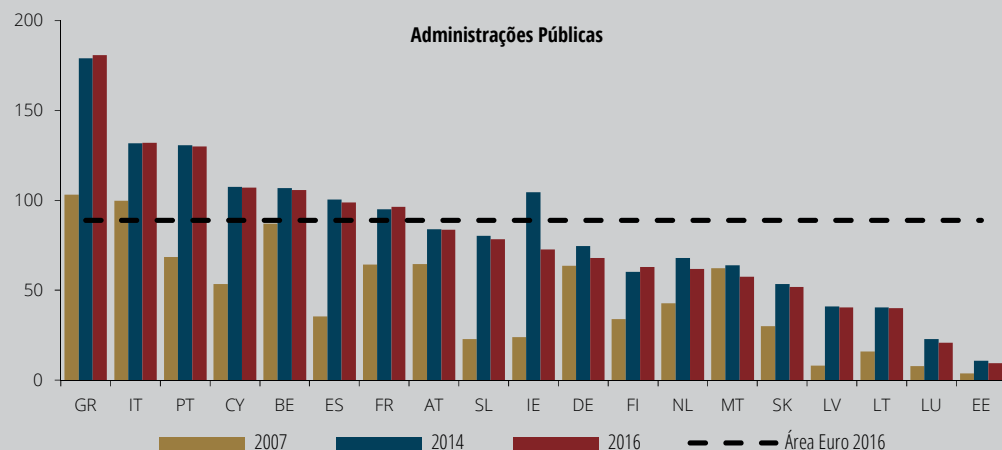
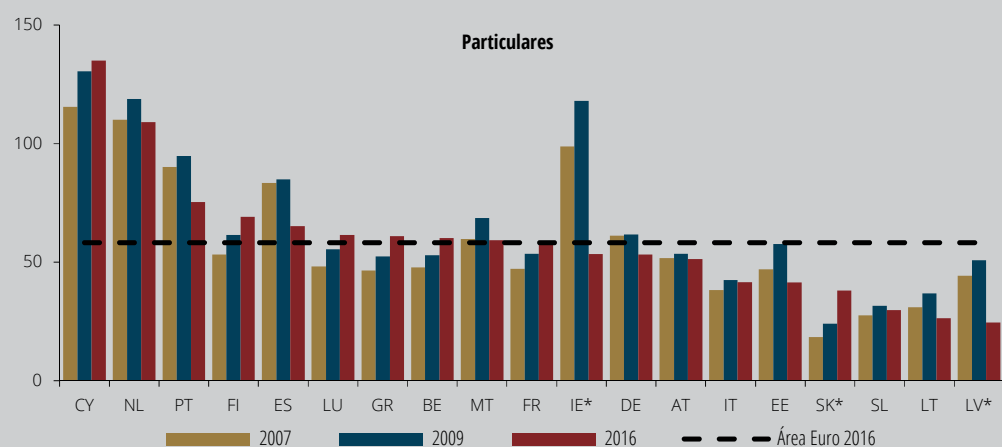
A dinâmica de redução da dívida das famílias mantém-se, embora também apresente um perfil de abrandamento. A taxa de variação homóloga de -1,8%, em junho de 2017, refletiu a variação de -2,2% no crédito à habitação e de 5,0% no crédito ao consumo e outros fins (segmento que representa 20% do total do crédito concedido às famílias pelo setor financeiro residente). Paralelamente, tem-se assistido a um aumento significativo do novo crédito concedido a ambos os segmentos.

Uma fonte adicional de vulnerabilidade relaciona-se com o facto de uma parte significativa do crédito a particulares ser contratado a taxa de juro variável (sensível a flutuações nas taxas de juro do mercado monetário), a que acresce, no caso do crédito à habitação, as maturidades contratuais longas, em que o horizonte de reembolso dos empréstimos poderá abranger o período

Gráfico 1.1 •
Endividamento
dos setores
público e privado
não financeiro
– comparação
internacional
| Em percentagem
do PIB



Fonte: Eurostat.
Nota: O endividamento consiste na dívida total (empréstimos, títulos e créditos comerciais) para sociedades não financeiras e particulares. Dívida pública calculada de acordo com a definição utilizada no Procedimento dos Défices Excessivos (Regulamento (CE) 479/2009, de 25 de maio), isto é, dívida bruta consolidada das administrações públicas ao valor nominal ou facial, denominada dívida de Maastricht. Os valores máximos foram atingidos em 2012, 2009 e 2014, para sociedades não financeiras, particulares e administrações públicas, respetivamente. Posições em fim de período, exceto nos países marcados com um asterisco (*), para os quais a posição no final de 2016 foi estimada com base na dívida do quarto trimestre.



da reforma dos mutuários, no qual é expectável uma diminuição significativa do rendimento. O elevado endividamento dos particulares, conjugado com as baixas taxas de poupança, tornam as famílias particularmente vulneráveis a choques negativos sobre o rendimento e a um aumento das taxas de juro de curto prazo.

A recuperação económica, num enquadramento macrofinanceiro externo especialmente favorável, deverá continuar a ter um impacto positivo sobre o rendimento disponível das famílias e sobre os lucros das SNF, mitigando os riscos associados ao elevado endividamento. Porém, dado o baixo crescimento potencial da economia portuguesa, a continuação do processo de desalavancagem do setor privado é crucial para tornar a economia mais resiliente à normalização futura das taxas de juro oficiais (Caixa 2 e Caixa 4).

No que se refere às administrações públicas, apesar do ajustamento muito significativo efetuado desde 2011 em termos do saldo orçamental, espera-se que só em 2017 se assista a uma inversão da trajetória da dívida pública (tal como antecipado na recente notificação do Procedimento dos Défices Excessivos⁴). Esta evolução reflete a conjugação de um excedente primário, uma redução do custo implícito da dívida e um maior crescimento nominal da economia. Ainda assim, dado que o atual enquadramento macroeconómico, particularmente favorável, não garante por si só o ajustamento adicional das finanças públicas requerido pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento, o mesmo deve ser encarado como uma oportunidade para reforçar o caráter estrutural da consolidação orçamental. Este processo é especialmente importante na medida em que o elevado endividamento do setor público condiciona o prémio de risco do soberano e pode exercer uma externalidade negativa sobre as condições de acesso aos mercados financeiros pelos restantes agentes económicos domésticos, em particular as instituições financeiras. Assim, do ponto de vista da promoção da estabilidade financeira, nomeadamente da resiliência da economia portuguesa face a choques adversos, afigura-se relevante um ajustamento do saldo estrutural

de acordo com as regras europeias que permita uma redução mais rápida da dívida pública.

De um ponto de vista mais lato, a redução do endividamento dos setores privado e público deverá contribuir para a melhoria das condições de financiamento e para o aumento do investimento e da competitividade da economia portuguesa, essenciais para garantir um crescimento económico potencial mais elevado.

O sistema financeiro português, designadamente o setor bancário, continua a apresentar algumas vulnerabilidades

Em 2017, um conjunto de desenvolvimentos positivos contribuíram para a estabilização do setor bancário, designadamente o alargamento da maturidade dos empréstimos ao fundo de resolução, a diminuição da exposição direta a Angola, os aumentos de capital realizados por alguns dos principais bancos a operar em Portugal e, em outubro, a conclusão da venda do Novo Banco. O reforço da solvabilidade e da base acionista destes bancos permitiu aumentar a sua capacidade para implementar soluções para a redução do *stock* de créditos *non-performing* (NPL) e melhorar a perceção dos investidores internacionais relativamente aos bancos portugueses e ao soberano. No mesmo período, ocorreram também operações de consolidação no setor bancário, com impacto ao nível da estrutura e supervisão do setor.

Contudo, o setor bancário português mantém importantes vulnerabilidades associadas ao ainda elevado *stock* de NPL, à necessidade de prosseguir com o ajustamento das estruturas operacionais e à concentração de exposições a algumas classes de ativos, pese embora a heterogeneidade entre instituições. O contexto em que os bancos desenvolvem a sua atividade, marcado por baixas taxas de juro, evolução tecnológica e a concorrência de novos participantes no mercado (*Fintech*), bem como as maiores exigências regulamentares, é particularmente desafiante para o desempenho das suas funções de intermediação financeira.

Nos últimos anos, a conjugação de baixo crescimento económico nominal, após um período de recessão, e de um prolongado ambiente de baixas taxas de juro tem condicionado os resultados das instituições financeiras. No caso do setor bancário, a relevância do crédito à habitação, com taxas indexadas à Euribor, maturidades longas e *spreads* fixos relativamente baixos, contratualizados antes da crise, tem afetado negativamente a margem financeira. Apesar de nas novas operações ativas com clientes os *spreads* praticados serem atualmente mais elevados, o impacto sobre a taxa de juro média da carteira é gradual, dada a dimensão reduzida dos volumes de novo crédito quando comparados com o *stock*. No que diz respeito ao setor de seguros e fundos de pensões, a persistência de taxas de juro muito baixas, por um período prolongado e cobrindo um vasto espectro de maturidades, tem vindo a limitar as opções de investimento que permitem assegurar as responsabilidades de longo prazo assumidas, além de aumentar o valor atualizado dessas mesmas responsabilidades. Contudo, à medida que a recuperação económica na área euro se consolida e se repercute num ajustamento sustentado da trajetória de inflação, compatível com o objetivo do Banco Central Europeu (BCE), é expectável uma progressiva retirada dos estímulos monetários. No final de outubro de 2017, o Conselho de BCE confirmou que esse processo ocorrerá de forma gradual, o que tenderá a beneficiar a rentabilidade e a solvabilidade das instituições financeiras a médio prazo.

Os elevados níveis de NPL no balanço dos bancos e a incerteza quanto à adequação dos níveis de cobertura limitam a sua capacidade de geração de resultados e de remuneração adequada dos investidores, podendo afetar as condições de acesso das instituições aos mercados financeiros internacionais. Este aspeto tende a ganhar maior importância num contexto em que se perspetiva, no curto a médio prazo, a potencial necessidade de emissão de instrumentos elegíveis para o cumprimento dos requisitos mínimos de passivos e fundos próprios suscetíveis de absorver perdas em caso de resolução (MREL).

Desde meados de 2016, observaram-se progressos significativos na redução do *stock* de NPL e

aumento da cobertura por imparidades. De facto, em junho de 2017, o rácio de NPL reduziu-se para 15,5% face a 17,9% em junho do ano passado e o rácio de cobertura por imparidade aumentou, no mesmo período, de 43% para 46%, refletindo sobretudo os progressos no segmento do crédito às SNF. Esta evolução tem subjacente uma diminuição de cerca de 8 mil milhões de euros de NPL, dos quais cerca de 6 mil milhões referentes a SNF (Capítulo 3). A evolução recente da solvabilidade dos principais bancos portugueses, as perspetivas para a economia portuguesa e a evolução dos preços do imobiliário criam um contexto propício para a continuação da redução do nível de ativos não produtivos.

Porém, uma redução mais significativa do elevado *stock* de NPL só será alcançável mediante a concretização da estratégia abrangente descrita no Tema em Destaque “Estratégia para lidar com o elevado *stock* de *non-performing loans* (NPL)”, a qual assenta primordialmente em três pilares interdependentes e complementares: (i) revisão do enquadramento legal, judicial e fiscal; (ii) ações de supervisão microprudencial, no âmbito do Mecanismo Único de Supervisão (MUS); e (iii) gestão dos *portfolios* de NPL, incluindo possíveis medidas sistémicas. No âmbito dos seus poderes de supervisão prudencial, o Banco de Portugal estabeleceu como prioridade o acompanhamento da qualidade dos ativos dos bancos. Neste sentido, está a ser monitorizado o cumprimento dos planos de redução de NPL apresentados pelas instituições bancárias, por solicitação do Banco de Portugal ou das *Joint Supervisory Teams* no caso das Instituições Significativas, no contexto do MUS.

No caso dos bancos portugueses, o ajustamento das estruturas de custos é, em alguns casos, ainda insuficiente face à diminuição verificada das suas fontes de rendimento. Não obstante os progressos observados, com diferenças significativas entre bancos, os esforços para a melhoria da eficiência operacional devem continuar, em resposta aos desafios colocados ao desenvolvimento da sua atividade. Apesar dos esperados ganhos associados à melhoria do nível de eficiência operacional, este processo implica custos adicionais no curto a médio prazo, associados ao

investimento inerente à transição tecnológica e ao ajustamento dos quadros de pessoal, quer ao nível do número de empregados, quer das suas qualificações⁵. No primeiro semestre de 2017, o nível de eficiência operacional do setor bancário português melhorou ligeiramente face ao período homólogo, o que se traduziu numa diminuição de 1,4 p.p. do rácio *cost-to-income*, para 60,5%, não obstante os custos extraordinários incorridos no semestre, aproximando-se da mediana da área euro. Excluindo o impacto destes custos não recorrentes, estima-se que o rácio *cost-to-income* se tenha cifrado em 57,1% (Capítulo 3). Para além das vulnerabilidades já mencionadas, o modelo de negócio dos bancos portugueses é desafiado pela inovação tecnológica e alterações do enquadramento legal, refletindo-se, *inter alia*, na concorrência emergente de novas empresas especializadas na prestação de serviços financeiros por via digital (*Fintech*). A este respeito, a entrada em vigor em janeiro 2018 da nova diretiva relativa aos sistemas de pagamento no mercado interno da União Europeia⁶ permitirá que prestadores de serviços sem licença bancária possam fornecer serviços de pagamento específicos, através de aplicações informáticas dedicadas. Embora colocando um desafio à atividade de intermediação financeira tradicional, constitui igualmente um estímulo à implementação das novas tecnologias de informação na atividade bancária.

Outro vetor de vulnerabilidade do sistema financeiro português está associado à concentração de exposições. Entre elas assinala-se a elevada exposição a dívida pública (títulos e empréstimos) que representa 15% do ativo total dos bancos residentes. Em particular, esta exposição encontra-se concentrada no soberano doméstico (10% do ativo total). Nos últimos anos, tem-se observado um aumento da exposição a títulos de dívida pública de outros países da área euro, nomeadamente Espanha e Itália. Porém, na medida em que a variação das *yields* destes títulos se encontra positivamente correlacionada, os ganhos de diversificação poderão ser limitados. Por sua vez, tem-se observado também um alongamento da maturidade média da carteira de títulos de dívida pública, podendo aumentar a exposição dos bancos ao risco de taxa de juro, embora se tenha registado alguma inversão no primeiro semestre de 2017 (Gráfico 1.2).

A exposição a títulos de dívida pública doméstica aumentou significativamente durante a crise da dívida soberana, tendo a atuação dos bancos portugueses contribuído para atenuar a subida muito significativa das *yields* destes títulos. Atualmente, o tratamento regulamentar dos títulos de dívida pública doméstica ao nível dos rácios de solvabilidade e de liquidez favorece a detenção destes ativos. Num contexto de baixa rendibilidade no setor, as *yields* mais elevadas dos títulos portugueses

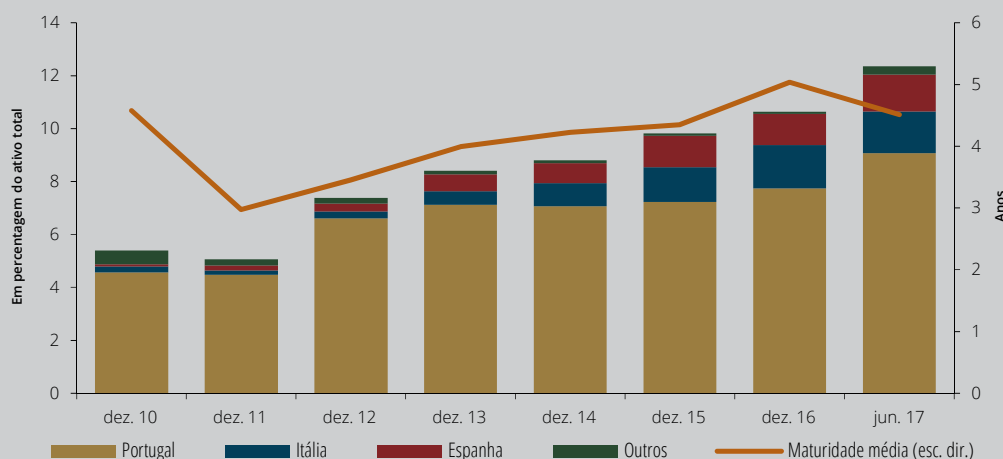


Gráfico 1.2 •
Exposição do setor bancário residente a títulos de dívida pública

Fonte: Banco de Portugal.

tornam-nos relativamente mais atrativos face a outros emittentes soberanos da área euro.

Até ao final de 2017 será concluída a remoção faseada de um filtro prudencial que permitia aos bancos imunizar os rácios de fundos próprios às variações de valor dos títulos de dívida pública classificados em ativos disponíveis para venda⁷. Assim, as futuras variações de valor destes títulos serão integralmente refletidas nos rácios de capital dos bancos.

Desde o final do primeiro trimestre de 2017, a redução das *yields* dos títulos de dívida pública portuguesa, acentuada pela melhoria da notação de risco de crédito da República Portuguesa pela Standard & Poor's para um nível de *investment grade*, divulgada em setembro, conduziu à redução das menos-valias líquidas registadas, tendo um efeito positivo sobre os rácios de capital regulamentar dos bancos.

No primeiro semestre de 2017, manteve-se a elevada concentração dos investimentos em dívida pública do setor segurador e dos fundos de pensões, não se tendo registado alterações face ao final de 2016. Refira-se que em 2016 assistiu-se a um reforço significativo da carteira de títulos de dívida do soberano doméstico e, em sentido contrário, uma diminuição da exposição ao setor bancário nacional. Tal como no setor bancário, esta evolução reflete uma gestão de ativos onde se procura maximizar a rentabilidade da carteira e minimizar, simultaneamente, os requisitos de

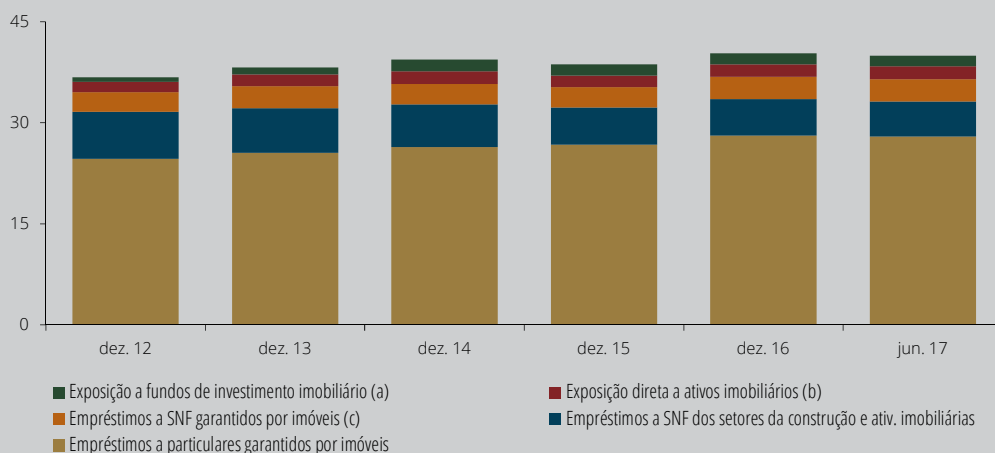
capital, num quadro regulamentar muito favorável à detenção de títulos de dívida pública da área euro.

Outro tipo de concentração está associado à exposição direta e indireta ao mercado imobiliário, que representa cerca de 40% do ativo total do setor bancário (Gráfico 1.3). Esta exposição assume sobretudo uma natureza indireta, principalmente relacionada com crédito a particulares para habitação, o qual é tipicamente garantido por hipoteca do imóvel (em junho de 2017, o crédito a particulares para habitação representava aproximadamente 28% do ativo total). A este respeito, importa acrescentar que, em 2016, uma percentagem significativa do crédito à habitação apresentava um rácio entre o empréstimo e o valor do imóvel (*loan-to-value*, LTV) abaixo de 90%, indicando que existe alguma margem para acomodar desvalorizações do colateral em caso de incumprimento nestes créditos. Outra componente da exposição indireta dos bancos ao setor imobiliário refere-se ao crédito concedido a empresas dos setores da construção e das atividades imobiliárias, representando cerca de 5% do ativo total. Apesar de representarem aproximadamente 25% dos empréstimos a SNF, 40% dos NPL de empresas concentra-se nestes setores.

No caso da exposição direta a ativos imobiliários, esta decorre sobretudo de imóveis recebidos em dação. A execução de créditos com colateral

Gráfico 1.3 •
Exposição do
setor bancário ao
setor imobiliário
| Em percentagem
do ativo total

Fonte: Banco de Portugal.
Nota: (a) inclui empréstimos
e unidades de participação;
(b) valores brutos; (c) exclui
empréstimos a SNF dos
setores da construção e das
atividades imobiliárias.



imobiliário que entraram em incumprimento durante a crise económica e financeira tem contribuído para o aumento desta exposição. Em sentido contrário, a dinâmica que se observa no mercado imobiliário nos últimos anos tem criado melhores condições para a venda destes imóveis (Caixa 3).

A exposição a algumas economias de mercado emergentes dependentes da exportação de matérias-primas é ainda relevante para alguns bancos portugueses. Esta exposição tem uma natureza essencialmente indireta, consistindo em créditos e linhas de crédito a SNF que desenvolvem parte significativa da sua atividade nessas economias ou que com elas estabelecem trocas comerciais relevantes. Os rácios de crédito vendido nestas SNF são menores do que os observados no agregado do crédito a SNF, embora tendo aumentado substancialmente nos últimos

anos. Assim, a evolução destas exposições e do desempenho destas economias deve continuar a ser acompanhado. Em particular no caso de Angola, o impacto negativo na atividade económica da persistência de baixos preços do petróleo, o aumento do endividamento do setor público e as vulnerabilidades do sistema financeiro determinaram a recente revisão em baixa do *rating* da República de Angola por duas das principais agências de notação de risco de crédito. O contexto económico e financeiro da economia angolana poderá condicionar o desempenho das empresas portuguesas com maior exposição a este país, bem como os bancos que financiam essas empresas. No que se refere à exposição direta, tem vindo a observar-se uma redução significativa, explicada pela desconsolidação das operações em Angola pelo BCP e, sobretudo, pelo BPI.

1.2. Riscos para a estabilidade financeira

... A reavaliação dos prémios de risco a nível global, e o consequente aumento das taxas de juro de longo prazo, poderá ser desencadeada por eventos de natureza geopolítica, com impacto no sentimento dos mercados financeiros internacionais

No decurso da recente crise financeira, as taxas de juro reais e nominais a nível global diminuíram para mínimos históricos, refletindo o baixo crescimento económico e as condições monetárias extremamente acomodáticas proporcionadas pelos bancos centrais das principais economias. A elevada liquidez disponível conduziu a uma valorização generalizada dos índices acionistas, principalmente nos EUA, e à compressão dos prémios de risco nos mercados de rendimento fixo. Neste contexto de elevadas valorizações dos ativos financeiros e prémios de risco comprimidos, a volatilidade atingiu valores historicamente baixos, semelhantes aos observados em 2007

(Gráfico 1.4), só em parte refletindo os fundamentos, associados à recuperação económica e menor incerteza relativamente à política económica. Este fenómeno poderá refletir estratégias de investimento semelhantes, amplificando potencialmente a magnitude de uma reversão do atual sentimento de mercado.

O fortalecimento da recuperação da economia global e os maiores níveis de confiança, num contexto de taxas de juro ainda muito baixas, poderão favorecer a continuação de comportamentos de *search for yield* e a tomada de maior risco. Os mercados financeiros esperam uma normalização gradual da política monetária nas maiores áreas económicas, embora essas expectativas se possam alterar na sequência de choques de natureza económica ou política, desencadeando um aumento da aversão ao risco a nível global. Uma subida do prémio de risco tenderá a refletir-se num agravamento das condições de financiamento dos agentes económicos mais alavancados, em particular se a reavaliação for significativa e ocorrer de forma abrupta.

Em Portugal, um eventual agravamento dos prémios de risco, se persistente, tenderá a agravar

os custos de financiamento do soberano, com impacto sobre o desempenho orçamental. Assim, para assegurar a resiliência das finanças públicas e da economia como um todo face a choques externos adversos, é essencial prosseguir políticas que promovam a sustentabilidade das finanças públicas e o crescimento potencial.

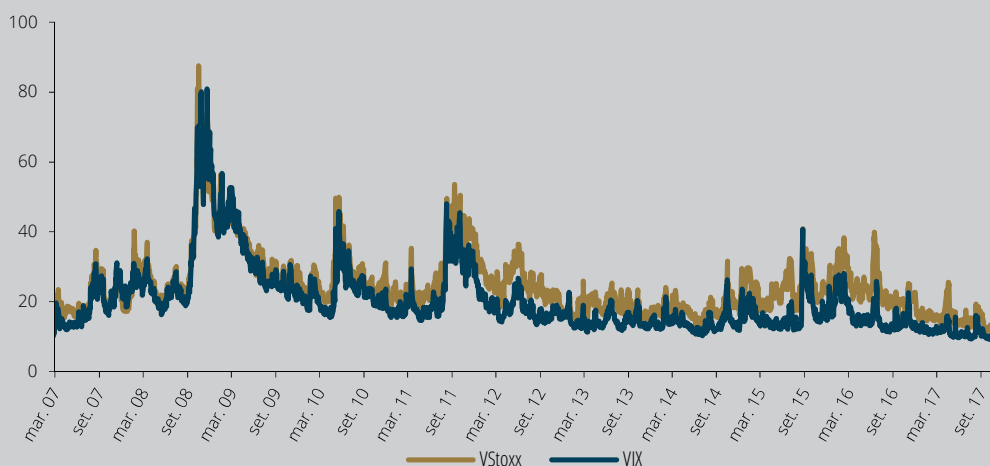
Uma reavaliação dos prémios de risco a nível global afetaria também as condições de acesso ao mercado das empresas e das instituições financeiras. No caso do setor bancário, a evolução do sentimento de mercado será particularmente relevante no quadro da eventual emissão de instrumentos elegíveis para o cumprimento do MREL. Por sua vez, a elevada exposição do sistema financeiro a títulos de dívida pública portuguesa torna os seus balanços especialmente vulneráveis a um aumento dos custos de financiamento da República, uma vez que tal se traduziria numa redução do valor de mercado destes títulos, com impacto sobre a solvabilidade das instituições. Considerando dados de balanço de junho de 2017 dos sete maiores bancos a operar em Portugal, e sem considerar eventuais estratégias de cobertura de risco, um aumento de 100 pontos base na curva de rendimentos da dívida pública doméstica implicaria uma redução de cerca de 0,5 p.p. no rácio de capital CET 1 deste conjunto de instituições.

No entanto, o impacto sobre o prémio de risco do soberano doméstico tenderá a ser mitigado, por um lado, pela atuação do BCE que, apesar de ter anunciado a redução faseada da dimensão do programa de compra de ativos (APP), mantém-se preparado para aumentar o APP em termos de dimensão e/ou duração no caso de as condições financeiras na área euro deixarem de ser consistentes com um ajustamento sustentado da trajetória de inflação. Adicionalmente, o BCE sinalizou que as taxas de juro diretoras permanecerão nos níveis atuais durante um período alargado e muito para além do horizonte das compras líquidas de ativos. Por outro lado, a recente melhoria da perceção de mercado face à economia portuguesa, e a subida do *rating* da República, traduziu-se numa queda muito significativa dos prémios de risco do soberano e dos bancos (Capítulo 2).

O ambiente de baixas taxas de juro de curto prazo continuará a ser o cenário central para os próximos anos, condicionando a rendibilidade do sistema financeiro e criando incentivos para uma desalavancagem mais lenta da economia

Gráfico 1.4 •
Volatilidade implícita nos mercados acionistas
| Em percentagem

Fonte: Thomson Reuters.
Nota: Volatilidade implícita nas cotações das opções de compra e venda sobre os índices Euro Stoxx 50 (VStoxx) e S&P 500 (VIX).
Última atualização: 13-11-2017.



Em relação a junho de 2017, as expectativas do mercado quanto à evolução das taxas de juro de curto prazo na área euro mantiveram-se genericamente estáveis, continuando a apontar para um aumento muito gradual e limitado, esperando-se que a Euribor a 3 meses não atinja valores positivos antes do final de 2019 (Gráfico 1.5). Ainda assim, observa-se uma revisão em alta face às expectativas do mercado em junho de 2016, possivelmente pela incorporação de projeções mais favoráveis para o crescimento económico e inflação e possíveis alterações na política monetária do BCE.

Num ambiente de taxas de juro muito baixas, a geração de margem financeira por parte dos bancos tem sido, nos últimos anos, suportada pelo ajustamento do custo de financiamento via diminuição do custo dos depósitos e reforço desta fonte de financiamento na estrutura de passivos. No entanto, na medida em que a remuneração dos depósitos se aproxima do limiar de zero, a possibilidade de reduções adicionais é cada vez menor (Capítulo 3). Em todo o caso, a manutenção de taxas de juro baixas e a recuperação da atividade económica têm um impacto positivo sobre o incumprimento no crédito, reduzindo os fluxos de imparidades, com efeitos positivos sobre a rentabilidade do setor bancário.

O atual contexto de baixas taxas de juro concorre com outros fatores para uma menor restritividade nos critérios de concessão de

crédito, aumentando a probabilidade de financiamento de mutuários com menor capacidade de pagamento, em particular projetos cuja viabilidade poderá ser posta em causa num cenário de normalização das taxas de juro. Este facto pode prejudicar uma afetação adequada do crédito, com base em critérios de eficiência, produtividade e sustentabilidade. Com efeito, tem-se assistido a uma redução dos *spreads* cobrados nos novos empréstimos às SNF, constituindo uma pressão adicional sobre a rentabilidade dos bancos. Contudo, existe evidência que aponta para a continuação da diferenciação dos *spreads* dos novos empréstimos a SNF de acordo com o perfil de risco (Tema em Destaque "A segmentação do risco nos *spreads* implícitos nas taxas de juro dos novos empréstimos bancários a sociedades não financeiras")⁸.

Nos últimos anos, em particular desde 2015, observa-se também uma compressão dos *spreads* dos novos empréstimos à habitação, o que reflete, em larga medida, a concorrência entre bancos neste segmento. Ainda que os *spreads* aplicados atualmente se situem muito acima dos níveis praticados antes da crise, já se encontram em níveis relativamente baixos no contexto da área euro.

Para além dos *spreads* praticados nos novos empréstimos à habitação, outros critérios de concessão de crédito mostram alguns sinais de menor restritividade. Em particular, destaca-se

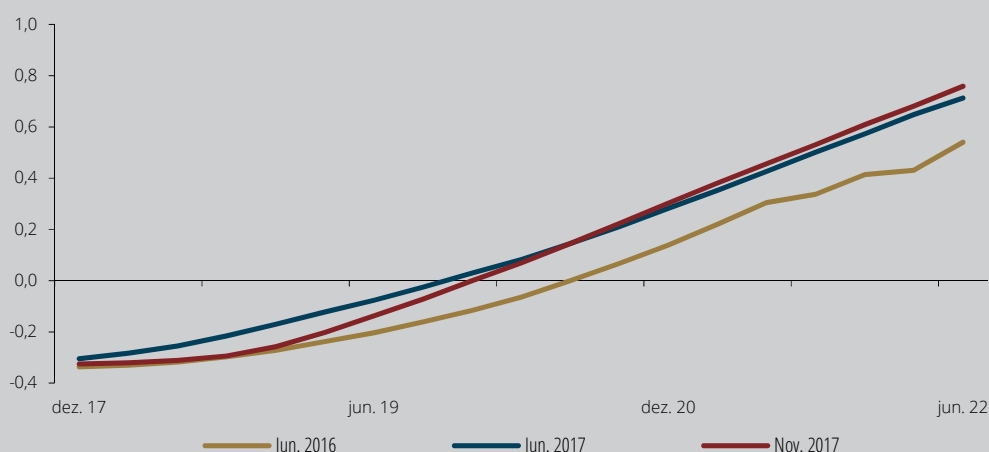


Gráfico 1.5 •
Taxa de juro implícita nos contratos de futuros sobre a Euribor a três meses
| Em percentagem

Fonte: Thomson Reuters.
Nota: Valor médio de 30 dias da taxa de juro implícita nos contratos de futuros sobre a Euribor a três meses cotados na London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE). Última atualização a 13-11-2017.

o recente aumento da maturidade média dos créditos para 33 anos no final de 2016, o que constitui um valor máximo no contexto europeu. Adicionalmente, desde 2014, observa-se uma tendência de subida dos rácios médios de LTV e LTI (*loan-to-income*, rácio entre o valor do empréstimo e o rendimento disponível) na origem, i.e. aquando da concessão do crédito. No que se refere ao DSTI (*debt-service-to-income*, rácio entre o serviço da dívida e o rendimento disponível) na origem, a sua relativa estabilização desde 2012 reflete a evolução e o nível muito baixo das taxas de juro. Neste quadro, o Banco de Portugal pondera a adoção de medidas tendo em vista o reforço da avaliação da capacidade creditícia dos mutuários pelas instituições.

Adicionalmente, o ambiente de baixas taxas de juro, ao criar condições mais favoráveis para a procura de crédito, pode desincentivar a continuação do necessário processo de desalavancagem do setor privado não financeiro, aumentando a vulnerabilidade a uma futura subida das taxas de juro, que se pode repercutir em materialização de risco de crédito. Relativamente às SNF importa referir que a melhoria da estrutura de financiamento observada nos últimos anos diminuiu a vulnerabilidade deste setor a uma subida das taxas de juro de curto prazo. Definindo como vulneráveis as SNF que apresentam um rácio de cobertura dos gastos de financiamento pelo EBITDA inferior a dois, a proporção de SNF vulneráveis a choques no custo de financiamento diminuiu significativamente face a 2010 (Caixa 2). Contudo, cerca de um terço da exposição do sistema financeiro residente a SNF, no final de 2016, dizia respeito a empresas com rácio de cobertura de juros inferior a dois. Esta situação não pode ser dissociada do elevado nível de NPL de SNF. Esta proporção ascende a 43% considerando uma subida de 2 p.p. das taxas de juro de curto prazo. No caso das famílias, a Caixa 4 apresenta uma caracterização das famílias portuguesas com base no Inquérito à Situação Financeira das Famílias, mostrando existir uma percentagem significativa de famílias com níveis de

endividamento muito elevado face ao seu rendimento, em vários estratos de rendimento. As famílias no quartil inferior de rendimento estão numa situação especialmente vulnerável a qualquer fator suscetível de reduzir o nível rendimento ou aumentar as taxas de juro de curto prazo. Adicionalmente, as famílias de rendimento intermédio são particularmente sensíveis à subida das taxas de juro do crédito à habitação. Note-se, todavia, que a subida das taxas de juro de curto prazo tenderá a materializar-se de forma gradual e deverá estar associada a uma melhoria das condições económicas.

Os desenvolvimentos dos preços no mercado imobiliário podem acarretar riscos para a estabilidade financeira na medida em que conduzam ao relaxamento dos critérios de concessão de crédito à habitação, num contexto de elevado endividamento das famílias

Após acumularem uma redução de 16% em termos reais entre 2010 e 2013, os preços do imobiliário residencial em Portugal registaram taxas de crescimento anuais robustas e crescentes nos anos recentes. Entre o final de 2013 e o primeiro semestre de 2017 os preços cresceram cerca de 20% em termos reais (Gráfico 1.6). Uma análise realizada com base em medidas convencionais de avaliação da dinâmica dos preços da habitação permite concluir que, no primeiro trimestre de 2017, os preços da habitação ao nível nacional estavam próximos dos níveis justificados pelos fundamentos. Porém, não é possível afastar a possibilidade de existirem apreciações excessivas em determinadas áreas geográficas, nomeadamente nos grandes centros urbanos. Acresce que o crescimento dos preços da habitação parece não estar sincronizado com o ciclo

de crédito (Caixa 5). Contudo, os fluxos acumulados de novo crédito à habitação mantiveram, no primeiro semestre de 2017, uma dinâmica de forte crescimento (cerca de 40% em termos homólogos). Adicionalmente, a percentagem de transações de alojamentos familiares financiadas por recurso a crédito aumentou para 45%, face ao mínimo de 20% em 2013 (65% em 2009).

Assim, importa assegurar que as atuais dinâmicas do crédito à habitação e da economia, em particular do mercado imobiliário, não comprometam, por um lado, a redução do ainda elevado rácio de endividamento dos particulares e, por outro, não promovam a acumulação de risco excessivo no balanço dos bancos e a excessiva alocação de recursos da economia no setor imobiliário.

Neste sentido, é importante que as instituições financeiras baseiem as suas decisões de concessão de crédito em análises adequadas da capacidade de serviço da dívida por parte dos clientes, em particular em condições macroeconómicas e financeiras mais adversas. De facto, na perspetiva dos particulares, o crédito à habitação constitui habitualmente o maior compromisso financeiro assumido, dados os valores mutuados, o prazo típico de duração dos contratos e as consequências da eventual execução da hipoteca. Assim, o

crédito hipotecário tem vindo a ser objeto de diversas iniciativas legislativas a nível europeu, as quais visam proteger os interesses destes clientes bancários. Em junho de 2017, foi publicado o Decreto-Lei 71-A/2017 que transpõe parcialmente para o ordenamento jurídico nacional a Diretiva n.º 2014/17/EU relativamente a estes contratos. Este define, *inter alia*, as políticas de remuneração das instituições de crédito (as quais, entre outros aspetos, não podem fazer depender a remuneração dos seus funcionários, direta ou indiretamente, do número de pedidos de crédito aprovados e de contratos celebrados), os conhecimentos e as competências dos seus trabalhadores. Estabelece-se ainda qual a informação disponibilizada na denominada Ficha de Informação Normalizada Europeia (FINE), a qual deverá ser entregue ao cliente em dois momentos distintos: aquando da simulação do empréstimo, tendo por base a informação por si prestada à instituição; e, posteriormente, aquando da comunicação da aprovação do contrato de crédito, refletindo as características do empréstimo efetivamente aprovado pela instituição⁹. A Diretiva Europeia e a transposição nacional da mesma estabelecem ainda que deve ser efetuada a avaliação *ex-ante* da capacidade e propensão do consumidor para o cumprimento do contrato de crédito e que as instituições

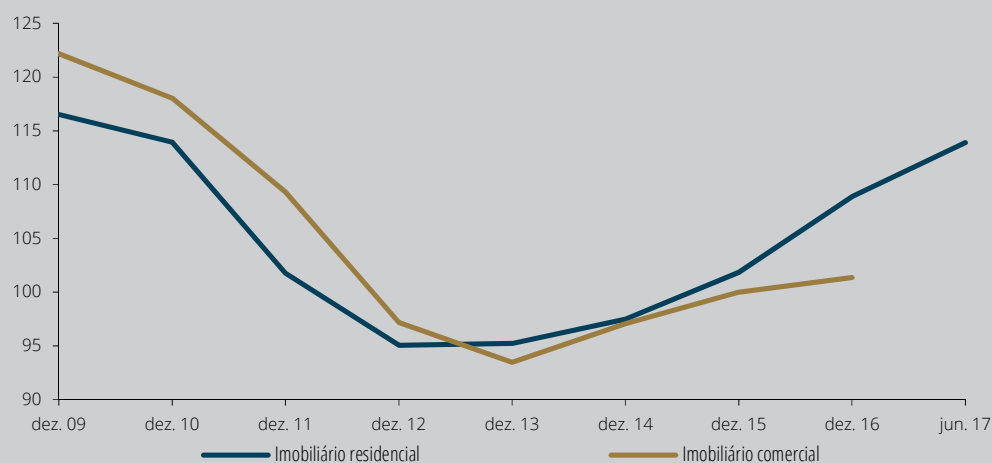


Gráfico 1.6 •
Índices de preços
do imobiliário em
termos reais
| Índice (2015=100)

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

Nota: O índice de preços do imobiliário comercial está apenas disponível numa base anual. Índices nominais deflacionados pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor, base 2015.

financeiras só devem celebrar o contrato se o resultado da avaliação indicar que é provável que as respetivas obrigações venham a ser cumpridas.

No âmbito da avaliação da solvabilidade e resiliência financeira dos consumidores, o Aviso n.º 4/2017 do Banco de Portugal estabelece quais os elementos relativos aos rendimentos e despesas desses consumidores que devem ser tidos em conta no decurso da avaliação de solvabilidade, enquanto a Instrução n.º 15/2017, também do Banco de Portugal, define os critérios mediante os quais deve ser aferido o impacto de aumentos do indexante aplicável a contratos de crédito a taxa de juro variável.

A necessidade de análises prudentes na concessão de crédito deve, naturalmente, ser extensiva às operações de crédito associadas ao financiamento de imobiliário comercial. Este segmento do mercado imobiliário tem também registado uma evolução de preços ascendente baseado, todavia, num número de transações mais reduzido e onde a influência de não residentes nas transações tende (no período pós crise) a ser muito significativa. Importa atender a que os níveis de preços atuais e a sua evolução recente tendem a refletir um fenómeno de rigidez de curto prazo da oferta, dada também a maior importância do fator localização nas opções dos compradores.

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

Os desafios regulatórios e institucionais a nível europeu não diminuíram de relevância desde a última edição do *Relatório de Estabilidade*

Financeira. De facto, os recentes casos do Banco Popular Español, do Banca Popolare di Vicenza e do Veneto Banca, vieram evidenciar os riscos inerentes a uma União Bancária ainda incompleta, onde as decisões são tomadas de forma centralizada, mas os riscos para a estabilidade financeira têm de ser dirimidos a nível nacional. Esta situação é ainda agravada pelo facto de as autoridades de cada Estado Membro terem, neste momento, um número bastante mais limitado de instrumentos para fazer face aos referidos riscos. De destacar, a este nível, as dificuldades acrescidas na intervenção do Estado, no contexto das atuais regras dos Auxílios de Estado e da Diretiva sobre Recuperação e Resolução Bancárias (BRRD, na sigla inglesa).

A criação do Mecanismo Europeu de Estabilidade (ESM, na sigla inglesa), do *single rule book*, do MUS e do Mecanismo Único de Resolução, representam, sem dúvida, passos muito relevantes para a criação da União Bancária. Porém, enquanto o terceiro pilar desta última – o denominado Mecanismo Europeu de Garantia de Depósitos (EDIS, no acrónimo inglês) – não estiver finalizado, os riscos para a estabilidade financeira a nível de cada Estado Membro ainda serão muito significativos.

A este propósito, é de referir a Comunicação da Comissão Europeia sobre a conclusão da União Bancária, publicada a 11 de outubro de 2017, que faz um balanço sobre as metas já alcançadas e as medidas ainda necessárias para completá-la, tanto em termos de redução como de partilha de riscos no setor bancário. Se é um facto que a Comunicação vem dar resposta a algumas questões relevantes, como seja a necessidade de dar prioridade à criação de um *backstop* para o Fundo de Resolução Europeu, também é certo que a Comunicação fica bastante aquém das expectativas no que respeita à criação do EDIS, consubstanciando um recuo face ao objetivo central do terceiro pilar de uma genuína União Bancária. De facto, a proposta da Comissão traduz-se na introdução mais gradual do EDIS, alongando o

período de transição para a entrada numa fase de cosseguro. A Comunicação da Comissão levanta ainda dúvidas quanto ao objetivo de atingir uma mutualização total de perdas: um sistema de cosseguro que seja apenas parcial, apesar de representar um reforço da robustez dos mecanismos de garantia de depósitos nacionais, poderá revelar-se insuficiente para conferir credibilidade e capacidade efetiva de atuação ao EDIS, e bem assim não ser suscetível de assegurar a separação entre risco soberano e risco bancário, de eliminar a distinção entre depositantes de diferentes Estados Membros e de assegurar que qualquer depósito coberto beneficie de níveis de proteção idênticos, objetivos que presidiram à criação da União Bancária. Por fim, a Comissão coloca a possibilidade de os próximos passos para completar a União Bancária (nomeadamente o EDIS) ficarem dependentes da redução, que pode ser significativa, do *stock* de NPL e dos ativos mensurados ao justo valor com recurso a dados de nível 3¹⁰. Ou seja, esta opção poderá fazer depender a adoção de um regime de cosseguro (manifestamente insuficiente para atingir uma verdadeira União Bancária) da resolução do problema do elevado *stock* de NPL que, de forma a evitar soluções de *fire-sale* potencialmente disruptivas para a estabilidade financeira, não pode ser conseguida no curto prazo e de forma simultânea.

A acrescida pressão regulamentar para reestruturações do setor bancário poderá conduzir a movimentos de consolidação não potenciais pelo mercado. Neste contexto, é essencial garantir um alinhamento total entre quem tem a capacidade de tomar decisões e quem tem a responsabilidade de garantir a estabilidade financeira. Só com este alinhamento será possível assegurar decisões equilibradas e debater propostas como a recentemente avançada pela Comissão Europeia – aquando da negociação da revisão do Regulamento relativo aos requisitos prudenciais (CRR) e da Diretiva relativa ao acesso à atividade e supervisão prudencial (CRD IV), reiterada, mais recentemente, na já referida Comunicação – de permitir isenção de requisitos

prudenciais em base individual e transfronteiriça, como por exemplo dos rácios de capital.

Ao nível regulamentar, para além dos requisitos de capital e liquidez que estão a ser implementados de acordo com um período transitório (e.g. a Reserva de Conservação de Capital e a Reserva para Instituições de Importância Sistémica)¹¹, entrarão em vigor no curto a médio prazo novas normas que terão também impacto sobre a atividade dos bancos portugueses.

Entre os desafios que se colocam aos bancos portugueses, inclui-se ainda a eventual emissão de instrumentos de dívida e de fundos próprios elegíveis para absorção de perdas, a fim de satisfazer o requisito relativo ao MREL. Estes instrumentos tenderão a ter um custo de financiamento mais elevado, atendendo ao nível de subordinação dos instrumentos em causa e à notação de risco de crédito dos bancos portugueses. A consequente pressão sobre a rentabilidade e, em particular, sobre a margem financeira dependerá da capacidade dos bancos repercutirem no preço das operações ativas e serviços prestados o aumento do custo de financiamento. As instituições poderão também, de forma a reduzir os montantes de emissão e o impacto sobre a respetiva conta de exploração, optar por estratégias de otimização do balanço, nomeadamente a redução dos ativos ponderados pelo risco. Tais opções, bem como as suas repercussões sobre a oferta de crédito ao setor privado não financeiro, estarão dependentes dos requisitos que venham a ser apurados para cada instituição.

Os desafios na colocação da dívida no mercado podem criar incentivos à venda destes instrumentos no mercado de retalho. Com efeito, no que concerne à base de investidores, importa ponderar se, e em que condições, os investidores de retalho devem ter a possibilidade de investir nestes instrumentos, de modo a evitar práticas de *mis-selling* que possam materializar-se em riscos de reputação e assim afetar a confiança dos clientes nos bancos. Adicionalmente, a colocação destes

instrumentos deve procurar a diversificação geográfica dos investidores e evitar a detenção cruzada destes ativos por parte das instituições financeiras, mitigando eventuais efeitos de contágio.

Neste contexto, é particularmente relevante que o período de introdução faseada do requisito seja suficientemente prolongado, de modo a minimizar o impacto sobre o custo de financiamento das instituições, num período em que os bancos ainda estão a ajustar o seu balanço. Em todo o caso, ao longo de 2017, a melhoria do sentimento de mercado em relação à economia portuguesa e, em particular, aos bancos portugueses traduziu-se numa redução dos prémios de risco exigidos pelos investidores.

Também a implementação da norma contabilística IFRS 9, a partir de janeiro de 2018, traduzida na transição de um modelo de perdas incorridas para um modelo de perdas esperadas, terá impacto nas imparidades reconhecidas e no capital dos bancos, em especial naqueles que utilizam o método padrão para cálculo dos requisitos mínimos de fundos próprios¹². A introdução desta norma levará ao reconhecimento mais rápido das perdas por imparidade e num montante adequado ao risco de crédito dos ativos financeiros, criando condições mais favoráveis para a preservação da estabilidade financeira. Contudo, as instituições, auditores, supervisores e reguladores deverão prestar uma atenção especial a alguns aspetos relacionados com a introdução da nova norma, principalmente no que se refere à prociclicidade, à volatilidade dos resultados e ao incremento da subjetividade. Uma primeira linha de defesa do sistema bancário com o propósito de mitigar o impacto de alguns elementos de prociclicidade da norma, na volatilidade dos resultados e na solvabilidade, poderá passar pela constituição de reservas de capital numa fase ascendente do ciclo, para que possam acomodar o reconhecimento antecipado das perdas por imparidade determinado pelo modelo no início de um período recessivo.

No que se refere ao aumento da discricionariedade previsto com a introdução da IFRS 9, refira-se que o Banco de Portugal dispõe da possibilidade de emitir orientações sobre determinados aspetos da nova norma e fá-lo-á caso se afigure necessário. Por um lado, essa decisão terá em consideração os potenciais custos associados à subjetividade e discricionariedade, como por exemplo, a falta de comparabilidade da situação financeira entre as instituições. Por outro lado, deverão ser asseguradas às instituições condições semelhantes às das suas congéneres europeias, de forma a não afetar a competitividade das mesmas. Neste sentido, o acompanhamento da implementação da nova norma por parte do Banco de Portugal ocorre em conjunto com o BCE no que diz respeito às instituições supervisionadas diretamente pelo MUS.

As alterações no funcionamento do sistema financeiro global, induzidas pela utilização cada vez mais generalizada das novas tecnologias na atividade bancária, deverão ser acompanhadas por reguladores e supervisores numa perspetiva de preservação da estabilidade financeira. De facto, a crescente digitalização dos serviços financeiros poderá conferir uma dimensão sistémica a algumas empresas *Fintech*, as quais não estão, em geral, sujeitas aos mesmos requisitos prudenciais e de regulação aplicados às entidades supervisionadas no âmbito do MUS. Assim, as autoridades competentes deverão acompanhar a inovação tecnológica no sistema financeiro de modo a assegurar (i) um tratamento equitativo entre instituições concorrentes, (ii) a identificação dos riscos colocados pela disponibilização de serviços financeiros de base tecnológica e (iii) a adoção de iniciativas regulatórias e de supervisão adequadas, tanto a nível nacional, como europeu.

1.3. Política macroprudencial

Tendo como base os riscos para a estabilidade financeira identificados atrás, bem como a respetiva evolução, a política macroprudencial não se alterou significativamente. Neste contexto, salientam-se como objetivos da política macroprudencial na conjuntura atual e no quadro europeu: (i) evitar a acumulação de desequilíbrios adicionais nos balanços dos agentes económicos na atual fase de recuperação económica, a qual ocorre num ambiente muito prolongado de baixas taxas de juro, acompanhado do aumento dos preços da habitação, de critérios de concessão de crédito menos restritivos e de concorrência acrescida entre as instituições; (ii) contribuir para que se mantenha a trajetória de redução das vulnerabilidades, em particular o processo de diminuição do endividamento do setor privado não financeiro.

O Banco de Portugal manteve as percentagens de reserva contracíclica e de reserva para instituições de importância sistémica, alterando o período de introdução faseada desta última

Por forma a aumentar a capacidade de absorver choques não antecipáveis pelo sistema financeiro, preservando o adequado fluxo de financiamento à economia, foi mantido o faseamento determinado pelo enquadramento regulatório europeu no que concerne à taxa de reserva de conservação de fundos próprios. Em 2017, esta subiu para 1,25% do total de exposições em risco. Em 2019 este requisito atingirá 2,5% destas exposições.

No último trimestre de 2017, o Banco de Portugal completou o exercício anual de identificação do conjunto de instituições de importância sistémica e a determinação da taxa de reserva de fundos próprios para instituições de importância sistémica (reserva de O-SII, no acrónimo inglês) aplicável a cada uma destas (Quadro 1.1). Este instrumento macroprudencial tem como objetivo a redução dos incentivos para a assunção de riscos excessivos por parte de instituições relevantes para o sistema, quer pela sua dimensão quer pelas interligações a outras instituições. Assim, a taxa definida é função da importância sistémica de cada instituição.

Neste exercício o Banco de Portugal manteve, quer a metodologia, quer os níveis de reserva de O-SII. No entanto, decidiu estender o prazo para cumprimento dos mesmos, tendo o prazo inicial de 2 anos sido convertido em 4 anos, tomando em consideração os desafios que o sistema bancário português ainda enfrenta.

A autoridade macroprudencial nacional decidiu também manter a percentagem de reserva contracíclica em zero por cento do montante total das exposições em risco no quarto trimestre de 2017, o que resulta da aplicação da metodologia desenvolvida a nível europeu. De facto, o crédito concedido ao setor privado não financeiro tem vindo a apresentar taxas de crescimento negativas desde o quarto trimestre de 2010, embora em abrandamento, ao longo de 2017. Desta forma, o rácio entre o crédito concedido a este setor e o PIB tem evoluído abaixo da sua tendência de longo prazo, traduzindo-se num desvio de Basileia negativo (Gráfico 1.7).

Quadro 1.1 • Taxa de Reserva de O-SII

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

Fonte: Banco de Portugal.

O Banco de Portugal avaliou a introdução do rácio de alavancagem no conjunto de instrumentos selecionados para a execução da política macroprudencial

A implementação da política macroprudencial é bastante recente e, como tal, tem vindo a fazer-se de forma gradual, beneficiando da experiência adquirida. Desta forma, a possibilidade de adicionar novos instrumentos àqueles que já se encontram disponíveis encontra-se ainda em aberto, dados os novos desenvolvimentos em termos dos riscos para a estabilidade financeira, bem como do ambiente regulatório.

Face à previsível introdução de um requisito mínimo microprudencial para o rácio de alavancagem, tem sido equacionada a sua utilização também como instrumento de política macroprudencial em Portugal. Enquanto o requisito microprudencial se aplica de igual forma a todas as instituições e ao longo do tempo, a utilização macroprudencial implicaria a distinção de acordo com a instituição ou com o ciclo de crédito. O Tema em Destaque “Rácio de alavancagem dos bancos – o caso português” apresenta este novo requisito prudencial, o qual deverá ser cumprido em

simultâneo com o rácio mínimo de fundos próprios já existente. Ponderando de igual forma todas as exposições, o rácio de alavancagem impõe um capital mínimo face à dimensão do balanço da instituição, mitigando o risco associado aos modelos utilizados para calcular os ponderadores de risco e também a prociclicidade associada a estes. Utilizando uma amostra dos maiores sete grupos bancários a operar em Portugal conclui-se que o rácio mínimo regulamentar de fundos próprios continuará a ser o requisito mais exigente, dado o elevado ponderador médio de risco apresentado pelas instituições portuguesas. Desta forma, no momento presente, não foi considerado adequado introduzir um requisito macroprudencial relativo ao rácio de alavancagem.

Gráfico 1.7 •
Desvio de
Basileia e medida
adicional do
desvio do rácio
do crédito em
relação ao PIB
| Em pontos
percentuais

Fonte: Instituto Nacional
de Estatística, Banco
de Portugal e cálculos
do Banco de Portugal.
Nota: última observação
em março de 2017.



Notas

1. Ver Secção 3 e Caixa 4 “Evolução dos empréstimos concedidos a sociedades não financeiras por instituições de crédito residentes: margem extensiva versus margem intensiva”, *Boletim Económico*, outubro de 2017, e Caixa 2 “A evolução recente da exposição das instituições de crédito residentes às sociedades não financeiras”, *Relatório de Estabilidade Financeira*, junho de 2017.
2. A redução da dívida total das SNF no primeiro semestre de 2017 deveu-se sobretudo a um volume importante de créditos bancários abatidos ao ativo. Porém, note-se que os abatimentos de créditos, embora reduzam a dívida do mutuário no balanço do credor, não correspondem a uma efetiva redução de responsabilidades do devedor (Capítulo 2).
3. Exposições não produtivas de acordo com a definição proposta pela Autoridade Bancária Europeia (EBA, no acrónimo inglês).
4. Ver Caixa 5 “Evolução recente da dívida pública e estratégia de financiamento”, *Boletim Económico*, outubro de 2017.
5. Ver Tema em Destaque “Eficiência do sistema bancário português”, *Relatório de Estabilidade Financeira*, novembro de 2016.
6. https://ec.europa.eu/info/law/payment-services-psd-2-directive-eu-2015-2366_en
7. Ver Caixa 2 “Opções e discrição no contexto do Mecanismo Único de Supervisão”, *Relatório de Estabilidade Financeira*, novembro de 2016.
8. Ver também *Boletim Económico*, outubro de 2017.
9. Tal como já sucede atualmente com a ficha de informação normalizada (FIN) prevista no Aviso do Banco de Portugal n.º 2/2010.
10. A Norma Internacional de Relato Financeiro 13 “estabelece uma hierarquia do justo valor que classifica em três níveis os dados a utilizar nas técnicas de mensuração pelo justo valor de ativos e passivos. A hierarquia do justo valor atribui prioridade máxima aos preços cotados (não ajustados) de ativos ou passivos idênticos em mercados ativos (dados de nível 1) e prioridade mínima aos dados não observáveis (dados de nível 3)”, IFRS 13, parágrafo 72.
11. Ver “I. Estabilidade financeira: Vulnerabilidades e riscos”, *Relatório de Estabilidade Financeira*, novembro de 2016.
12. Ver Tema em Destaque 2 “IFRS 9 – Principais alterações e impactos previstos para o sistema bancário e para a estabilidade financeira”, *Relatório de Estabilidade Financeira*, junho de 2017.

Caixa 1 • A redução da alavancagem e o investimento das SNF em Portugal

Motivação

Esta Caixa analisa de que forma a redução da alavancagem das sociedades não financeiras (SNF) e o aumento do investimento empresarial têm coexistido no período recente, considerando as implicações para a estabilidade financeira. Em particular, procura-se avaliar como se processou o ajustamento do balanço das empresas que reduziram o seu rácio de dívida financeira (medido pelo peso dos financiamentos obtidos no respetivo ativo), se este facto favoreceu a recuperação do investimento das SNF, se as empresas com maior redução do rácio de dívida financeira registaram uma recuperação mais acentuada do investimento do que as que não o fizeram e, finalmente, se as empresas que investiram mais no período subsequente à crise económica e financeira aumentaram, em consequência, o respetivo rácio de dívida financeira.

A redução da alavancagem das SNF observada desde 2013 favoreceu a estabilidade

financeira, dado que empresas muito dependentes de financiamento alheio estão potencialmente mais vulneráveis a choques negativos como os observados entre 2009 e 2013, quer em termos da sua atividade quer de cumprimento das suas obrigações financeiras.

Por seu turno, o investimento empresarial é crucial para elevar e sustentar o crescimento económico, o qual promove a estabilidade financeira. Após a redução significativa verificada entre 2009 e 2013, tem-se observado uma recuperação gradual do investimento das SNF. Contudo, o total do investimento atingido na atual fase do ciclo económico mantém-se abaixo do observado em fases similares de anteriores ciclos económicos e é também inferior ao registado em outros países da área do euro (tais como Espanha, Irlanda ou Itália).

Quando consideradas as SNF, verifica-se que a redução do rácio de dívida financeira e a gradual recuperação do investimento têm ocorrido num contexto de aumento da taxa

de poupança, o que contrasta com o observado antes da crise económica e financeira quando a diminuição da poupança das empresas foi compensada por acréscimos sucessivos de dívida de forma a permitir financiar o aumento do investimento. Apesar desta evolução para o agregado de SNF, terá existido um comportamento diferenciado entre as empresas, influenciado pela situação económica e financeira específica de cada uma delas.

A análise apresentada corresponde a uma abordagem preliminar de estimação dos principais agregados de Contas Nacionais das SNF com base na Informação Empresarial Simplificada (IES). Refira-se ainda que, à data da elaboração desta Caixa, os dados da IES relativos ao ano de 2016 não se encontravam disponíveis, podendo vir a ser incorporados em análises futuras.

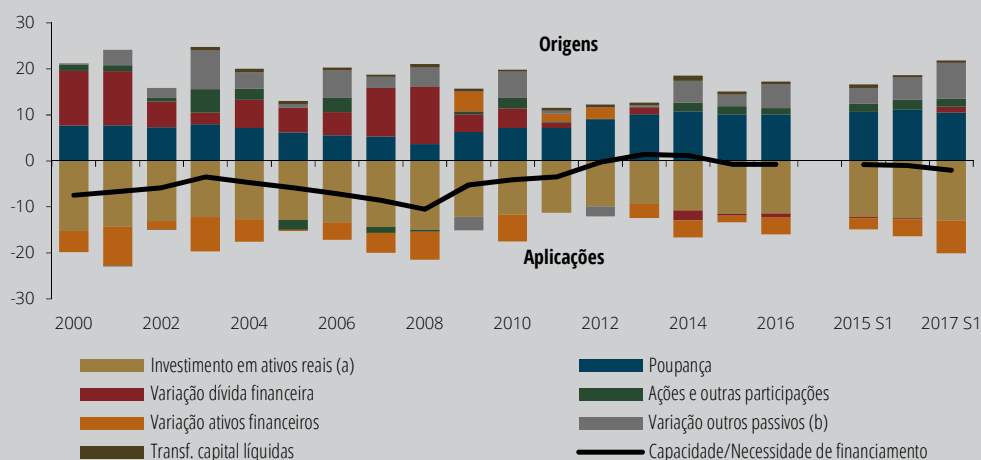
Redução da alavancagem e poupança das SNF

O rácio de dívida financeira das SNF no PIB tem-se reduzido desde 2013¹, aproximando-se gradualmente do valor médio da área do euro². Em junho de 2017, aquele rácio era de

97%, aproximadamente 23 pontos percentuais abaixo do valor máximo observado no final de 2012. No entanto, o atual rácio de dívida financeira das SNF³ não é significativamente inferior aos valores registados antes do início da crise financeira, nem a redução observada permitiu alterar, até ao final de 2016, a posição relativa de Portugal no conjunto de países da área do euro face a 2007.

Por seu lado, a poupança das empresas não financeiras portuguesas tem aumentado desde 2009, atingindo valores em torno de 10% do PIB a partir de 2013 (Gráfico C.1.1), ainda que abaixo do verificado, por exemplo, em Espanha (onde a poupança das SNF atingiu cerca de 17% do PIB em 2016). O aumento observado na poupança das SNF refletiu a recuperação da rentabilidade operacional (entre 2008 e 2016, o excedente bruto de exploração⁴ do setor aumentou de 16% do PIB para 19% do PIB) e, em larga medida, uma redução do peso dos resultados distribuídos (em percentagem do excedente bruto de exploração e em termos líquidos). Os rendimentos distribuídos de sociedades passaram de cerca de 37% em 2009 para aproximadamente 26% em 2016.

Gráfico C.1.1 • Origens e aplicações de fundos das SNF | Em percentagem do PIB



Partindo da distinção entre SNF⁵ que diminuíram o rácio de dívida financeira (avaliado, ao nível dos microdados, pelos financiamentos obtidos em percentagem do ativo⁶) e SNF que aumentaram este rácio, no período de 2011 a 2015, verifica-se que são as empresas com diminuição (ou variação nula) do rácio de dívida financeira que apresentam maior poupança no período considerado (Gráfico C.1.2). As primeiras apresentam também, em média, quer em 2011 quer em 2015, um rácio de dívida financeira inferior ao das restantes.

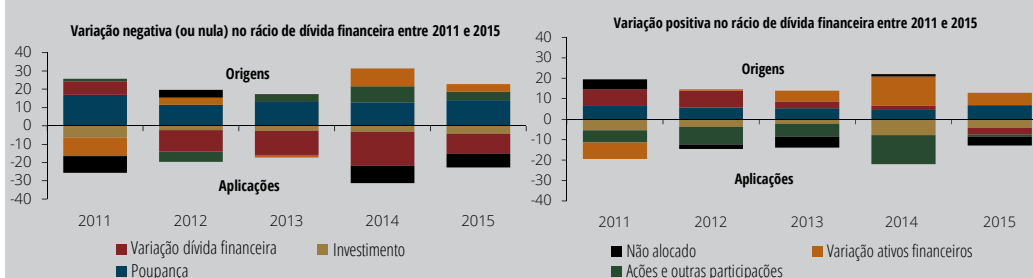
A maior poupança (em % do VAB) do conjunto de empresas que diminuiu o seu rácio de dívida financeira ocorreu em simultâneo com um aumento do capital próprio e com uma redução dos ativos financeiros. Já as empresas com aumento do rácio de dívida financeira persistiram na deterioração dos níveis de capitalização e na redução de ativos financeiros, o que se traduziu na diminuição do seu ativo, contribuindo para o aumento do rácio. Para o conjunto de empresas presentes ao longo de todo o período compreendido entre 2011 a 2015, as conclusões não seriam significativamente diferentes.

Não existe uma diferença significativa na evolução do investimento entre os dois grupos de SNF, com exceção de 2014, quando o grupo de empresas com aumento do rácio de dívida financeira apresentou uma variação superior daquele agregado. A diferença verificada nesse ano poderá ter estado associada a um grupo reduzido de empresas que, com maior equilíbrio financeiro, revelaram capacidade para aumentar o seu rácio de dívida financeira o que lhes permitiu financiar o investimento realizado.

Em suma, as empresas que reduziram o rácio de dívida financeira apresentaram maior poupança durante o mesmo período, não se verificando diferenças substanciais no investimento entre os dois grupos de empresas. Outros estudos neste âmbito indicam que foram as empresas mais endividadas que aumentaram de forma significativa a sua taxa poupança, o mesmo não se verificando para as empresas menos endividadas⁷.

A diminuição do rácio da dívida financeira tem sido heterogénea entre os diferentes setores de atividade. Considerando o rácio entre financiamentos obtidos e o total do ativo, a variação negativa registada entre 2012 e junho de 2017 é mais marcada no setor da

Gráfico C.1.2 • Origens e aplicações de fundos das SNF, empresas com variação negativa/positiva no rácio de dívida financeira entre 2011 e 2015 | Em percentagem do VAB



Fonte: Banco de Portugal.

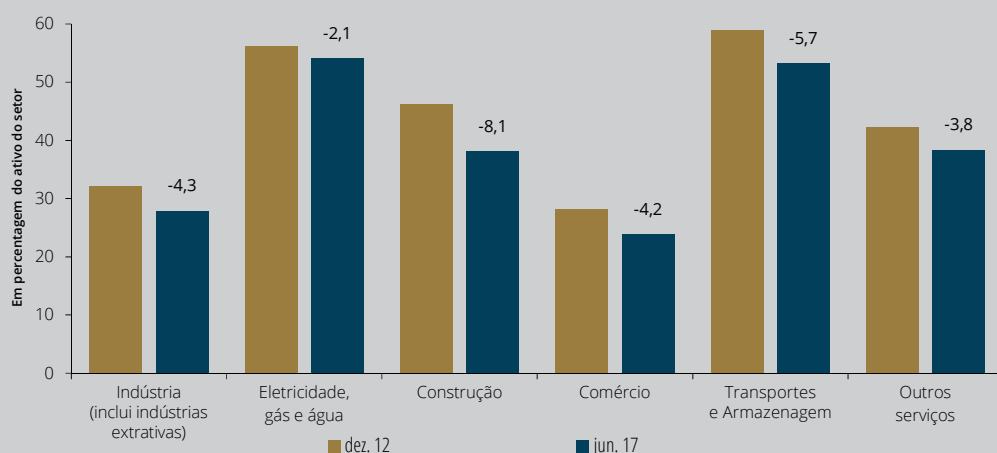
Notas: Estimativas realizadas considerando as SNF privadas, a partir dos dados da IES. Os dados estimados podem diferir dos valores das contas nacionais pela utilização de diferentes metodologias de cálculo. A rubrica não alocado corresponde à diferença não categorizada entre origens e aplicações de fundos num determinado ano. De forma a segmentar as SNF pelas variações no rácio de dívida financeira, calculou-se a diferença entre o rácio de dívida financeira em 2015 e em 2011. Caso o valor de 2015 não estivesse disponível, foi considerado o ano mais próximo a essa data. Empresas sem informação ou sem dívida financeira em 2011, mas com variações após essa data e empresas sem dívida financeira para todos os anos entre 2011 e 2015 foram agregadas em categorias independentes. Para o conjunto de empresas de 2015, empresas com variação negativa ou nula no rácio de dívida financeira correspondiam a 28% do total de empresas e 50% do VAB; empresas com variação positiva representavam 18% do total de empresas e 30% do VAB; empresas sem informação ou sem dívida financeira em 2011, mas com variações após essa data correspondiam a 23% do total de empresas e 13% VAB e empresas sem dívida financeira a 32% do total de empresas e 7% VAB.

construção (8 pontos percentuais) e menos significativa no setor da eletricidade, gás e água (2 pontos percentuais) (Gráfico C.1.3).

A evolução da poupança e da dívida também foi heterogénea entre setores de atividade.

Os setores da indústria transformadora, da construção e do comércio apresentaram um crescimento da poupança entre 2012 e 2015, ainda que no setor da construção a poupança seja persistentemente mais baixa que nos outros dois setores (Gráfico C.1.4). Por seu

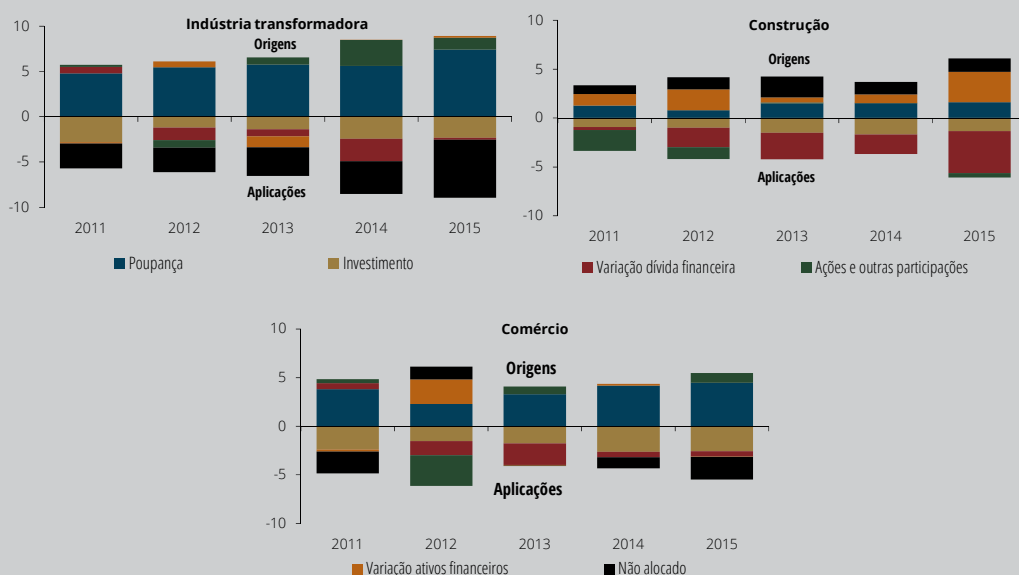
Gráfico C.1.3 • Dívida financeira por setor de atividade | Em percentagem do ativo do setor e diferença em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Valores relativos a empresas privadas.

Gráfico C.1.4 • Origens e aplicações das SNF, por setor de atividade | Em percentagem do VAB



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Estimativas realizadas considerando as SNF privadas, a partir dos dados da IES. Os dados estimados podem diferir dos valores das contas nacionais pela utilização de diferentes metodologias de cálculo. A rubrica não alocado corresponde à diferença não categorizada entre origens e aplicações de fundos num determinado ano. O número de empresas em 2015 para os setores da indústria transformadora, construção e comércio correspondia respetivamente a 10%, 10% e 26% do total de empresas e a respetivamente 26%, 6% e 19% do VAB.

lado, o setor da construção apresentou amortização líquida de dívida superior à observada nos restantes setores. Note-se que o setor da construção tinha um rácio de dívida relativamente elevado em 2012, necessitando de um maior esforço de redução da alavancagem.

Também a capitalização destes três setores evoluiu de forma distinta: a indústria transformadora apresentou acréscimos de capital significativos após 2012, ao passo que no comércio não se observaram variações positivas de tal magnitude e na construção se observou uma redução em 2015.

Investimento

Apesar de o investimento nominal realizado por SNF denotar algum crescimento no período recente (o valor em junho de 2017 é 32% superior ao valor mínimo registado em 2013), encontra-se ainda 11% abaixo do montante médio observado entre 2005 e 2008. Esta recuperação é inferior à observada noutros países da área do euro, como Espanha ou Itália (Gráfico C.1.5).

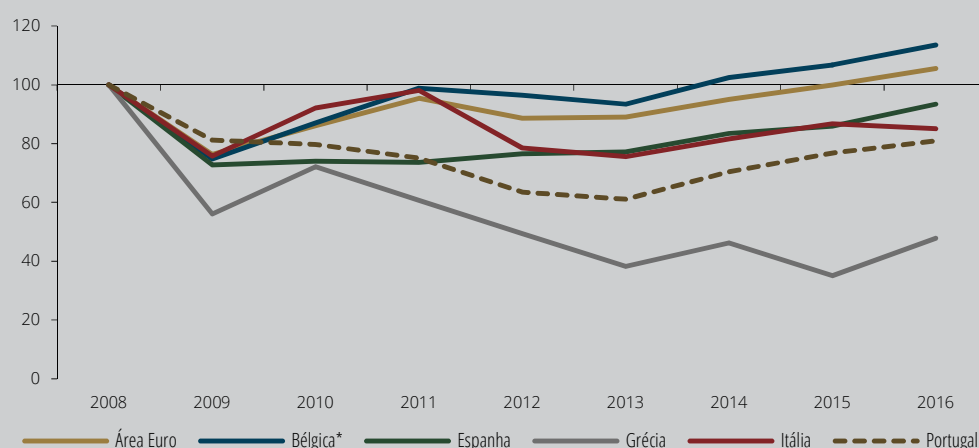
Analisando as origens e aplicações de fundos das empresas que aumentaram o seu

investimento entre 2013 e 2015, constata-se que estas empresas aumentaram a poupança e diminuíram a dívida financeira (Gráfico C.1.6). Já as empresas com variação negativa do investimento apresentaram menor poupança e maior amortização líquida de dívida financeira.

Quando considerada a distribuição dos rácios de dívida financeira nos dois grupos de crescimento do investimento, no período considerado, o conjunto de empresas com variações negativas do investimento apresenta níveis medianos de rácios de dívida financeira sempre superiores ao das empresas com aumento do investimento (Gráfico C.1.7). O aumento do investimento registou-se em empresas que (em mediana) eram menos endividadas, situação que se manteve mesmo após a realização (e financiamento) do investimento.

Esta análise permite concluir que, em geral, o aumento do investimento esteve associado a empresas com menor rácio de dívida financeira durante a crise financeira e económica, e, por isso, com maior capacidade inicial de endividamento. Em sentido contrário, empresas que reduziram o investimento apresentavam rácios de dívida financeira mais elevados durante o período da crise.

Gráfico C.1.5 • Investimento das SNF | Índice, base 2008 = 100



Fonte: INE e Eurostat.

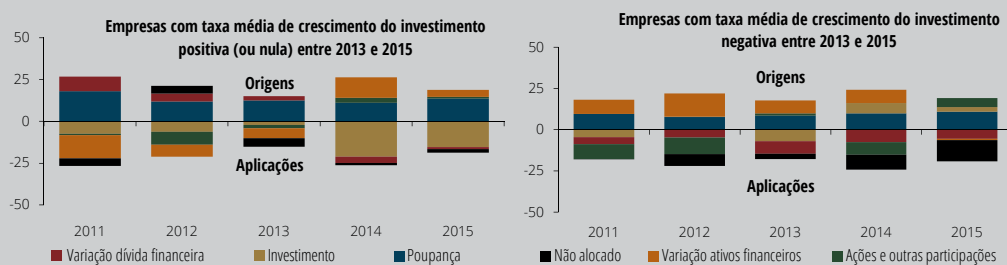
Notas: O investimento corresponde à Formação bruta de capital em termos nominais. *Para a Bélgica, os valores de 2016 são referentes à soma dos fluxos trimestrais.

A evolução heterogénea do desempenho económico e financeiro entre setores de atividade (assim como intrasetorialmente) tem-se traduzido em diferentes ritmos de recuperação do investimento por setor. Acompanhando a evolução da poupança, o investimento nos setores da indústria transformadora e

comércio é superior ao observado no setor da construção (Gráfico C.1.8).

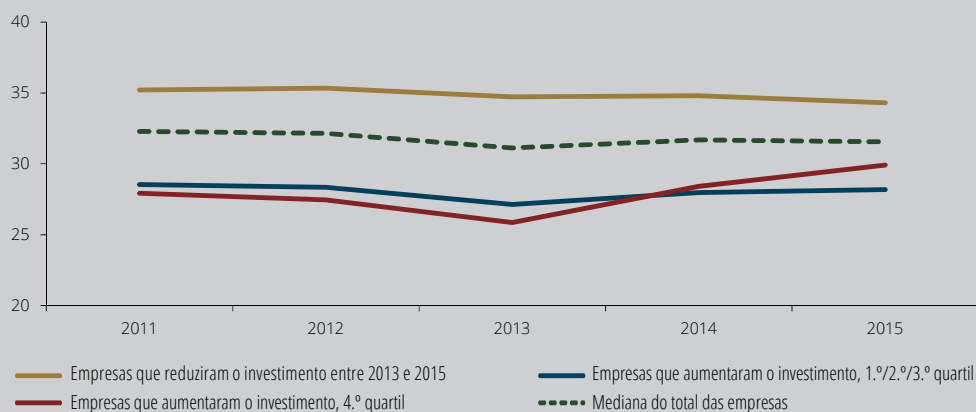
O aumento de rentabilidade das SNF (medido pelo EBITDA sobre o ativo total) tem permitido uma acumulação de recursos próprios neste setor institucional que tem favorecido

Gráfico C.1.6 • Origens e aplicações de fundos das SNF, por variação no investimento das SNF | Em percentagem do VAB



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Estimativas realizadas considerando as SNF privadas, a partir dos dados da IES. Os dados estimados podem diferir dos valores das contas nacionais pela utilização de diferentes metodologias de cálculo. A rubrica não alocado corresponde à diferença não categorizada entre origens e aplicações num determinado ano. Considerou-se o conjunto de empresas com taxa de crescimento médio do investimento positiva (ou nula) e o grupo de empresas com taxa de crescimento médio do investimento negativa, no período entre 2013 e 2015. O período considerado corresponde aos anos disponíveis de retoma do investimento das SNF, após o mínimo registado em 2013. O número de empresas em 2015, respetivamente no primeiro grupo e no segundo grupo, correspondiam a 36% e 64% do total de empresas e 59% e 41% do VAB.

Gráfico C.1.7 • Mediana do rácio de dívida financeira | Em percentagem do ativo

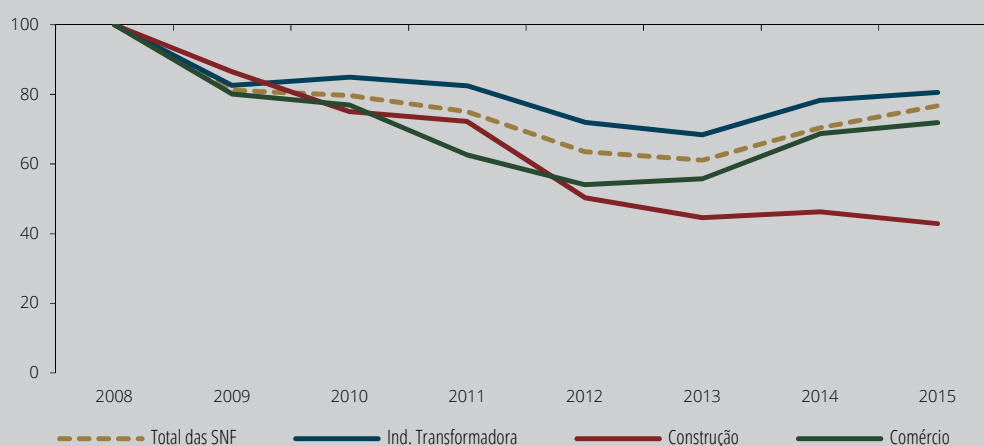


Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Estimativas realizadas considerando as SNF privadas, a partir dos dados da IES. Considerou-se o conjunto de empresas com taxa de crescimento médio de investimento positiva (ou nula) entre 2013 e 2015 e o grupo de empresas com taxa de crescimento médio do investimento negativa nesse período. Do conjunto de empresas com taxa de crescimento médio do investimento positiva (ou nula), identificou-se o conjunto de empresas no quarto quartil da distribuição das taxas de crescimento (i.e. com maior crescimento do investimento). O cálculo da mediana teve por base a distribuição do rácio de dívida financeira aparada a 1% e 99%, tendo-se atribuído o valor do percentil 1 quando os rácios eram inferiores àquele valor e o valor do percentil 99 quando os rácios eram superiores àquele valor. O número de empresas em 2015 com taxa de crescimento médio do investimento, entre 2013 e 2015, positiva mais elevada (quarto quartil), empresas em 2015 com taxa de crescimento médio do investimento positiva (primeiro a terceiro quartil) e empresas com taxa de crescimento médio do investimento negativa correspondiam, respetivamente, a 6%, 18% e 34% do total de empresas, e a 12%, 42% e 34% do ativo total das SNF em 2015. O investimento realizado pelo conjunto de empresas com maior taxa de crescimento médio do investimento correspondeu a 46% do total do investimento observado para 2014 e 2015.

as decisões de investimento empresarial. Este aumento não é uniforme entre os setores: a indústria transformadora e o comércio apresentam rácios de rentabilidade idênticos aos de 2010, o que ainda não acontece para o setor da construção (Gráfico C.1.9). De facto, comparando a evolução do investimento com o acréscimo de rentabilidade nos diferentes setores de atividade, observa-se uma correlação positiva entre a recuperação gradual do desempenho financeiro de um setor e a recuperação do investimento.

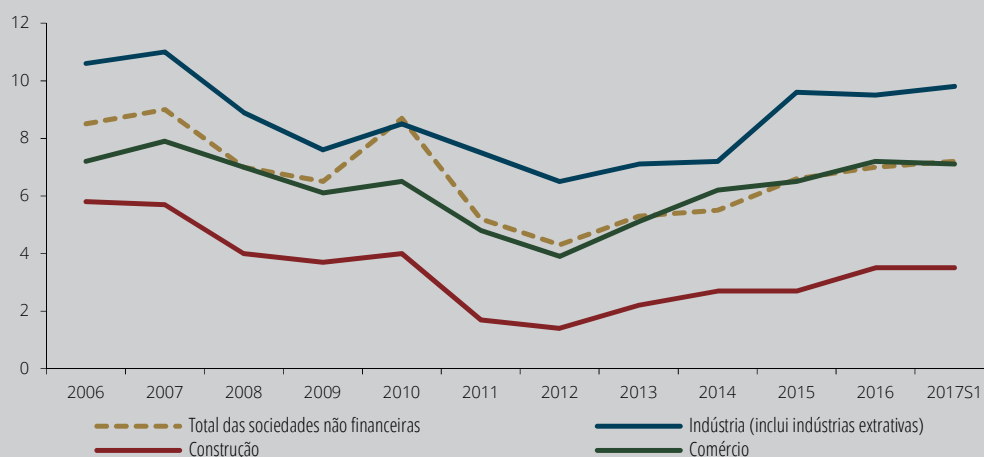
Por setor de atividade, e considerando os diferentes perfis de investimento, a evolução do rácio de dívida financeira é heterogénea (Gráfico C.1.10). Do conjunto de empresas com maior crescimento do investimento, as empresas da indústria transformadora não só aumentam o seu rácio de dívida financeira, como este valor ultrapassou o das empresas do setor que reduziram o investimento entre 2013 e 2015. Para o setor da construção, todas as empresas verificaram uma redução da mediana do rácio de dívida financeira,

Gráfico C.1.8 • Investimento em Portugal, por setor de atividade | Índice, base 2008 = 100



Fonte: INE. | Notas: A informação apresentada corresponde à FBCF por setor de atividade investidor divulgada pelo INE no âmbito das contas nacionais (informação disponível até 2015). Nessa informação, as entidades consideradas em cada setor de atividade referem-se ao total da economia, extravasando, por isso, o setor institucional "Sociedades não financeiras".

Gráfico C.1.9 • EBITDA no total do ativo das empresas, por setor de atividade | Em percentagem do ativo



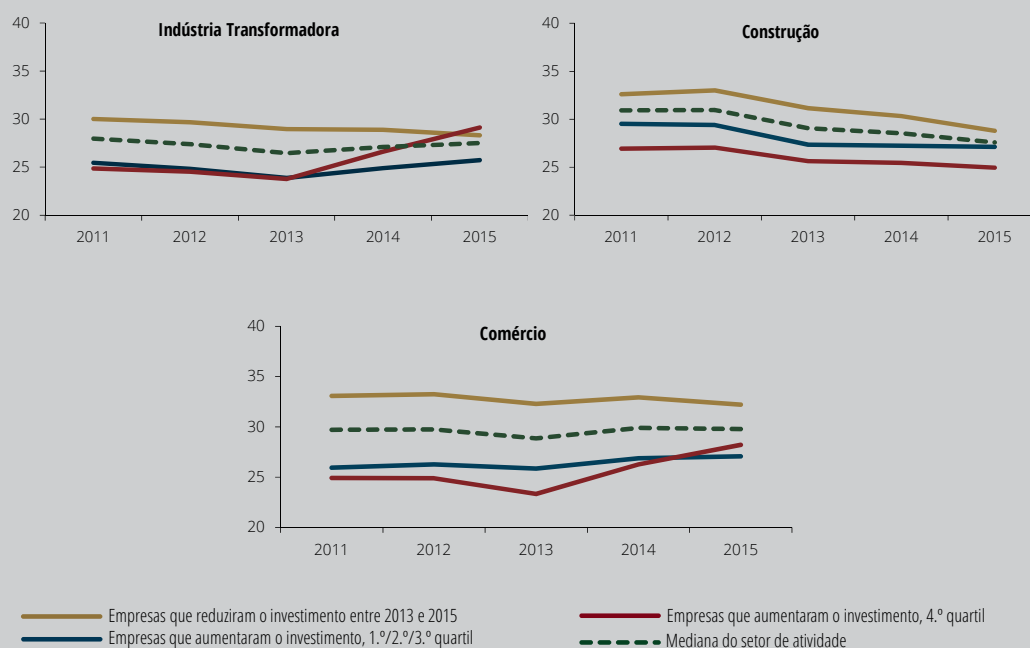
Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Valores relativos a empresas privadas.

independentemente da taxa de crescimento do investimento por elas verificado. Finalmente, as empresas que mais aumentaram o investimento no setor do comércio apresentaram um rácio de dívida financeira superior ao das empresas que aumentaram menos o investimento, mantendo-se ainda assim abaixo do rácio de dívida financeira das empresas cujo investimento diminuiu. Para todos os setores de atividade, as empresas que aumentaram mais o investimento no período de 2013 a 2015 iniciaram o período em análise com um rácio de dívida financeira inferior aos restantes grupos de empresas.

Conclusão

A recuperação dos indicadores de desempenho financeiro das SNF e a redução gradual da dívida financeira apontam no sentido de uma diminuição das vulnerabilidades associadas à alavancagem financeira das SNF. Esta melhoria no nível de endividamento ocorreu, em Portugal, a par da contração da formação bruta de capital, generalizada a todos os setores de atividade. Apesar do progresso na redução da alavancagem das SNF observado desde 2012, o atual rácio de endividamento mantém-se elevado, quer em termos agregados quer para um número considerável de empresas. Para o conjunto de empresas privadas com dívida financeira, verifica-se que o maior crescimento

Gráfico C.1.10 • Mediana do rácio de dívida financeira, por setor de atividade
| Em percentagem do ativo



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Estimativas realizadas considerando as SNF privadas, a partir dos dados da IES. Considerou-se o conjunto de empresas com taxa de crescimento médio de investimento positiva (ou nula) entre 2013 e 2015 e o grupo de empresas com taxa de crescimento médio do investimento negativa nesse período. Do conjunto de empresas com taxa de crescimento médio do investimento positiva (ou nula), identificou-se o conjunto de empresas no quarto quartil da distribuição das taxas de crescimento (i.e. com maior crescimento do investimento). O cálculo da mediana teve por base a distribuição do rácio de dívida financeira aparada a 1% e 99%, tendo-se atribuído o valor do percentil 1 quando os rácios eram inferiores àquele valor e o valor do percentil 99 quando os rácios eram superiores àquele valor. Os setores de atividade consideraram a alocação das empresas de cada setor na distribuição do rácio de dívida financeira do total das empresas. Para investimento realizado pelo conjunto de empresas com maior taxa de crescimento médio do investimento, o setor da indústria transformadora contribuiu com 11%, o setor da construção contribuiu com 5% e o setor do comércio com 10%.

do investimento entre 2013 e 2015 ocorreu em empresas com menor nível de endividamento e que se registou um aumento do seu rácio de dívida financeira neste período, ainda que para valores abaixo dos observados para a empresa mediana do total considerado. Por seu turno, reduções do investimento estão associadas a empresas com maiores rácios de dívida financeira.

Assim, é desejável que a recuperação do investimento, quando suportada por financiamento alheio, para além de considerar a rentabilidade dos novos projetos, não comprometa a continuação da redução dos níveis elevados de alavancagem das SNF. Este facto é particularmente relevante para as empresas que ainda não completaram o ajustamento para níveis de endividamento que garantam a sua sustentabilidade.

Caixa 2 • Vulnerabilidade das empresas portuguesas à subida da taxa de juro de curto prazo

Enquadramento

Desde 2012, o rácio de endividamento⁸ das sociedades não financeiras (SNF) portuguesas tem apresentado uma trajetória descendente. Refletindo a redução dos empréstimos contraídos e o nível historicamente reduzido das taxas de juro, o custo de financiamento⁹ por dívida das SNF tem vindo a diminuir de forma continuada desde 2012, atingindo um valor mínimo em 2016 (Gráfico C.2.1). Não obstante, os níveis de alavancagem financeira das empresas portuguesas continuam a revelar-se mais elevados do que os das suas congéneres europeias¹⁰, permanecendo o setor vulnerável a uma eventual subida das taxas de juro de curto prazo. Apesar do peso reduzido que, em média, os encargos com juros têm na estrutura de custos das empresas portuguesas¹¹, um agravamento do custo de financiamento poderá ter efeitos não negligenciáveis na capacidade de servir a dívida por parte de algumas empresas, elevando os rácios de incumprimento do setor e implicando um acréscimo das imparidades registadas pelas instituições financeiras credoras.

Esta Caixa começa por analisar o impacto de um aumento da taxa de juro de curto prazo sobre a capacidade das SNF para servir a componente de juros da dívida, avaliada com base no rácio de cobertura de juros (rácio entre EBITDA e gastos de financiamento¹²). Empresas com um rácio de cobertura de juros inferior a dois são

geralmente consideradas como tendo uma maior probabilidade de entrar em incumprimento¹³. Posteriormente, tendo em conta que a capacidade das empresas honrarem os seus compromissos financeiros depende não apenas do custo de financiamento suportado, mas também dos resultados gerados, conjuga-se o efeito do aumento da taxa de juro de curto prazo com um choque sobre o EBITDA. Este exercício teve por base a situação patrimonial das empresas portuguesas em dois momentos distintos: 2010, o ano anterior ao início da crise da dívida soberana, e 2016, ano mais recente para o qual existe Informação Empresarial Simplificada (IES).

Estrutura de financiamento das SNF portuguesas

Em termos agregados, a estrutura de financiamento alheio das empresas portuguesas caracteriza-se por um peso relativamente elevado dos empréstimos bancários¹⁴ e por um número relativamente reduzido de empresas que recorrem aos mercados organizados de dívida. Não obstante, analisando a estrutura de financiamento total das empresas portuguesas, é possível verificar que, em 2016, 41% das empresas portuguesas não recorriam a instrumentos de financiamento com juro associado (valor similar ao obtido para 2010, 40%), não sendo, por isso, diretamente afetadas por um eventual aumento da taxa de juro de curto

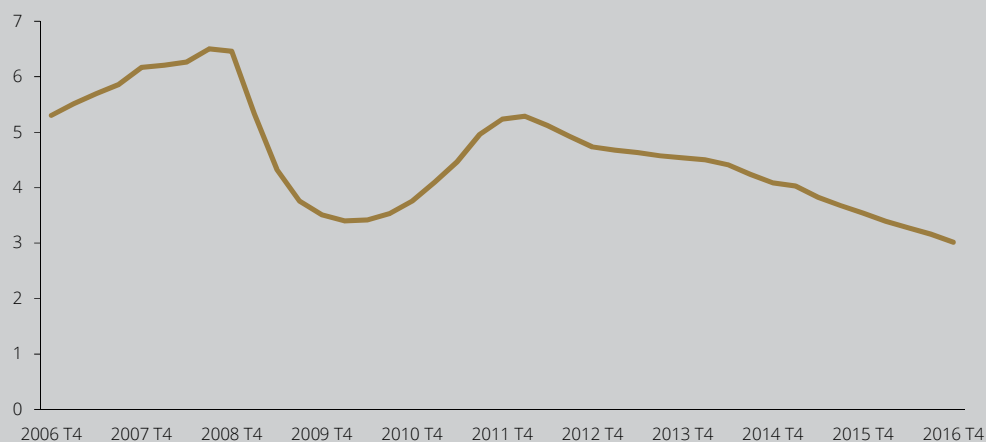
prazo. Adicionalmente, a análise da evolução da estrutura de financiamento agregada das SNF portuguesas indica que, desde 2010, se assistiu a uma recomposição das formas de financiamento no sentido de uma diminuição do recurso a instrumentos com juro associado (sobretudo empréstimos obtidos junto do sistema financeiro residente) e de um acréscimo do financiamento sem juro associado, com particular destaque para o aumento da importância relativa dos capitais próprios (Gráfico C.2.2). Esta evolução terá refletido em larga medida a maior seletividade na oferta de crédito bancário, traduzida numa maior exigência do sistema bancário relativamente aos níveis de solvabilidade das empresas a quem concedem crédito. Adicionalmente, do lado da procura, a necessidade de reforçar o nível dos capitais próprios levou a que as empresas adotassem uma estrutura de financiamento mais assente em acionistas e sócios. Durante o período de vigência do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) verificou-se também um aumento do financiamento entre empresas de grupo, que compensou parcialmente a diminuição do peso dos empréstimos bancários. Importa referir que a recomposição da estrutura de

financiamento registada em termos agregados no setor das SNF foi relativamente transversal aos diferentes setores de atividade e às diferentes classes de dimensão das empresas (Gráficos C.2.3 e C.2.4).

Metodologia

O exercício conduzido traduziu-se em análises de sensibilidade ao rácio de cobertura de juros pelo EBITDA. Assumindo que tudo o resto é mantido constante, simulou-se inicialmente o impacto de aumentos da taxa de juro de curto prazo em, respetivamente, 1 e 2 pontos percentuais (p.p.). Posteriormente, considerando um cenário significativamente adverso, combinou-se o efeito de um aumento da taxa de juro e de uma queda do EBITDA igual à registada entre 2010 e 2011¹⁵, em termos médios, em cada setor de atividade económica, nomeadamente: Indústrias Transformadoras (-8%), Comércio (-26%), Transportes e Armazenagem (-25%), Construção e Atividades Imobiliárias (-60%) e Outros setores (-46%). Assumiu-se, assim, uma queda do EBITDA proporcionalmente igual em todas as empresas pertencentes a um mesmo setor de atividade. As simulações realizadas tiveram por base a situação

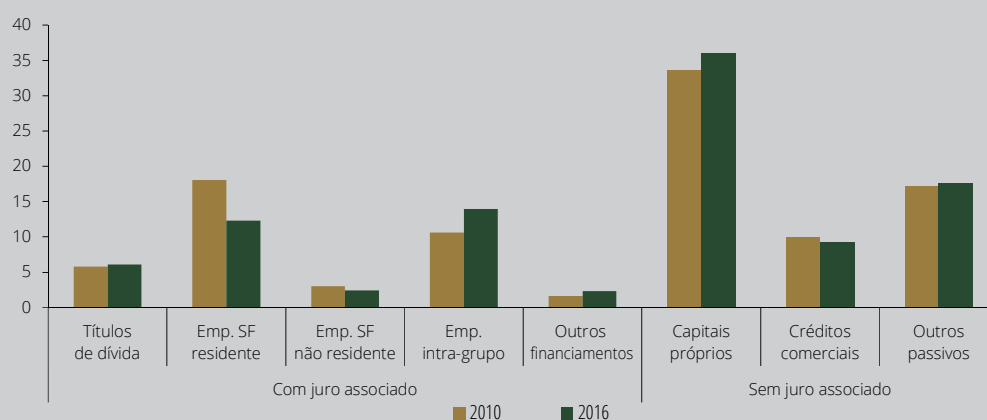
Gráfico C.2.1 • Custo médio do *stock* de empréstimos bancários a SNF | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

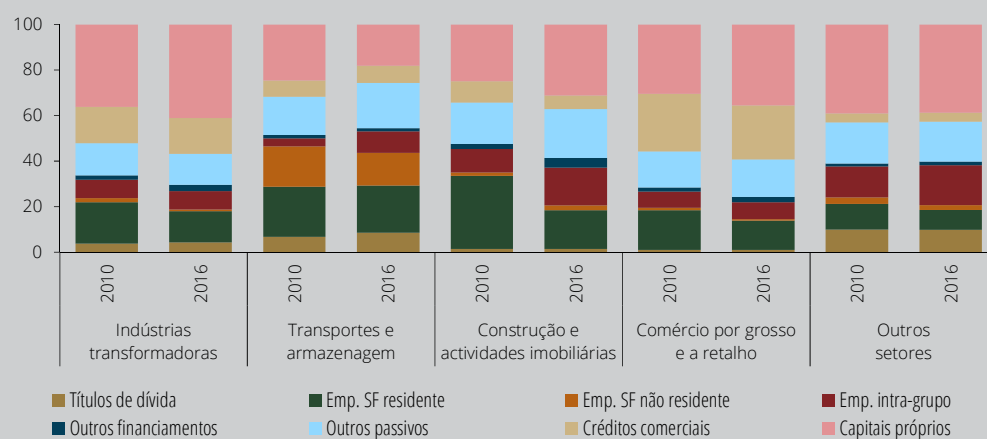
Nota: Taxa de juro média ponderada dos saldos de empréstimos concedidos por instituições financeiras monetárias a SNF residentes na área do euro.

Gráfico C.2.2 • Estrutura de responsabilidades das empresas portuguesas
| Em percentagem do ativo



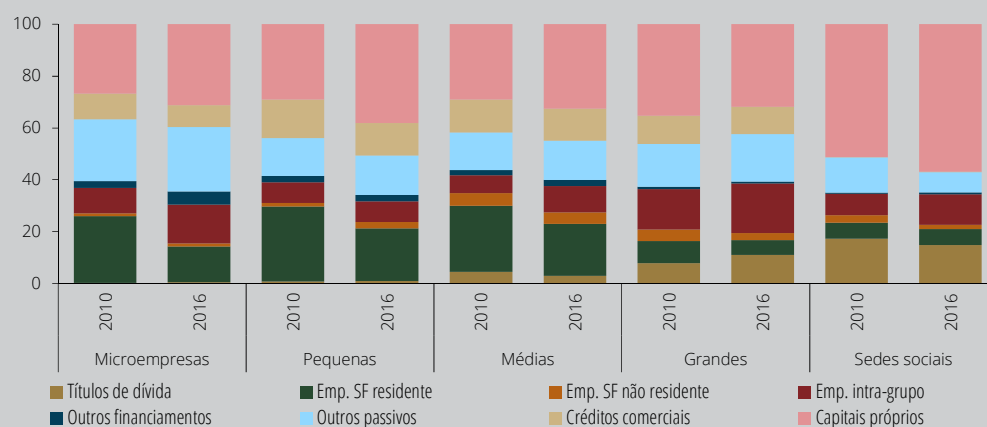
Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico C.2.3 • Estrutura de responsabilidades das empresas portuguesas, por setor de atividade
| Em percentagem do ativo



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico C.2.4 • Estrutura de responsabilidades das empresas portuguesas, por dimensão de empresa
| Em percentagem do ativo



Fonte: Banco de Portugal.

patrimonial das empresas portuguesas em dois momentos distintos: no final de 2010, antes da acentuação da crise da dívida soberana, e no final de 2016, o último ano para o qual os dados reportados através da Informação Empresarial Simplificada (IES) estão disponíveis.

Os dados utilizados para esta análise correspondem à informação financeira reportada pelas empresas portuguesas no âmbito da IES, em base não consolidada, complementada com os saldos de empréstimos registados na Central de Responsabilidades de Crédito¹⁶ (CRC) e com a informação sobre os títulos de dívida emitidos por SNF que consta no Sistema Integrado de Estatísticas de Títulos (SIET) do Banco de Portugal.

A simulação do aumento da taxa de juro foi efetuada considerando os instrumentos de dívida mais sensíveis a variações da taxa de juro de curto prazo, nomeadamente, empréstimos bancários¹⁷, títulos de dívida de curto prazo e títulos de dívida de longo prazo com período de fixação inicial de taxa inferior a um ano. Excluíram-se da análise os empréstimos entre empresas pertencentes ao mesmo grupo económico, uma vez que existe alguma evidência de que as condições associadas a este tipo de empréstimos não estão em linha com o mercado. Adicionalmente, a inclusão deste tipo de empréstimos poderia também originar uma duplicação de valores com impacto no cálculo de juros¹⁸. O aumento dos encargos associados à dívida foi calculado multiplicando os saldos de dívida sensíveis a variações da taxa de juro de curto prazo, respetivamente, no final de 2010 e de 2016, pelas variações simuladas da taxa de juro referidas acima¹⁹.

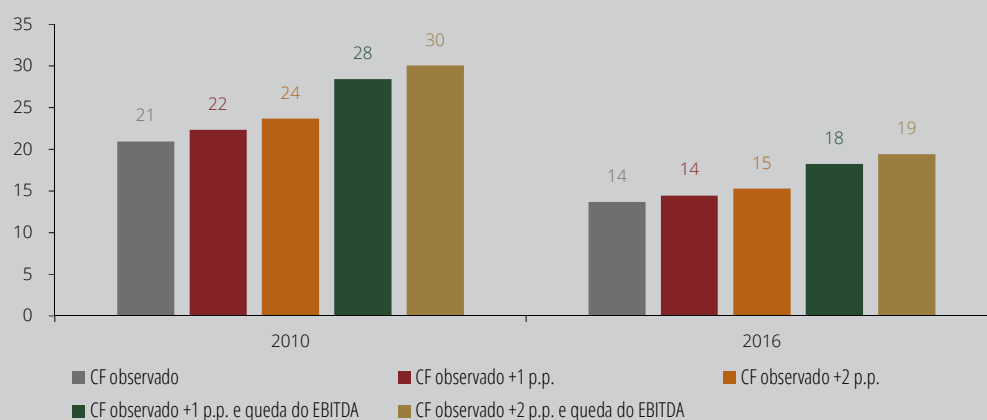
Impacto do aumento da taxa de juro de curto prazo

O Gráfico C.2.5 apresenta a proporção de empresas com um rácio de cobertura de juros inferior a dois em cada um dos quatro cenários analisados. Os resultados mostram que a percentagem de empresas em risco de incumprir o serviço da dívida, de acordo com este indicador, regista uma diminuição

assinalável, comparando 2016 com 2010, em qualquer dos cenários analisados. De notar que, mesmo assumindo uma subida da taxa de juro bancária para níveis similares aos de 2010 (aumento de 2 p.p. no custo de financiamento de 2016), é possível observar uma diminuição da percentagem de empresas em risco (15%) face ao cenário base de 2010 (21%). De referir que, mesmo assumindo que o cenário mais extremo analisado se materializa (aumento de 2 p.p. no custo de financiamento de 2016 e queda do EBITDA), é possível verificar que o peso das empresas em risco em 2016 (19%) se situa abaixo do cenário base em 2010 (21%). Analisando os resultados por dimensão de empresa, verifica-se que o peso das microempresas no total das empresas com rácio de cobertura de juros inferior a dois aumentou de 85%, em 2010, para 88%, em 2016, não obstante o EBITDA médio das microempresas ter mais do que duplicado neste período²⁰. Em sentido contrário, o peso das pequenas empresas diminuiu de 13%, em 2010, para 10%, em 2016. Por setor de atividade, observa-se uma diminuição transversal da percentagem de empresas em risco face a 2010 (Gráfico C.2.6).

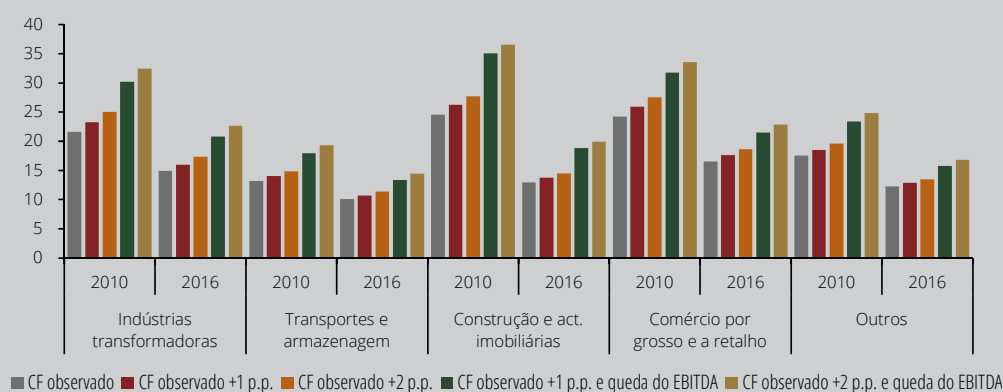
Analisando a situação, em 2016, das empresas que em 2010 registavam um rácio de cobertura de juros inferior a 2 (Gráfico C.2.7), verifica-se que cerca de 40% destas empresas não evidenciavam registo de atividade²¹ em 2016, cerca de 17% permaneciam com um rácio de cobertura de juros inferior a dois e as restantes 43% passaram a registar um rácio de cobertura de juros superior a dois. A variação do valor deste rácio reflete o contributo de três componentes, nomeadamente, os melhores resultados das empresas (EBITDA), o efeito recomposição da estrutura de financiamento (efeito *stock*) e a descida da taxa de juro (efeito custo). A maior parte das empresas cujo rácio de cobertura de juros subiu acima de dois neste período, beneficiou do efeito conjunto das três componentes. De salientar ainda que, para 13% das empresas, o aumento do EBITDA foi condição suficiente para observar um rácio de cobertura de juros superior a dois em 2016.

Gráfico C.2.5 • Proporção de empresas com rácio de cobertura de juros inferior a dois em diferentes cenários | Em percentagem do número total de empresas



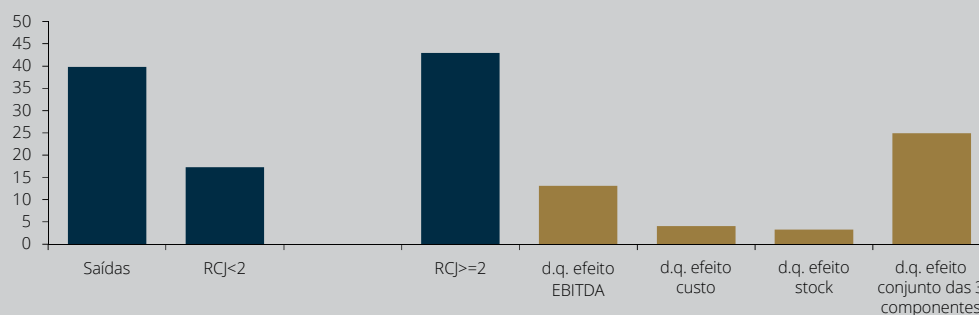
Fonte: Banco de Portugal. | Nota: CF: Custo de financiamento.

Gráfico C.2.6 • Proporção de empresas com rácio de cobertura de juros inferior a dois em diferentes cenários em cada setor | Em percentagem do número de empresas de cada setor



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: CF: Custo de financiamento.

Gráfico C.2.7 • Situação em 2016 das empresas com rácio de cobertura de juros inferior a dois em 2010 | Em percentagem



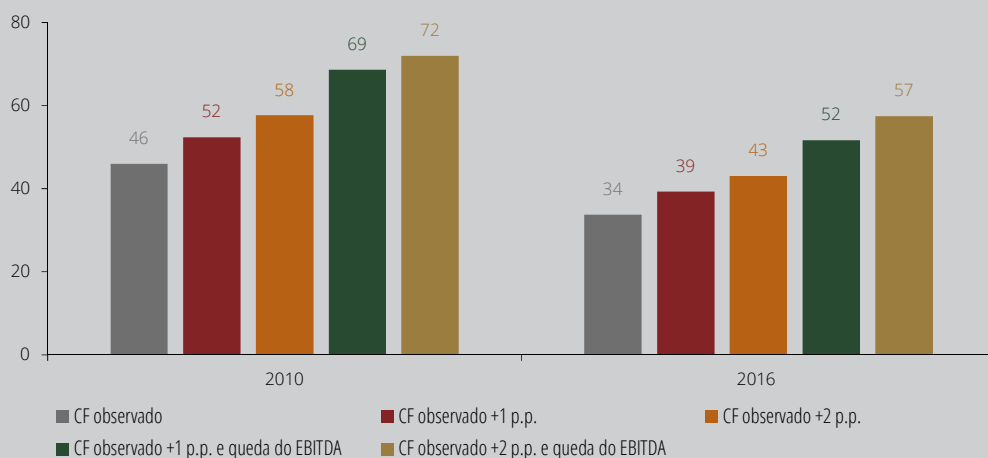
Fonte: Banco de Portugal. | Nota: A soma das barras a azul corresponde ao total das empresas com rácio de cobertura de juros (RCJ) inferior a dois em 2010. A soma dos diferentes efeitos (a dourado) é ligeiramente superior ao total das empresas com RCJ igual ou maior que dois, uma vez que algumas empresas passaram a ter um RCJ superior a dois em virtude da conjugação de mais do que um efeito individual.

A exposição do setor financeiro residente a empresas com rácio de cobertura de juros inferior a dois registou igualmente uma redução significativa entre os dois anos analisados, passando de 46% do total do crédito concedido a SNF²², em 2010, para 34%, em 2016 (43% de total do crédito concedido a SNF se considerado um aumento da taxa de juro de curto prazo de 2 p.p.) (Gráfico C.2.8). Os resultados mostram ainda que, em qualquer dos cenários simulados, se regista uma diminuição significativa da exposição do setor financeiro residente a empresas com rácio de cobertura de juros inferior a dois. Não obstante, quando se conjuga o efeito do aumento da taxa de juro de curto prazo em 2 p.p. com a queda do EBITDA, observa-se que a exposição do setor financeiro residente a empresas com rácio de cobertura de juros inferior a dois regista um aumento, passando de 46% do total do crédito concedido a SNF, cenário base em 2010, para 57%, em 2016 (cenário extremo).

Conclusão

Em conclusão, a redução do nível da dívida de SNF e a sua recomposição em detrimento de instrumentos sensíveis a variações da taxa de juro de curto prazo permitiram mitigar a vulnerabilidade do setor a aumentos da taxa de juro. Esta evolução é particularmente notória na diminuição da percentagem de empresas vulneráveis à subida da taxa de juro. Não obstante, cerca de um terço da exposição do sistema financeiro residente a SNF, no final de 2016, continuava associada a empresas com rácio de cobertura de juros inferior a dois. Esta situação não pode ser dissociada dos elevados níveis de NPL de SNF. Este valor ascende a 43% com um choque de 2 p.p. na taxa de juro de curto prazo. Note-se, contudo, que a subida destas taxas deverá ter um carácter gradual e estar associada a uma melhoria das condições económicas. Assim, e apesar da melhoria observada, é importante que as empresas portuguesas continuem a reforçar o peso dos capitais próprios na sua estrutura de financiamento e que os bancos identifiquem corretamente o perfil de risco das empresas, contribuindo dessa forma para a sustentabilidade da dívida do setor.

Gráfico C.2.8 • Exposição do setor financeiro residente a empresas com rácio de cobertura de juros inferior a dois | Em percentagem do crédito total concedido a SNF



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: CF: Custo de financiamento. A exposição do setor financeiro a SNF inclui empréstimos e títulos de dívida em carteira.

Caixa 3 • Imóveis recebidos em dação no balanço do setor bancário

A exposição ao mercado imobiliário tem sido identificada como uma das vulnerabilidades do setor bancário português (Gráfico 1.3). Esta exposição é essencialmente indireta, por via da concessão de empréstimos garantidos por imóveis e a empresas dos setores da construção e das atividades imobiliárias. Porém, e em consequência da crise financeira, observou-se até 2014 um aumento significativo da exposição direta, materializada na detenção em balanço de imóveis recebidos em dação e de unidades de participação em fundos de investimento imobiliário (alguns dos quais resultantes da transferência dos referidos imóveis²³) e em fundos de reestruturação empresarial.

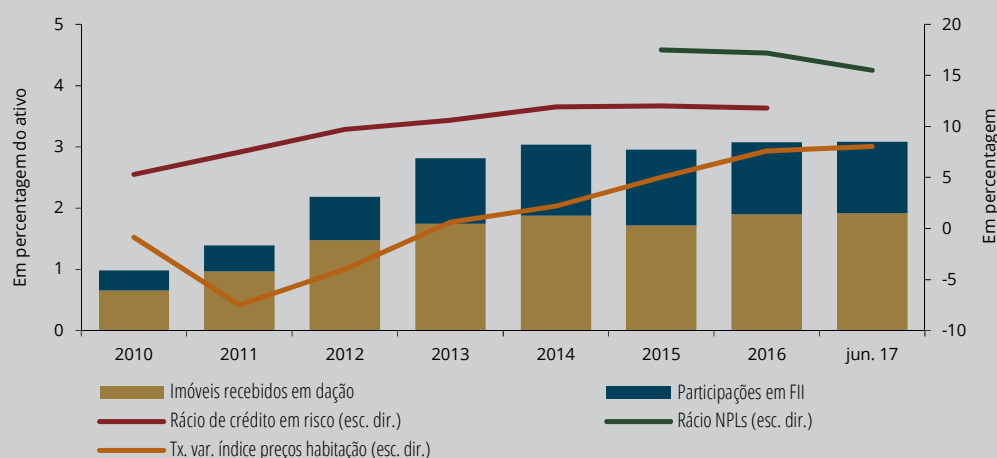
O valor de imóveis recebidos em dação aumentou de forma expressiva entre 2010 e 2013, mantendo-se, após este período, a um nível relativamente estável, perto de 2% do ativo total do setor bancário (Gráfico C.3.1). Como acima referido, esta evolução não pode ser dissociada da crise económica e financeira registada neste período, a qual teve também reflexo no elevado nível de incumprimento e, por consequência, na execução das garantias associadas a estes créditos. Neste contexto, a

execução de créditos com colateral imobiliário contribuiu para o aumento dos imóveis recebidos em dação pelo setor bancário. Em sentido contrário, a dinâmica que se observa nos últimos anos no mercado imobiliário, com reflexo nos preços dos imóveis, tem criado condições mais propícias para a sua venda, potenciando assim uma redução do *portfolio* em balanço do setor bancário.

A presente caixa tem como objetivo caracterizar o *stock* de imóveis recebidos em dação no balanço do setor bancário (aqui designados apenas por imóveis²⁴), e a evolução observada no último ano.

Em dezembro de 2016, o valor (bruto de imparidades) dos imóveis em balanço ascendia a cerca de 7,4 mil milhões de euros, apresentando uma concentração geográfica no distrito de Lisboa (aproximadamente 28% do *stock*) e, em menor escala, nos de Porto, Faro e Setúbal (com um peso entre 12% e 15% do *stock* - Gráfico C.3.2). Por tipologia, os imóveis são essencialmente urbanos (habitação, não habitação, e terrenos). Considerando o ano em que os imóveis foram

Gráfico C.3.1 • Detenção direta e indireta de imóveis, incumprimento e índice de preços habitação



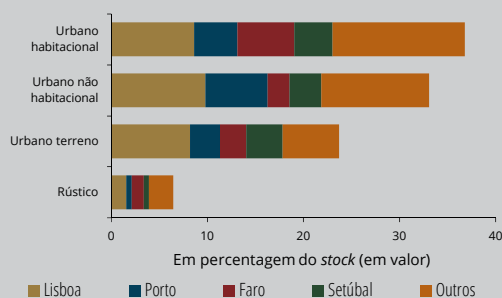
Fonte: INE e Banco de Portugal.

recebidos em dação, observa-se um maior peso dos imóveis recebidos entre 2012 e 2015, em todas as tipologias (Gráfico C.3.3). Os imóveis recebidos há mais de 5 anos (*i.e.* antes de 2012) representam 25% do valor total, sendo que neste segmento se destacam os imóveis urbanos não habitacionais. Refira-se, ainda, que a maioria dos imóveis em balanço se encontra em comercialização.

Comparando a situação no final de 2016 com a do final de 2015, conclui-se que a redução mais significativa ocorreu nos imóveis recebidos durante 2015 e, em contraste, a redução proporcionalmente mais diminuta registou-se nos imóveis recebidos antes de 2012 (Gráfico C.3.4).

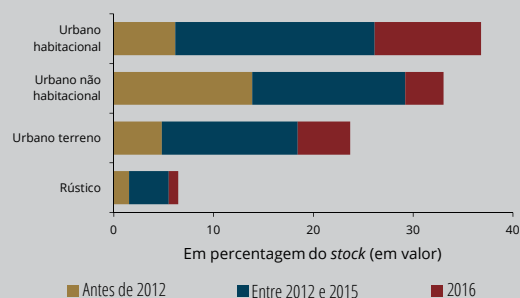
Em 2016 observaram-se vendas²⁵ significativas, cerca de 30% do valor registado em balanço (2,1 mil milhões de euros). A maioria destas vendas incidiu sobre os imóveis recebidos entre 2012 e 2015 (Gráfico C.3.5). As vendas foram, no entanto, compensadas por imóveis recebidos durante 2016 (os quais representavam cerca de 25% do *stock* em final de ano). Note-se que há um desfasamento temporal, que se pode estender por vários anos, entre o incumprimento e o recebimento do imóvel, pelo que a maioria das novas entradas em 2016 estará relacionada com o aumento do incumprimento verificado em anos anteriores.

Gráfico C.3.2 • Imóveis em dação, por distrito e tipologia | *Stock* a dez. 2016



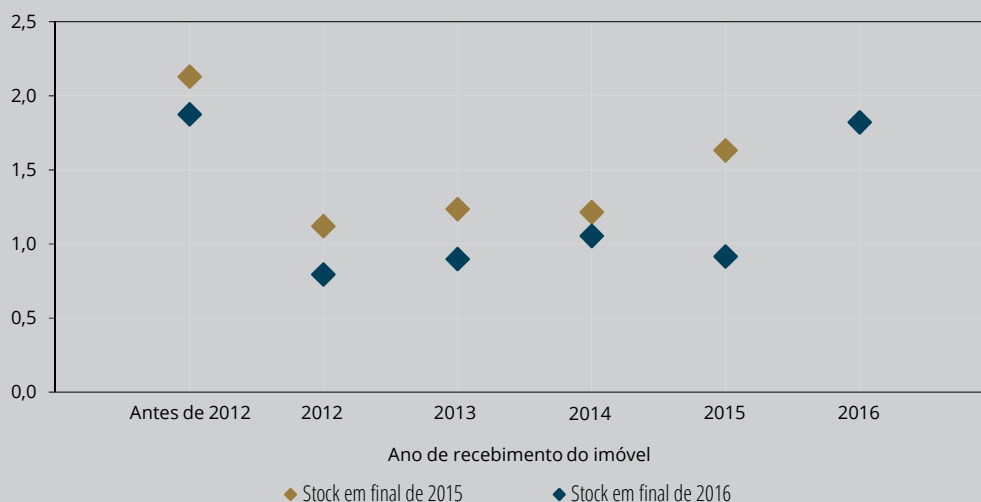
Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico C.3.3 • Imóveis em dação, por ano de recebimento e tipologia | *Stock* a dez. 2016



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico C.3.4 • *Stock* de imóveis, por ano de recebimento | Em mil milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal.

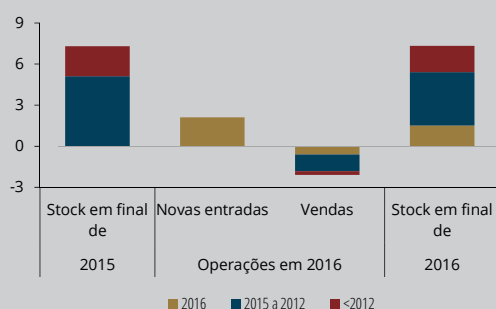
Em 2016 observou-se uma ligeira alteração na tipologia dos imóveis em carteira. Por um lado, as vendas foram mais significativas nos imóveis urbanos habitacionais e, em menor escala, nos urbanos não habitacionais. Por outro lado, as novas entradas foram mais expressivas nos imóveis urbanos não habitacionais e terrenos, o que resultou num aumento da importância relativa destes últimos (Gráfico C.3.6).

De referir que a venda de imóveis em carteira pode não se materializar numa extinção da exposição ao setor imobiliário, ocorrendo apenas uma recomposição entre exposição direta para indireta. Designadamente, por referência às vendas registadas em 2016,

(i) cerca de 36% do volume de vendas decorreu no âmbito de operações em que a instituição bancária concedeu um empréstimo ao adquirente, mantendo o imóvel como colateral (Gráfico C.3.7), e (ii) entre as restantes vendas incluem-se operações de transferências para fundos de investimento imobiliário, em que a contrapartida pode ter passado pela subscrição de unidades de participação desse fundo pela instituição bancária.

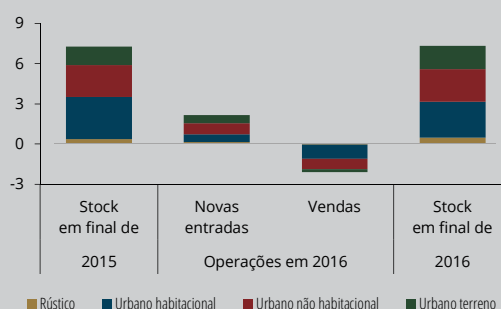
Por último, cerca de 35% do volume de vendas registadas em 2016 foi efetuado a um preço inferior ao valor de registo do imóvel em balanço da instituição bancária²⁶ (Gráfico C.3.8), o que geralmente se traduz numa perda para a instituição bancária.

Gráfico C.3.5 • Evolução do stock de imóveis, por ano de recebimento | Em mil milhões de euros



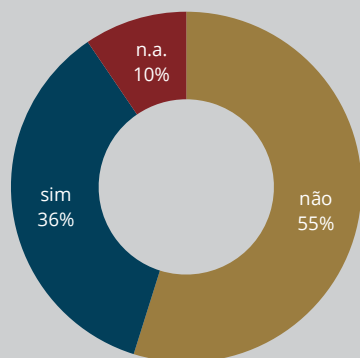
Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico C.3.6 • Evolução do stock de imóveis, por tipologia | Em mil milhões de euros



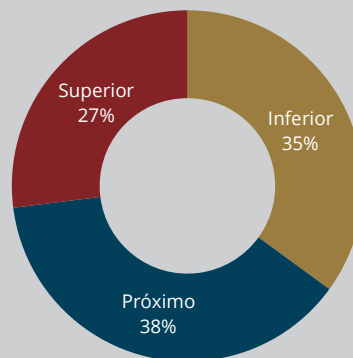
Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico C.3.7 • Vendas em 2016: concessão de empréstimo à contraparte que adquiriu o imóvel



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico C.3.8 • Valor das vendas em 2016, por referência ao valor de registo em balanço (líquido de imparidades)



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: "Inferior" quando o preço de venda é inferior a 95% do valor de registo em balanço (líquido de imparidades); "Superior" quando o preço de venda é superior a 105% do valor de registo em balanço (líquido de imparidades).

Caixa 4 • A vulnerabilidade financeira das famílias portuguesas

A situação financeira das famílias é determinante para a estabilidade financeira e para um crescimento económico sustentável. Dificuldades financeiras condicionam a capacidade de cumprimento do crédito o que poderá ter um impacto considerável na qualidade dos ativos, rentabilidade e capital das instituições financeiras. Para além disso, a situação financeira das famílias tem implicações sobre as decisões de consumo e de investimento residencial, com impacto na atividade económica.

As famílias com um baixo nível de rendimento e um grau elevado de endividamento estão particularmente vulneráveis a eventuais choques que provoquem alterações no rendimento ou nas taxas de juro, agravando o risco de incumprimento do crédito ou de oscilações abruptas no consumo.

Dado que os níveis de rendimento e o grau de endividamento não são distribuídos de forma uniforme na população e que as situações que indiciam maiores vulnerabilidade se situam num dos extremos da distribuição, uma análise agregada da situação financeira das famílias não permite avaliar com rigor o risco que essa situação pode implicar para a estabilidade financeira. Assim, a análise da vulnerabilidade financeira das famílias beneficia consideravelmente do recurso a microdados, com informação numa base individual sobre os níveis de rendimento, a dívida e o valor e tipo de ativos detidos pelas famílias. O Inquérito à Situação Financeira das Famílias²⁷ (ISFF) reúne esta informação com o nível de desagregação pretendido, constituindo assim uma base de dados adequada à caracterização da vulnerabilidade financeira das famílias.

Os resultados deste inquérito, cuja versão mais recente foi conduzida em 2013, foram já objeto de um estudo detalhado sobre a situação financeira das famílias em Portugal (Costa, 2016). Este estudo concluiu que o nível de endividamento, avaliado pelo valor da dívida (ou serviço da dívida) face ao rendimento ou face aos ativos, permanecia muito elevado para uma percentagem significativa de famílias.

Embora os indicadores utilizados no estudo acima referido sejam adequados para analisar a

capacidade financeira das famílias, em particular o rácio DSTI (*debt service-to-income*, na designação inglesa), que consiste na percentagem de rendimento afeta ao serviço da dívida, um mesmo valor para esse indicador pode ter subjacente diferentes realidades quanto ao risco de crédito. Em particular, famílias com rendimentos mais elevados, com poupanças acumuladas ou com um nível inferior de outras despesas regulares, poderão ter um DSTI elevado sem que isso comprometa a capacidade de cumprimento da dívida. Assim, esta análise poderá ser complementada com informação de natureza qualitativa, mais diretamente relacionada com as dificuldades financeiras das famílias e com os meios a que recorrem para fazer face a essas dificuldades. Adicionalmente, o impacto da vulnerabilidade financeira das famílias no balanço das instituições de crédito também depende do tipo de crédito concedido, em particular se este é garantido ou não através de hipoteca ou colateral e da sensibilidade dos encargos com a dívida a eventuais alterações nas taxas de juro.

Em 2013, as famílias endividadas em Portugal representavam 45,9% do total, o que compara com um valor de 42,4% na área do euro. Esta percentagem reparte-se entre 21,9% de famílias apenas com empréstimos à habitação, 11,2% apenas com crédito ao consumo e 12,8% com os dois tipos de crédito. Em termos de montantes, 93% da dívida das famílias refere-se a crédito hipotecário.

Conforme se observa numa análise por quartis de rendimento, a percentagem de famílias endividada aumenta em função do nível de rendimento, o que poderá também traduzir um maior acesso ao crédito por parte dos agentes económicos com maiores rendimentos²⁸ (Gráfico C.4.1). Não obstante a reduzida percentagem de famílias endividadas no estrato de rendimentos mais baixos (no primeiro quartil da distribuição), o serviço da dívida representa, em média, mais de metade do seu rendimento e o rácio entre a dívida total e o rendimento, DTI (*Debt-to-income*, na designação inglesa), é superior a 6. No quartil superior, o DSTI das famílias endividadas é em média 13% e o DTI é cerca de 2. Em todas as classes de rendimento, o esforço com o pagamento

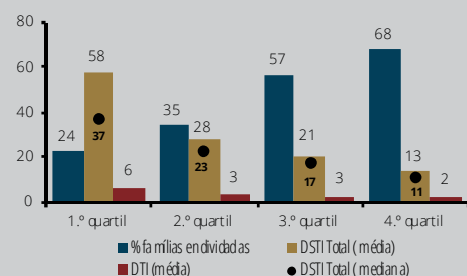
da dívida é maior no caso das famílias com crédito à habitação (Gráfico C.4.2).

A percentagem de famílias com níveis de DSTI superiores a 30% ou 40%, patamares normalmente considerados críticos, é também superior nas famílias de mais baixo rendimento – 13% das famílias do 1.º quartil têm um DSTI superior a 30, o que corresponde a 63% das famílias endividadas pertencentes a esse quartil (Gráfico C.4.3). A fim de analisar a sensibilidade do endividamento das famílias a uma possível variação nas taxas de juro, foram também calculados DSTI assumindo aumentos de 1 a 3 p.p. na taxa de juro dos empréstimos à habitação. Dado que a maior parte do crédito à habitação é contratado a taxa indexada (variável), este choque é particularmente relevante para este tipo de crédito (por oposição ao que acontece no crédito ao consumo,

onde predomina a taxa fixa). Conforme se verifica, um aumento nas taxas de juro colocaria um número considerável de famílias em situação crítica. As famílias com um nível de rendimento intermédio (2.º e 3.º quartis) são particularmente sensíveis a este tipo de choque, dado que, comparativamente às famílias do 1.º quartil, têm uma maior percentagem de empréstimos à habitação, que estão sujeitos a este tipo de choque.

A capacidade do rendimento auferido cobrir as despesas regulares é também um indicador importante para a análise da vulnerabilidade da situação financeira das famílias (Gráfico C.4.4). Este indicador²⁹ permite ainda aferir sobre a capacidade de poupança das famílias. Cerca de 35% das famílias endividadas com menores níveis de rendimento reportaram situações em que o nível de rendimento era insuficiente para

Gráfico C.4.1 • Proporção de famílias endividadas e grau de endividamento, por quartil de rendimento | Em percentagem



Fonte: ISFF 2013

Nota: Os indicadores DSTI referem-se a famílias endividadas (com qualquer tipo de dívida).

Gráfico C.4.2 • DSTI consumo e habitação, por quartil de rendimento | Em percentagem

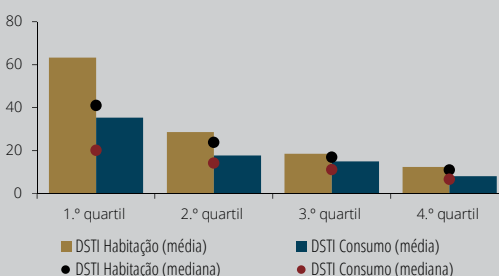
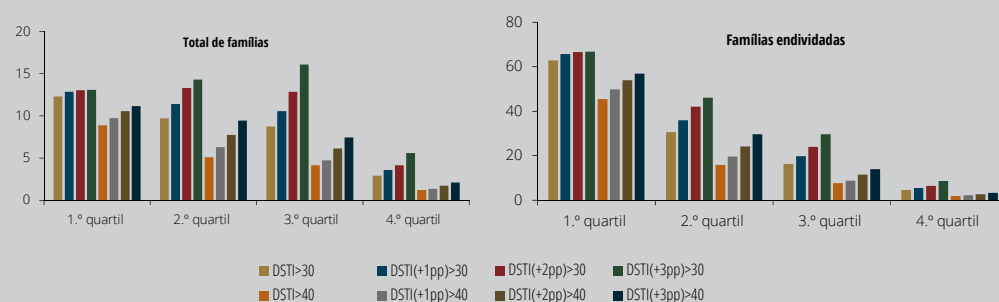


Gráfico C.4.3 • Famílias com DSTI superior a 30% e 40%, para choques de taxa de juro, por quartil de rendimento | Em percentagem



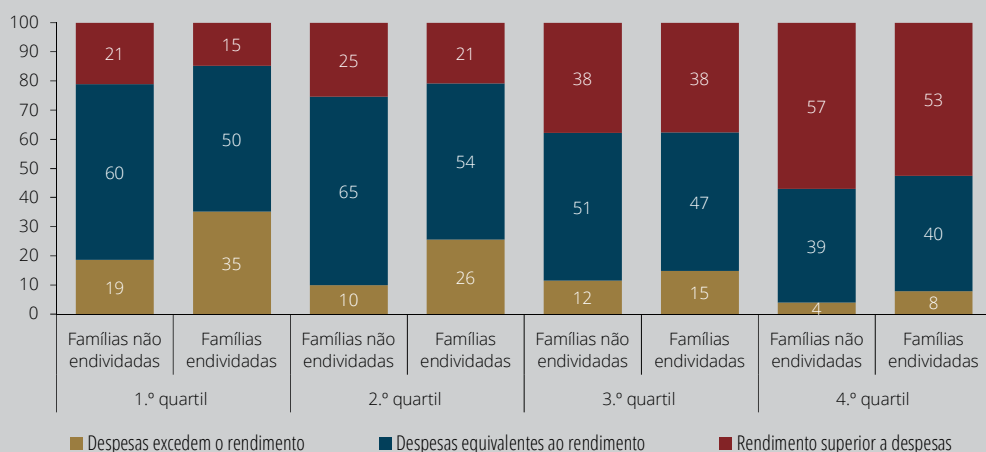
Fonte: ISFF 2013.

Notas: DSTI (+ipp) corresponde ao DSTI calculado assumindo um aumento de i pp na taxa de juro. O choque efetuado abrange apenas empréstimos à habitação, maioritariamente a taxa variável.

cobrir as despesas regulares (esta percentagem situa-se em 19% no caso das famílias não endividadas). Apesar da incidência deste tipo de situação estar inversamente relacionada com o nível de rendimento, esta também se verifica nos estratos de famílias com rendimentos mais elevados. Embora as famílias endividadas sejam mais propensas a este tipo de vulnerabilidade, ela também se verifica nas famílias não endividadas. A capacidade de poupança varia entre cerca de 15% e 57%, para diferentes estratos de rendimento e situações de endividamento.

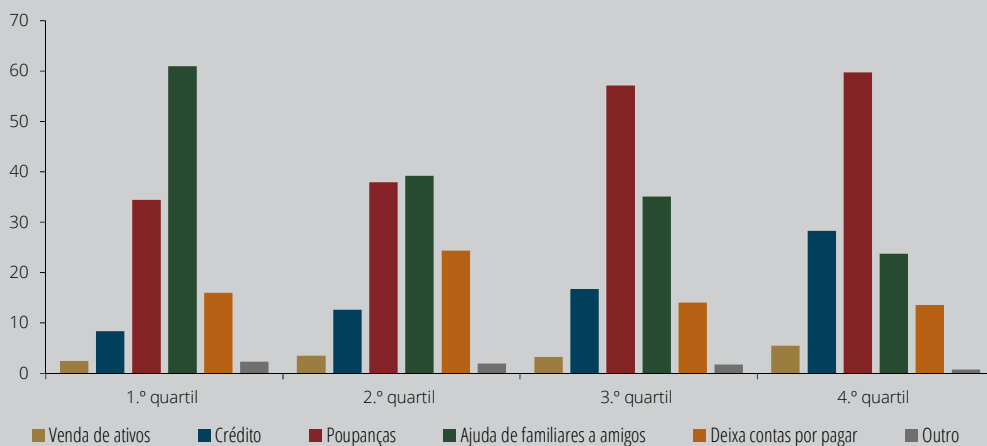
Nas situações em que o rendimento é insuficiente para cobrir as despesas regulares, o recurso a poupanças acumuladas é a forma mais comum de ultrapassar essa diferença, sobretudo nos estratos mais elevados de rendimento (Gráfico C.4.5). Já as famílias do quartil inferior de rendimento recorrem maioritariamente à ajuda de familiares e amigos. Uma percentagem significativa, sobretudo dos níveis de rendimento superiores, recorre ao crédito para fazer face a essa situação (28%, que compara com 8% nas famílias com menores níveis de rendimento). Face à insuficiência do rendimento, uma parcela significativa de famílias deixa contas por pagar (entre cerca

Gráfico C.4.4 • Capacidade de poupança, por quartil de rendimento | Em percentagem



Fonte: ISFF 2013.

Gráfico C.4.5 • Fontes de rendimento adicional para cobrir despesas, por quartil de rendimento | Em percentagem



Fonte: ISFF 2013.

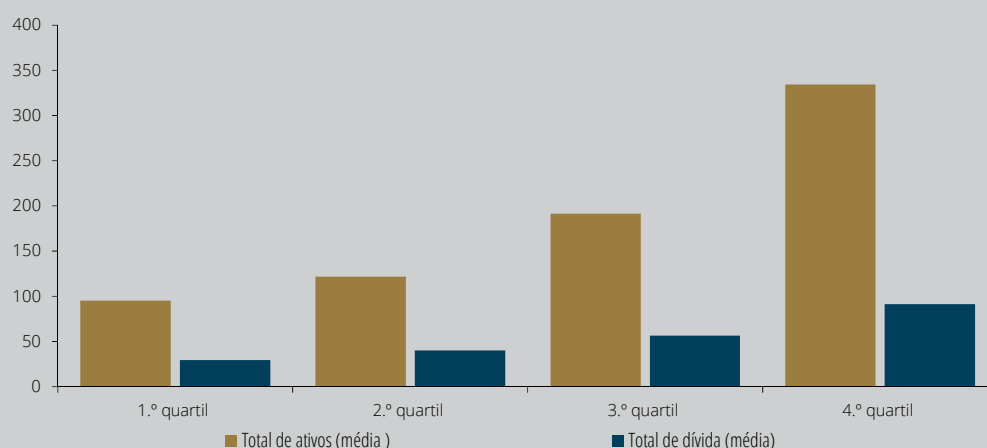
de 14% no 4.º quartil e de 24% no 2.º quartil de rendimento).

Em média, as famílias endividadas detêm ativos de valor suficiente para cobrir o valor da dívida (Gráfico C.4.6). No entanto, importa ter em atenção que os valores indicados referem-se a médias por quartil e que a distribuição da riqueza por família varia consideravelmente dentro de cada quartil. Para além disso, a percentagem de ativos financeiros é relativamente reduzida (Gráfico C.4.7). Em caso de dificuldade com o pagamento da dívida, este tipo de ativos é geralmente de mais fácil liquidação do que o

património imobiliário, que domina no património das famílias.

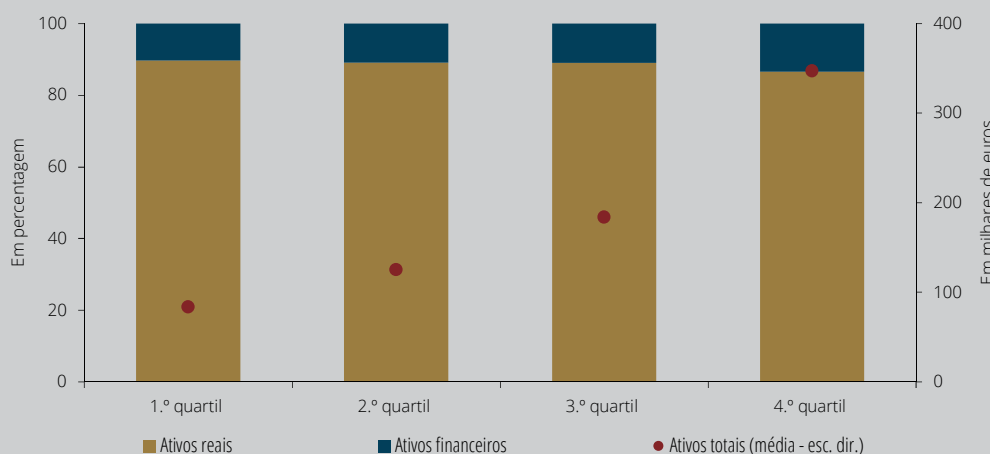
Em suma, existe uma percentagem significativa de famílias com níveis de endividamento muito elevado face ao seu rendimento, em vários estratos de rendimento. Embora no quartil inferior exista uma menor percentagem de famílias endividadas, estas estão numa situação particularmente vulnerável a qualquer fator suscetível de alterar os níveis de rendimento e as condições do serviço da dívida. O facto de o recurso destas famílias para fazer face a despesas inesperadas ser a ajuda de familiares e amigos, também

Gráfico C.4.6 • Total de ativos e de dívida das famílias endividadas, por quartil de rendimento | Em milhares de euros



Fonte: ISFF 2013.

Gráfico C.4.7 • Montante e tipo de ativos, por quartil de rendimento



Fonte: ISFF 2013.

pode indicar a insuficiência de poupanças e a falta de acesso a crédito. De referir ainda que uma percentagem considerável de famílias deixa de pagar algumas contas em caso de dificuldade financeira, o que se reflete num risco para a contraparte. Adicionalmente, as famílias com um nível de rendimento intermédio estão particularmente sensíveis a subidas de taxas de juro no crédito à habitação dada a elevada proporção de famílias com este tipo de créditos e DSTI próximos dos níveis críticos. Não obstante, a subida das taxas de juro deverá ter um carácter gradual e estar associada a uma melhoria das condições económicas.

Referências

Costa, S. (2016). "Situação Financeira das Famílias em Portugal: uma Análise com Base nos Dados do ISFF 2013". Banco de Portugal, *Revistas de Estudos Económicos*, Vol. 2, n.º 4.

Costa, S. e Farinha, L. (2012). "O Endividamento das Famílias: uma Análise Macroeconómica com Base nos Resultados do Inquérito à Situação Financeira das Famílias". Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira*, Maio 2012.

HFCN (2016). "The household Finance and Consumption Survey: Methodological Report for the Second Wave". ECB, *Statistics Paper Series*.

Caixa 5 • Evolução dos preços da habitação em Portugal e implicações para a estabilidade financeira

O mercado imobiliário, em particular o residencial, tem estado associado a importantes crises financeiras internacionais, destacando-se a que foi espoletada pelo mercado *sub-prime* nos EUA em 2007. De acordo com a evidência empírica, as crises financeiras originadas pela sobrevalorização dos preços da habitação, sobretudo quando são precedidas de uma expansão do crédito, caracterizam-se por períodos de recessão mais longos e com maiores perdas³⁰ para a economia³¹. Quando os preços aumentam para além dos seus fundamentos, podem ser seguidos por um ajustamento abrupto. Em situações de queda acentuada dos preços da habitação, os particulares e o sistema financeiro podem ser especialmente afetados. Os primeiros porque uma parte muito importante da sua riqueza é constituída por habitação; o último por estar exposto ao mercado imobiliário residencial, sobretudo por via da concessão de crédito à habitação, segmento que tem geralmente um peso elevado na carteira das instituições de crédito.

O crescimento dos preços da habitação pode ter um efeito procíclico, com base no papel que os imóveis desempenham na concessão de crédito à habitação, uma vez que um dos

critérios utilizados pelas instituições bancárias na concessão de crédito à habitação é baseado no valor do imóvel cuja aquisição se pretende financiar e que serve geralmente de colateral da operação. Um limite adequado à relação entre o montante do empréstimo à habitação e o valor do imóvel dado em garantia (*loan-to-value ratio* na língua inglesa) pode ajudar a prevenir ou mitigar uma eventual perda para o banco em caso de incumprimento do devedor. Quanto mais elevado for o valor deste rácio, maior será a capacidade de obtenção de crédito de um dado mutuário, *ceteris paribus*. A subida dos preços da habitação permite, assim, aceder potencialmente a uma maior disponibilidade de crédito, podendo fazer aumentar a procura de habitação e, por conseguinte, os preços.

Quando os preços da habitação sobem em dissonância com os fundamentos económicos, a probabilidade de vir a existir uma correção no futuro aumenta, o que pode originar uma redução não antecipada e significativa no seu nível. Em consequência, a solvabilidade das instituições financeiras poderá ser afetada por diversas vias, destacando-se, num cenário de incumprimento, pela perda de valor

dos imóveis que venham a ser recebidos em dação. Deste modo, flutuações dos preços do imobiliário residencial desalinhas com os respetivos fundamentos económicos poderão ter consequências adversas ao nível da estabilidade financeira.

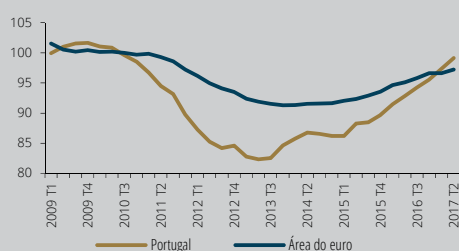
Contrariamente a alguns países da área do euro, em Portugal não se observou uma sobrevalorização nos preços da habitação no período que precedeu a crise financeira de 2008³². Contudo, no seguimento da crise financeira, os preços da habitação em Portugal caíram significativamente, em termos nominais e reais, entre 2010 e 2013, refletindo a evolução dos fundamentos. Adicionalmente, o nível de incumprimento no crédito à habitação, embora tendo aumentado, manteve-se reduzido no período pós-crise, dado o facto de, por um lado, este tipo de crédito ter sido sobretudo concedido a famílias com menor probabilidade de incumprimento³³ e, por outro, devido ao regime de taxas de juro praticado ser maioritariamente caracterizado por taxas variáveis. Este último fator permitiu às famílias usufruir de um alívio direto no serviço da dívida decorrente da descida da taxa de juro de referência pelo Banco Central Europeu. Não obstante o reduzido nível de incumprimento, a carteira dos bancos passou a conter um volume significativo de imóveis por reembolso de crédito próprio.

A trajetória dos preços da habitação alterou-se a partir do final de 2013, registando-se, no período mais recente, um crescimento considerável, em termos médios anuais. Desta forma, do ponto de vista da política macroprudencial, importa analisar os desenvolvimentos recentes no mercado imobiliário residencial nacional e quais os impactos que poderão ter na estabilidade financeira, procurando avaliar a eventual existência de sinais de sobrevalorização nos preços deste mercado.

Caracterização da evolução recente do mercado imobiliário residencial

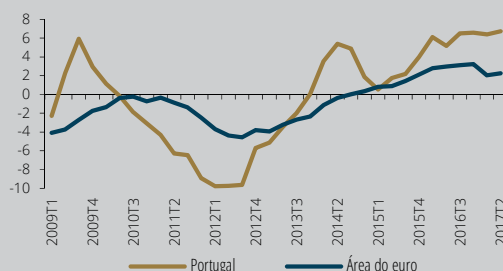
Após um período de progressiva queda, o índice de preços da habitação registou aumentos sucessivos, tendo já retornado aos níveis observados em 2009, em termos reais (Gráfico C.5.1). Entre o momento em que atingiram o seu mínimo histórico (segundo trimestre de 2013) e o segundo trimestre de 2017, os preços da habitação cresceram, em termos acumulados, 25% e 20%, respetivamente, em termos nominais e reais, compensando a queda registada entre 2010 e 2013. No mesmo período, os preços médios da habitação na área do euro cresceram em torno de 9% (nominais) e cerca de 7% (reais), em termos acumulados (Gráfico C.5.2). Em 2016, a taxa de variação média anual dos preços da habitação foi de 6,1% em termos reais. Esta tendência continuou a observar-se na primeira metade de 2017, período em que

Gráfico C.5.1 • Preços da Habitação em Portugal e área do euro
| Índice (2010=100)



Fonte: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico. | Nota: Valores reais.

Gráfico C.5.2 • Preços da Habitação em Portugal e área do euro
| Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fonte: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico. | Nota: Valores reais.

os preços da habitação aumentaram 7% (reais) em termos homólogos.

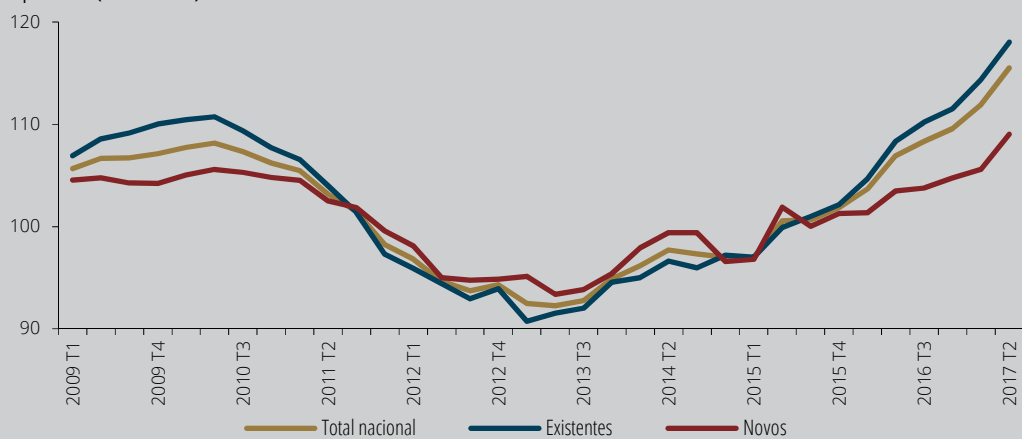
Este crescimento nos preços da habitação deve-se, sobretudo, ao efeito das transações de imóveis existentes, que, em 2015, representavam já 80% do total de transações realizadas. Analisando o índice de preços da habitação desagregado entre habitação nova e existente, observa-se que o índice de preços da habitação existente se situa acima do índice de preços da habitação nova desde o segundo semestre de 2015, seguindo uma trajetória ascendente e distanciando-se cada vez mais do segundo (Gráfico C.5.3). No que se refere às transações subjacentes ao índice de preços da habitação, verifica-se que o número de vendas de imóveis existentes atingiu 31 mil no segundo trimestre de 2017 (correspondendo a 3,7 mil milhões de euros, o que perfaz um valor médio por transação de 116 mil euros), de um total de vendas de cerca de 37 mil imóveis no mesmo período (o que corresponde a um valor de 4,6 mil milhões de euros), atingindo, em ambos os casos, máximos históricos das séries.

O número de vendas de imóveis novos encontra-se estabilizado entre 5 e 6 mil em cada trimestre de 2017, apresentando um valor médio por transação de cerca de 162 mil euros (quando, no período que antecedeu a queda dos preços da habitação, estes encontravam-se acima dos 10 mil imóveis transacionados

por trimestre, com um valor médio por transação em torno de 153 mil euros). Não obstante o valor médio por transação dos alojamentos novos se situar, como esperado, acima do valor médio por transação de imóveis existentes, observa-se, a partir de 2014, um crescimento significativo do montante médio transacionado, por trimestre, destes últimos (cerca de 5% ao ano, em termos médios), contrastando com uma queda de cerca de 2,5% ao ano, no valor médio de venda de imóveis novos.

A percentagem de transações de alojamentos familiares que têm vindo a ser financiadas por recurso a crédito está a aumentar desde 2015, depois de ter atingido um valor mínimo no final de 2013 (cerca de 20%), situando-se em 45% no segundo trimestre de 2017, valor que se encontra ainda aquém dos registados em 2009 (cerca de 65%). As novas operações de crédito à habitação têm vindo a crescer desde 2013 (Gráfico C.5.4), com uma aceleração a partir de 2015, embora se mantenham ainda abaixo dos valores observados antes da crise. Contudo, os montantes de crédito à habitação (*stock*) continuam a diminuir, ainda que a um ritmo mais lento do que o observado nos últimos anos, pois continuam a refletir as amortizações antecipadas e as decorrentes dos vencimentos dos contratos, que superam as novas operações. O aumento dos reembolsos antecipados encontra-se relacionado com a evolução positiva do

Gráfico C.5.3 • Índices de Preços da Habitação – Segmentação entre Existentes e Novos
| Índice (2015=100)



Fonte: INE.

mercado imobiliário, dado que a aquisição de uma nova habitação implica a celebração de um novo contrato de habitação, que conduz, muitas vezes, ao reembolso total do crédito associado ao contrato existente³⁴.

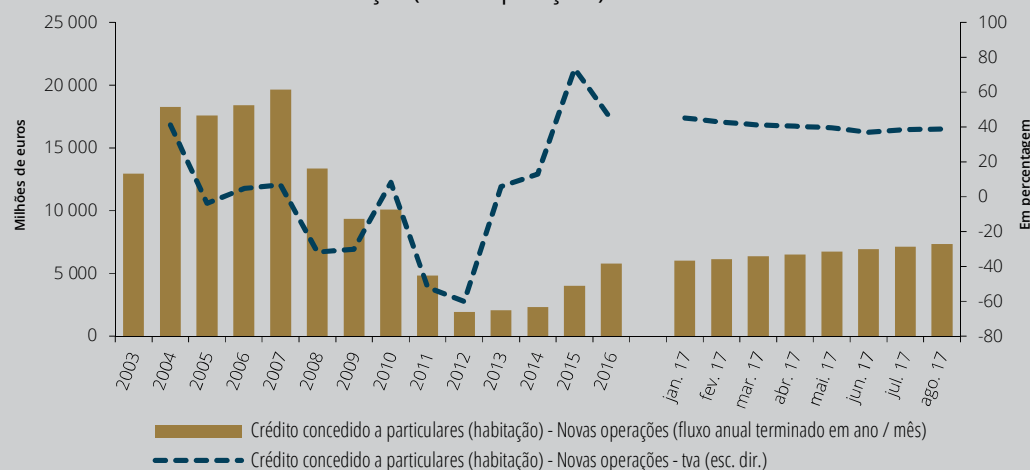
O dinamismo que, atualmente, caracteriza o mercado imobiliário residencial poderá estar a ser motivado por desenvolvimentos recentes da economia portuguesa, que exercem pressões na procura de habitação, num contexto em que a oferta não reage ao mesmo ritmo. Refira-se, a título de exemplo, a recuperação recente da economia e o aumento da confiança dos consumidores, cuja evolução, baseada no índice de sentimento económico, mostra uma melhoria a partir de 2012, que se tem mantido até ao momento. Esta confiança tem-se refletido também no desempenho positivo do investimento em habitação, que, após um período de queda progressiva, começou a crescer, a partir de 2014, tendo-se acelerado esta tendência na primeira metade de 2017, período em que se registou uma subida acima da taxa de crescimento do PIB³⁵.

Adicionalmente, as taxas de remuneração dos ativos de aforro tradicionais encontram-se em níveis reduzidos, incentivando a canalização de poupança financeira dos particulares para ativos reais, como seja a habitação, incluindo para fins de arrendamento. No que respeita à evolução recente deste mercado, merece especial

destaque a dinâmica observada nos grandes centros urbanos e turísticos, através da atividade de Alojamento Local. Ao constituir também uma alternativa de investimento rentável, esta pode estar a contribuir para a subida dos preços da habitação, sobretudo nos grandes centros turísticos. A partir de 2013³⁶, analisando o número de registos de Alojamento Local nos distritos de Lisboa e Porto, verifica-se um forte crescimento deste tipo de estabelecimentos em ambos os casos, ainda que em menor grau no distrito do Porto.

Por sua vez, a dinâmica de crescimento dos preços da habitação poderá estar relacionada com outros fatores, que podem incentivar a procura. O programa, iniciado em 2012, de autorização de residência para atividade de investimento (vulgo *Vistos Gold*), e que tem por requisito, entre outros, a aquisição de bens imóveis, assim como a criação, em 2009, de um regime fiscal para residentes não habituais, que proporciona, por um período de 10 anos, uma redução ou até uma isenção total do IRS, têm vindo a contribuir para o crescimento do investimento em imobiliário por não residentes. No primeiro caso, e de acordo com estatísticas divulgadas pelo Serviço de Estrangeiros e Fronteiras³⁷, foram atribuídas, desde outubro de 2012 até julho do corrente ano, 4945 autorizações de residência por via de aquisição de imóveis, maioritariamente a cidadãos

Gráfico C.5.4 • Crédito à Habitação (novas operações)



Fonte: Banco de Portugal.

originários da China, o que perfaz um investimento total em imobiliário de 2,9 mil milhões de euros. A adesão a este programa continua a ser expressiva, tendo-se registado um acréscimo do número de autorizações em cerca de 25% e do investimento em imobiliário de 26%, entre o final de 2016 e julho de 2017.

No que diz respeito à oferta de habitação, verifica-se que, após um período prolongado de quebra, esta tem vindo gradualmente a recuperar, de acordo com o número de edifícios licenciados. Entre 2010 e 2015 ocorreu uma redução contínua do número de edifícios licenciados³⁸, em particular para construção nova para habitação familiar³⁹. O número de edifícios licenciados para reabilitação sofreu também uma redução, mas esta não foi tão expressiva (31% entre 2010 e 2015), verificando-se que as licenças para reabilitação de edifícios são agora em maior número do que para construção nova. A partir de 2016, observa-se um aumento do número de licenciamentos, quer para reabilitação quer para construção nova, o que pode constituir sinais de recuperação da oferta de habitação.

Adicionalmente, no que concerne ao crédito concedido para promoção das atividades de construção e imobiliária, verifica-se que, após um prolongado período de elevado crescimento destas modalidades de financiamento, este tem vindo, sistematicamente, a decrescer desde o início de 2010 (Gráfico C.5.5), a uma

taxa média em torno dos 9% ao ano, situando-se, atualmente, em valores semelhantes aos registados no início da década de 2000. A sua trajetória descendente indica que as atividades imobiliária e de construção não estarão a ser promovidas por recurso ao crédito interno.

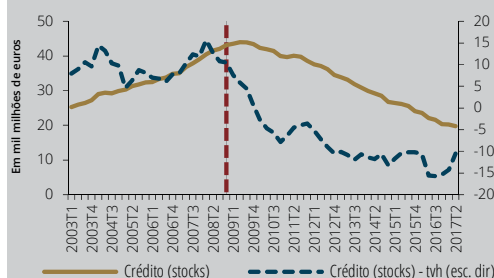
Medida do desvio dos preços da habitação face aos fundamentos económicos

O crescimento dos preços da habitação *per se* não é informativo de possível sobrevalorização no mercado imobiliário residencial, pois, tal como mencionado anteriormente, pode estar, entre outros fatores, a ser induzido por uma recuperação geral da atividade económica. Existem medidas síntese que são frequentemente utilizadas para aferir se os preços da habitação se encontram em linha com os fundamentos económicos ou se há indícios de sobrevalorização neste mercado, permitindo sinalizar, em antecipação, potenciais crises financeiras com origem no mercado imobiliário residencial.

O Banco Central Europeu desenvolveu uma medida que procura aferir a valorização média da propriedade residencial (Gráfico C.5.6), para um conjunto de países da área do euro, conciliando dois indicadores de valorização de preços com dois métodos de valorização de preços de ativos⁴⁰. Esta medida síntese é uma média dos seguintes indicadores:

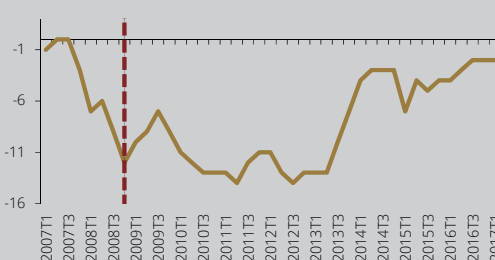
- O desvio face à tendência de longo prazo do indicador *house price-to-rent ratio*, que

Gráfico C.5.5 • Crédito à Construção e Atividades Imobiliárias



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: a reta a tracejado indica o início do período de crise tal como identificado para a ESCB *Heads of Research Group's banking crises database*.

Gráfico C.5.6 • Valorização média da propriedade residencial em Portugal, desvio face ao equilíbrio | Em percentagem



Fonte: Banco Central Europeu – *Statistical Data Warehouse*.
Nota: a reta a tracejado indica o início do período de crise tal como identificado para a ESCB *Heads of Research Group's banking crises database*.

representa o custo de comprar face ao custo de arrendar uma casa⁴¹;

- O desvio face à tendência de longo prazo do indicador *house price-to-income ratio*, que indica a capacidade de aquisição de habitação por parte de potenciais compradores;
- Um método de cálculo do desvio na valorização do imobiliário residencial a partir de uma metodologia de correção do erro, com base na regressão dos preços da habitação em função do PIB per capita real, população e taxa de juro real;
- Um modelo que procura explicar a evolução do rácio *house price-to-rent* através do retorno do investimento em imobiliário residencial, que deve igualar os retornos em oportunidades de investimento alternativas, com o mesmo nível de risco associado.

Para Portugal, esta medida síntese mostra que o desvio da valorização média da propriedade residencial face aos fundamentos foi negativo a partir de 2008, tendo diminuído até ao terceiro trimestre de 2012, quando atingiu o valor de -14%. A partir deste período, e acompanhando o crescimento observado no índice de preços da habitação, este indicador tem registado uma trajetória ascendente, encontrando-se já muito próximo dos seus valores de equilíbrio⁴² – no primeiro trimestre de 2017, o desvio face ao equilíbrio situava-se em -2%. Assim, a evolução recente desta medida síntese aponta para a ausência de sinais de sobrevalorização no mercado imobiliário residencial, embora indique que os preços da habitação em Portugal se estão a aproximar dos seus fundamentos económicos.

Por seu turno, o desempenho recente dos preços da habitação parece não estar em sintonia com o ciclo de crédito em Portugal, se medido pelo desvio do rácio do crédito em relação ao produto interno bruto face à sua tendência⁴³. No caso português, esta medida permanece em níveis negativos, tendo voltado a diminuir no primeiro trimestre de 2017. Contudo, embora se mantenham ainda abaixo dos valores observados antes da crise, os

fluxos de crédito à habitação têm vindo a crescer e começam a apresentar um maior peso nas transações de alojamentos familiares, face a anos anteriores.

Perspetivas quanto à evolução futura dos preços da habitação e implicações para a estabilidade financeira

De acordo com um estudo do Banco de Portugal⁴⁴, a probabilidade de que os preços da habitação continuem a aumentar no futuro é bastante elevada, tendo em conta as projeções mais recentes para a economia portuguesa. O nível reduzido das taxas de juro dos empréstimos à habitação, que se encontram em valores mínimos históricos da série⁴⁵, pode incentivar um aumento da procura por crédito para este fim, com impacto positivo na procura de habitação e nos preços. Por sua vez, a recuperação gradual da oferta de habitação, a manter-se, poderá contribuir para atenuar a dinâmica de crescimento de preços da habitação observada nos últimos anos.

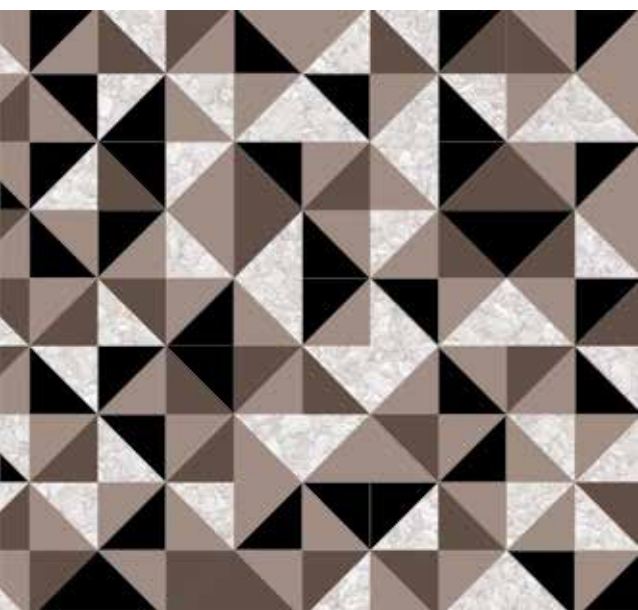
Esta análise permite concluir pela não existência de sobrevalorização dos preços da habitação em Portugal. Também o crescimento recente destes não está sincronizado com o ciclo de crédito. Contudo, a permanência de um ambiente de baixas taxas de juro, a recuperação da atividade económica e a melhoria da confiança dos consumidores poderão continuar a promover uma menor restritividade nos critérios de concessão de crédito à habitação. Neste contexto, uma maior pressão da procura por habitação poderá contribuir para a permanência de uma trajetória ascendente dos preços. De sublinhar, também, que esta análise, ao abordar a evolução dos preços da habitação ao nível nacional, não permite afastar a possibilidade de existirem apreciações excessivas em determinadas áreas geográficas, nomeadamente em grandes centros urbanos.

Notas

1. Na dívida financeira consideram-se os títulos de dívida e os empréstimos.
2. As conclusões seriam em tudo similares caso se considerasse a dívida total (que inclui também os créditos comerciais e adiantamentos) em percentagem do PIB.
3. Entre 2015 e 2016, a diminuição do rácio de dívida financeira é quase exclusivamente devida à variação positiva do PIB nominal, observando-se uma progressiva redução do contributo da amortização líquida de dívida neste período.
4. Outras medidas de rentabilidade corroboram esta análise. Em junho de 2017 a rentabilidade medida como rácio entre o EBITDA e Capital próprio e financiamentos obtidos foi de 10%, superior aos 6% verificados em 2012, e ainda abaixo do valor de 13% observado em 2007.
5. Os agregados considerados a partir da informação da IES referem-se apenas às SNF privadas.
6. Relativamente aos agregados calculados a partir da informação da IES, define-se: Dívida financeira como *Financiamentos obtidos*; Poupança como a soma de *Vendas*, *Subsídios à exploração*, *Trabalhos para a própria entidade*, *Juros recebidos* e *Outros rendimentos*, a que se subtrai *Custo de mercadorias vendidas e matérias consumidas*, *Fornecimento de serviços externos*, *Gastos com o pessoal*, *Juros pagos*, *Impostos* e *Outros gastos*; Investimento como a soma da variação anual dos valores de balanço correspondentes a *Ativos fixos tangíveis e intangíveis*, *Propriedades de Investimento* e *Ativos biológicos*, com o montante de *Depreciação*. Os agregados financeiros foram considerados como a variação anual dos valores de balanço correspondentes a *Ativos financeiros* e *Capital Próprio*. Ativos financeiros considerados como a soma de *Aplicações de Curto Prazo (Caixa, Ativos financeiros detidos para negociação e Outros ativos financeiros, correntes)*, *Investimentos financeiros (Participações financeiras e Investimentos financeiros, não correntes)*, *Clientes* (líquidos do passivo corrente *adiantamentos de clientes*) e outros ativos financeiros (*Estado*, ativo corrente, *Acionistas*, ativo corrente, *Diferimentos*, ativo corrente, *Impostos diferidos*, *Outros ativos financeiros* e *Outras contas a receber e a pagar*). Capital Próprio definido como a soma de *Capital Realizado*, *Ações próprias*, *Outros instrumentos de capital*, *Prémios de emissão*, *Ajustamento em ativos financeiros*, *Excedentes de revalorização*, *Reservas Legais*, *Resultado líquido*, *Dividendos antecipados*, *Provisões* e *Resultados transitados* subtraídos dos *Benefícios pós-emprego*.
7. Sobre este assunto, ver Tema em Destaque “Dinâmica de poupança e investimento das empresas portuguesas”, *Boletim Económico*, junho de 2017.
8. Rácio de endividamento calculado como a soma dos empréstimos, títulos de dívida, créditos comerciais e adiantamentos a dividir pelo PIB.
9. Para efeitos desta caixa o cálculo do custo de financiamento incide apenas sobre os instrumentos cuja remuneração assume a forma de juros.
10. Ver *Estudo da Central de Balanços* n.º 29, “Rentabilidade das empresas portuguesas e europeias 2006-2015”, de setembro de 2017.
11. Em 2016, o peso dos juros e gastos similares no total dos gastos líquidos das SNF portuguesas ascendia a 2,3% (2,0% em 2010). Os setores da Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio (13,4%) e das Atividades imobiliárias (8,7%) eram aqueles em que este peso era mais significativo em 2016. Informação disponível nos Quadros do setor, na componente multidimensional, do BPSat - Estatísticas Online.
12. Para além dos juros suportados, os gastos de financiamento incluem ainda as comissões e outros custos associados aos financiamentos obtidos.
13. Este valor de referência é habitualmente utilizado no âmbito das análises conduzidas pelo BCE.
14. Ver capítulo II. Financiamento da economia.
15. Entre 2010 e 2011 ocorreu a maior queda anual do EBITDA das SNF (-39%). Ver quadro G.4 – Demonstração dos resultados – Principais componentes do *Boletim Estatístico* do Banco de Portugal.
16. Importa referir que a CRC abrange os empréstimos concedidos pelas instituições de crédito residentes, ou seja, além dos bancos, caixas económicas e caixas de crédito agrícola mútuo, abrange também os empréstimos concedidos por instituições financeiras não monetárias, nomeadamente instituições financeiras de crédito, sociedades financeiras para aquisições a crédito, sociedades de *leasing* e de *factoring* e sociedades de garantia mútua.
17. Mais de 90% do montante de novos empréstimos bancários a SNF tem um prazo de fixação inicial de taxa até 1 ano (vide *Boletim Estatístico* quadro B.7.1.2 – Montante de novas operações).
18. No caso dos empréstimos obtidos por uma empresa junto do setor financeiro residente serem emprestados a outra empresa do grupo residente, observar-se-ia uma duplicação dos montantes de empréstimos obtidos pelo setor das SNF.
19. Esta abordagem tem a vantagem de ser independente do nível da taxa de juro e do peso dos juros suportados na estrutura de custos de cada empresa.
20. O peso das microempresas no total das SNF portuguesas manteve-se, entre 2010 e 2016, em torno de 88% do total.
21. Considera-se como inativa qualquer empresa que, num determinado ano, não registe atividade em nenhum dos domínios estatísticos produzidos pelo Banco de Portugal.
22. O crédito concedido inclui empréstimos e títulos de dívida em carteira do setor financeiro residente.
23. Alguns fundos de investimento imobiliário foram constituídos especificamente para gerir os imóveis recebidos pelos bancos em dação. Para os bancos, a transferência dos imóveis para estes fundos de investimento tinha habitualmente como contrapartida a detenção de unidades de participação desses fundos.
24. São excluídos (i) imóveis de uso próprio, (ii) imóveis detidos por sucursais no estrangeiro (que representam cerca de 3% do *stock* de imóveis recebidos em dação), (iii) imóveis detidos por fundos de investimento imobiliário fora do perímetro de consolidação do banco e (iv) imóveis detidos por fundos de reestruturação empresarial. Exceto em situações especificamente indicadas, os montantes referem-se ao valor de registo em balanço bruto de imparidades.
25. Os valores apresentados referem-se à atividade consolidada em Portugal. Neste enquadramento, as vendas consideram as transferências de propriedade para agentes económicos fora do perímetro de consolidação do grupo bancário, incluindo transferências para fundos de investimento imobiliário que, para efeitos prudenciais, não consolidam com a instituição bancária.
26. O valor de referência está abatido de imparidades constituídas.
27. Este inquérito, conduzido pela segunda vez em 2013 em Portugal, corresponde à contribuição portuguesa para o *Household Finance and Consumption Survey* (HFCS), promovido pelo Eurosistema com o objetivo de recolher dados microeconómicos comparáveis sobre a situação financeira das famílias nos vários países da área do euro.
28. Ver Costa e Farinha (2012) para uma análise mais detalhada sobre os determinantes do crédito.

29. Calculado com base numa pergunta do Inquérito que questiona se, ao longo dos últimos 12 meses, as despesas regulares do agregado familiar foram superiores, sensivelmente iguais, ou inferiores ao rendimento da família.
30. De acordo com Claessens, S., Kose, M. A., e Terrones, M. (2008). "What happens during recessions, crunches and busts?" International Monetary Fund, WP/08/274", as perdas para a economia são obtidas mediante dois métodos de cálculo, que utilizam o ponto máximo e o ponto mínimo do ciclo económico: o primeiro calcula a redução média do produto enquanto o segundo calcula a redução acumulada entre estes dois pontos.
31. Claessens, S., Kose, M. A., e Terrones, M. (2008). "What happens during recessions, crunches and busts?" International Monetary Fund, WP/08/274 e Jordà, O., Schularick, M. e Taylor, A. (2015). "Leveraged Bubbles." Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper.
32. Lourenço, R. e Rodrigues, P. (2015). "House prices: bubbles, exuberance or something else? Evidence from euro area countries." Working Papers 2015, Banco de Portugal.
33. Costa, S. (2012). "Probabilidade de incumprimento das famílias: uma análise com base nos resultados do ISFF." *Relatório de Estabilidade Financeira*, Banco de Portugal, novembro.
34. *Relatório de Acompanhamento dos Mercados Bancários de Retalho*, Banco de Portugal, 2016.
35. *Boletim Económico*, Banco de Portugal, outubro de 2017.
36. Em 2013, o número de registos nos distritos de Lisboa e Porto situavam-se em torno de 250 e 150, respetivamente, de acordo com os dados disponíveis no sítio da internet do Registo Nacional de Alojamento Local (<https://rnt.turismodeportugal.pt/RNAL/ConsultaRegisto.aspx?Origem=CP&FiltroVisivel=True>).
37. Informação estatística disponível no sítio da internet do Serviço de Estrangeiros e Fronteiras (http://www.sef.pt/documentos/56/Mapa_ARL_PT_julho17.pdf).
38. Esta análise tem por base as estatísticas sobre o número de edifícios licenciados do INE.
39. Os dados mostram que, entre 2010 e 2014, o número de licenças para construção nova caiu cerca de 65%, começando lentamente a recuperar a partir de 2015.
40. Para mais detalhe, consultar a Caixa 3 do *Financial Stability Review*, Banco Central Europeu, junho de 2011.
41. Em Portugal, não obstante a liberalização gradual do mercado de arrendamento iniciada em 2012, este continua a ser condicionado pela fixação administrativa de rendas em alguns segmentos. Assim, qualquer interpretação de um índice de rendas para Portugal deve ter presente esta condicionante.
42. No caso deste indicador, o valor de equilíbrio é dado por zero.
43. Tissot, B. (2014). "Monitoring house prices from a financial stability perspective – the BIS experience." Bank for International Settlements, novembro.
44. Lourenço, R. e Rodrigues, P. (2017). "Preços da habitação em Portugal – uma análise pós-crise." *Revista de Estudos Económicos*, Vol. 3, n.º 4, Banco de Portugal, outubro.
45. De acordo com a Nota de Informação Estatística 96/2017 do Banco de Portugal, de 10 de outubro de 2017, referente a agosto de 2017.





2. Financiamento da economia

2.1. Mercados financeiros

2.2. Economia portuguesa

2.2.1. Particulares

2.2.2. Sociedades não financeiras

2.2.3. Administrações públicas

2.2.4. Sociedades financeiras

Sumário

A economia portuguesa registou, no primeiro semestre de 2017 e em termos homólogos, um aumento ligeiro da poupança e do investimento internos, em percentagem do PIB, que se refletiu numa necessidade de financiamento de montante idêntico à observada no mesmo semestre de 2016. Esta necessidade de financiamento tem um caráter predominantemente sazonal, sendo compatível com a ocorrência de capacidade de financiamento no conjunto do ano, estimada num valor próximo ao verificado em 2016¹. O saldo das operações financeiras com o exterior refletiu uma entrada líquida de fundos, sendo de destacar o contributo do financiamento a sociedades não financeiras por não residentes, nomeadamente através de dívida financeira e de capital.

A redução da alavancagem do setor privado não financeiro junto do setor financeiro residente prosseguiu no semestre em análise. A amortização líquida de empréstimos (sobretudo de instituições de crédito residentes) por particulares e sociedades não financeiras, ainda que em desaceleração, refletiu-se na redução do rácio da dívida total do setor privado não financeiro, de 181% do PIB no final de 2016, para 178% em junho de 2017. Apesar do ajustamento observado nos balanços de famílias e empresas desde 2012, este rácio mantém-se entre os mais elevados da área do euro.

A redução da taxa de poupança dos particulares e o ligeiro aumento do investimento em ativos reais, face ao primeiro semestre de 2016, resultaram numa diminuição da capacidade de financiamento para um valor próximo de zero nos primeiros seis meses de 2017. Neste período, os fluxos de novos empréstimos a particulares para aquisição de habitação e para consumo e outros fins continuaram a crescer, ultrapassando, em percentagem do rendimento disponível, os valores registados no início do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF). Observou-se, ainda, uma alteração no perfil das aplicações

financeiras dos particulares, favorecendo instrumentos com maior rendibilidade potencial e maior risco. No entanto, as aplicações líquidas em dívida do Tesouro, sobretudo através de certificados do Tesouro e de obrigações do Tesouro de rendimento variável, continuaram a ser significativas.

Entre os ativos objeto de uma maior procura para investimento por parte das famílias portuguesas estarão também os ativos imobiliários, refletindo a reduzida rendibilidade dos instrumentos de aforro tradicionais, a recente evolução ascendente dos preços de imóveis para habitação e as oportunidades associadas ao incremento do turismo de não residentes.

A recuperação da poupança das sociedades não financeiras observada desde 2008, ainda que para valores que se mantêm abaixo da média da área do euro e de outros países membros com vulnerabilidades neste setor, tem permitido, no período mais recente, uma recuperação do investimento empresarial sem que tal implique um recurso a capitais alheios na proporção observada antes da crise financeira. Ainda assim, o fluxo líquido de dívida financeira do setor foi positivo, refletindo maioritariamente o financiamento por não residentes. Relativamente aos empréstimos concedidos pelas instituições de crédito residentes, continuou a observar-se uma realocação para empresas com melhor perfil de risco, mais produtivas e que operam em setores de atividade relativamente mais rentáveis.

Prosseguiu a trajetória descendente das taxas de juro bancárias aplicadas aos novos empréstimos a sociedades não financeiras observada desde 2012, que coexistiu com uma diferenciação em função do perfil de risco do devedor. A diminuição observada permitiu reduzir o diferencial face à taxa média da área do euro para valores próximos do mínimo registado em 2007.

Na primeira metade do ano, observou-se um aumento da atividade doméstica dos bancos residentes, interrompendo a trajetória de contração verificada entre 2010 e 2016. Esta

expansão refletiu o aumento do investimento em títulos de dívida, em particular de dívida soberana portuguesa, e o abrandamento da desalavancagem do setor privado não financeiro. No período em análise, as interligações diretas entre os diferentes subsectores financeiros reduziram-se ligeiramente, mantendo a tendência observada desde o final de 2013. Por seu turno, a exposição do setor financeiro ao soberano português aumentou significativamente, reforçando-se assim um canal de interligação indireta.

Em junho de 2017, Portugal deixou de estar sujeito ao procedimento por défice excessivo, no qual se encontrava desde 2009, na sequência do défice orçamental ter registado, em 2016, um valor abaixo do limiar de 3% definido pelo Tratado da União Europeia.

No primeiro semestre de 2017, a necessidade de financiamento das administrações públicas reduziu-se face ao período homólogo de 2016, o que refletiu, em larga medida, a diminuição do rácio da despesa primária no PIB. Apesar da melhoria observada permitir antecipar que o objetivo de 1,4% do PIB, para o conjunto do ano, é alcançável, o ajustamento orçamental estrutural subjacente deverá ser pouco significativo e ficar aquém do requerido pelas regras europeias atualmente em vigor.

O rácio da dívida pública no PIB continuou a aumentar no primeiro semestre do ano. No entanto, a redução da dívida pública implícita no Programa de Estabilidade para 2017 não deverá estar comprometida. No que respeita à dívida externa das administrações públicas destaca-se a alteração na sua composição, refletindo o reembolso parcial antecipado do empréstimo obtido junto do FMI no âmbito do PAEF e simultaneamente as aquisições líquidas por não residentes de títulos de dívida pública.

A posição de investimento internacional de Portugal continua a situar-se entre as mais negativas da área do euro, encontrando-se muito além do limiar de risco estabelecido pela Comissão Europeia no quadro da avaliação dos desequilíbrios macroeconómicos

excessivos dos países membros. Apesar do ajustamento muito significativo já realizado pela economia portuguesa, partilhado, ainda que com intensidade diversa, por todos os setores institucionais, continua a ser necessário que Portugal prossiga com o ajustamento estrutural iniciado com o PAEF, aproveitando a conjuntura favorável, caracterizada pela recuperação da atividade económica e do rendimento disponível e pela política monetária acomodatória.

2.1. Mercados financeiros

No decurso de 2017 observaram-se valorizações dos índices acionistas e níveis historicamente baixos de volatilidade na generalidade das geografias, num contexto de política monetária globalmente acomodatória e de consolidação do crescimento económico

No primeiro semestre de 2017, a economia global apresentou um crescimento sólido e acima do previsto, sustentado na recuperação do comércio internacional e do investimento, num quadro de manutenção de política monetária acomodatória e de desanuviamento de alguns fatores de ordem política. Nos EUA, continuam a observar-se crescimentos sólidos, com o consumo privado a dar o principal contributo, tendo-se, contudo, registado um aumento da incerteza em torno da condução da política norte-americana. Na Europa, são de destacar os sinais de desaceleração do Reino Unido no momento em que decorrem as negociações sobre o Brexit. A incerteza quanto ao aumento de barreiras ao comércio

internacional, às migrações e à atividade financeira transfronteiriça tem penalizado a libra e, consequentemente, o consumo privado. Na área do euro, observou-se uma aceleração da atividade económica, refletindo o dinamismo da procura interna.

Em Portugal, a aceleração da atividade económica em 2017 teve subjacente um aumento das exportações, num quadro de ganhos de quotas de mercado e de diversificação de componentes e destinos geográficos, e um aumento do investimento. A melhoria das perspetivas de crescimento económico, o ajustamento do setor bancário e a evolução do saldo orçamental, num contexto de manutenção de uma política monetária acomodatória, traduziram-se na melhoria da avaliação do risco de Portugal pelos investidores/agências de *rating* internacionais com impacto nas taxas de juro de mercado.

No decurso de 2017 observou-se uma subida generalizada dos índices acionistas (Gráfico 2.1), embora com alguns movimentos de correção pontuais refletindo a preocupação dos investidores com a tensão entre a Coreia do Norte e os EUA e com o impacto do furacão Irma. Estas preocupações foram visíveis na subida dos índices de volatilidade acionista para a Europa e para os EUA (VIX e VSTOXX, respetivamente),

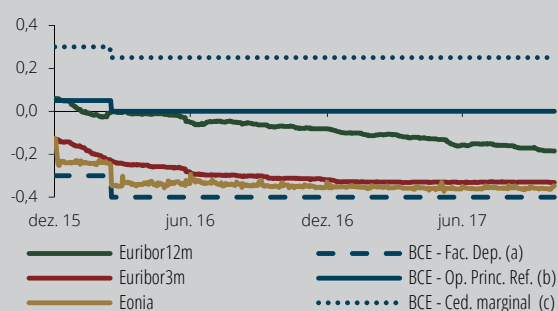
Gráfico 2.1 • Índices acionistas
| Índice Dezembro 2016 = 100



Fonte: Thomson Reuters.

Notas: Dados diários. Última observação: 31 de outubro de 2017.

Gráfico 2.2 • Taxas de juro na área do euro



Fonte: Banco Central Europeu e Thomson Reuters. | Notas: Dados diários. Última observação: 31 de outubro de 2017. (a) Corresponde à taxa de juro oficial do Eurosistema para a facilidade permanente de depósito. (b) Corresponde à taxa de juro oficial do Eurosistema para as operações principais de refinanciamento. (c) Corresponde à taxa de juro oficial do Eurosistema para a facilidade permanente de cedência marginal.

que contudo se mantêm em níveis historicamente baixos. O dinamismo do mercado acionista tem-se materializado em máximos históricos nas bolsas norte-americanas e em algumas bolsas europeias.

No mesmo período, o mercado acionista português seguiu a tendência de subida observada no mercado europeu, encontrando-se contudo o índice PSI-20 ainda 60% abaixo do máximo observado em julho de 2007, antes do início da crise financeira internacional. Em particular, destaque-se a valorização do índice PSI-20 Financeiro, em 34% até ao final de outubro de 2017, acima das registadas pelo PSI-20 (de 17%) e pelo índice *Euro Stoxx Banks*² (de 15,3%). Esta evolução terá refletido o processo de ajustamento do setor bancário, em particular a capitalização da CGD e do BCP, a venda do NB e a clarificação do respetivo impacto sobre as restantes instituições do sistema, a redução do *stock* de NPL e a melhoria da rentabilidade e solvabilidade do setor.

A política monetária manteve-se globalmente acomodatória, não obstante o processo de normalização em curso nos EUA e a redução da magnitude do estímulo monetário na área do euro

No decurso de 2017 a política monetária manteve um carácter acomodatório nas principais economias mundiais, não obstante as alterações de taxa de juro observadas nos EUA e no Reino Unido. A Reserva Federal Norte-Americana aumentou as taxas de juro diretoras, em 25 pontos base, em março e junho de 2017, dando continuidade ao processo de normalização da política monetária nos EUA³. No mesmo sentido, o Banco de Inglaterra decidiu o primeiro aumento da taxa de referência desde 2007, de 25 pontos base, para 0,50%, no início de novembro, repondo o nível registado no final de julho de 2016.

As taxas de juro de referência da área do euro mantiveram-se inalteradas, com a taxa de operações principais de refinanciamento, a taxa de facilidade permanente de cedência marginal de liquidez e a taxa de facilidade permanente de depósito, em 0,00%, 0,25% e -0,40%, respetivamente, desde março de 2016 (Gráfico 2.2). O BCE espera que estas taxas permaneçam nos níveis atuais por um período prolongado e para além do horizonte das compras líquidas de ativos, tendo deixado de fazer referência à possibilidade de taxas de juro inferiores neste horizonte. No que se refere às operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (TLTRO, na sigla inglesa), realizou-se, em março, a última de quatro operações da segunda série (TLTRO (ii)), que resultou num aumento do montante colocado face à operação anterior⁴. Relativamente ao programa de compra de ativos (APP, na sigla inglesa), materializou-se a redução do volume de compras líquidas de 80 mil milhões de euros para 60 mil milhões de euros em abril deste ano, medida anunciada em dezembro de 2016, e foi comunicada em outubro uma redução adicional para 30 mil milhões de euros a partir de janeiro de 2018. O BCE continuou ainda a sinalizar a possibilidade de aumentar a duração e volume destas operações caso o enquadramento económico e financeiro o justifique, em particular se não se observar um ajustamento sustentado da trajetória da inflação para um valor inferior, mas próximo de 2%. Em setembro, a taxa de variação do IHPC na área do euro, em termos homólogos, situou-se em 1,5% (1,1% excluindo bens energéticos e alimentares) e as expectativas de médio prazo permanecem ancoradas em valores em torno de 1,7%⁵.

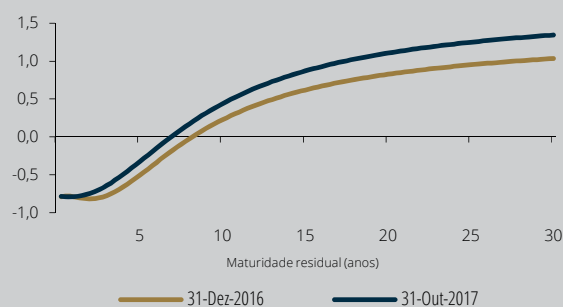
Neste contexto, as taxas de juro do mercado monetário do euro permaneceram negativas, observando-se evoluções ligeiramente diferenciadas entre prazos. Enquanto nas maturidades mais curtas, Eonia e Euribor a 3 meses, se registou uma relativa estabilização desde o início do ano, as taxas Euribor a 6 e a 12 meses mantiveram a trajetória de redução (-6 e -10 pontos base, respetivamente, entre 31 de dezembro de 2016 e

31 de outubro de 2017). A evolução da Euribor a 12 meses é relevante dada a preponderância deste indexante nas novas operações de empréstimos para aquisição de habitação, ainda que a carteira total esteja maioritariamente indexada à Euribor a 3 ou a 6 meses.⁶ As perspetivas do mercado para evolução das taxas de juro do mercado monetário são de manutenção de valores negativos no futuro próximo. A 31 de outubro de 2017, os futuros sobre a Euribor a 3 meses descontavam o regresso a taxas positivas a partir do início de 2020 (Capítulo 1). Por seu turno, a curva de rendimentos da área do euro, estimada a partir de obrigações do Tesouro com *rating* AAA, registou uma ligeira deslocação ascendente no decurso de 2017, embora apenas atingindo valores positivos para prazos superiores a 7 anos (Gráfico 2.3).

A evolução das taxas de rendibilidade da dívida pública nos países da área do euro refletiu essencialmente desenvolvimentos políticos e económicos domésticos, com destaque para a redução do diferencial entre Portugal e a generalidade dos países membros

Após a evolução ascendente observada no final de 2016, no decurso de 2017 a evolução das taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos nas principais economias mundiais foi caracterizada pela baixa volatilidade. Na área do euro, a baixa volatilidade e a inexistência de eventos com impacto transversal significativo refletiram-se numa menor sincronia das taxas de rendibilidade, observando-se perfis intra- anuais diferenciados entre países, em função dos respetivos desenvolvimentos políticos e económicos. Em Portugal, a taxa de rendibilidade da dívida pública a 10 anos reduziu-se significativamente, refletindo uma sequência de dados positivos relativamente à execução orçamental e à atividade económica, conjugada com a perceção de maior resiliência do setor bancário por parte dos investidores. Esta redução foi mais acentuada na sequência das decisões de manutenção do *rating* por parte da DBRS, com perspetiva estável, em abril, e de melhoria do *rating* para o nível de *investment grade*, por parte da S&P, em setembro. Consequentemente, o diferencial da taxa de rendibilidade dos títulos de dívida pública a 10 anos de Portugal reduziu-se face à Alemanha (Gráfico 2.4) e à generalidade dos restantes países membros, nomeadamente Espanha e Itália. A par da redução das taxas de rendibilidade da dívida soberana portuguesa no mercado secundário, observou-se uma diminuição dos prémios de risco associados

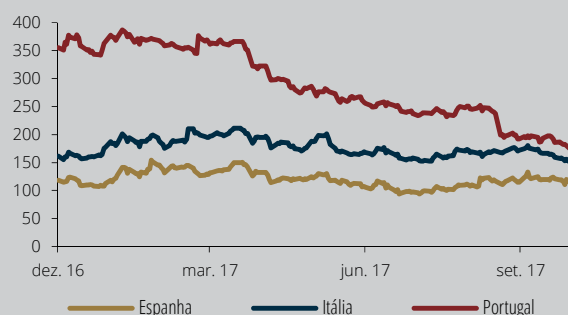
Gráfico 2.3 • Curva de rendimentos na área do euro | Em percentagem



Fonte: Banco Central Europeu.

Nota: Curva de rendimentos estimada a partir de obrigações do Tesouro com notação de risco de crédito AAA, de taxa fixa e de cupão zero, com maturidade finita.

Gráfico 2.4 • Taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos – Diferenciais face à Alemanha | Em pontos base



Fonte: Thomson Reuters.

Notas: Dados diários. Última observação: 31 de outubro de 2017.

à dívida titulada dos bancos portugueses, subordinada e não subordinada, que mantém contudo uma liquidez reduzida. No mercado primário, refira-se o maior dinamismo

no segmento das obrigações hipotecárias, enquanto a emissão de obrigações subordinadas e *senior* manteve-se residual.

2.2. Economia portuguesa

Desde 2012 que a economia portuguesa regista capacidade de financiamento, o que se tem refletido na melhoria da sua posição de investimento internacional

A economia portuguesa tem apresentado capacidade de financiamento desde 2012, o que contribuiu para a melhoria evidenciada pela sua posição de investimento internacional desde 2014 (Gráficos 2.5 e 2.6). Esta capacidade de financiamento tem traduzido o necessário processo de ajustamento da economia portuguesa em face do nível elevado atingido pela sua dívida externa (Gráfico 2.7).

Gráfico 2.5 •
Poupança,
formação bruta
de capital e
capacidade/
necessidade de
financiamento
da economia
portuguesa
| Em percentagem
do PIB

Fonte: INE
e Banco de Portugal.

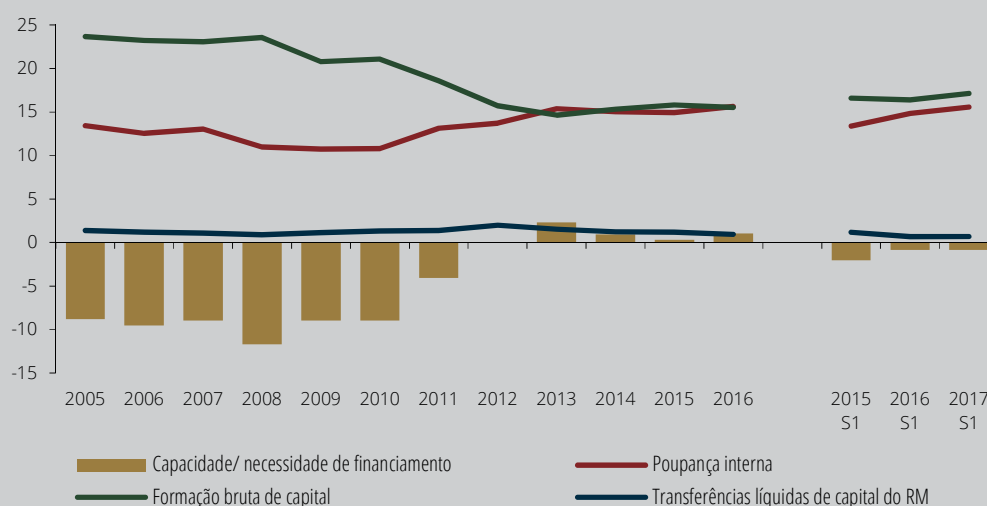


Gráfico 2.6 • Posição de investimento
internacional (PII) | Em percentagem do PIB

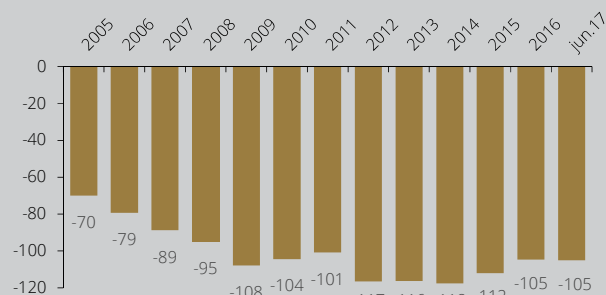
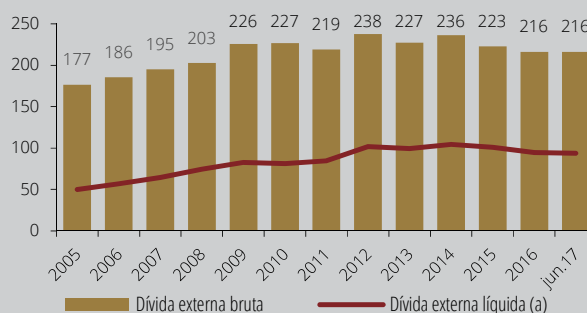


Gráfico 2.7 • Dívida externa portuguesa
| Em percentagem do PIB



Fonte: Banco de Portugal

Notas: (a) Corresponde ao simétrico do conceito de dívida externa líquida recomendado por organismos internacionais. É calculada a partir da PII excluindo as componentes de participação no capital de empresas e lucros reinvestidos de investimento direto, ações e outras participações de investimento de carteira, derivados financeiros (que não reservas) e opções sobre ações concedidas a empregados. A dívida bruta considera apenas os passivos da PII correspondentes.

No primeiro semestre de 2017, a economia portuguesa averbou uma necessidade de financiamento de 0,9% do PIB (idêntica à registada no semestre homólogo de 2016). Apesar de, nos últimos anos, se observar capacidade de financiamento, em termos anuais, o saldo das transações económicas de Portugal com o exterior, na primeira metade do ano, apresenta habitualmente necessidade de financiamento, em resultado da sazonalidade que caracteriza algumas operações com não residentes⁷. Assim, quando se considera o saldo conjunto da balança corrente e de capital (que deveria corresponder ao saldo de capacidade/necessidade de financiamento da economia⁸) ajustado de sazonalidade, o seu valor para os primeiros seis meses de 2017 é positivo e apenas ligeiramente inferior ao apurado para o conjunto de 2016 (Gráfico 2.8)⁹.

No primeiro semestre de 2017, as operações financeiras com o setor externo resultaram numa entrada líquida de fundos do exterior que refletiu em grande medida o financiamento externo a sociedades não financeiras residentes

As operações financeiras com o exterior, no primeiro semestre de 2017, traduziram-se numa entrada líquida de fundos de 0,7% do PIB, ligeiramente superior à registada no primeiro semestre de 2016 (em cerca de 0,4 p.p. do PIB)¹⁰. Esta entrada líquida de fundos refletiu transações em ativos financeiros que ascenderam a 10,3% do PIB (correspondendo a saídas de fundos para o exterior) e fluxos líquidos de financiamento externo que representaram 11,0% do PIB (traduzidos em entradas de fundos do exterior).

No tocante às transações sobre ativos financeiros, destacam-se as aquisições líquidas de títulos de dívida efetuadas pelo Banco de Portugal no âmbito de operações de política monetária do Eurosistema. Por seu lado, o aumento dos passivos financeiros deveu-se, em larga medida, a aquisições líquidas por não residentes de títulos de dívida pública e de sociedades não financeiras (respetivamente, 3,4% e 1,5% do PIB), a participações no capital de empresas portuguesas (financeiras e não financeiras, no total de 3,9% do PIB) e a empréstimos concedidos a sociedades não financeiras (0,8% do PIB). Entre as saídas de fundos, realça-se ainda o reembolso líquido de empréstimos das administrações públicas (4,0% do PIB), nomeadamente dois reembolsos parciais antecipados do empréstimo obtido junto do FMI no âmbito do PAEF.

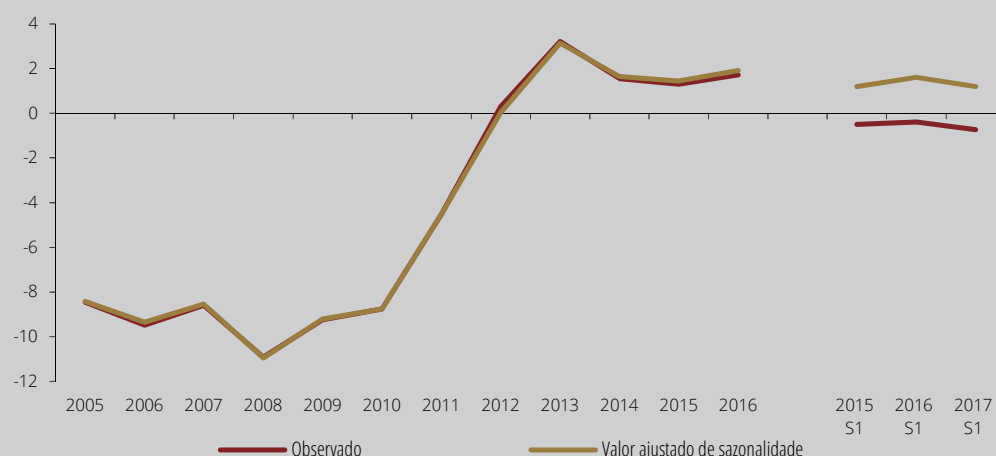


Gráfico 2.8 •
Balança corrente
e de capital |
Em percentagem
do PIB

Fonte: Banco de Portugal.

Em junho de 2017, a posição de investimento internacional (PII) de Portugal era devedora e representava 105% do PIB. Apesar da melhoria registada desde 2014, após ter atingido valores devedores superiores a 116% do PIB, este indicador continua a situar-se entre os mais negativos da área do euro (Gráfico 2.9). Está também muito além do limiar de risco estabelecido pela Comissão Europeia no quadro da avaliação dos desequilíbrios macroeconómicos excessivos dos países membros (-35% do PIB), o que sinaliza a necessidade de Portugal prosseguir com o ajustamento económico e estrutural, que surge facilitado numa conjuntura caracterizada por recuperação económica e política monetária acomodatória.

2.2.1. Particulares

No primeiro semestre de 2017, a capacidade de financiamento dos particulares foi próxima de zero, observando-se uma diminuição da taxa de poupança e um aumento ligeiro da taxa de investimento face ao mesmo período de 2016

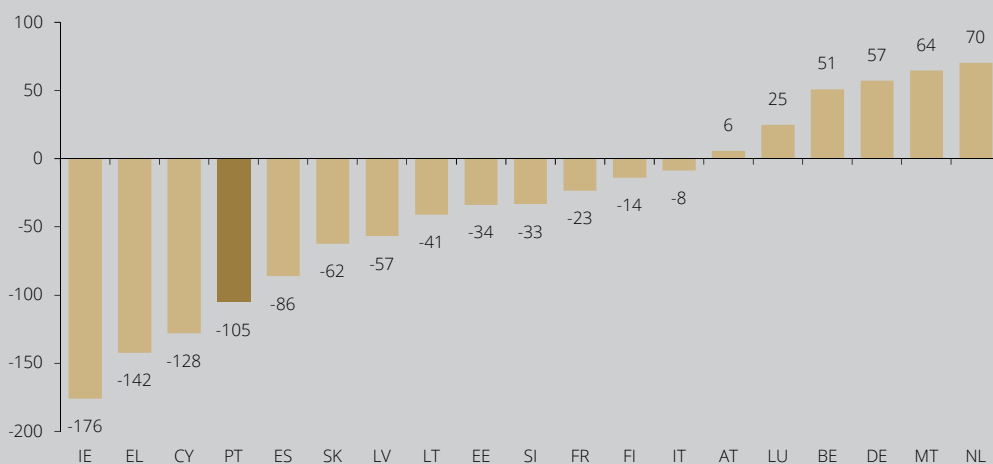
De acordo com os valores atualmente disponíveis de Contas Nacionais divulgadas pelo INE, a capacidade de financiamento dos particulares cifrou-se em 0,4% do rendimento disponível no primeiro semestre de 2017, cerca de 1,6 p.p. abaixo do registado no semestre homólogo do ano anterior¹¹. Esta evolução refletiu uma diminuição da taxa de poupança (de 5,3% no primeiro semestre de 2016 para 4,1% no semestre em análise¹²) e um aumento do investimento em ativos reais deste setor (de 3,6% para 4,1% do rendimento disponível, respetivamente¹³) (Gráfico 2.10). As transferências líquidas de capital mantiveram praticamente o mesmo valor do primeiro semestre de 2016 (cerca de 0,4% do rendimento disponível).

Em termos de poupança financeira¹⁴, *inter alia*, esta capacidade de financiamento traduziu a continuação da amortização líquida de empréstimos para aquisição de habitação¹⁵, verificando-se em simultâneo um afluxo líquido de novos créditos para consumo e outros fins¹⁶. No total, a amortização líquida de dívida financeira dos particulares representou 0,6% do rendimento disponível, bastante abaixo do valor registado no semestre homólogo de 2016 (2,7%) ou no conjunto de 2016 (2,2%).

No primeiro semestre de 2017 verificou-se ainda um aumento dos ativos financeiros dos particulares, tendo as respetivas transações líquidas representado 5,5% do rendimento

Gráfico 2.9 •
Posição de investimento internacional – Comparação com os países da área do euro | Em percentagem do PIB

Fonte: Eurostat.



disponível, o que representa um acréscimo significativo face aos montantes observados em 2015 e 2016¹⁷.

É de realçar que o ajustamento do balanço das famílias portuguesas, na sequência da crise económica e financeira, difere marcadamente do observado no conjunto da área do euro. Em Portugal, verifica-se desde 2011 uma significativa amortização líquida de empréstimos. Esta evolução, partilhada por alguns países em que o setor das famílias apresenta vulnerabilidades semelhantes às de Portugal (como a Espanha e a Irlanda), não se observa na área do euro como um todo, onde o investimento em ativos reais mantém um nível elevado, quando medido em percentagem do rendimento disponível (Gráfico 2.11). Esta diversidade estará associada ao maior peso que o recurso a crédito bancário teve no financiamento das despesas de consumo e de investimento realizadas pelas famílias portuguesas (quando comparado com o conjunto da área do euro), no período que antecedeu a crise financeira. Na área do euro, o financiamento do investimento, quer em ativos reais, quer em ativos financeiros, terá beneficiado de uma taxa de poupança deste setor significativamente mais elevada do que no caso português, o que permitiu a acumulação de património sem recurso a endividamento excessivo.

No que se refere à carteira de ativos financeiros assistiu-se, no primeiro semestre de 2017, a uma alteração de comportamento dos particulares no sentido do aumento das aplicações em instrumentos com maior risco / rentabilidade

No primeiro semestre de 2017, prosseguiram as aplicações líquidas de particulares em dívida do Tesouro, sobretudo através de certificados do Tesouro e de obrigações do Tesouro de rendimento variável, ascendendo o montante aplicado nestes instrumentos a 3,5% do rendimento disponível. No entanto, ao contrário do que vinha sucedendo desde 2015, as aplicações em depósitos diminuíram (em 0,3% do rendimento disponível). Por seu lado, refletindo o aumento da rentabilidade registada, quer pelos fundos de investimento imobiliário quer pelos fundos mobiliários, observaram-se aquisições líquidas em montante significativo de unidades de participação em fundos de investimento, incluindo fundos de investimento não residentes (2% do rendimento disponível no semestre) (Gráfico 2.12). Num contexto em que as taxas de remuneração

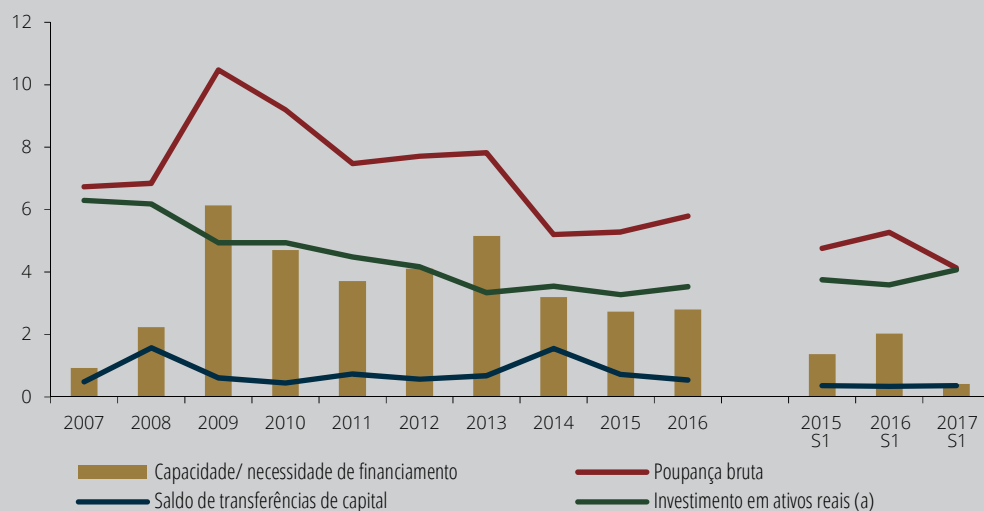


Gráfico 2.10 • Poupança, investimento e capacidade de financiamento dos particulares
| Em percentagem do rendimento disponível

Fonte: INE.
Notas: Os valores semestrais têm por base os valores das contas nacionais trimestrais. (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.

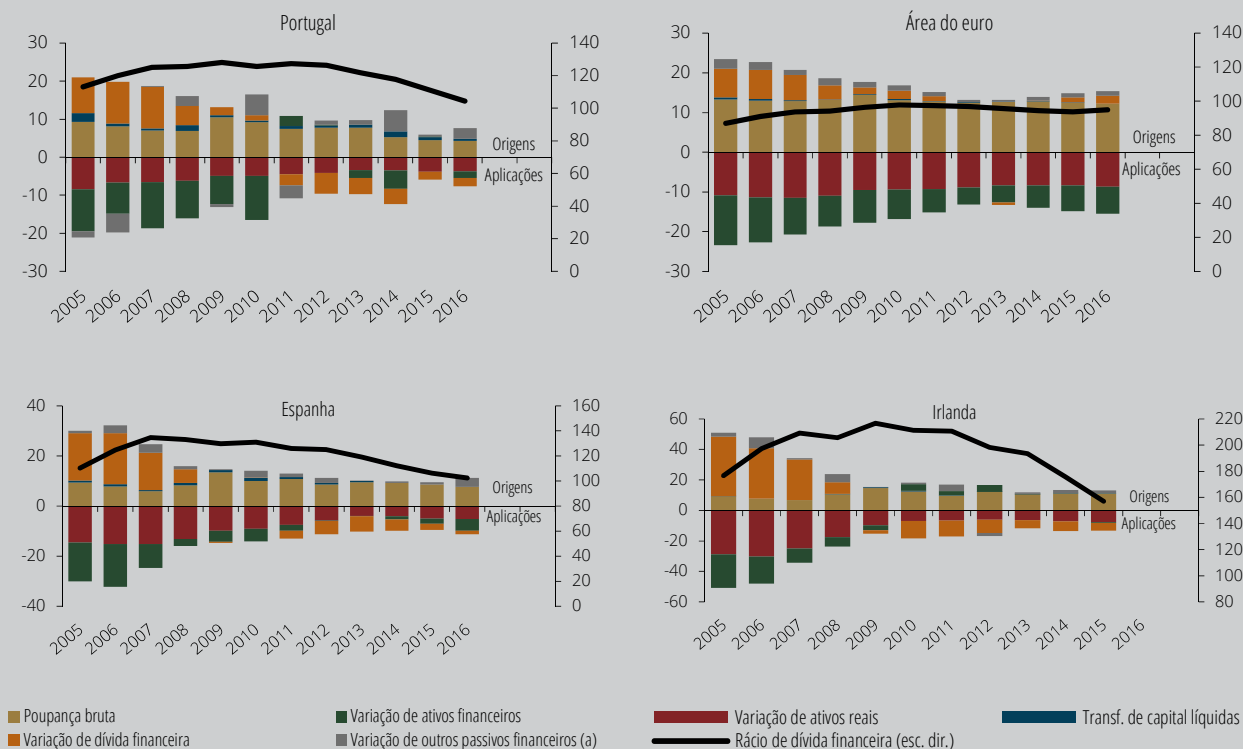
dos depósitos estão em mínimos históricos e os níveis de confiança dos consumidores em valores máximos, os desenvolvimentos observados poderão refletir uma redução da aversão ao risco dos aforradores e a procura de ativos de maior rentabilidade potencial/risco.

No conjunto dos ativos alvo de uma maior procura para investimento por parte das famílias portuguesas estarão também ativos imobiliários, refletindo o crescimento recente dos preços de imóveis para habitação, as perspetivas de evolução futura e as oportunidades associadas ao incremento do turismo, sobretudo nos principais centros urbanos e turísticos (Caixa 5).

No final do primeiro semestre de 2017, a dívida total dos particulares representava cerca de 107 por cento do rendimento disponível, mantendo o seu valor nominal praticamente inalterado face ao final de 2016

Em junho de 2017, o rácio da dívida total no rendimento disponível dos particulares situava-se ligeiramente abaixo do valor registado em dezembro de 2016 (107% que compara com 109% no final de 2016¹⁸) (Gráfico 2.13). Esta melhoria do rácio da dívida deveu-se quase exclusivamente ao aumento do rendimento nominal disponível, já que o valor nominal da dívida dos particulares

Gráfico 2.11 • Origens e aplicações de fundos e rácio de dívida financeira de particulares – Comparação com a área do euro | Em percentagem do rendimento disponível



Fonte: Eurostat, INE e Banco de Portugal.

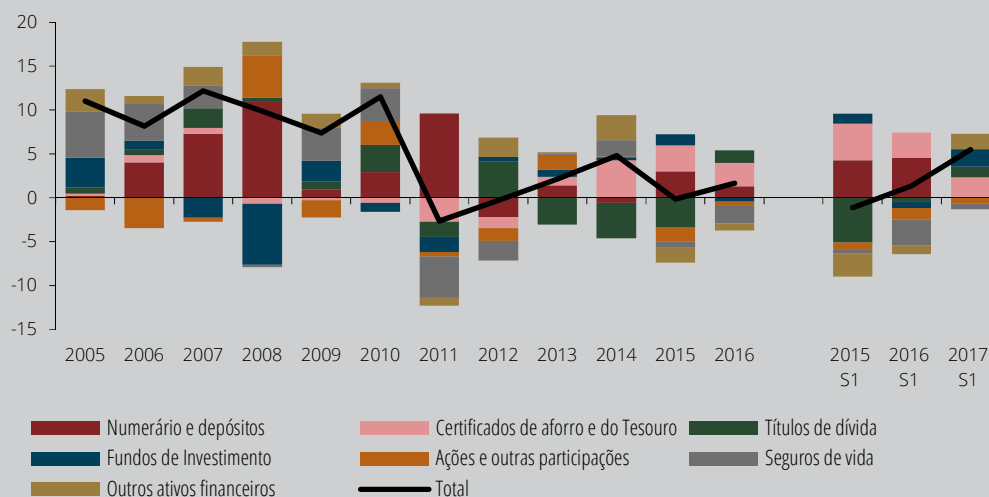
Notas: Dados consolidados de contas financeiras. O agregado da área do euro inclui Portugal. (a) Inclui a discrepância entre a capacidade/necessidade de financiamento apurada na conta de capital e a poupança financeira (saldo da conta financeira), quando esta exista.

manteve-se praticamente inalterado (em cerca de 139 mil milhões de euros).

Desde que se iniciou o processo de convergência nominal de Portugal para os países *core* da União Europeia, no advento da área do euro, a evolução da dívida financeira dos particulares foi especialmente marcada pelo financiamento do património em habitação das famílias portuguesas. Refletindo este facto, o peso do crédito à habitação na dívida total dos particulares ascende a praticamente 70%. No contexto de um mercado de arrendamento de habitação ineficiente e face ao aumento das perspectivas de rendimento permanente no contexto da participação na área do euro, verificou-se uma gradual eliminação das restrições no acesso ao crédito para um número progressivamente maior de famílias.

Assim, o rácio de dívida financeira deste setor elevou-se bastante acima da média da área do euro, encontrando-se entre os mais elevados da área em meados de 2007, quando a crise financeira teve início (Gráfico 2.14).

O rácio de dívida dos particulares atingiu um valor máximo em 2009, tendo depois iniciado uma trajetória de redução (apenas interrompida em 2011 em resultado da queda significativa do rendimento disponível) que se manteve até ao final do primeiro semestre de 2017. No período recente, a redução do rácio de dívida dos particulares tem sido favorecida pelo crescimento do rendimento disponível nominal (que, em termos médios, cresceu 3,3% ao ano, desde 2015) e pela amortização líquida de dívida, a qual tem vindo gradualmente a reduzir-se.



Os fluxos de novos empréstimos a particulares registaram um crescimento significativo no primeiro semestre de 2017, tendo já superado, em percentagem do rendimento disponível, os níveis observados no início do PAEF

Em junho de 2017, a taxa de variação anual dos empréstimos a particulares situava-se em torno de -1,0%¹⁹ (que compara com -2,1% no final de 2016), muito acima do mínimo observado no final de 2012 (-4,1%) (Gráfico 2.15).

Esta evolução refletiu, em larga medida, o crescimento de novos empréstimos bancários concedidos a este setor, num contexto em que se verificou também uma tendência crescente para as famílias efetuarem reembolsos antecipados do crédito à habitação e conexo²⁰ (que constituem a parcela mais significativa da sua dívida). Com efeito, o montante de crédito à habitação e conexo reembolsado antecipadamente registou variações muito significativas nos dois últimos anos, tendo representado mais de 3,5% do saldo médio em dívida em 2016 (Quadro 1)²¹. De salientar que a maior parte destes reembolsos antecipados correspondem à amortização total do saldo em dívida e tenderão a estar associados a novos empréstimos contraídos.

Quadro 2.1 • Reembolsos antecipados do crédito à habitação e conexo | Unidade: Milhões de euros (montantes) e percentagem (pesos e taxas de variação)

	2012	2013	2014	2015	2016
Montante total	2088	1873	1908	2597	3633
Peso no saldo médio em dívida	2,1	1,8	1,8	2,5	3,6
Taxa de variação		-10,3	1,9	36,1	39,9
Dos quais:					
Relativos a reembolsos totais	1574	1428	1525	2232	3251
Peso no saldo médio em dívida	1,6	1,4	1,4	2,1	3,2
Taxa de variação		-9,3	6,8	46,4	45,7
Relativos a reembolsos parciais	514	445	383	365	382
Peso no saldo médio em dívida	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Taxa de variação		-13,4	-13,9	-4,7	4,7

Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 2.14 •
Rácio de dívida financeira dos particulares | Em percentagem do rendimento disponível

Fonte: Eurostat.
Notas: Dados consolidados de contas financeiras. Dívida financeira corresponde à soma dos títulos de dívida (cujo valor é nulo ou quase nulo no caso dos particulares) e empréstimos, qualquer que seja o setor de contraparte. (a) Último valor disponível para a Irlanda: 2015.



Assim, observou-se um aumento de 37% do fluxo anual bruto de novos empréstimos bancários para habitação, em junho de 2017 e face ao período homólogo, o que corresponde a um montante já superior ao registado em 2011, aquando do início do PAEF, ainda que muito aquém dos montantes contratados no período anterior à crise financeira (Gráfico 2.16). Merece referência o peso assumido pelas operações contratadas com prazo de fixação inicial da taxa de juro superior a um ano²², quer em 2016 (34% do fluxo total) quer no primeiro semestre de 2017 (39% do fluxo total), que contrasta com a muito pequena importância que esta modalidade de contratos tem no saldo em dívida do crédito à habitação. Esta alteração no prazo de fixação inicial da taxa de juro dos novos contratos de crédito à habitação, no sentido do seu alongamento, tem sido uma tendência evidenciada noutros países em que o saldo do crédito à habitação se encontra predominantemente contratado a taxa variável, como é o caso da Espanha.

De acordo com os bancos participantes no Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito na área do euro (BLS – *bank lending survey*), a evolução do fluxo bruto de novos empréstimos bancários refletiu fundamentalmente uma maior procura neste segmento do mercado, suportada pela melhoria das perspetivas sobre o mercado da habitação, por níveis

elevados de confiança dos consumidores e pelo nível muito baixo das taxas de juro²³. Do lado da oferta, tem sido indicada uma relativa manutenção na restritividade dos critérios de concessão deste tipo de empréstimos, embora alguns bancos indiquem que a elevada concorrência entre as instituições bancárias e o otimismo quanto à evolução do mercado de habitação têm contribuído para uma menor restritividade dos termos e condições.

Também no segmento do crédito ao consumo e a outros fins se tem observado uma clara recuperação da atividade. Em junho de 2017, o fluxo anual de novos empréstimos bancários a particulares para consumo e outros fins cresceu 7%, após taxas de variação anuais positivas desde 2014, atingindo valores próximos dos registados em 2012. Este crescimento deveu-se primordialmente ao financiamento para aquisição de automóvel, num contexto de melhoria do mercado de trabalho, de crescimento significativo do rendimento disponível real e de expectativas favoráveis quanto à evolução da situação económica geral. Segundo o BLS (cujos bancos participantes têm uma participação menos relevante neste segmento de mercado), tem-se observado um continuado aumento da procura de empréstimos para a finalidade referida, a par de um estreitamento de *spreads* para os empréstimos de risco médio, onde a pressão concorrencial de outras instituições financeiras é mais relevante.

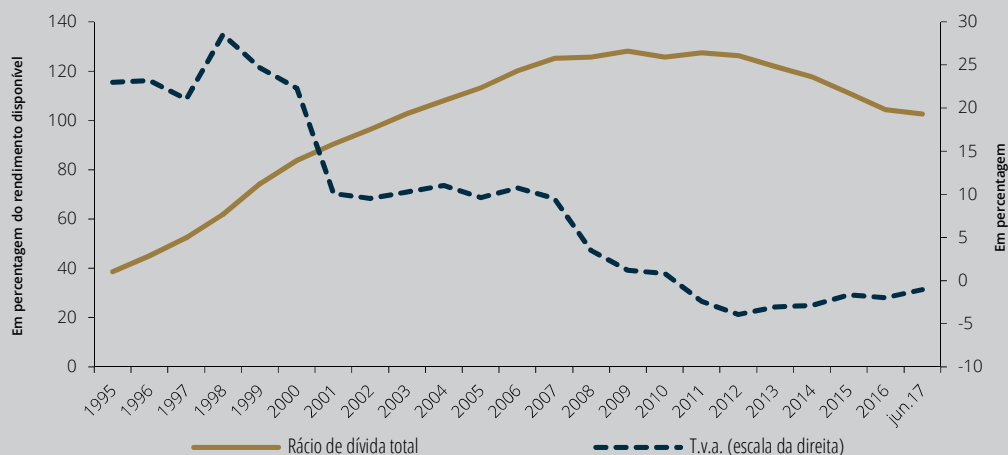


Gráfico 2.15 • Empréstimos a particulares – Rácio do saldo em dívida no rendimento disponível e taxa de variação anual

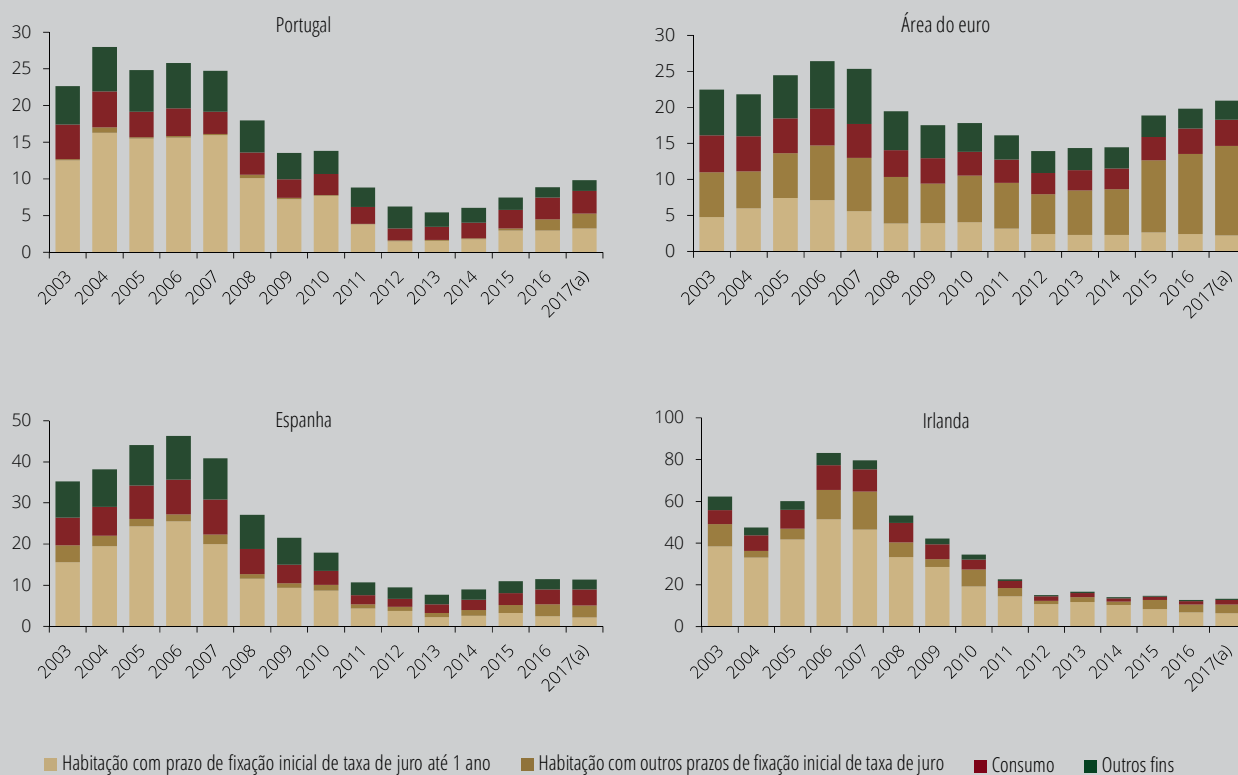
Fonte: INE e Banco de Portugal.
Nota: A taxa de variação anual foi calculada com base num índice calculado a partir das transações trimestrais das contas financeiras, dados consolidados, instrumento "Passivo - Empréstimos".

A atual recuperação do montante bruto de novos empréstimos a particulares é também evidente no conjunto da área do euro, sendo mesmo bastante mais intensa com respeito ao segmento da habitação. Este facto contrasta com o observado no período anterior à crise financeira, em que se observavam, em Portugal, fluxos brutos de novas operações de empréstimos à habitação (em percentagem do rendimento disponível) superiores aos registados na área do euro. A evolução observada em Portugal é próxima da registada em Espanha e na Irlanda, países onde a dívida dos particulares atingiu também valores elevados no período imediatamente anterior ao eclodir da crise financeira.

A necessidade de um maior esforço de redução da alavancagem por parte das famílias

portuguesas, à semelhança da situação em Espanha e na Irlanda, estará a contribuir para a diferença atual de comportamento. Note-se que, de um modo geral, as famílias portuguesas encontram-se muito mais vulneráveis a alterações das taxas de juro de curto prazo do que as congéneres do conjunto da área, dado que uma parte mais significativa dos empréstimos que contraíram no passado foi a taxa variável (isto é, indexada à Euribor). No atual contexto de muito baixas taxas de juro do mercado monetário, este facto tem contribuído para uma redução significativa do esforço com o serviço da dívida, a qual tem sido parcialmente convertida em consumo. No entanto, a capacidade de ajustamento a choques não antecipados das famílias endividadadas poderá

Gráfico 2.16 • Novas operações de empréstimos a particulares por finalidade | Em percentagem do rendimento disponível



Fonte: Banco Central Europeu, Banco de Espanha, Banco Central da Irlanda e Banco de Portugal.
Nota: (a) Fluxo anual terminado em junho de 2017.

ser substancialmente comprometida num quadro de retorno, ainda que gradual, à normalidade da política monetária. Este facto é especialmente relevante dado que continua a existir uma percentagem significativa de famílias portuguesas com níveis de endividamento muito elevado face ao seu rendimento, em vários estratos de rendimento. Apesar de ser diminuta a parcela de famílias endividadas no estrato de rendimentos mais baixos (primeiro quartil da distribuição), o serviço da dívida representa, em média, mais de metade do seu rendimento, verificando-se também neste estrato uma maior percentagem de agregados familiares em que a taxa de esforço (DSTI) ultrapassa 30% ou 40%²⁴. Também no estrato das famílias com um nível de rendimento intermédio observa-se uma maior proporção com DSTI próxima de 30 ou 40% e maior peso do crédito à habitação do que no caso das famílias de rendimentos mais altos. Estas famílias estarão numa situação especialmente vulnerável a qualquer fator suscetível de alterar o nível de rendimento e as condições do serviço da dívida, o que constitui um risco importante para a estabilidade financeira (Caixa 4).

2.2.2. Sociedades não financeiras

No primeiro semestre de 2017, a necessidade de financiamento das sociedades não financeiras foi superior à observada no mesmo período de 2016, refletindo primordialmente uma menor taxa de poupança e uma maior taxa de investimento

Nos primeiros seis meses de 2017, e de acordo com os valores atualmente disponíveis de Contas Nacionais divulgadas pelo INE, a necessidade de financiamento das sociedades não financeiras (SNF) ascendeu a 2,1% do PIB,

1,1 p.p. acima do registado no semestre homólogo do ano anterior²⁵. Esta evolução resultou essencialmente da diminuição da taxa de poupança (de 11,1% do PIB, no primeiro semestre de 2016, para 10,5% do PIB no semestre em análise²⁶) e do aumento da taxa de investimento (de 12,5% do PIB para 13,0% do PIB, respetivamente²⁷), já que as transferências líquidas de capital não se alteraram significativamente face ao semestre homólogo de 2016 (cifrando-se em cerca de 0,5% do PIB) (Gráfico 2.17).

Para além da poupança do setor, concorreram para o financiamento do investimento em capital fixo das SNF a utilização líquida de dívida financeira e a emissão líquida de capital, continuando a registar-se uma variação positiva de ativos financeiros, destacando-se, no semestre em apreço, a constituição de depósitos, quer junto de bancos residentes quer de não residentes (representando 2,6% do PIB, no total).

O aumento da procura interna e externa tem favorecido a progressiva recuperação do investimento das SNF, sendo crucial que o recurso a financiamento alheio para novos investimentos não conduza a estruturas de financiamento excessivamente alavancadas

No primeiro semestre de 2017, a formação bruta em capital das SNF (que atingiu um mínimo em 2013) cresceu quase 9%, em termos nominais e homólogos, alcançando o nível de 2010. A recuperação do investimento em Portugal, medido em percentagem do excedente de exploração do setor, foi ainda insuficiente para se atingirem os valores observados em outros países da área do euro (tais como a Espanha, França, Bélgica e Áustria), apesar de praticamente igual ao registado, em média, no conjunto da área (Gráfico 2.18).

Conforme referido, a poupança do setor neste período contribuiu significativamente para o financiamento do investimento nominal realizado. Com efeito, o progressivo aumento da margem bruta das empresas tem permitido uma acumulação de recursos próprios. Comparando a evolução do investimento com o acréscimo de rentabilidade nos diferentes setores de atividade, observa-se uma correlação positiva entre a recuperação gradual do desempenho financeiro de um setor e a recuperação do nível de investimento por ele realizado. Efetivamente, foram os setores da indústria transformadora e do comércio que, a par de uma melhoria mais significativa do rácio de rentabilidade do ativo, apresentavam (pelo menos, em 2015) uma recuperação mais

marcada da FBCF (Caixa 1). Apesar destes desenvolvimentos, a taxa de poupança das SNF, quer em percentagem do PIB quer do excedente bruto de exploração, encontra-se entre as mais baixas da área do euro, apesar da forte recuperação observada desde 2008, em linha com o verificado no conjunto da área (Gráfico 2.18). Esta evolução da poupança das SNF ocorreu em paralelo com alguma correção do elevado nível de dívida acumulada pelas SNF desde o início da área do euro. A consolidação deste ajustamento revela-se fundamental para que a economia retome níveis de investimento compatíveis com um maior crescimento potencial e menor vulnerabilidade a choques adversos. É de realçar, no entanto, que, em 2015, as empresas com maior recuperação do nível de

Gráfico 2.17 • Poupança, investimento e capacidade/necessidade de financiamento das sociedades não financeiras | Em percentagem do PIB

Fonte: INE.
Notas: Os valores semestrais têm por base os valores das contas nacionais trimestrais. (a) Corresponde à soma de formação bruta de capital fixo, variação de existências, aquisições líquidas de cessões de objetos de valor e aquisições líquidas de cessões de ativos não financeiros, não produzidos.

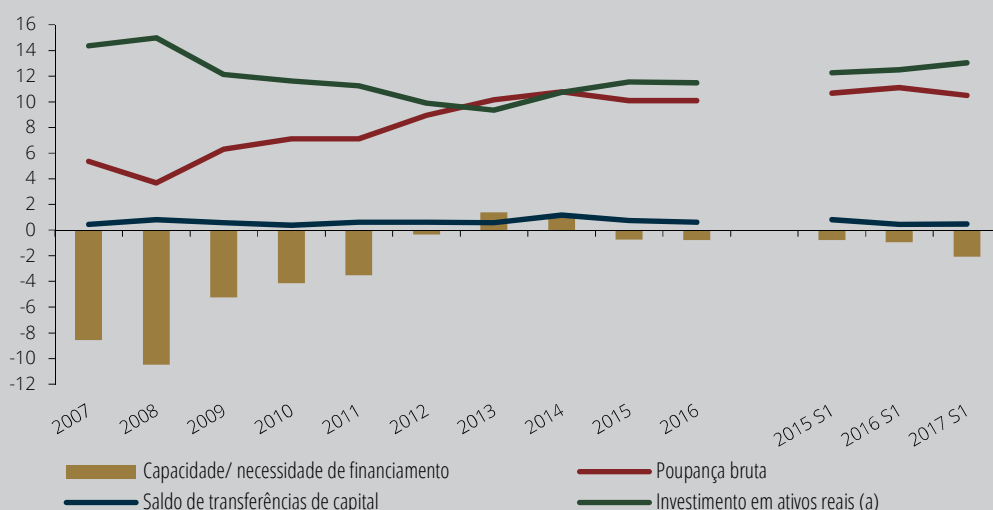
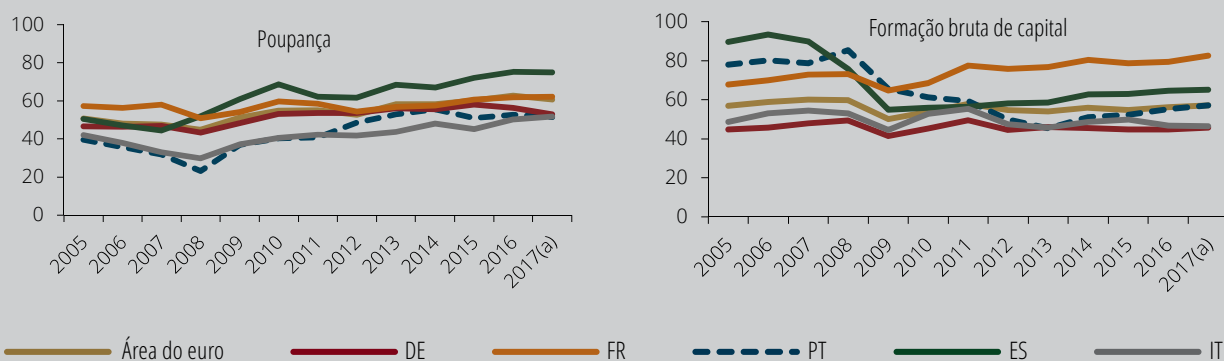


Gráfico 2.18 • Poupança e Formação bruta de capital das SNF | Em percentagem do excedente bruto de exploração das SNF



Fonte: Eurostat. | Nota: (a) Fluxo relativo ao ano terminado em junho de 2017.

investimento até àquele momento apresentavam já alguns sinais de menor intensidade na redução da dívida financeira, exibindo, no entanto, níveis de endividamento mais reduzidos do que as restantes.

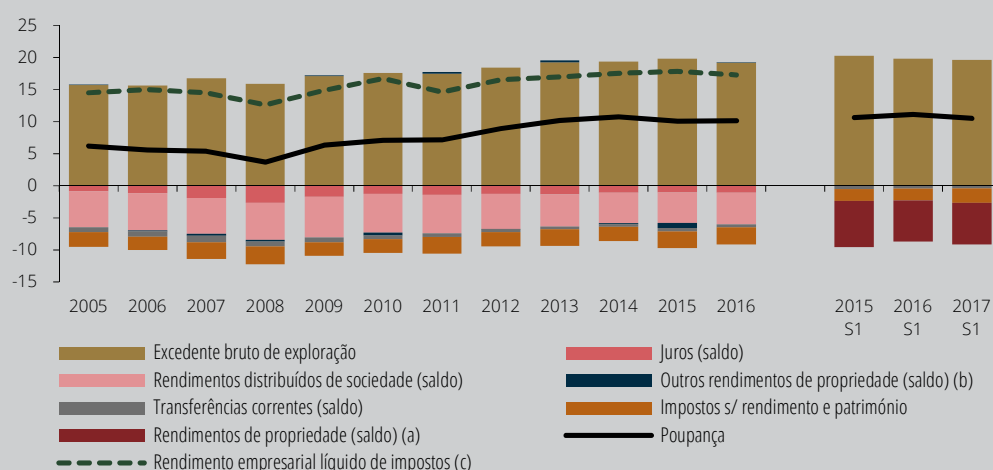
Se, em termos agregados, a recuperação do investimento não implicou, até 2016, a reversão do processo de redução da dívida das SNF, o recurso a financiamento alheio para os novos investimentos não deverá conduzir a estruturas de financiamento das empresas excessivamente alavancadas. Este facto poderá requerer uma utilização mais intensiva de resultados das empresas como autofinanciamento de projetos de investimento, do que se observou no período que antecedeu o PAEF. Uma escolha eficiente e criteriosa dos projetos permitirá que a remuneração dos acionistas ocorra através do aumento do valor das empresas, compensando-os de uma menor distribuição de dividendos. Note-se que o peso do saldo dos rendimentos distribuídos de sociedades no excedente bruto de exploração das SNF portuguesas ascendeu a cerca de 26% em 2016, o que, apesar de próximo

do verificado no conjunto da área do euro, foi superior ao registado em países como a Espanha (12%) e a França (14%) (Gráfico 2.19)²⁸.

No primeiro semestre de 2017, a utilização líquida de dívida financeira por parte das SNF teve origem essencialmente em créditos concedidos por não residentes

O recurso líquido a dívida financeira por parte de SNF que se verificou no primeiro semestre do ano interrompeu a trajetória de redução da dívida deste setor (avaliada pelos fluxos) que se registava desde 2014. Ainda assim, prosseguiu a amortização líquida de empréstimos internos, embora em muito menor grau do que no semestre homólogo de 2016 (Gráfico 2.20). Refira-se que a redução registada desde 2010 nos empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes a SNF deveu-se

Gráfico 2.19 • Aplicação do excedente de exploração bruto das SNF | Em percentagem do PIB



Fonte: INE. | Notas: Os valores semestrais têm por base os valores das contas nacionais trimestrais. A designação "liq." refere-se à diferença entre recursos e empregos. (a) Corresponde a todas as categorias de rendimentos de propriedade (i.e., juros, rendimentos distribuídos de sociedades, resultados reinvestidos de empresas de investimento estrangeiro e rendas), na ausência de informação trimestral detalhada. (b) Inclui resultados reinvestidos de empresas de investimento estrangeiro e rendas. (c) Corresponde ao saldo de rendimentos primários menos os empregos relativos a rendimentos distribuídos de sociedades e a resultados reinvestidos de empresas de investimento estrangeiro (rendimento empresarial) e é líquido de impostos sobre o rendimento e património. A informação trimestral divulgada pelo INE não permite o seu cálculo para os semestres.

essencialmente a empresas que permaneceram no mercado de crédito (margem intensiva²⁹), destacando-se as empresas com situações de incumprimento. Em 2015 e 2016 o contributo para o aumento dos empréstimos por parte das empresas que começaram novas relações de crédito com instituições financeiras residentes cresceu significativamente, mais que compensando o contributo negativo das empresas que saíram deste mercado (i.e., a margem extensiva contribuiu positivamente para a variação positiva do saldo de empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes). Esta evolução sugere que o processo de redução da alavancagem das SNF estará a contribuir para a redução continuada dos saldos de empréstimos junto das instituições residentes e que, no período recente, estará a ocorrer uma renovação do conjunto de empresas com empréstimos junto do setor financeiro residente superior à observada nos anos da crise económica e financeira³⁰.

A redução de financiamento das SNF junto de residentes foi parcialmente compensada por um fluxo líquido positivo de empréstimos concedidos por não residentes (0,8% do PIB, que compara com 3,1% no mesmo semestre de 2016). Refira-se que, ao contrário do que havia sucedido em 2016, em que os empréstimos de grupo (associados a empresas de investimento direto estrangeiro) representaram mais de metade do fluxo líquido de empréstimos externos recebidos por SNF, a importância relativa destes empréstimos reduziu-se acentuadamente no decurso do semestre em análise, registando um valor praticamente negligenciável.

A diminuição do recurso das SNF a financiamento bancário interno foi também evidenciada pelo fluxo bruto de novas operações de empréstimos a este setor, que, para o ano terminado em junho de 2017 e em percentagem do VAB do setor, atingiu um valor mínimo desde 2003 (Gráfico 2.21). Ao mesmo tempo, as novas operações de montante mais elevado (superior a 1 milhão de euros) continuaram

a perder peso no fluxo total, o que contrasta com o conjunto da área do euro, onde constituem a maior parte do montante total. A maior importância relativa das empresas de reduzida dimensão (micro e pequenas empresas) no setor das SNF em Portugal, comparativamente a outros países da área do euro (em particular, os maiores) poderá estar na origem desta diferença. Refira-se que, segundo os bancos participantes no BLS, a procura de empréstimos bancários por empresas portuguesas em 2017 tem sido motivada por necessidades de financiamento de existências e de fundo de maneo, como tem sucedido desde o início da crise financeira, mas também pelo financiamento do investimento, o qual envolverá, em princípio, maiores montantes. No entanto, como referido anteriormente, a poupança das SNF tem permitido uma recuperação do investimento das empresas portuguesas sem que tal implique um recurso a dívida tão intensivo como o observado antes da crise financeira. Este facto e o aumento significativo de financiamento obtido junto de não residentes estará a refletir-se num menor recurso a empréstimos junto de instituições de crédito residentes.

Conforme realçado em edições anteriores deste Relatório, estará a observar-se uma realocação dos empréstimos bancários para as SNF com melhor perfil de risco e operando em setores de atividade relativamente mais rentáveis, como o das indústrias transformadoras e do comércio³¹. É também possível concluir que foram as empresas relativamente mais produtivas que beneficiaram de empréstimos concedidos pelo setor financeiro residente após o PAEF. Com efeito, a produtividade média das empresas não financeiras relativamente às quais o setor financeiro residente aumentou a sua exposição é superior à daquelas em que se verificou uma redução da exposição (Gráfico 2.22). Porém, os empréstimos concedidos às empresas do quartil de produtividade mais elevada (quartil 1) têm vindo a diminuir, o que estará a refletir uma maior capacidade de autofinanciamento por parte destas empresas.

Note-se ainda que a diminuição do fluxo anual bruto de novos empréstimos ocorreu apesar da redução significativa das taxas de juro aplicadas a estas operações, cujo diferencial face à média da área do euro se tem estreitado de forma marcada. Assim, no período anual terminado em junho de 2017, aquele diferencial foi de 130 pontos base (p.b.), igual ao registado em 2013 e 30 p.b. acima do mínimo verificado em 2007. O atual ambiente de baixas taxas de juro, num contexto de acrescida concorrência entre bancos e de melhores condições de financiamento das empresas com acesso aos mercados financeiros internacionais, poderá induzir uma redução excessiva das taxas de juro aplicadas a novos empréstimos e comprimir a diferenciação do prémio de risco

para níveis que não permitam uma adequada remuneração do risco. No entanto, há evidência que suporta a existência de diferenciação de risco nos empréstimos bancários a SNF. Apesar da diminuição do nível geral das taxas de juro sobre os novos empréstimos, continua a existir uma diferenciação consistente com o risco do devedor (Tema em destaque “A segmentação do risco nos *spreads* implícitos nas taxas de juro dos novos empréstimos bancários a sociedades não financeiras”).

No semestre em apreço, a emissão líquida de títulos de dívida por SNF registou um acréscimo assinalável, ascendendo a 2,1% do PIB (tinha sido praticamente nula no primeiro semestre de 2016). Em termos de maturidade, a emissão líquida de títulos de longo prazo

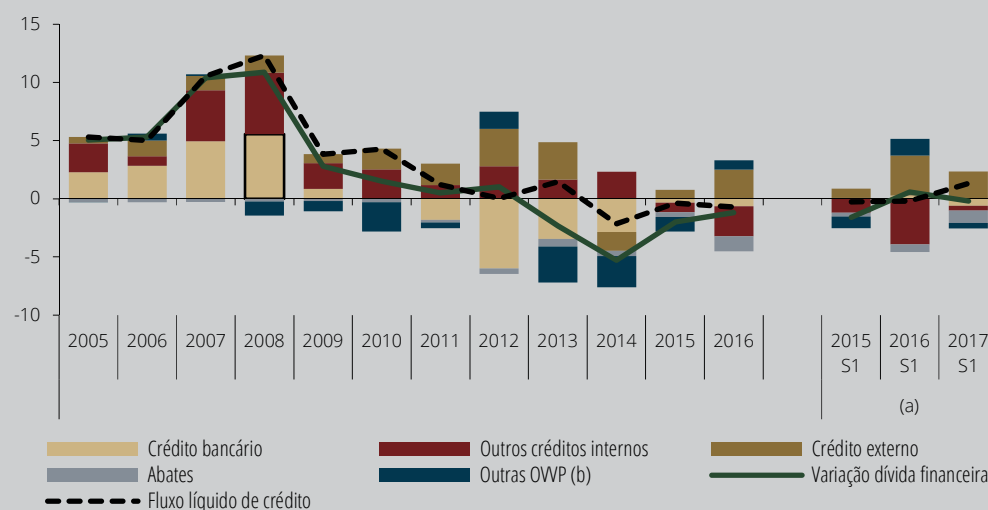


Gráfico 2.20 •
Contributos para a
variação da dívida
financeira das SNF
| Em percentagem
do PIB

Fonte: INE e Banco de Portugal.
Notas: Consideram-se no
crédito os passivos relativos
a empréstimos e a títulos de
dívida. (a) Variação face ao valor
de final do ano anterior.
(b) OVP: outras variações
de volume e de preço.

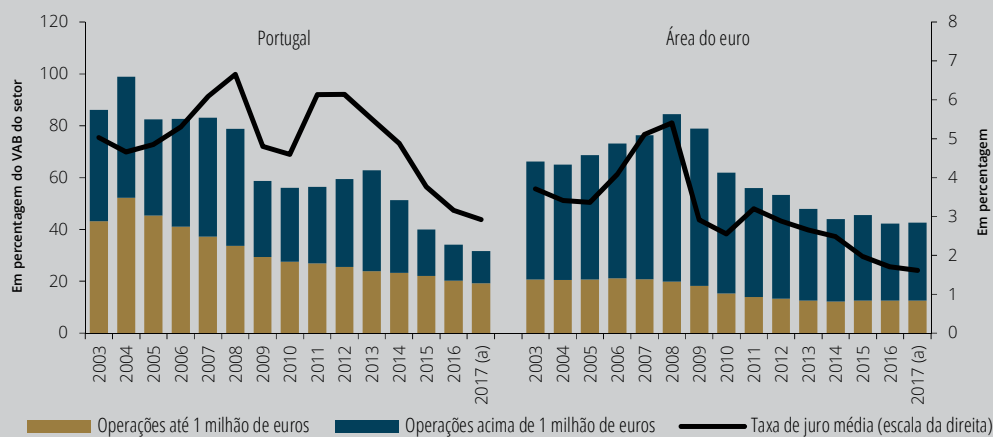


Gráfico 2.21 •
Montantes e
taxas de juro de
novas operações
de empréstimos
bancários a SNF

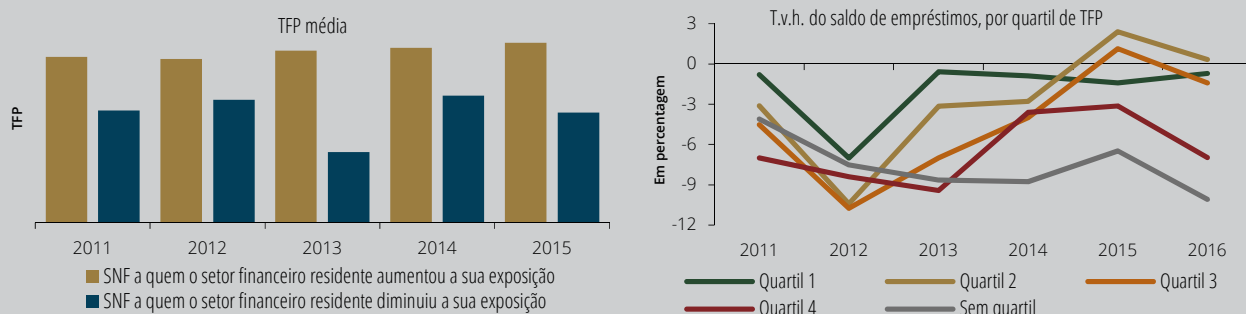
Fonte: Banco Central
Europeu.
Nota: (a) Ano terminado em
junho de 2017.

correspondeu a cerca de 1/3 do valor total emitido no semestre. Também com relação a este instrumento de dívida, as aquisições líquidas por não residentes foram em montante significativo, cerca de 1,5% do PIB. Assim, a participação de não residentes no crédito total (empréstimos e títulos de dívida) concedido a SNF no primeiro semestre de 2017 ascendeu a quase 2,4% do PIB (3,4% no semestre homólogo de 2016).

Nos primeiros seis meses de 2017, continuaram a registar-se aumentos importantes no capital das SNF, tendo o montante de emissões líquidas de ações e outras participações no capital de empresas atingido 1,7% do PIB.

Este aumento foi especialmente influenciado pelas aquisições líquidas efetuadas por não residentes que representaram 2,2% do PIB. Desde 2014, têm-se observado acréscimos líquidos significativos neste instrumento de financiamento das SNF, o que, a par com a redução da dívida, tem contribuído para a diminuição do rácio dívida capital (*debt to equity*) do setor (Gráfico 2.23). Ainda assim, o progresso observado em Portugal, em termos de capitalização das SNF, está aquém do verificado em outros países da área do euro que apresentavam vulnerabilidades neste setor no início da crise financeira, como é o caso de Espanha.

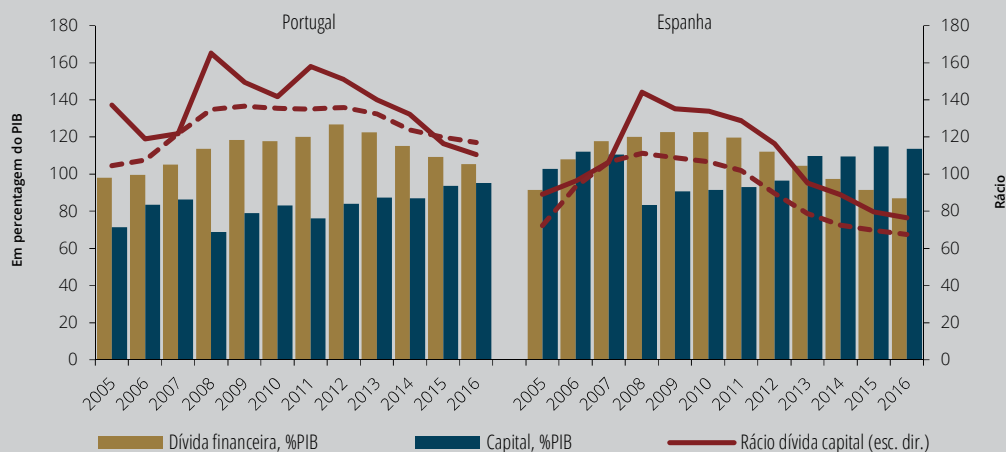
Gráfico 2.22 • Variação da exposição do setor financeiro residente de acordo com a produtividade das SNF com crédito



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Estimativas de produtividade total dos fatores (*total factor productivity* - TFP, na sigla inglesa) elaboradas no Banco de Portugal. As empresas para as quais é possível estimar TFP representam aproximadamente 60% dos empréstimos concedidos a SNF, reportados na Central de Responsabilidades de Crédito (CRC). O grupo "sem quartil", no gráfico da direita, corresponde às empresas com empréstimos reportados na CRC para as quais não é possível estimar TFP (por indisponibilidade da informação necessária).

Gráfico 2.23 • Dívida e capital das SNF
| Em percentagem do PIB e rácio dívida capital

Fonte: Eurostat, INE e Banco de Portugal.
Notas: Valores de fim de período. (a) O rácio dívida capital corresponde ao rácio entre a dívida financeira e o montante de ações e outras participações no capital, a valor de mercado. A linha a tracejado mostra o rácio entre a dívida financeira e o valor das ações e participações expurgado de variações de valor³².



O rácio da dívida total das SNF reduziu-se ligeiramente em junho de 2017, face a dezembro do ano anterior, em resultado sobretudo de um volume importante de empréstimos abatidos ao ativo dos bancos e do contributo positivo da evolução do PIB

No final do primeiro semestre de 2017, a dívida total das SNF ascendia a 104% do PIB, mantendo-se entre as mais elevadas da área do euro (Gráfico 2.24). Neste período, em que se registou utilização líquida de crédito pelas SNF conforme referido, a redução do rácio da dívida no PIB foi influenciada pela variação nominal deste e refletiu também um montante significativo de créditos de SNF abatidos ao ativo pelas instituições financeiras monetárias³³. Em termos anuais, o fluxo de créditos bancários a SNF abatidos ao ativo ascendeu a 1,5% do PIB em junho de 2017 (após 1,3% do PIB em 2016). Refira-se que a posição relativa desfavorável de Portugal em termos do rácio de dívida das SNF não é alterada quando se utilizam outras métricas de comparação, como seja o rácio da dívida líquida no rendimento empresarial³⁴

(Gráfico 2.25). Apesar do ajustamento já observado no rácio das SNF portuguesas desde 2012, quando se registou o valor máximo, este progresso terá de prosseguir, de forma a garantir a sustentabilidade da dívida do setor e a sua resiliência a choques adversos.

Num contexto de descida das taxas de juro para níveis historicamente baixos, o custo de financiamento das SNF tem vindo a diminuir de forma continuada desde 2012, atingindo um valor mínimo em 2016. Apesar da redução já registada pela dívida do setor, as empresas portuguesas endividadadas permanecem vulneráveis a uma subida do custo de financiamento. Num quadro de normalização das condições monetárias na área do euro, ocorrerá um aumento gradual das taxas de juro de curto prazo, com reflexos no custo de financiamento das SNF portuguesas. Uma reavaliação dos prémios de risco aplicados à dívida portuguesa poderá também influenciar o custo do financiamento das SNF nos mercados de dívida. Apesar do peso reduzido que, em média, os encargos com juros têm na estrutura de custos das empresas portuguesas, um agravamento do custo de financiamento poderá ter efeitos não negligenciáveis na capacidade de servir a dívida por parte de algumas empresas, elevando os rácios de incumprimento do setor e implicando um acréscimo das imparidades registadas pelas instituições financeiras credoras (Caixa 2).

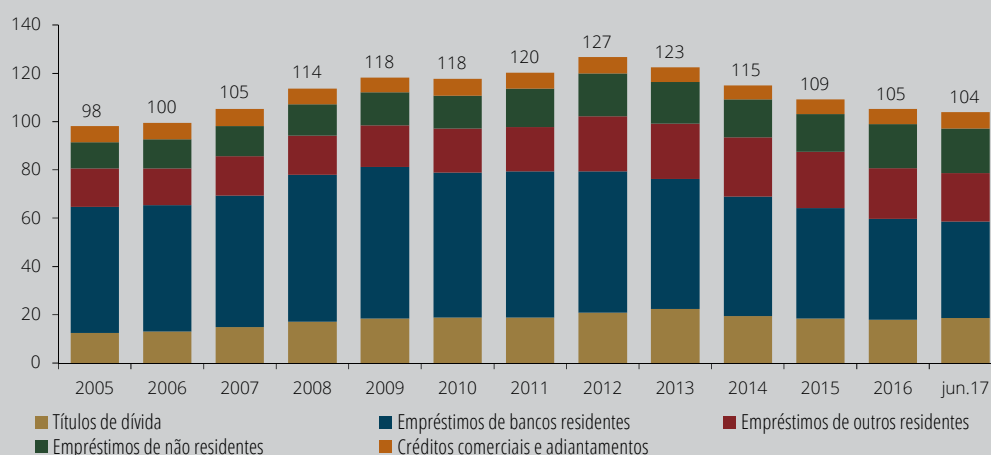


Gráfico 2.24 •
Dívida total das sociedades não financeiras
| Em percentagem do PIB

Fonte: INE e Banco de Portugal.

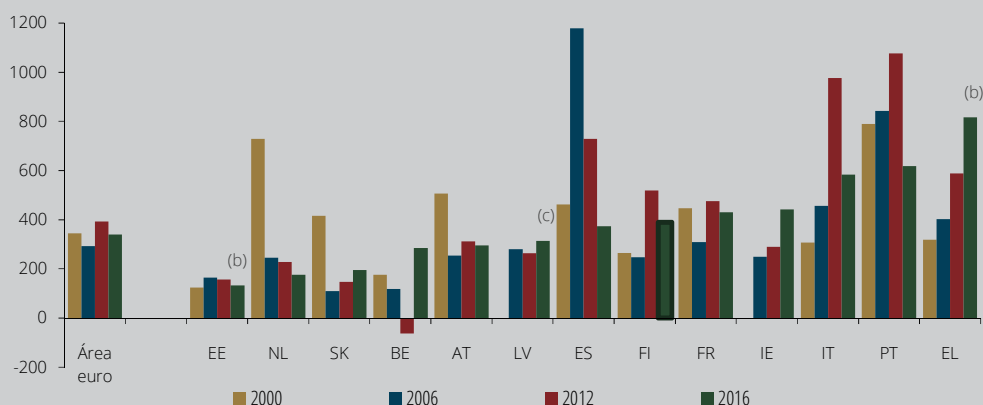
2.2.3. Administrações públicas

Em junho de 2017, Portugal deixou de estar sujeito ao procedimento por défice excessivo, no qual se encontrava desde 2009, enquanto a melhoria do défice no primeiro semestre de 2017 permite antever que o objetivo para o conjunto do ano seja alcançável

Em junho de 2017, em resultado de uma decisão do Conselho da União Europeia e por recomendação da Comissão Europeia, Portugal deixou de estar sujeito ao procedimento por défice excessivo no qual se encontrava desde 2009. Este desenvolvimento deveu-se a Portugal ter registado, em 2016, um défice abaixo do limiar de 3% definido pelo Tratado da União Europeia.

No primeiro semestre de 2017, o défice orçamental situou-se em 1,9% do PIB, valor que compara com 3,1% no semestre homólogo do ano anterior (Gráfico 2.26)³⁵. Esta evolução

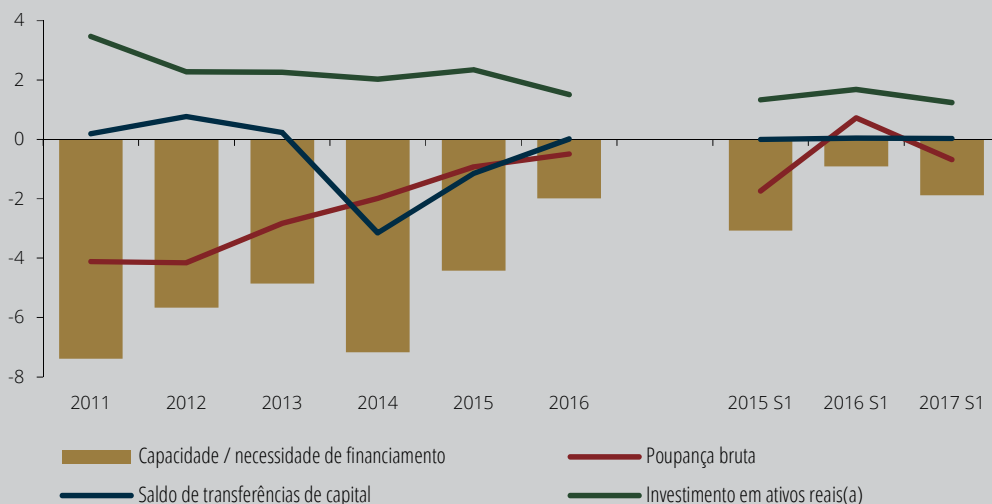
Gráfico 2.25 • Rácio da dívida líquida das SNF no rendimento empresarial (a) | Em percentagem



Fonte: Eurostat. | Notas: (a) Rácio da dívida financeira líquida no rendimento empresarial líquido após impostos, de sociedades não financeiras. Calculado como o quociente entre a soma algébrica {(Títulos de dívida + Empréstimos) Passivos} - {(Numerário e depósitos + Títulos de dívida + Empréstimos) Ativos} e o rendimento empresarial líquido após impostos diretos. O rendimento empresarial é calculado deduzindo ao excedente de exploração das SNF os juros, rendimentos de investimento e rendas a pagar e adicionando todos os rendimentos de propriedade a receber por este setor institucional. É líquido de consumo de capital fixo. (b) Valor relativo a 2015. (c) Valor relativo a 2014.

Gráfico 2.26 • Poupança, investimento e necessidade de financiamento das administrações públicas | Em percentagem do PIB

Fonte: INE. Notas: Os valores semestrais têm por base os valores das contas nacionais trimestrais. (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.



ficou a dever-se à redução do rácio da despesa primária no PIB e ocorreu apesar da diminuição da receita total também em percentagem do PIB. Uma vez que as despesas em juros diminuíram ligeiramente o seu valor em rácio do PIB, o saldo primário registou uma melhoria menos acentuada que o saldo total, situando-se em 1,9% do PIB no primeiro semestre deste ano. Antevê-se uma execução orçamental no conjunto do ano consistente com o cumprimento do atual objetivo para o défice em 2017 (1,4% do PIB) apresentado no Relatório do Orçamento do Estado para 2018, mesmo tendo em conta os diversos fatores que no primeiro semestre deste ano distorceram o padrão sazonal de evolução do défice público, habitualmente com significativa melhoria no segundo semestre. No entanto, em termos estruturais, o ajustamento deverá ser pouco significativo (em torno de 0,1 p.p. do PIB segundo as previsões de Outono da Comissão Europeia) e ficar aquém do requerido pelas regras europeias atualmente em vigor (cerca de 0,6 p.p. do PIB).

No primeiro semestre de 2017, ocorreram aumentos em termos homólogos das transações líquidas quer de passivos financeiros, quer de ativos financeiros

No que respeita aos passivos financeiros das Administrações Públicas, são de salientar as transações líquidas em instrumentos de dívida no valor de 11,2% do PIB, que tiveram lugar essencialmente por via da aquisição líquida destes instrumentos pelos bancos residentes (4,2% do PIB), pelo resto do mundo (3,4% do PIB) e em resultado da execução pelo Banco de Portugal do programa de aquisição em mercado secundário de ativos do setor público (2,7% do PIB). No mesmo período, destacam-se também as aquisições líquidas por particulares de instrumentos de dívida emitidos pelo setor público, designadamente certificados do Tesouro (2,2% do PIB) e obrigações do Tesouro de rendimento variável (1,1% do PIB). Neste período, tiveram

também lugar amortizações líquidas de empréstimos muito significativas, nomeadamente a amortização antecipada de empréstimos ao FMI (2,8% do PIB). Após a amortização de dívida de 1000 milhões de euros, ocorrida em outubro de 2017, o total acumulado de reembolsos destes empréstimos passou a situar-se em 66% do empréstimo total inicial do FMI, sendo que até ao final do ano o Estado prevê amortizar mais 3000 milhões de euros (elevando o total acumulado de reembolsos a 77% do empréstimo total inicial).

O rácio da dívida pública no PIB continuou a aumentar no primeiro semestre de 2017, mas a redução projetada até ao fim do ano é exequível

No final do primeiro semestre de 2017, o rácio da dívida pública no PIB situou-se em 132,1%, o que compara com 130,1% no final de 2016. (Gráfico 2.27). Uma análise da dívida pública líquida de depósitos das Administrações Públicas revela também um aumento neste período, embora mais moderado. De facto, a constituição de depósitos da Administração Central em 2016, com o objetivo de pré-financiar a capitalização da Caixa Geral de Depósitos, não foi revertida no primeiro semestre de 2017, período em que, aliás, aqueles depósitos voltaram a registar um aumento. A constituição de depósitos corresponde não só a uma almofada financeira que as autoridades portuguesas mantêm para fazer face a eventuais desenvolvimentos desfavoráveis nos mercados financeiros internacionais, mas constitui também uma forma de pré-financiamento de amortizações de dívida. Como tal, é expectável que as amortizações que deverão ocorrer na segunda metade do ano venham a ser financiadas através da desacumulação de depósitos, o que se traduzirá numa redução nominal da dívida. Refira-se que as projeções incluídas no Orçamento do Estado para 2018 situam o rácio da dívida no PIB em 126,2% do PIB no final de 2017 e estimam uma nova redução em 2018.

A diminuição dos juros suportados pelas administrações públicas no primeiro semestre de 2017 tem implícita uma queda da taxa de juro média da dívida pública que decorreu da amortização de dívida com taxa de juro mais elevada do que a média (como é o caso da dívida ao FMI) e da emissão de nova dívida a taxas mais baixas, em particular num contexto muito favorável do mercado de dívida soberana observado a partir de abril. Contudo, tendo em conta as perspectivas de aumento das taxas de juro, associadas à normalização da política monetária, e a redução já observada nos diferenciais de taxa de juro de longo prazo, o espaço para decréscimos adicionais da despesa com juros será, por esta via, mais reduzido.

A melhoria do *rating* da dívida pública portuguesa tem implicações positivas, que facilitam a adoção de políticas que permitam garantir a sustentabilidade das finanças públicas e reduzir a vulnerabilidade a choques adversos

Em setembro de 2017, a *Standard & Poors* melhorou a notação de *rating* da dívida da República Portuguesa, colocando-a na

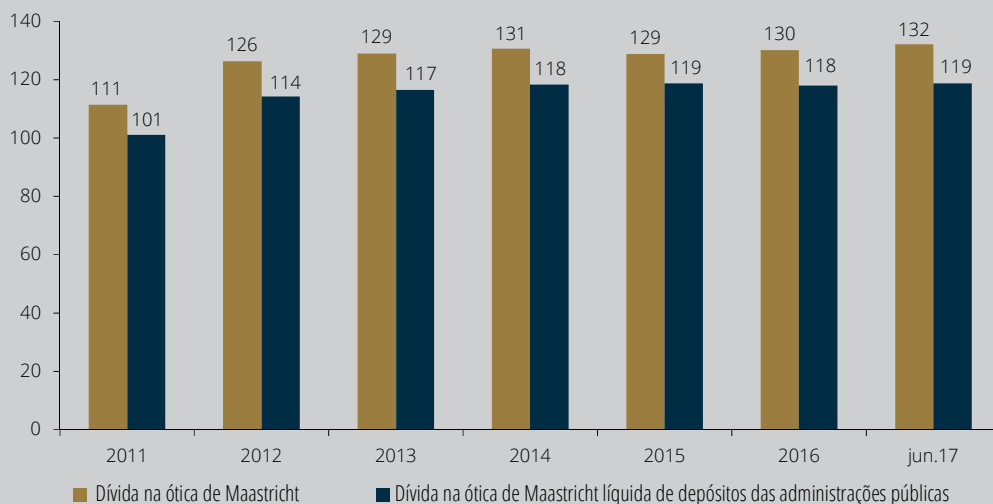
categoria de investimento. Este desenvolvimento tem implicações positivas na apetência dos investidores internacionais pela dívida pública portuguesa, mas Portugal não deverá abrandar os esforços no sentido de assegurar uma trajetória da dívida pública para um nível consentâneo com a sustentabilidade das finanças públicas, nomeadamente por via do ajustamento estrutural do saldo orçamental e pela promoção de políticas indutoras do crescimento potencial. Este aspeto tem especial importância uma vez que o BCE já anunciou que o Eurosistema irá proceder a uma redução dos montantes envolvidos no programa de aquisição de ativos do setor público a partir do final de 2017, pelo que a perceção dos mercados ganhará uma importância acrescida na determinação das taxas de juro e dos diferenciais face a outros países da área do euro³⁶.

2.2.4. Sociedades financeiras

No primeiro semestre de 2017 observou-se um aumento da capacidade de financiamento do setor financeiro, refletindo em particular um aumento da poupança bruta do setor bancário

Gráfico 2.27 •
Dívida das administrações públicas na ótica de Maastricht
| Em percentagem do PIB

Fonte: INE e Banco de Portugal.



No primeiro semestre de 2017, a capacidade de financiamento das sociedades financeiras ascendeu a 2,8% do PIB (Gráfico 2.28), acima do valor observado no semestre homólogo de 2016 (1,7%). Esta evolução refletiu um aumento da poupança bruta do setor (em 1,1 p.p. para 2,9%), em particular um aumento dos rendimentos de propriedade, mantendo-se o investimento líquido em ativos reais e as transferências líquidas de capital em valores residuais. O aumento dos rendimentos de propriedade refletiu essencialmente o aumento dos dividendos recebidos e a diminuição dos juros pagos mais acentuada que a redução dos juros recebidos.

O VAB das sociedades financeiras aumentou ligeiramente em termos homólogos, embora a

um ritmo ligeiramente inferior ao crescimento do PIB, contribuindo para uma relativa estabilização do peso do setor financeiro no VAB total da economia. Esta evolução interrompe um período de acentuada redução, iniciado no final de 2008, caracterizado por diminuições da atividade de intermediação financeira e do endividamento dos setores não financeiros. No final de 2008, o peso do setor financeiro no VAB da economia portuguesa era dos mais elevados da área do euro, apesar de não se destacar em termos de dimensão, medida pelo ativo total em percentagem do PIB (Gráfico 2.29). À semelhança do que aconteceu em economias menos afetadas inicialmente pela crise financeira internacional, o ativo do setor financeiro português continuou a crescer acima do PIB em 2009 e 2010, tendo contudo

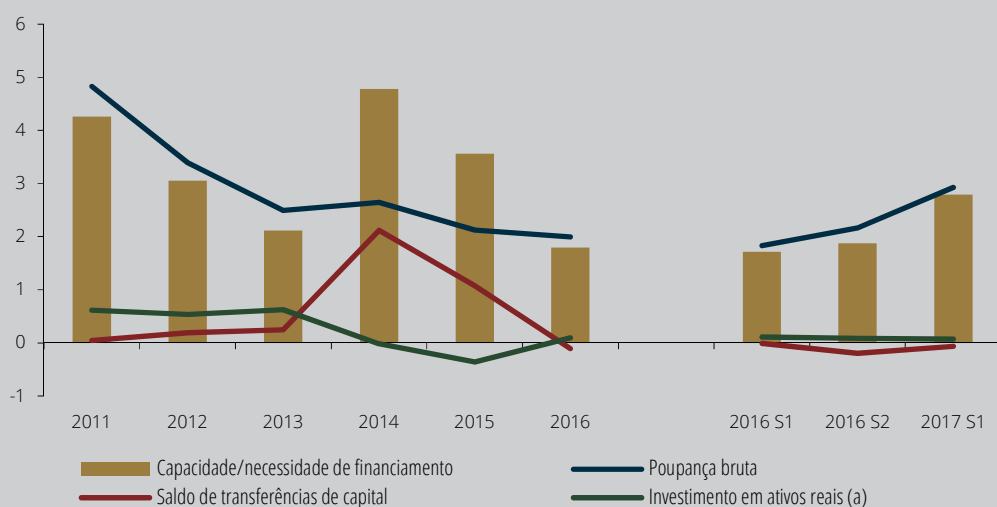


Gráfico 2.28 • Poupança, investimento e capacidade de financiamento das sociedades financeiras
| Em percentagem do PIB

Fonte: INE.

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

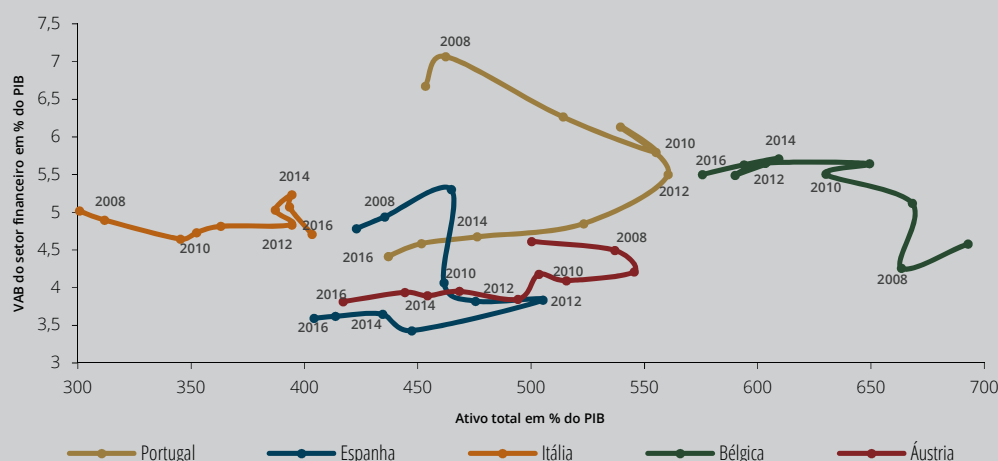


Gráfico 2.29 • Dimensão e contributo do setor financeiro para o PIB

Fonte: Eurostat.

Notas: Países seleccionados por forma a incluir economias da área euro sem regimes fiscais particularmente favoráveis, com menor notação de risco de crédito (Espanha e Itália) e economias de pequena dimensão (Bélgica e Áustria).

sido observada uma redução do seu contributo para o VAB. A partir de 2012, registou-se uma redução continuada de ambos os indicadores, seguindo uma trajetória de ajustamento semelhante à observada em Espanha e na Áustria.

No semestre em análise, as aquisições de ativos financeiros pelo setor financeiro superaram o acréscimo dos seus passivos financeiros, o que se traduziu numa poupança financeira de 2,9% do PIB. A poupança financeira positiva foi comum aos vários subsectores do sistema financeiro (Gráfico 2.30). Em particular, destaca-se o setor bancário cuja poupança financeira representou 1,5% do PIB (aumento de 0,9 p.p. face ao período homólogo de 2016), situando-se em valores próximos dos observados no início da crise financeira. Em linha com outros países europeus, a poupança do setor financeiro em Portugal beneficiou do contributo positivo dos outros intermediários financeiros durante o período da crise financeira.

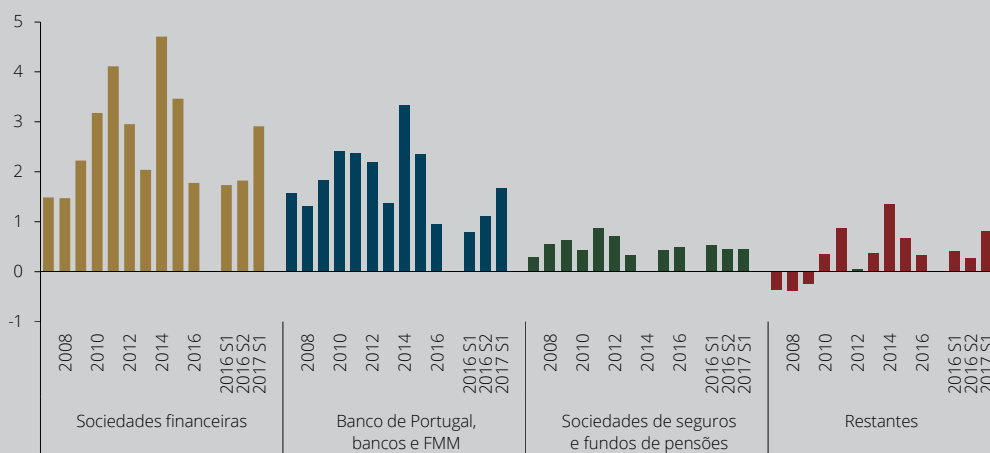
No primeiro semestre de 2017 observou-se um aumento do balanço financeiro dos bancos residentes, refletindo em grande medida as operações de reforço de fundos próprios realizadas por dois grandes bancos portugueses

No primeiro semestre de 2017 os fluxos financeiros do Banco de Portugal continuam a ser essencialmente determinados pelas medidas não convencionais de política monetária do Eurosistema, em particular pelo programa de compras de ativos (*Expanded Asset Purchase Programme*)³⁷. Este programa continuou a materializar-se na aquisição de títulos de dívida soberana de Portugal e de títulos de dívida emitidos por não residentes, ligeiramente abaixo do observado no semestre homólogo de 2016. No que respeita aos passivos, observou-se um aumento dos depósitos da administração central, componente que tipicamente apresenta uma elevada variabilidade intra-anual, em função da gestão de liquidez efetuada pelo Estado.

Relativamente à atividade doméstica do setor bancário é de destacar o aumento da carteira em títulos de dívida, em particular de dívida soberana portuguesa (Gráfico 2.31). Esta evolução, mais do que compensou a ligeira redução dos empréstimos a sociedades não financeiras e particulares, num contexto de abrandamento da desalavancagem do setor privado não financeiro, traduzindo-se numa expansão do ativo financeiro dos bancos residentes³⁸. Esta expansão interrompe o período de contração que resultou numa redução do ativo em 27% entre 2010 e 2016 e que foi significativamente determinada, pela redução

Gráfico 2.30 •
Poupança financeira do Setor Financeiro e dos seus subsectores | Em percentagem do PIB

Fonte: Banco de Portugal.
Notas: Valores consolidados. Os valores semestrais têm por base os valores das contas financeiras trimestrais. Poupança financeira corresponde ao saldo entre o total de transações de ativos financeiros e o total de transações de passivos.



da carteira de crédito. Paralelamente, ocorreu um reforço dos fundos próprios dos bancos, com recurso a fundos da Administração Pública e de não residentes. Os depósitos de sociedades não financeiras registaram um aumento significativo, o que está em linha com o aumento da poupança das empresas e com a melhoria da sua situação de liquidez.

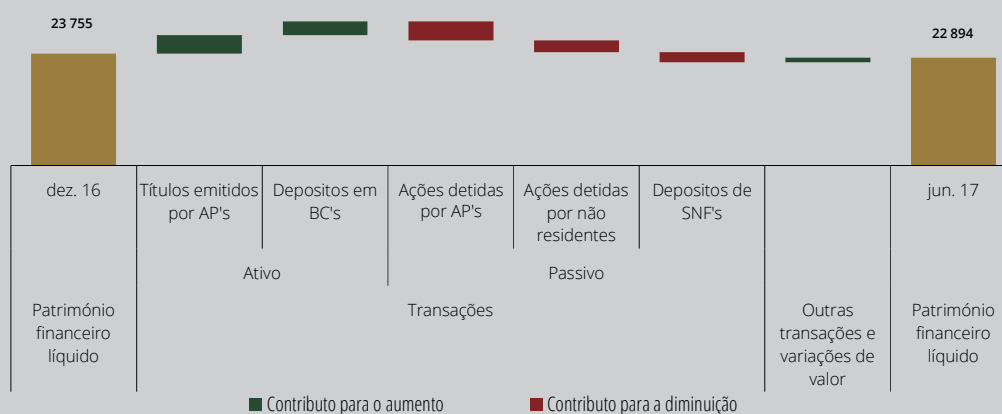
No que respeita às sociedades de seguros, observou-se uma redução da sua atividade em termos homólogos, embora menos acentuada que a registada em 2015 e 2016, em particular refletindo o abrandamento na quebra da produção do ramo vida e a diminuição da taxa de resgates. Esta evolução traduziu-se numa redução das reservas técnicas de seguros de 2% face a junho de 2016. A nível das carteiras de investimento observou-se um aumento do peso das unidades participação em fundos de investimento de não residentes, e uma redução do peso de títulos de dívida (dívida de bancos e soberana) e, em menor grau, de depósitos. Este comportamento contrasta com o verificado em 2016, período em que o setor segurador aumentou a sua exposição à dívida pública portuguesa em cerca de 2% do PIB. No primeiro semestre de 2017 observou-se ainda uma redução dos títulos de dívida de bancos, parcialmente compensado por um aumento dos títulos de dívida de não residentes.

Por seu turno, os fundos de pensões registaram um aumento dos ativos sob gestão e ainda uma ligeira recomposição das carteiras de investimento, também no sentido de um aumento do peso das unidades participação em fundos de investimento de não residentes. Refira-se ainda as contribuições extraordinárias realizadas com vista a repor o nível de financiamento das responsabilidades de alguns fundos de pensões.

Os restantes intermediários financeiros³⁹ continuaram a reduzir a sua atividade, embora a um ritmo inferior ao registado no semestre homólogo de 2016, uma vez que os montantes envolvidos na amortização de operações de titularização (incluindo amortizações antecipadas) foram menores. Em sentido contrário, continuou a observar-se um aumento da atividade do subconjunto dos outros intermediários financeiros especializados na concessão de crédito⁴⁰, refletindo em particular o maior dinamismo do crédito ao consumo.

Em termos agregados, as interligações diretas entre os diferentes subsectores financeiros reduziram-se ligeiramente no primeiro semestre de 2017 (Gráfico 2.32), mantendo a tendência de redução observada desde o final de 2013. Em particular, no caso dos bancos, observou-se uma redução da exposição ao próprio setor, decorrente em parte

Gráfico 2.31 • Principais fluxos financeiros dos Bancos | Em milhões de euros



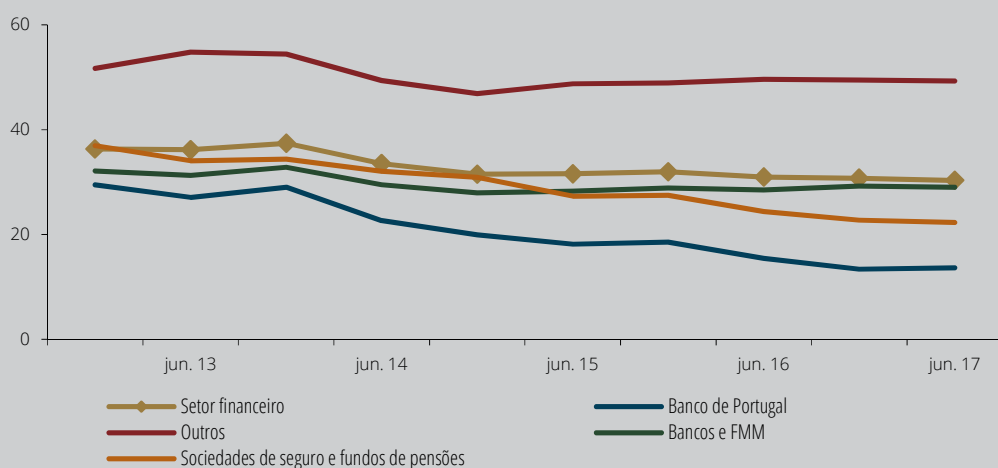
Fonte: Banco de Portugal. Notas: O património financeiro líquido é um conceito estatístico de contas nacionais, correspondendo ao saldo entre o total de ativos financeiros e o total de passivos financeiros. Refira-se que esta medida difere dos conceitos de capital próprio contabilístico e de fundos próprios para fins prudenciais apresentados noutras secções deste Relatório. A informação considerada no gráfico inclui igualmente fundos do mercado monetário.

da diminuição de financiamentos intra-grupo, e uma redução da exposição a outros intermediários financeiros, refletindo a referida amortização de operações de titularização de crédito. Em sentido contrário, a exposição do setor financeiro a riscos comuns, em particular ao soberano português aumentou 17% em termos homólogos (12% face ao final de 2016), reforçando-se assim um canal de interligação indireta. Esta evolução deveu-se essencialmente ao aumento das carteiras do Banco de Portugal, no contexto das operações de política monetária do Eurosistema, e do setor bancário. Esta exposição ascendia a 47% do PIB no final de junho de 2017⁴¹, dos quais 14% dizem respeito ao Banco de Portugal.

Os fundos de investimento registaram rendibilidades positivas no primeiro semestre de 2017

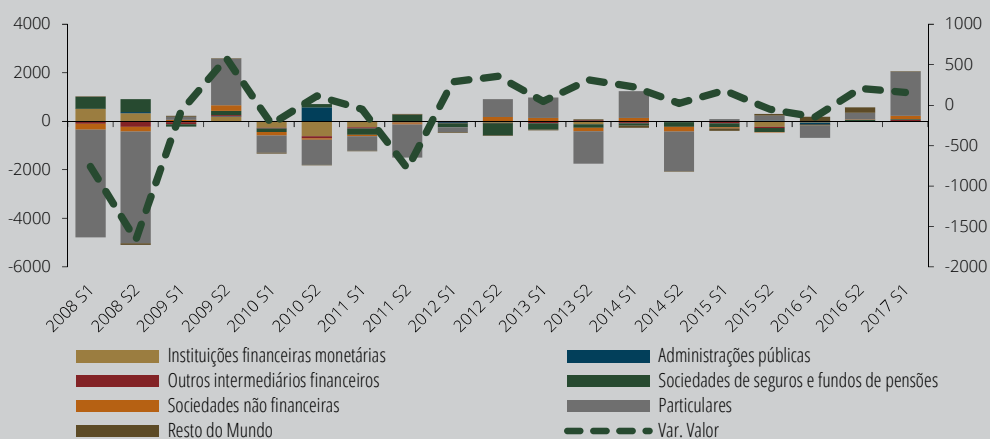
No primeiro semestre de 2017 verificou-se um aumento das emissões líquidas de unidades de participação de fundos mobiliários, em particular de fundos de obrigações e de fundos mistos, em parte também explicado pela alteração de política de investimento de um fundo do mercado monetário para fundo de obrigações. Estas emissões foram essencialmente adquiridas por empresas e particulares (Gráfico 2.33).

Gráfico 2.32 • Intensidade das interligações diretas no sistema financeiro | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Para cada setor, o rácio de intensidade das relações corresponde à soma dos ativos e passivos face aos subsetores financeiros sobre a soma do ativo e passivo total do setor. Para o setor financeiro, o rácio de intensidade das relações corresponde à média dos rácios dos subsetores ponderada pelo peso de cada um no setor financeiro (no somatório de ativos e passivos). O indicador inclui exposições face ao próprio setor, ou seja, refere-se a dados não consolidados.

Gráfico 2.33 •
Aquisições líquidas
de unidades
de participação
de fundos de
investimento
mobiliário
| Em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Investimentos líquidos
em unidades de participação
emitidas por fundos de
investimento mobiliário,
desagregados por setor
institucional do investidor,
e variação de preço.

Apesar da recuperação de atividade, o peso dos fundos mobiliários no total do sistema financeiro mantém-se muito aquém do observado em 2007, quando os montantes aplicados neste tipo de fundos representavam cerca do dobro do atual. O aumento de atividade destes fundos refletiu-se essencialmente num aumento de depósitos e de títulos de dívida em carteira, sobretudo, títulos de dívida de empresas e de não residentes. Em termos homólogos, registou-se um aumento da rentabilidade, transversal a diferentes tipos de fundos mobiliários, e uma ligeira deterioração da posição de liquidez⁴² (Gráfico 2.34).

Os fundos de investimento imobiliário (em particular os fechados) registaram valorizações de cerca de 1.3% no primeiro semestre de 2017, em linha com a evolução dos preços no mercado imobiliário (Caixa 5). Esta evolução contrasta com as rendibilidades negativas registadas desde 2012 e que levaram ao resgate de unidades por particulares e à sua aquisição pelos bancos, com vista a preservar o valor reputacional do grupo financeiro (Gráfico 2.35). Tendo em conta que os ativos deste tipo de fundos são essencialmente imóveis é ainda de assinalar o aumento do rácio de liquidez a partir de 2013.

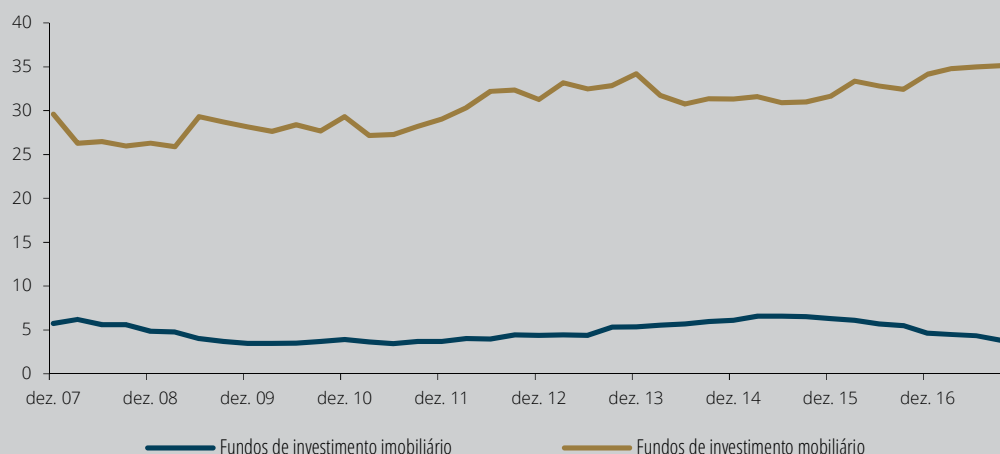


Gráfico 2.34 •
Rácio de liquidez
dos fundos de
investimento
| Em percentagem

Fonte: Banco de Portugal.
Nota: O rácio de liquidez é
medido pelo rácio entre ativos
líquidos (depósitos, títulos de
dívida de curto prazo e ações
cotadas) e total do ativo.

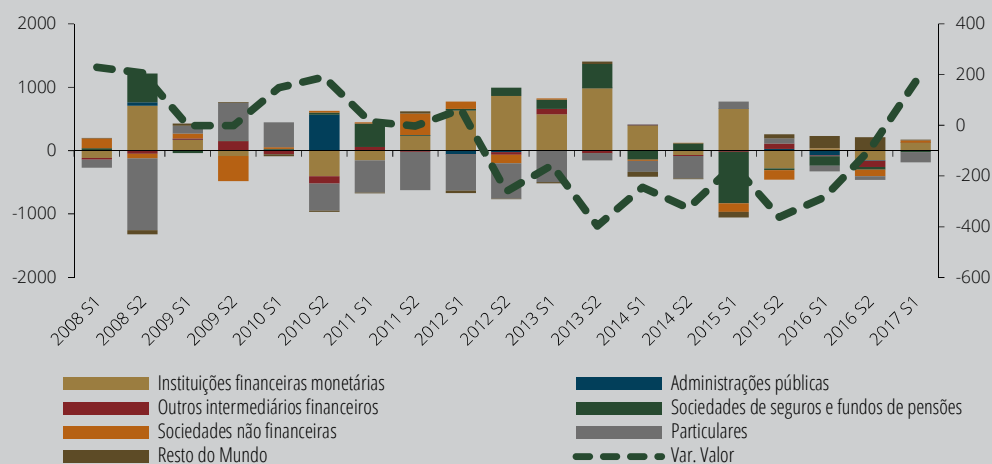


Gráfico 2.35 •
Aquisições líquidas
de unidades
de participação
de fundos de
investimento
imobiliário
| Em milhões de
euros

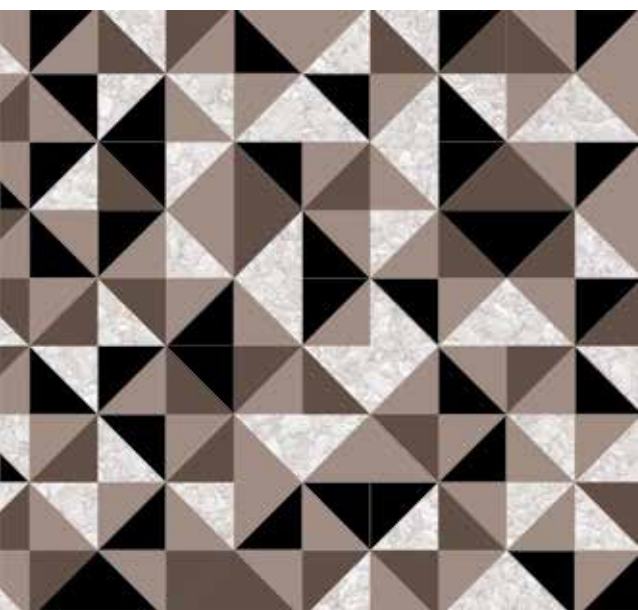
Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Investimentos líquidos
em unidades de participação
emitidas por fundos de
investimento imobiliário,
desagregados por setor
institucional do investidor, e
variação de preço.

Notas

1. Ver Banco de Portugal, *Boletim Económico*, outubro 2017, "Projeções para a economia portuguesa em 2017".
2. Índice que agrega a cotação diária de ações de grandes bancos europeus. A 31 de outubro de 2017 era composto por 26 bancos e não incluía bancos portugueses.
3. Para mais detalhes acerca dos desenvolvimentos recentes na política monetária dos EUA ver Banco de Portugal, *Boletim Económico*, outubro 2017, Caixa 1 "Normalização da política monetária nos EUA".
4. Para uma análise das operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas ver Banco de Portugal, *Boletim Económico*, outubro 2017, Caixa 2 "Operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas: caracterização e impactos no mercado de crédito bancário".
5. Para mais detalhe acerca das projeções de inflação de um conjunto de entidades internacionais ver Banco Central Europeu, "Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – setembro de 2017".
6. Cerca de 70% dos novos contratos de crédito à habitação celebrados em 2016 têm como indexante a Euribor a 12 meses. Para mais detalhes ver: Banco de Portugal, *Relatório de Acompanhamento dos Mercados Bancários de Retalho*, 2016, disponível em <https://www.bportugal.pt/publications/banco-de-portugal/all/392>.
7. Um exemplo de uma rubrica relevante da balança de serviços com elevada sazonalidade é a das viagens e turismo, cujo excedente é substancialmente maior no segundo semestre do ano do que no primeiro.
8. O saldo de capacidade/necessidade de financiamento da economia referido no Capítulo 2 deste Relatório é o reportado nas contas trimestrais por setor institucional divulgadas pelo INE. Difere do saldo conjunto da balança corrente e de capital apurado no âmbito das estatísticas da Balança de Pagamentos devido a diferenças nas fontes e metodologias utilizadas.
9. A informação utilizada encontra-se disponível no quadro C.1.0.2. do *Boletim Estatístico*, disponível em <https://www.bportugal.pt/publications/banco-de-portugal/all/123>. Note-se que o PIB utilizado no caso dos valores semestrais corresponde à soma dos valores referentes aos dois trimestres relevantes para o semestre em causa.
10. O saldo de operações financeiras com o exterior difere do saldo de capacidade/necessidade de financiamento da economia devido a diferenças metodológicas e a discrepâncias estatísticas.
11. Em termos de fluxo anual, a capacidade de financiamento dos particulares reduziu-se, de 2,8% do rendimento disponível em 2016 (1,9% do PIB) para 2,0% do rendimento disponível no ano terminado em junho de 2017 (1,4% do PIB).
12. Em termos anuais, de 5,8% em 2016 para 5,2% no ano terminado em junho de 2017.
13. Em termos anuais, de 3,5% para 3,8% do rendimento disponível, respetivamente em 2016 e no ano terminado em junho de 2017.
14. A poupança financeira corresponde à diferença entre a variação líquida de ativos financeiros e a variação líquida de passivos financeiros. Esta pode divergir do saldo de capacidade/necessidade de financiamento devido à discrepância estatística entre a conta de capital e a conta financeira.
15. A taxa de variação anual do crédito a particulares para habitação cifrou-se em -2,1% em junho de 2017, após -2,5% em dezembro de 2016.
16. A taxa de variação anual do crédito a particulares para consumo e outros fins aumentou de 1,5% no final de 2016 para 3,8% em junho de 2017, tendo o contributo do segmento para consumo sido determinante para a aceleração observada. Sobre esta taxa de variação e a referida na nota anterior, ver informação atualizada em Banco de Portugal, *Boletim Estatístico*, Principais Indicadores, A.21 Agregados de crédito total ao setor não financeiro residente, exceto administrações públicas.
17. Note-se que, dada a natureza ainda muito provisória dos dados em análise, a variação líquida de outros passivos financeiros – onde se incluem ajustamentos estatísticos, quer ao nível do equilíbrio da conta financeira, quer decorrentes da eliminação da discrepância estatística entre o saldo desta e o da conta económica do setor – apresentou também um valor significativo em percentagem do rendimento disponível.
18. Com referência ao PIB, o rácio da dívida total dos particulares passou de 75%, em dezembro de 2016, para 74%, em junho de 2017.
19. Taxa de variação anual dos empréstimos concedidos a particulares. Esta taxa foi calculada com base num índice construído a partir das transações trimestrais consolidadas das contas financeiras relativas a este instrumento. Incluem-se empréstimos concedidos pelo sistema financeiro residente, por outros setores institucionais residentes (exceto particulares) e por não residentes.
20. Crédito conexo corresponde aos contratos de crédito garantidos por hipoteca que incide, total ou parcialmente, sobre um imóvel que simultaneamente garante um contrato de crédito à habitação celebrado com a mesma instituição de crédito.
21. Para maior detalhe, ver Banco de Portugal, *Relatório de Acompanhamento dos Mercados Bancários de Retalho*, disponível em <https://www.bportugal.pt/publications/banco-de-portugal/all/392>.
22. Informação relativa às estatísticas monetárias e financeiras (divulgada no quadro B.7.1.2. do *Boletim Estatístico*). Refira-se que, entre os contratos com prazo de fixação inicial superior a um ano, estarão incluídos contratos a taxa fixa, a taxa mista e a taxa variável quando o prazo do indexante acordado for superior a um ano.
23. Os resultados do BLS encontram-se disponíveis em <https://www.bportugal.pt/publications/banco-de-portugal/all/114>.
24. Taxa de esforço avaliada pelo rácio entre a prestação associada ao total da dívida e o rendimento disponível anual da família (na versão inglesa, *debt service to income* – DSTI).
25. Em termos de fluxo anual, a necessidade de financiamento das SNF aumentou, de 0,8% do PIB em 2016 para 1,3% do PIB no ano terminado em junho de 2017.
26. Em termos anuais, de 5,8% em 2016 para 5,2% no ano terminado em junho de 2017.
27. Em termos anuais, de 3,5% para 3,8% do rendimento disponível, respetivamente em 2016 e no ano terminado em junho de 2017.
28. Em 2006, quando o peso do saldo dos rendimentos distribuídos de sociedades no excedente bruto de exploração das SNF atingiu, em Portugal, um valor máximo (cerca de 38%, 5 p.p. acima do valor médio da área do euro), era 14% e 18%, respetivamente, em Espanha e em França.

29. A margem intensiva corresponde à variação do *stock* de crédito que resulta de alterações no montante de empréstimos das empresas que no período anterior já tinham relações de crédito com alguma instituição financeira. A margem extensiva corresponde à variação do *stock* de crédito resultante da criação e destruição de relações de crédito entre empresas e instituições financeiras e é calculada como a diferença entre os saldos de empréstimos de SNF que entram no mercado de crédito e os saldos daquelas que saem do mercado.
30. Sobre este assunto, ver Banco de Portugal, *Boletim Económico*, outubro 2017, Caixa 4. “Evolução dos empréstimos concedidos a sociedades não financeiras por instituições de crédito residentes: margem extensiva versus margem intensiva”.
31. Sobre este assunto, ver Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira*, junho 2017, Caixa 2. “A evolução recente da exposição das instituições de crédito residentes às sociedades não financeiras”.
32. Para expurgar o impacto das flutuações de valor do montante anual do *stock* de ações e outras participações no capital de SNF, considerou-se o valor de mercado no final de 2007 a partir do qual se acumularam (ou des acumularam, para os anos anteriores) as transações líquidas relativas a este instrumento registadas em cada ano.
33. Note-se que, apesar do apuramento das responsabilidades de crédito do setor privado não financeiro nas contas financeiras ser efetuado com base em várias fontes estatísticas, a informação do balanço das sociedades financeiras é predominante. Em consequência, as variações dos agregados de dívida analisados podem refletir alterações no reconhecimento dessas responsabilidades de crédito pelo setor credor e não corresponderem exatamente a alterações análogas na posição do setor devedor. Estão neste caso os abatimentos de créditos ao ativo, que reduzem a dívida do mutuário no balanço do credor sem que tal corresponda necessariamente a uma efetiva redução de responsabilidades do devedor.
34. O rendimento empresarial é um conceito de contabilidade nacional próximo do conceito de lucro ou perda da contabilidade financeira, na ausência de inflação relevante. O conceito de rendimento empresarial é apenas calculável para empresas, não financeiras ou financeiras, diferindo do saldo de rendimentos primários por não considerar o pagamento de dividendos, levantamentos de quase sociedades e resultados reinvestidos (empregos).
35. Deve realçar-se que subsiste incerteza quanto ao tratamento estatístico da recapitalização da Caixa Geral de Depósitos no primeiro trimestre do ano (que representa cerca de 2.1% do PIB anual).
36. A este respeito ver Banco de Portugal, *Boletim Económico*, dezembro de 2015, Tema em destaque “Uma interpretação das baixas taxas de juro na área do euro”, onde se estima que, em outubro de 2015, as taxas de juro da dívida pública portuguesa a 2 anos e a 10 anos se situavam 2,5 p.p. abaixo do nível consistente com os fundamentos macroeconómicos que caracterizavam a economia portuguesa, sendo que esse hiato é atribuído ao papel da política monetária não convencional do BCE. Este efeito é dos mais elevados de entre os estimados para os países da área do euro.
37. Para mais detalhe sobre as condições iniciais deste programa, ver Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira*, maio de 2015, Caixa 1. “Programa de aquisição de ativos de âmbito alargado”. Note-se, todavia que, desde o início do programa, têm ocorrido ajustamentos importantes.
38. Refira-se que a informação de bancos considerada nesta secção refere-se apenas à atividade doméstica, diferindo da ótica consolidada maioritariamente subjacente à análise do setor bancário efetuada no Capítulo 3 deste relatório. Para mais detalhe ver Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira*, novembro de 2013, Caixa 1.3.1. “Sistema financeiro português: da classificação estatística à abordagem prudencial”.
39. Os restantes intermediários financeiros incluem Fundos de Investimento (exceto FMM), contrapartes centrais, sociedades de capital de risco, sociedades financeiras de corretagem, sociedades de desenvolvimento regional, sociedades de fomento empresarial, sociedades e fundos de titularização de crédito, Instituições financeiras cativas e prestamistas e outros intermediários financeiros.
40. Que inclui sociedades emitentes ou gestoras de cartões de crédito, sociedades de *factoring*, sociedades financeiras para aquisições a crédito, sociedades de investimento, sociedades de locação financeira, sociedades de garantia mútua e instituições financeiras de crédito. Refira-se que uma grande percentagem destas instituições pertence a grupos bancários pelo que são consideradas no balanço consolidado do setor bancário analisado no Capítulo 3 deste Relatório.
41. A exposição ao soberano inclui a exposição titulada (títulos de dívida e ações) e não titulada (empréstimos).
42. O rácio de liquidez é medido pelo rácio entre ativos líquidos (depósitos, títulos de dívida de curto prazo e ações cotadas) e total do ativo.





3. Setor bancário

3.1 Ativo

3.2 Financiamento do ativo e liquidez

3.3 Qualidade dos ativos

3.4 Rendibilidade

3.5 Capital

Sumário

No primeiro semestre de 2017, o setor bancário português registou uma evolução positiva em diversas dimensões relevantes, reforçando a sua capacidade de desempenhar regularmente a sua função de intermediação financeira. Por um lado, continuou a observar-se uma redução significativa dos empréstimos *non-performing* (NPL), em valor nominal e em percentagem dos empréstimos. Por outro, assistiu-se a uma recuperação da rentabilidade, incluindo da sua componente recorrente, ainda que a mesma continue afetada, no curto prazo, no que se refere aos custos com pessoal pelos processos de ajustamento operacional de algumas instituições. Finalmente, retomou-se a tendência de reforço dos rácios prudenciais de capital.

Esta evolução beneficiou de um contexto benigno, quer das condições macroeconómicas, em particular em Portugal, quer das condições nos mercados financeiros internacionais. Foi, no entanto, também potenciada pelos processos de ajustamento que as instituições têm implementado, assim como por um conjunto de desenvolvimentos que favoreceram a estabilização do setor bancário. Entre estes, são de destacar as alterações no governo societário no BCP e BPI, as operações de reforço de fundos próprios da CGD, do BCP e CEMG e o alargamento da maturidade dos empréstimos ao fundo de resolução. Importa ainda mencionar a conclusão do processo de venda do Novo Banco no último trimestre do ano. Todos estes desenvolvimentos criaram um contexto mais favorável à redução do *stock* de ativos *non-performing*.

O setor bancário português prosseguiu no primeiro semestre de 2017 a tendência de redução de atividade que vem observando nos últimos anos. No entanto, no semestre em apreço verificou-se um abrandamento desta tendência, ao mesmo tempo que a evolução observada foi muito afetada por um processo de desconsolidação da atividade internacional de um dos principais bancos. Observou-se uma diminuição da carteira de empréstimos a

clientes e um aumento da carteira de títulos de dívida. No financiamento do ativo registou-se um aumento da importância dos depósitos de clientes e uma diminuição do peso das responsabilidades representadas por títulos. A posição de liquidez do sistema bancário continuou em níveis confortáveis e superiores aos requisitos regulamentares.

A qualidade de ativos evoluiu favoravelmente no primeiro semestre de 2017, tendo-se assistido à redução acentuada dos NPL. A diminuição do rácio de NPL foi dominada pela redução observada no rácio de NPL das Sociedades Não Financeiras (SNF), que se deveu essencialmente a um aumento do fluxo de empréstimos abatidos ao ativo e das vendas de NPL. Por sua vez, a cobertura por imparidades aumentou.

Os resultados do sistema bancário voltaram a ser positivos no primeiro semestre de 2017. Esta evolução reflete uma redução expressiva dos custos com imparidades e provisões, em especial imparidades para crédito, e uma virtual estabilização da margem financeira. Os custos operacionais mantiveram a tendência decrescente, refletindo a redução da rubrica de gastos gerais e administrativos. Observou-se uma estabilização dos custos com pessoal, devido aos custos não recorrentes associados aos processos de ajustamento de algumas instituições. Excluindo estes ajustamentos, os custos com pessoal, em percentagem do ativo, apresentaram uma redução situando-se, ainda assim, ligeiramente acima da mediana dos países da área do euro.

Os níveis de solvabilidade prosseguiram a tendência de reforço no primeiro semestre de 2017, recuperando da redução temporária ocorrida no final de 2016. A evolução positiva da posição de capital do sistema bancário esteve associada a operações de capitalização realizadas por algumas das instituições mais relevantes do sistema.

Não obstante o progresso alcançado ao longo dos últimos períodos, o setor bancário português continua a enfrentar desafios. Esses

desafios estão associados não apenas às vulnerabilidades intrínsecas, identificadas neste Relatório, como também da necessidade de adaptação à evolução previsível quer do contexto regulatório quer da vertente operacional e concorrencial. Nesta última dimensão, destaque-se o eventual aumento de concorrência em alguns segmentos de atividade dos bancos, associada ao alargamento da oferta potenciado pela inovação tecnológica inerente à entrada em vigor da nova Diretiva de Serviços de Pagamentos 2 (PSD2, na sigla inglesa). Assim, importa consolidar as evoluções positivas observadas recentemente, conseguindo sustentar uma trajetória de clara redução dos NPL através do cumprimento estrito dos respetivos planos, retomar níveis de rentabilidade que permitam a remuneração dos acionistas e assim potenciar um melhor acesso aos mercados financeiros.

3.1. Ativo

A redução do ativo do sistema bancário continuou no primeiro semestre de 2017, embora a um ritmo menor

O ativo do sistema bancário¹ diminuiu 0,6% no primeiro semestre de 2017 (Gráfico 3.1), prosseguindo assim o processo iniciado em 2010, embora a um menor ritmo. Esta evolução foi heterogénea entre as principais instituições, em virtude de processos quer de desconsolidação da atividade internacional quer de capitalização que envolveram algumas dessas instituições.

Em comparação com o primeiro semestre de 2010, quando assumiu o valor máximo, o ativo diminuiu cerca de 27,3%. Neste mesmo período, o rácio entre o ativo do setor bancário e o PIB nominal diminuiu cerca de 93 p.p., para 204%, o que ilustra também a magnitude do ajustamento verificado.

Para a evolução do ativo no semestre contribuíram, em particular, a redução da carteira de empréstimos a clientes e o aumento da carteira de títulos de dívida (os contributos para a evolução do ativo total foram de -0,85 p.p. e 1,39 p.p., respetivamente). Refletindo a desconsolidação da atividade do BPI em Angola (associada à venda parcial da participação do BPI no BFA)², a

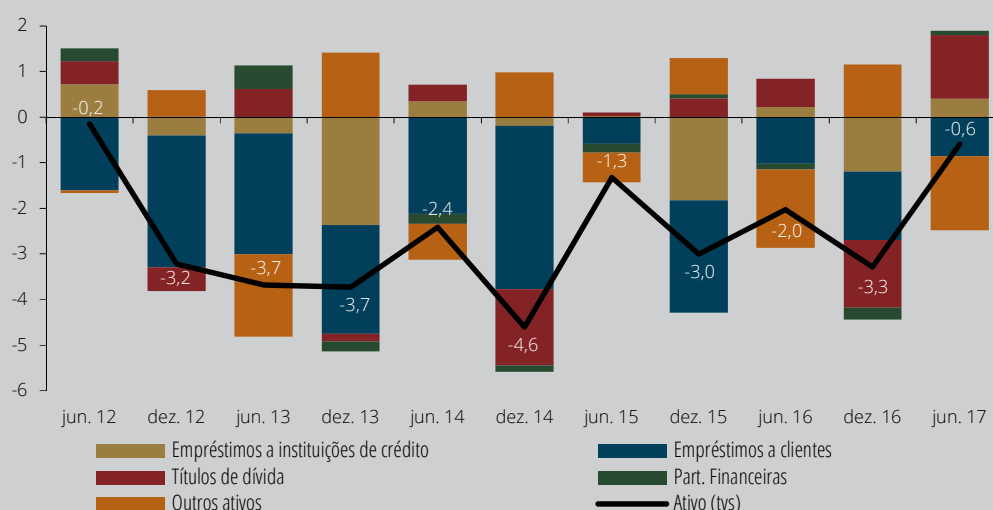


Gráfico 3.1 •
Ativo – contributos e variação semestral
| Em pontos percentuais e em percentagem

Fonte: Banco de Portugal.
Notas: tvs – taxa de variação semestral. A rubrica Outros ativos inclui caixa e disponibilidades/aplicações em bancos centrais, disponibilidades em outras instituições de crédito, derivados, ativos tangíveis e intangíveis, e outros ativos.

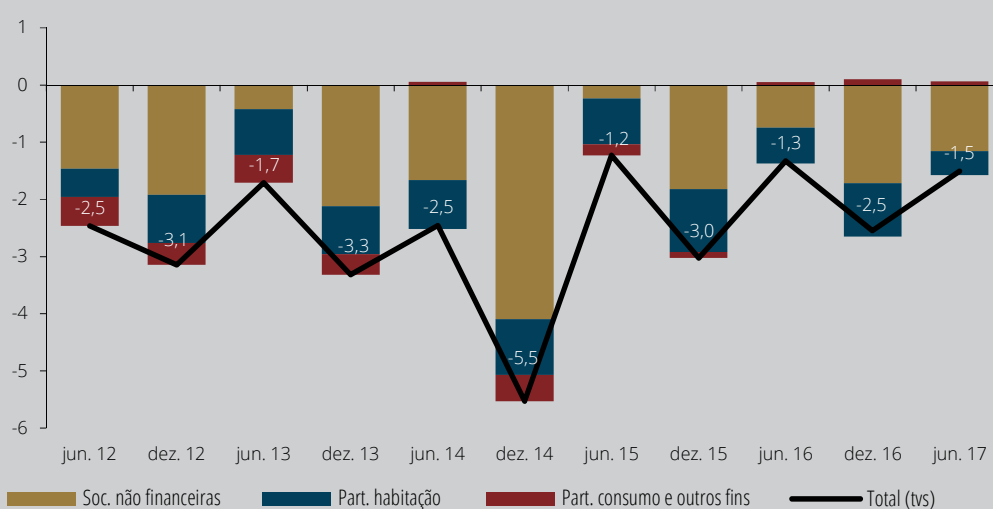


Gráfico 3.2 •
Empréstimos ao setor privado não financeiro – atividade doméstica, contributos e variação semestral
| Em pontos percentuais e em percentagem

Fonte: Banco de Portugal.
Notas: tvs – taxa de variação semestral. Dados obtidos a partir das Estatísticas Monetárias e Financeiras (Instrução n.º 25/2014) do Banco de Portugal.

rubrica de Outros ativos registou também uma redução material (contributo de -1,62 p.p. para a evolução do ativo).

A carteira de empréstimos a clientes do setor bancário diminuiu 1,4% no primeiro semestre de 2017. Esta diminuição foi determinada pela atividade doméstica, refletindo, maioritariamente, uma diminuição dos empréstimos a SNF (Gráfico 3.2). Esta evolução relativa às SNF foi heterogénea entre os bancos, tendo a redução sido concentrada em dois dos principais bancos. Ainda que a um ritmo menor, observou-se também, no semestre em apreço, uma redução dos empréstimos a Particulares, registando-se uma diminuição dos empréstimos à habitação e um aumento dos empréstimos ao consumo, -2% e 7%, respetivamente.

A evolução da carteira de títulos de dívida – crescimento em 7,5%, correspondendo a cerca de 5 mil milhões de euros – contribuiu para atenuar a diminuição do ativo total no primeiro semestre de 2017 e ficou a dever-se, essencialmente, a um aumento das aquisições líquidas. O peso desta carteira no ativo aumentou 1,5 p.p., para 20% o que representa um máximo histórico. A evolução observada reflete o aumento da carteira de títulos emitidos pelas Administrações Públicas, e o contributo agregado negativo dos restantes emitentes.

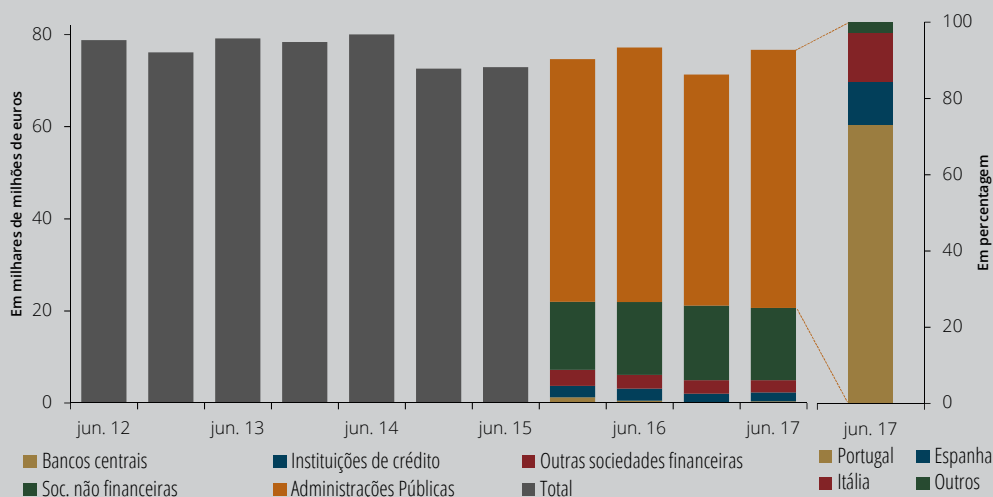
Considerando somente a atividade doméstica, a carteira de títulos de dívida emitidos

pelas Administrações Públicas aumentou aproximadamente 14% no primeiro semestre de 2017 face ao final de 2016 (Gráfico 3.3). No tocante à composição da carteira, observou-se um aumento do peso dos títulos emitidos por Portugal, por contraponto de uma diminuição dos títulos emitidos por Itália. Assim, reforçou-se a concentração da exposição a títulos de dívida pública portuguesa, representando 73% da carteira de títulos de dívida pública na atividade doméstica (a relevância desta exposição para a estabilidade financeira é discutida na Secção 1.1. do Capítulo 1). O aumento da concentração em títulos de dívida pública portuguesa no primeiro semestre de 2017 só parcialmente contraria a tendência recente de aumento do peso da carteira de títulos de dívida pública de Espanha e Itália.

Considerando um horizonte temporal mais alargado, refira-se que a carteira de títulos de dívida teve um crescimento acentuado até 2010 e, posteriormente, uma redução de 16% até ao fim do primeiro semestre de 2017. Todavia, na atividade doméstica, a carteira de títulos de dívida pública cresceu de forma consistente ao longo dos anos. Numa primeira fase, observou-se um aumento da concentração dos títulos emitidos por Portugal, atingindo em 2012 cerca de 90% dessa carteira. Posteriormente, registou-se um aumento da expressão de títulos de dívida pública emitidos por Espanha e Itália, só parcialmente revertido no primeiro semestre de 2017.

Gráfico 3.3 •
Carteira de títulos de dívida

Fonte: Banco de Portugal.
Notas: O detalhe da carteira de títulos de dívida pública (coluna da direita) foi obtido a partir das Estatísticas Monetárias e Financeiras (Instrução n.º 25/2014) do Banco de Portugal. Para o período anterior a dezembro de 2015 não foi possível desagregar por setor institucional.

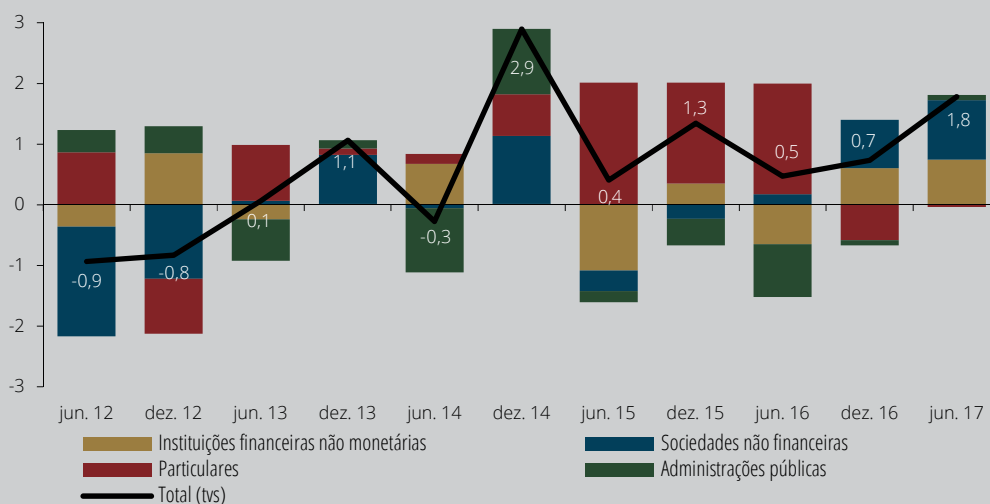
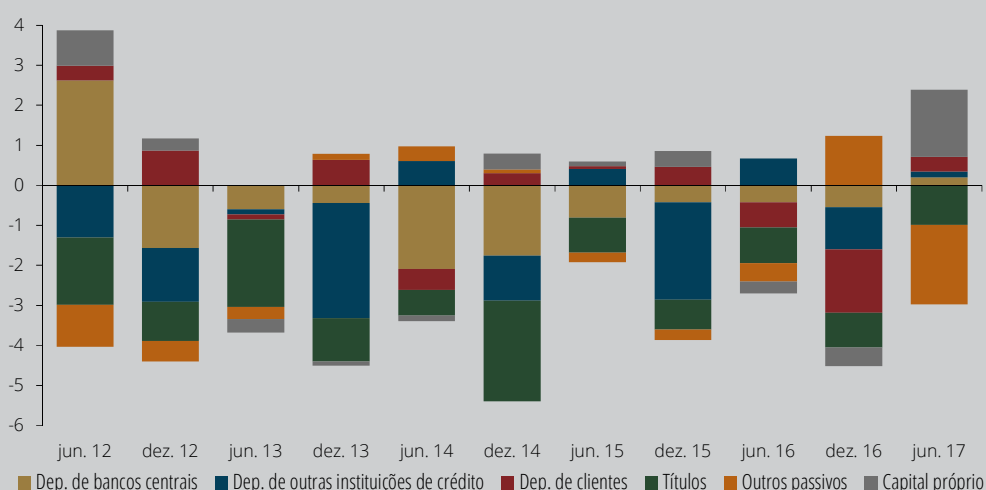


3.2. Financiamento do ativo e liquidez

O peso dos depósitos de clientes continuou a aumentar no primeiro semestre de 2017, enquanto o das responsabilidades representadas por títulos continuou a diminuir

No primeiro semestre de 2017, a evolução da estrutura do financiamento do ativo prosseguiu, em larga medida, o padrão observado nos últimos anos, que consistiu no reforço do peso dos depósitos de clientes e na diminuição das

responsabilidades representadas por títulos (Gráfico 3.4). Contudo, no período em análise, o processo de venda parcial da participação do BPI na operação angolana e a capitalização da CGD, do BCP e da CEMG afetaram o padrão de evolução do financiamento do ativo. A desconsolidação da operação do BPI em Angola contribuiu, maioritariamente, para a redução da rubrica de Outros passivos. Por sua vez, os processos de capitalização que envolveram algumas das principais instituições do sistema contribuíram para o aumento do peso dos Capitais próprios na estrutura do financiamento do ativo.



No primeiro semestre de 2017, os depósitos de clientes a nível consolidado, ou seja, considerando a atividade não doméstica, apresentaram um ligeiro aumento (0,6%), contribuindo para o reforço do seu peso no total do ativo em 0,8 p.p., para cerca de 64%. Esta evolução derivou do aumento dos depósitos das Administrações públicas e de Particulares. Considerando apenas a atividade doméstica (Gráfico 3.5), os depósitos aumentaram 1,8%, sendo de destacar os contributos positivos das SNF (1 p.p.) e das Instituições financeiras não monetárias (0,7 p.p.). A evolução dos depósitos de Particulares deve ser enquadrada no contexto de baixas taxas de juro nas novas operações de depósitos, incentivando a canalização de recursos para aplicações alternativas, reais e financeiras. De entre estas últimas, são de destacar os produtos de poupança emitidos pelo Estado, que apresentam taxas de rendibilidade superiores às dos depósitos (Capítulo 2)³. No período em análise, continuou a observar-se também uma recomposição da estrutura do tipo de depósitos de clientes, principalmente de Particulares e SNF, em favor dos depósitos à ordem, refletindo o reduzido custo de oportunidade de detenção destes depósitos.

O rácio de transformação, definido pelo quociente entre empréstimos (líquidos de imparidades) e depósitos de clientes, diminuiu 1,9 p.p., no primeiro semestre de 2017 face ao final de 2016, situando-se em 93,6%. Desde junho de 2010, em que se registou um máximo histórico, o rácio de transformação diminuiu cerca de 65 p.p. Enquanto numa fase inicial a diminuição do rácio de transformação esteve, sobretudo, associada a um aumento significativo dos depósitos de clientes, no período mais recente o ajustamento tem refletido, essencialmente, a diminuição da carteira de empréstimos. O *gap* comercial, diferença entre empréstimos e depósitos de clientes, diminuiu 4,7 mil milhões de euros, no período

em análise, situando-se em -15,9 mil milhões de euros.

O financiamento obtido junto de bancos centrais aumentou 3% no primeiro semestre de 2017, contribuindo assim para o aumento do seu peso no total do financiamento do ativo (em 0,2 p.p.), para 6,6%. Desde o máximo histórico observado em junho de 2012, a importância desta fonte de financiamento decresceu 6 p.p. Em termos da sua composição, o financiamento está associado essencialmente a operações de refinanciamento de prazo alargado (LTRO, na sigla inglesa), com as operações principais de refinanciamento (MRO, na sigla inglesa) a assumirem uma importância diminuta.

O financiamento proveniente do mercado interbancário (líquido de aplicações e disponibilidades em outras instituições de crédito) diminuiu 3,7% no primeiro semestre de 2017. Consonante com esta evolução, o peso deste financiamento diminuiu 0,2 p.p., passando a representar 5,4% do ativo total líquido de aplicações e disponibilidades em outras instituições de crédito. Esta evolução resulta de um aumento das aplicações e disponibilidades em outras instituições de crédito (1,3 mil milhões de euros) superior ao aumento dos depósitos de outras instituições de crédito (0,6 mil milhões de euros).

As responsabilidades representadas por títulos prosseguiram a trajetória decrescente iniciada em março de 2010. No primeiro semestre de 2017, este tipo de financiamento diminuiu 16% (-3,8 mil milhões de euros), passando a representar 5,1% do ativo total, menos 1 p.p. do que no final de 2016 e menos 20,3 p.p. do que em março de 2010. Embora as responsabilidades representadas por títulos tenham diminuído, assinala-se a realização durante o primeiro semestre de 2017 de algumas emissões, essencialmente de obrigações colateralizadas, em montante semelhante ao observado no segundo semestre de 2016.

A posição de liquidez do sistema bancário continuou em níveis confortáveis

No final do primeiro semestre de 2017, o rácio de cobertura de liquidez⁴ do sistema bancário situou-se em 185%, o que configura um aumento de 31 p.p. face ao final de 2016. Esta evolução reflete, principalmente, o aumento do *buffer* de liquidez⁵, enquanto a saída líquida de fundos diminuiu ligeiramente. O *buffer* de liquidez passou a representar 14% do ativo total e o total de saída líquida de fundos cerca de 7% (11% e 7% no final de 2016, respetivamente). No que diz respeito à composição do *buffer* de liquidez, este é, principalmente, constituído por títulos de dívida pública, disponibilidades em bancos centrais e caixa. O rácio observado para o sistema bancário é superior ao requisito mínimo de 100% aplicável a partir de 1 de janeiro de 2018⁶.

O aumento do rácio de cobertura de liquidez foi generalizado, apesar da existência de alguma heterogeneidade entre as instituições (Gráfico 3.6). Considerando unicamente as instituições de importância sistémica (O-SIs, no acrónimo inglês)⁷, o rácio de cobertura de liquidez encontrava-se, no primeiro semestre de 2017, compreendido entre 104% e 222%.

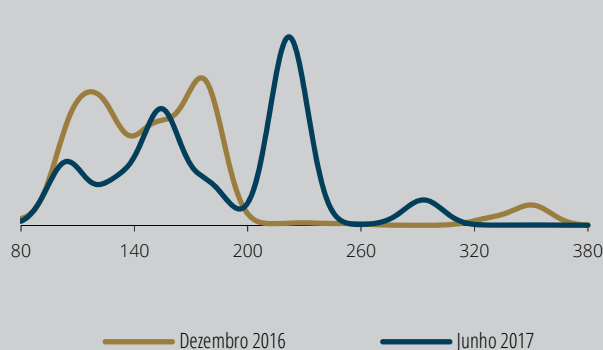
Os *gaps* de liquidez⁸ referentes às instituições domésticas continuaram a apresentar valores positivos no primeiro semestre de 2017 e aumentaram em todas as maturidades analisadas (Gráfico 3.7). Esta evolução resulta de uma diminuição dos passivos e do aumento dos ativos líquidos⁹. O processo de capitalização de algumas instituições (CGD, BCP e CEMG) contribuiu significativamente para este desenvolvimento.

3.3. Qualidade dos ativos

No primeiro semestre de 2017 observou-se uma redução acentuada dos NPL, assim como um aumento da sua cobertura por imparidades

O primeiro semestre de 2017 caracterizou-se, em traços gerais, por uma redução acentuada dos NPL¹⁰ e pelo aumento da sua cobertura por imparidades, num contexto de aumento do fluxo de empréstimos abatidos ao ativo e da venda de NPL.

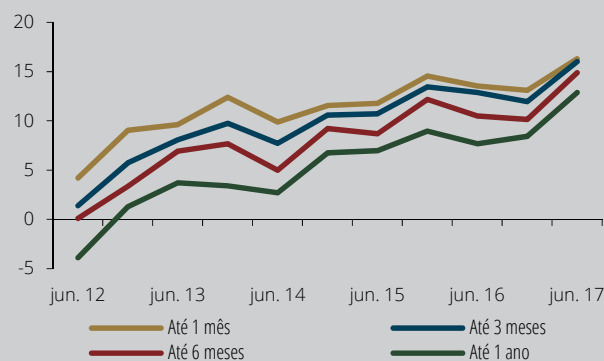
Gráfico 3.6 • Distribuição do rácio de cobertura de liquidez | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Distribuição empírica obtida recorrendo a um *kernel* gaussiano que pondera as instituições pelo seu ativo.

Gráfico 3.7 • Gaps de liquidez em escala cumulativa de maturidade – instituições domésticas | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Os *gaps* de liquidez são avaliados em percentagem dos ativos totais deduzidos dos ativos líquidos. Dados obtidos a partir da Instrução n.º 13/2009 do Banco de Portugal.

O rácio total de NPL diminuiu 1,7 p.p., para 15,5%, prosseguindo a evolução iniciada em meados de 2016 (Quadro 3.1). Esta redução foi observada, em particular, no caso das SNF e também no dos Particulares, tendo refletido, principalmente, a diminuição do valor dos NPL (efeito numerador), embora também tenha beneficiado do contributo do denominador, por via do aumento dos empréstimos¹¹. Para este desenvolvimento contribuíram o aumento das vendas de NPL e do fluxo de empréstimos

abatidos ao ativo, sendo que este último registou, no primeiro semestre de 2017, um valor superior aos observados até 2015 (Gráfico 3.8). Estima-se que estes dois fatores tenham contribuído para cerca de metade da redução observada no rácio. A diminuição dos NPL, que já se observa ininterruptamente desde junho de 2016, foi de 16,2% face a junho de 2016 (-8,2 mil milhões de euros), tendo sido dominada pela redução dos NPL das SNF, que se cifrou em 17,9% (-5,9 mil milhões de euros).

Quadro 3.1 • Síntese sobre a qualidade da carteira de empréstimos

	Notas	Unidades	dez. 2015	jun. 2016	dez. 2016	jun. 2017	Δ jun. 2016 jun. 2017	Δ dez. 2016 jun. 2017
Empréstimos <i>non-performing</i> (NPL)								
Todos os setores								
NPL		10 ⁶ €	49 818	50 459	46 361	42 262	-8197	-4099
d.q. <i>Unlikely-to-pay</i>		10 ⁶ €	19 586	18 747	18 046	15 644	-3103	-2402
d.q. Vencido		10 ⁶ €	30 232	31 713	28 315	26 618	-5094	-1697
Rácio de NPL	(1)	%	17,5	17,9	17,2	15,5	-2,4	-1,7
Sociedades não financeiras								
NPL		10 ⁶ €	32 024	33 151	30 160	27 225	-5927	-2935
Rácio de NPL	(1)	%	28,3	30,3	29,5	27,5	-2,8	-1,9
Particulares								
NPL		10 ⁶ €	12 914	12 865	12 030	11 153	-1712	-878
Rácio de NPL	(1)	%	9,4	9,2	8,7	8,1	-1,2	-0,6
Cobertura dos NPL								
Todos os setores								
Rácio de cobertura por imparidade	(2)	%	40,8	43,2	45,3	45,9	2,7	0,6
Rácio de cobertura total	(3)	%	92,0	85,9	87,2	88,6	2,6	1,4
Sociedades não financeiras								
Rácio de cobertura por imparidade	(2)	%	44,4	46,4	48,9	49,2	2,8	0,3
Rácio de cobertura total	(3)	%	84,9	84,1	85,0	87,0	2,9	2,0
Particulares								
Rácio de cobertura por imparidade	(2)	%	36,2	36,7	35,4	36,5	-0,2	1,1
Rácio de cobertura total	(3)	%	n.d.	97,9	96,3	96,3	-1,6	0,0

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: NPL na definição da EBA. "n.d." – dados não disponíveis; (1) corresponde ao montante de empréstimos *non-performing* em relação ao total de empréstimos; (2) corresponde ao montante de imparidades acumuladas sobre empréstimos *non-performing* em relação ao total de empréstimos *non-performing*; (3) corresponde ao montante de imparidades acumuladas, colateral e garantias associadas aos empréstimos *non-performing* em relação ao total de empréstimos *non-performing*.

Em junho de 2017, a cobertura por imparidades dos NPL era cerca de 46%, o que representa um aumento em cerca de 0,9 p.p. face

a dezembro de 2016. Por sua vez, o rácio de NPL líquido, i.e. o peso dos NPL sem cobertura por imparidades, diminuiu 1 p.p., situando-se

em 8,4%, em junho de 2017. A evolução positiva do rácio de cobertura foi condicionada pelo aumento do fluxo de empréstimos abatidos ao ativo, uma vez que o abatimento tem um efeito dual e simétrico no rácio. Tudo o resto constante, o abatimento de um empréstimo gera um aumento do rácio, por via da diminuição do denominador (diminuição dos NPL), e uma diminuição do rácio via redução do numerador (imparidades associadas aos NPL). Tendo em conta que os abatimentos são feitos sobre os empréstimos com elevado nível de cobertura por imparidades, o efeito associado ao numerador geralmente prevalece. Apesar deste efeito, no primeiro semestre de 2017, o rácio de cobertura aumentou.

A evolução dos NPL foi fortemente dominada, no período em análise, pelos desenvolvimentos observados nas SNF. Os NPL das SNF representam 64,4% do total dos NPL, tendo o seu peso diminuído no último semestre face ao final de 2016. A redução dos NPL das SNF resultou essencialmente dos abatimentos de empréstimos e das vendas de NPL.

Em junho de 2017, observou-se uma ligeira redução da heterogeneidade entre instituições no que respeita ao rácio de cobertura por imparidade das SNF quando comparado com o final de 2016 (Gráfico 3.9). Relativamente às O-SII, o rácio de cobertura por imparidades estava compreendido entre 41% e 57%. Quando se inclui adicionalmente a cobertura por colateral e garantias, a heterogeneidade

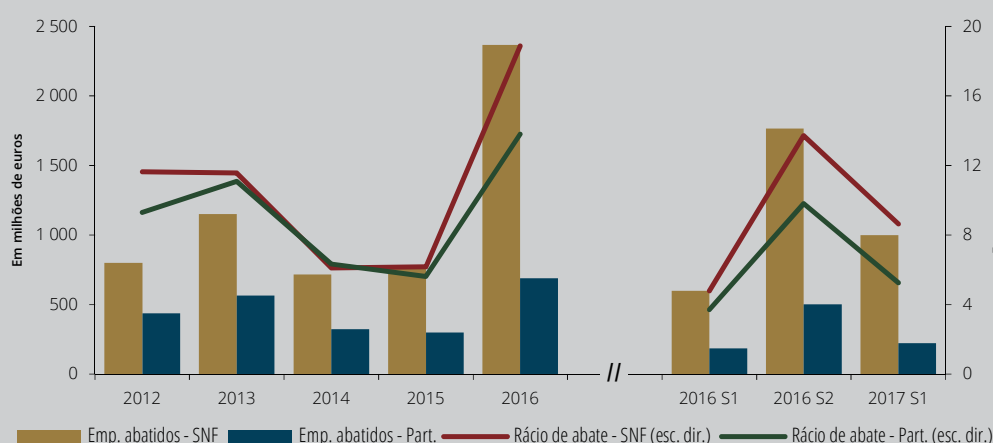
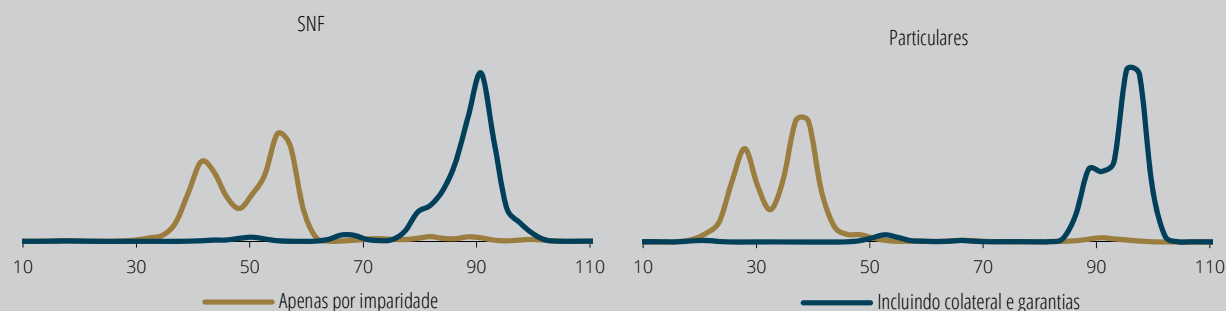


Gráfico 3.8 •
Empréstimos
abatidos ao ativo –
atividade doméstica

Fonte: Banco de Portugal.
Notas: Por rácio de abate entende-se o fluxo de empréstimos abatidos ao ativo em percentagem do saldo de empréstimos vencidos no final do ano anterior (semestre anterior). Dados obtidos a partir das Estatísticas Monetárias e Financeiras (Instrução n.º 25/2014) do Banco de Portugal.

Gráfico 3.9 • Distribuição dos rácios de cobertura de NPL de Sociedades não financeiras e Particulares – junho de 2017 | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

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

entre instituições diminui significativamente. Contudo, o colateral dos NPL relativo a SNF apresenta, em muitos casos, um conjunto de características específicas ao negócio da empresa, que podem dificultar a rápida transação e mesmo a sua valorização. Esta situação contrasta com a maior liquidez dos colaterais associados aos NPL de Particulares para habitação.

No que respeita aos Particulares, a evolução dos NPL no primeiro semestre de 2017 refletiu uma passagem de NPL para empréstimos *performing* e, tal como nas SNF, vendas de NPL e abates ao ativo. Estima-se que metade da redução observada no rácio tenha refletido o contributo destes dois últimos fatores. A diminuição dos NPL de Particulares ocorre consecutivamente desde junho de 2016, sendo que até ao final do primeiro semestre de 2017 a redução acumulada cifrou-se em 13,3% (principalmente devido à diminuição dos NPL de empréstimos à habitação).

O nível de cobertura por imparidades dos NPL de Particulares é significativamente inferior ao nível da cobertura total. Esta característica deve-se ao peso elevado dos empréstimos à habitação na carteira de empréstimos a Particulares. Estes empréstimos são em larga medida colateralizados e por ativos com maior liquidez do que, em geral, no caso das empresas. Esta é uma característica estrutural dos

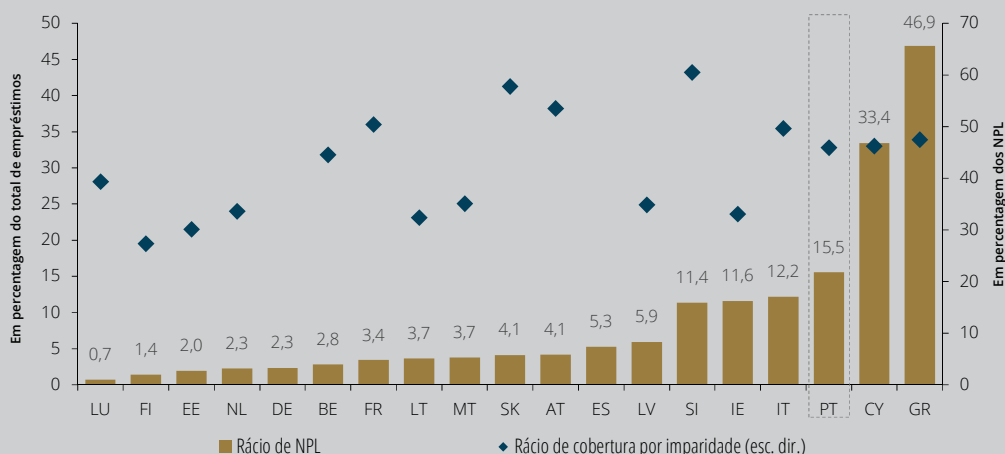
empréstimos à habitação, sendo partilhada pela generalidade das instituições do sistema bancário (Gráfico 3.9). Neste contexto, importa realçar que o recente aumento dos preços do imobiliário eleva o valor dos colaterais associados, em especial, aos empréstimos à habitação, podendo afetar o sistema financeiro por diferentes vias (Capítulo 1, Caixa 3 e Caixa 5).

Apesar do ajustamento já observado, o sistema bancário português ainda apresenta um nível elevado de NPL quando comparado com os seus pares da área do euro (Gráfico 3.10). Esta posição relativa é dominada pelo nível do rácio NPL das SNF em Portugal, uma vez que, ao nível dos Particulares, Portugal surge mais próximo do valor mediano da área euro. No que diz respeito ao rácio de cobertura por imparidades, este apresenta alguma heterogeneidade entre os países estando Portugal ligeiramente acima da mediana da área euro.

Será, contudo, de salientar que a implementação da definição de NPL proposta pela EBA não se encontra completamente harmonizada na União Europeia, o que dificulta as comparações internacionais (Tema em Destaque "Estratégia para lidar com o elevado *stock* de *non-performing loans* (NPL)", neste Relatório e Tema em Destaque Conceitos utilizados na análise da qualidade do crédito do Relatório de Estabilidade Financeira, novembro de 2016).

Gráfico 3.10 •
Rácio de NPL
- comparação
internacional a
junho de 2017
| Em percentagem

Fonte: Banco Central Europeu
(Consolidated Banking Data).
Notas: NPL na definição da
EBA. Os dados do rácio de
cobertura por imparidade da
Alemanha (DE) e Espanha
(ES) não se encontravam
disponíveis.



3.4. Rendibilidade

Os resultados do sistema bancário voltaram a ser positivos no primeiro semestre de 2017

No primeiro semestre de 2017 a rendibilidade do sistema bancário português voltou a assumir um valor positivo, contrastando com o valor virtualmente nulo observado no mesmo período do ano anterior. Esta evolução positiva reflete, principalmente, uma diminuição expressiva dos custos com imparidades e provisões, em particular com imparidades para crédito, sendo também de destacar um aumento do contributo da margem financeira para a melhoria da rendibilidade do ativo (ROA) (Gráfico 3.11). Na mesma linha, o resultado de exploração recorrente, que considera unicamente o resultado do agregado da margem financeira e comissões (líquidas) deduzido dos custos operacionais, também aumentou face ao semestre homólogo, beneficiando sobretudo de um maior contributo da margem financeira.

Excluindo os custos não recorrentes, de magnitude não negligenciável, associados à venda da operação em Angola por parte do BPI e aos processos de reestruturação em curso

em algumas das maiores instituições, estima-se que a rendibilidade no primeiro semestre de 2017 se tenha cifrado em 0,5 p.p. do ativo (o que representa um acréscimo de 0,2 p.p. do ativo face ao valor efetivamente observado). Estima-se, ainda, que o resultado de exploração recorrente, expurgado dos custos operacionais decorrentes dos referidos processos de reestruturação, seja superior em 0,1 p.p. do ativo relativamente ao valor observado (0,9 p.p. do ativo).

A melhoria dos resultados face ao primeiro semestre de 2016, conjugada com uma redução do ativo, foi comum a um conjunto de instituições relevantes do sistema bancário português, tendo gerado uma deslocação para a direita da distribuição dos rácios de rendibilidade do ativo (Gráfico 3.12). Apesar de a rendibilidade ter permanecido negativa para algumas das instituições mais significativas, tal refletiu o impacto negativo dos custos não recorrentes supramencionados em algumas delas.

Não obstante a evolução positiva observada no primeiro semestre de 2017, o nível de rendibilidade atingido pelo sistema bancário português foi inferior ao da maioria dos sistemas bancários da área do euro nesse período, tendo a posição relativa de Portugal permanecido

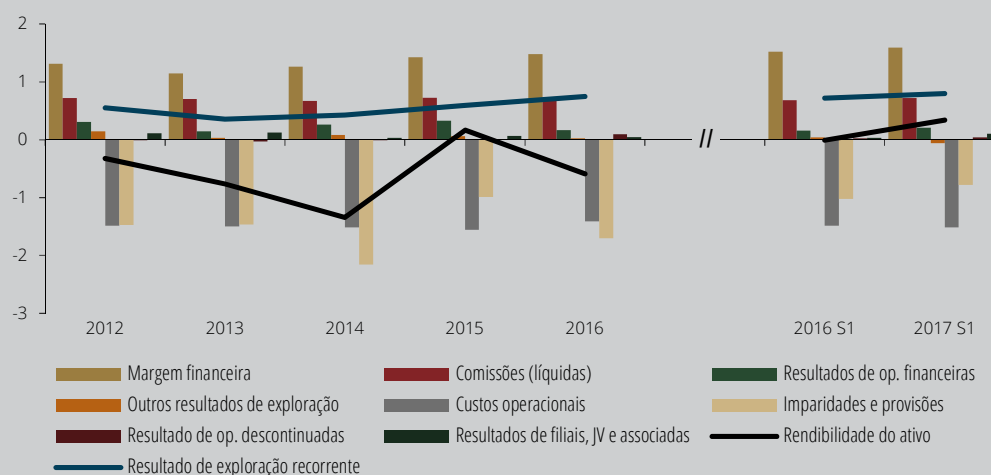


Gráfico 3.11 • Contributos para a rendibilidade do ativo
| Em percentagem e em pontos percentuais

Fonte: Banco de Portugal.
Notas: O resultado de exploração recorrente corresponde ao agregado da margem financeira e das comissões (líquidas) deduzido dos custos operacionais, em percentagem do ativo médio. A rendibilidade do ativo é calculada considerando o resultado antes de impostos. Os resultados intra-anuais encontram-se anualizados.

inalterada face ao terceiro trimestre de 2016 (Gráfico 3.13). Todavia, importa referir que muitos dos países que comparam favoravelmente com Portugal exibem, também, baixos níveis de rendibilidade, sendo este um desafio comum a um conjunto considerável de sistemas bancários da área do euro.

Num contexto de redução do ativo, o produto bancário permaneceu virtualmente inalterado

No primeiro semestre de 2017, a margem financeira permaneceu estável face ao período homólogo, refletindo decréscimos semelhantes dos juros recebidos e dos encargos com juros. Este facto, conjugado com a redução do ativo, traduziu-se num novo aumento do contributo da margem financeira para a rendibilidade. Este contributo cifrou-se em 1,6 p.p. do ativo, o valor semestral mais elevado desde 2010.

Os proveitos com juros continuaram a diminuir, na linha do que vem sucedendo desde 2012. No primeiro semestre de 2017, a diminuição refletiu, maioritariamente, o decréscimo dos juros provenientes das operações com clientes, e, em menor escala, dos juros provenientes da carteira de títulos, em especial de

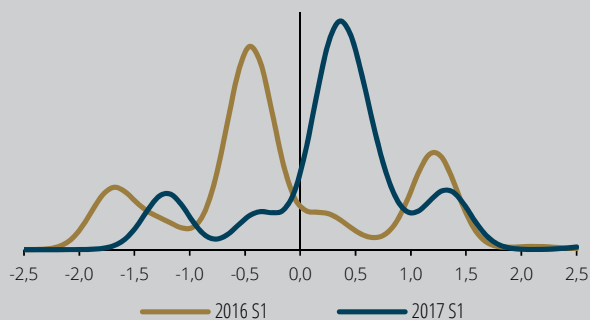
dívida soberana, cuja taxa de juro implícita voltou a cair. A redução dos juros associados a instrumentos derivados também contribuiu, embora de forma muito menos significativa, para a diminuição dos juros recebidos.

À semelhança dos períodos anteriores, a redução da carteira de crédito, enquadrável no processo de redução do endividamento do setor privado não financeiro, voltou a afetar a geração de juros nas operações com clientes, tendo-se também assistido a uma queda da taxa de juro implícita dos empréstimos face ao primeiro semestre de 2016.

A redução dos encargos com juros reflete principalmente o menor custo incorrido com os depósitos de clientes, em especial do segmento dos Particulares e, ainda, a diminuição do pagamento de juros referentes a títulos emitidos pelas instituições. De facto, apesar das emissões de títulos de dívida realizadas por algumas das principais instituições no primeiro semestre de 2017, o ajustamento da estrutura de financiamento tem contribuído para um peso cada vez maior dos depósitos no financiamento do ativo. Este facto, aliado à queda da taxa de juro implícita dos depósitos, foi determinante na redução dos custos de financiamento do setor em relação ao semestre homólogo, na linha do observado desde 2012.

Na atividade doméstica, o *spread* nas operações com clientes voltou a aumentar muito

Gráfico 3.12 • Distribuição da rendibilidade do ativo
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Distribuição empírica obtida recorrendo a um *kernel* gaussiano que pondera as instituições pelo seu ativo. Valores anualizados.

Gráfico 3.13 • Comparação internacional da rendibilidade do ativo - primeiro semestre de 2017
| Em percentagem



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

Nota: Para o cálculo da rendibilidade do ativo foi utilizado o resultado líquido anualizado, ponderado pelo ativo médio desse período.

ligeiramente no primeiro semestre de 2017, refletindo uma maior contração do custo médio dos depósitos do que da taxa de juro implícita nos saldos de empréstimos ao setor privado não financeiro residente (Gráfico 3.14). As taxas de juro dos *stocks* de depósitos e de empréstimos diminuíram, respetivamente, 8 e 3 pontos base em relação ao final de 2016. Note-se, porém, que esta redução do custo médio dos depósitos de clientes, resultante do facto de as taxas das novas operações passivas serem, em média, menores do que as das operações existentes em balanço, tem vindo a ser sucessivamente menor. Refira-se que o custo dos novos depósitos de Particulares e das SNF diminuiu, respetivamente, 6 e 4 pontos base no primeiro semestre de 2017. Este abrandamento da redução do custo de financiamento associado aos depósitos de clientes, aliado ao facto das taxas de juro passivas se encontrarem já muito próximas de zero, sinaliza o esgotamento do potencial de melhoria da margem financeira por esta via, facto já mencionado em edições anteriores do *Relatório de Estabilidade Financeira*.

É de ressaltar, todavia, que subsistem diferenças entre as taxas das novas operações (*front book*) e as taxas de saldo (*back book*), ativas e passivas, existindo por esta via algum potencial de melhoria da margem financeira, na medida em que as instituições consigam fazer convergir as taxas das operações em balanço, em linha com as taxas praticadas nas novas operações. Na atividade doméstica, à data de junho de 2017, a taxa das novas operações ativas era superior em 41 pontos base à taxa das operações em balanço, enquanto a taxa das novas operações passivas era inferior em 19 pontos base à taxa de saldo.

Os rendimentos de serviços e comissões (líquidos) permaneceram praticamente inalterados face ao primeiro semestre de 2016. Esta evolução resulta de um aumento marginal das comissões recebidas e das comissões pagas. Dada a queda do ativo, o seu contributo para o ROA aumentou 0,04 p.p., para 0,72 p.p. do ativo. Eventuais desenvolvimentos regulamentares que limitem de alguma forma a cobrança

de comissões, a nível do preço e/ou da base de incidência, limitarão o crescimento futuro deste tipo de rendimentos associado à prestação de serviços, que assume uma importância acrescida num contexto de baixas taxas de juro e de margem financeira comprimida.

Os resultados de operações financeiras aumentaram cerca de 27% relativamente ao primeiro semestre de 2016, tendo o seu contributo para a rendibilidade do ativo crescido 0,05 p.p. para 0,21 p.p., um valor em linha com a média dos últimos anos, embora abaixo do registado em 2015. Note-se que o contributo desta rubrica para a geração de resultados é bastante volátil, pelo que a sua evolução recente não deve ser entendida como recorrente¹².

No que concerne aos outros resultados de exploração, registou-se uma diminuição significativa face ao período homólogo, que reflete, sobretudo, um aumento considerável dos outros resultados pagos, em grande parte decorrente do processo de desconsolidação da operação do BPI em Angola¹³.

Os custos operacionais mantiveram a tendência decrescente que tem vindo a acompanhar o processo de ajustamento do setor bancário

Num contexto de estabilização dos custos com pessoal e das amortizações do exercício, os custos operacionais tornaram a diminuir no primeiro semestre de 2017, cerca de 4% face ao período homólogo, devido, exclusivamente, à redução da rubrica de gastos gerais e administrativos, que passou a representar cerca de 35% dos custos operacionais. Todavia, o contributo (negativo) dos custos operacionais para a rendibilidade manteve-se inalterado face ao mesmo período do ano anterior, em cerca de -1,5 p.p. do ativo. A rubrica de custos com pessoal, responsável por 58% do total de custos operacionais, não diminuiu no semestre em análise, contrariando a tendência observada

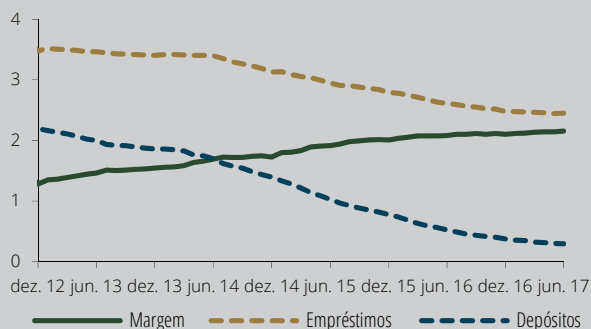
nos últimos anos, o que se terá ficado a dever, em grande medida, aos custos não recorrentes incorridos com os processos de reestruturação em curso em algumas das maiores instituições¹⁴. Refira-se que o peso dos custos com pessoal no total do ativo aumentou 0,04 p.p. face ao primeiro semestre de 2016, para 0,9 p.p., estando o impacto dos custos não recorrentes estimado em 0,1 p.p. do ativo. Com efeito, observa-se um aumento da dispersão dos custos com pessoal, em percentagem do ativo, face ao primeiro semestre de 2016, que espelha o aumento extraordinário dos custos desta natureza em algumas das instituições mais relevantes (Gráfico 3.15). Este aumento da dispersão deriva do facto das instituições se encontrarem em estágios diferentes dos seus processos de reestruturação. Neste âmbito, é expectável que em 2018 algumas das maiores instituições ainda venham a incorrer em custos com pessoal acrescidos, o que se poderá traduzir num incremento adicional da dispersão. Não obstante o impacto negativo no curto prazo dos processos de reestruturação que contemplam a redução do número de colaboradores, o ajustamento estrutural decorrente dos mesmos, a somar ao esforço de racionalização de custos que tem vindo a ser desenvolvido pela generalidade das instituições, deverá proporcionar a manutenção de uma tendência decrescente dos custos com pessoal no futuro.

No primeiro semestre de 2017, o nível de eficiência operacional do sistema bancário português melhorou ligeiramente face ao período homólogo, o que se traduziu numa diminuição de 1,4 p.p. do rácio *cost-to-income*, para 60,5% (Gráfico 3.16). A queda marginal do produto bancário face ao primeiro semestre de 2016 foi mais do que compensada pela contração dos custos operacionais, não obstante os já mencionados custos extraordinários incorridos no semestre. Na mesma linha, o rácio recorrente, que apenas considera as componentes de natureza mais recorrente do produto bancário (ou seja, a margem financeira e comissões líquidas), diminuiu 3,0 p.p., para 65,5%. Excluindo o impacto dos já mencionados custos não recorrentes, estima-se que os rácios *cost-to-income* e *cost-to-income* recorrente se tenham cifrado em 57% e 62%, respetivamente.

Note-se ainda que o rácio *cost-to-income* do setor bancário português permaneceu ligeiramente acima da mediana dos países da área do euro no primeiro semestre de 2017, embora a sua posição relativa tenha melhorado face ao terceiro trimestre de 2016 (Gráfico 3.17).

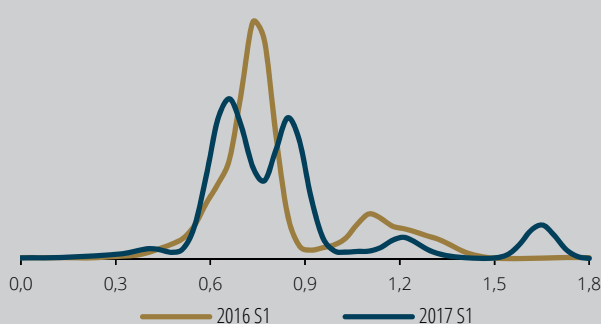
Nos últimos anos, o sistema bancário português tem vindo a reduzir de forma sustentada o número de balcões e de empregados bancários por habitante (Gráficos 3.18 e 3.19). Em 2016, o rácio de empregados bancários por

Gráfico 3.14 • Taxas de juro nos saldos das operações com clientes – atividade doméstica
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A margem corresponde à taxa de juro média sobre o saldo de empréstimos, deduzida do custo médio do saldo de depósitos. Dados obtidos a partir das Estatísticas Monetárias e Financeiras (Instrução n.º 25/2014) do Banco de Portugal.

Gráfico 3.15 • Distribuição dos custos com pessoal | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os custos com pessoal são avaliados em percentagem do ativo. Distribuição empírica obtida recorrendo a um *kernel* gaussiano que pondera as instituições pelo seu ativo. Valores anualizados.

mil habitantes em Portugal situava-se abaixo da mediana da área do euro. Todavia, em termos do número de balcões por cada dez mil habitantes, Portugal encontrava-se acima da mediana da distribuição. Considerando também os desenvolvimentos tecnológicos com impacto no relacionamento entre bancos e clientes, este facto sugere que existe margem para ajustamentos adicionais na intensidade de utilização destes recursos pelas instituições, nomeadamente por via de uma maior racionalização da rede de balcões. Conforme já referido, alguns dos principais bancos estão em fase de implementação de processos de ajustamento, com impacto a este nível.

O fluxo de imparidades e provisões para crédito reduziu-se de forma expressiva no semestre, assim como o seu peso no total do ativo

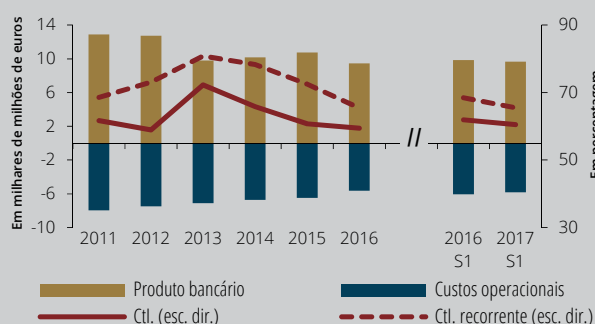
Os custos totais com imparidades e provisões diminuíram cerca de 27% relativamente ao primeiro semestre de 2016, passando a cifrar-se em 0,8% do ativo, o que representa uma queda equivalente a 0,24 p.p. Esta evolução, que reflete exclusivamente a diminuição do fluxo de imparidades e provisões associadas

a crédito, contribuiu positivamente para o aumento da rendibilidade no semestre e, também, para a diminuição significativa do custo do risco, uma vez que mais do que compensou o efeito da queda da carteira de crédito bruto (Gráfico 3.20). O custo do risco e o fluxo de imparidades para crédito em percentagem do ativo total encontram-se já em linha com os valores observados no primeiro semestre de 2010, antes do início do Programa de Assistência Económica e Financeira. Todavia, o volume de empréstimos *non-performing* permanece elevado, não obstante a redução acentuada observada nos últimos doze meses. Assim, a necessidade de continuar a reforçar os rácios de cobertura de NPL por imparidades deverá prosseguir, com potenciais consequências para a rendibilidade do sistema bancário e sobre o custo do risco.

Os custos com imparidade constituem o principal elemento diferenciador da rendibilidade do sistema português face aos seus pares europeus

No primeiro semestre de 2017, o sistema bancário português encontrava-se relativamente em linha com os seus pares na área do euro

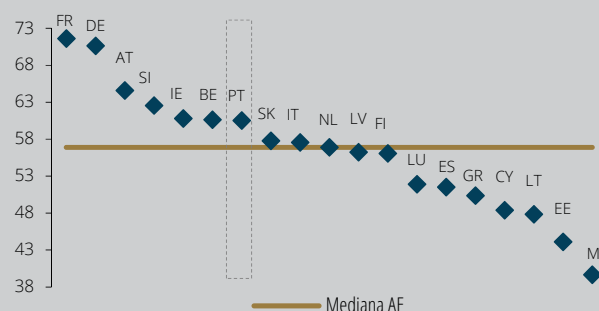
Gráfico 3.16 • Cost-to-Income (Ctl)



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: O Cost-to-Income recorrente corresponde aos custos operacionais em percentagem do agregado da margem financeira e das comissões (líquidas). Valores semestrais anualizados.

Gráfico 3.17 • Comparação internacional do rácio Cost-to-Income - 1.º sem. de 2017 | Em percentagem



Fonte: Banco Central Europeu (Consolidated Banking Data).

Gráfico 3.18 •
Número de
empregados
bancários –
Comparação
internacional | Por
mil habitantes

Fonte: Banco Central Europeu (*Banking Structural Financial Indicators*) e Eurostat.
Notas: Os valores da comparação internacional dizem respeito ao final de 2016. Apenas são considerados os empregados bancários do perímetro doméstico.

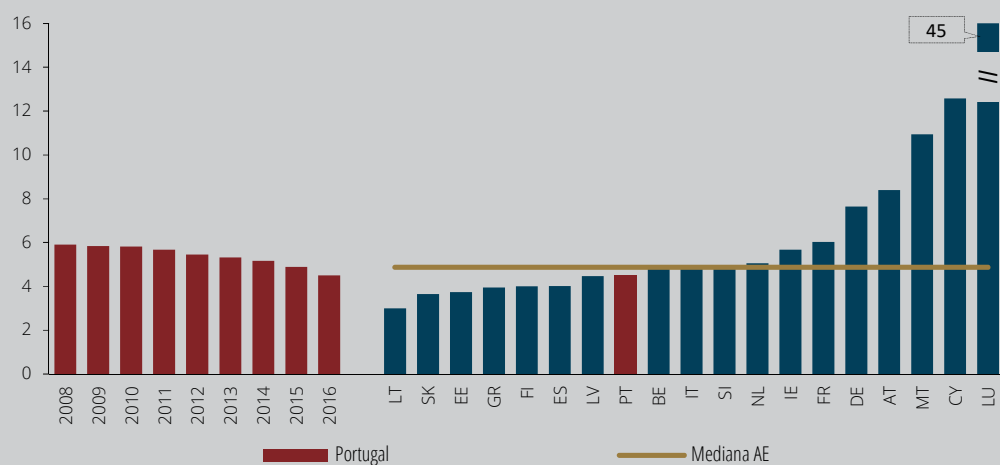


Gráfico 3.19 •
Número de balcões
– Comparação
internacional | Por
dez mil habitantes

Fonte: Banco Central Europeu (*Banking Structural Financial Indicators*) e Eurostat.
Notas: Os valores da comparação internacional dizem respeito ao final de 2016. Apenas são considerados os balcões do perímetro doméstico.

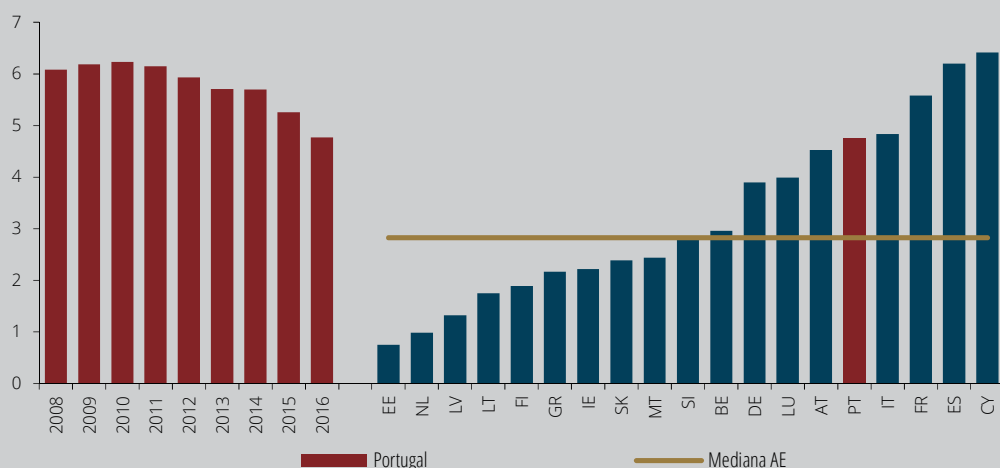
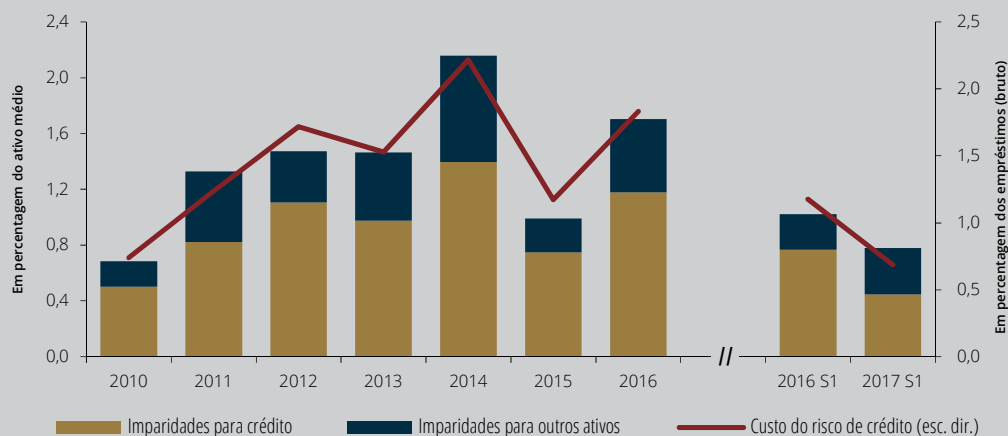


Gráfico 3.20 •
Fluxo de
imparidades
e custo do risco

Fonte: Banco de Portugal.
Notas: O custo do risco de crédito corresponde ao fluxo das imparidades e provisões para crédito em percentagem do total do crédito bruto médio concedido a clientes. Valores semestrais anualizados.



no que respeita ao contributo para o ROA das diversas rubricas da conta de exploração, com exceção das imparidades (Gráfico 3.21). Com efeito, a posição significativamente desfavorável de Portugal face à mediana dos países da área do euro ao nível das imparidades (o quarto país com o nível mais elevado de imparidades em percentagem do ativo), determinou, em grande medida, a menor rendibilidade do sistema português.

Apesar da recuperação no primeiro semestre de 2017, a rendibilidade permanece em níveis reduzidos e, tal como observado nos períodos mais recentes, a sua evolução futura estará muito dependente da dinâmica de reconhecimento de perdas por imparidade, sobretudo para crédito. Adicionalmente, existe um conjunto de fatores, de natureza diversa, que poderão ter um impacto significativo na evolução da rendibilidade.

As instituições necessitam de continuar o esforço de racionalização que tem vindo a ser desenvolvido ao longo dos últimos anos, promovendo uma maior eficiência na utilização dos recursos à sua disposição. Paralelamente, deverão continuar a melhorar os seus modelos e políticas de mensuração e controlo do risco, incluindo de *pricing* ajustado ao risco (Tema em Destaque "A segmentação do risco nos *spreads* implícitos nas taxas de juro dos novos empréstimos bancários a sociedades não financeiras").

A evolução do contexto macroeconómico e financeiro internacional, com especial destaque para as decisões de política monetária por parte do BCE, poderá ter um impacto relevante na capacidade das instituições gerarem níveis de rendibilidade superiores aos observados nos últimos anos.

Por sua vez, a generalização de novas formas de prestação de serviços financeiros através de plataformas digitais (*Fintech*), que atualmente ainda representam uma parcela residual dos mercados de serviços bancários e de pagamentos em Portugal, poderá acarretar desafios à geração de rendimentos associados à prestação destes serviços por parte das instituições financeiras tradicionais. Em paralelo, a crescente inovação tecnológica poderá permitir o alargamento da base de clientes e levar à criação de novos produtos e serviços financeiros, para além de permitir ganhos de eficiência na gestão e análise de informação. Por fim, a nível da regulação, importa mencionar que a eventual necessidade das instituições acederem aos mercados financeiros para emitirem instrumentos passíveis de absorver perdas (requisito mínimo de fundos próprios e de passivos elegíveis, MREL no acrónimo inglês), previsivelmente com custo superior aos restantes instrumentos, tenderá também a ter impacto na rendibilidade do setor.

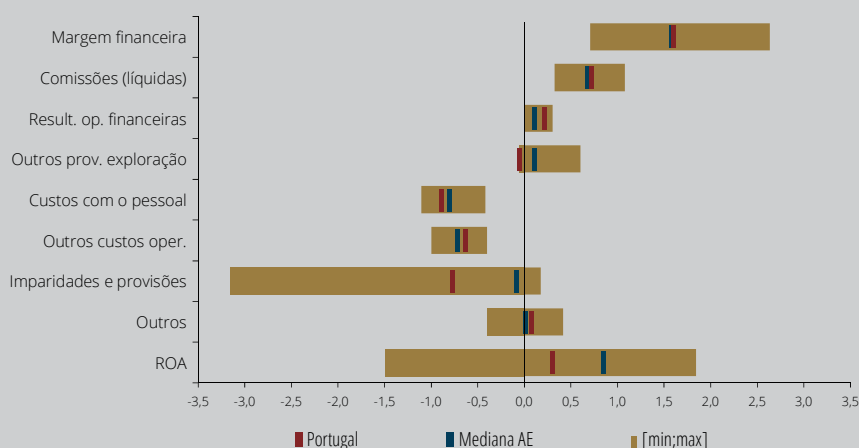


Gráfico 3.21 •
Comparação
internacional do
ROA e contributos -
1.º sem. de 2017
| Em pontos
percentuais

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

3.5. Capital

Os níveis de solvabilidade retomaram a tendência de reforço no primeiro semestre de 2017, recuperando da redução temporária ocorrida no final de 2016

No final do primeiro semestre de 2017, o rácio de fundos próprios *Common Equity Tier 1* (CET 1) do setor bancário português, considerando as disposições transitórias previstas no Regulamento n.º 575/2013 da União Europeia (*Capital Requirement Regulation* – CRR), cifrou-se em 13,2%, o que representa um aumento de 1,8 p.p. relativamente ao valor observado no final de 2016, e de 0,8 p.p. face ao final de 2015 (Gráfico 3.22). Note-se que o nível do rácio de adequação de capital no último trimestre de 2016 foi condicionado pelo esforço extraordinário de reconhecimento de imparidades que precedeu o processo de capitalização da CGD, conforme explicitado na edição de junho de 2017 do *Relatório de Estabilidade Financeira*.

A evolução positiva da posição de fundos próprios do sistema bancário no primeiro semestre de 2017 deveu-se, sobretudo, à concretização da referida operação de capitalização, mas também a operações de reforço dos fundos próprios realizadas por algumas instituições relevantes no sistema, nomeadamente, o BCP e a CEMG. Os contributos das rubricas de capital e de resultados para a evolução do rácio CET 1 do sistema encontram-se influenciados pela reclassificação de valores entre rubricas de fundos próprios decorrente dos termos da operação de capitalização da CGD¹⁵, em virtude da dimensão da mesma e do peso que a instituição tem no sistema bancário português. Excluindo os efeitos da referida reclassificação, estima-se que as operações de reforço de fundos próprios ocorridas no primeiro semestre de 2017 tenham tido um impacto positivo de 2,1 p.p. no rácio CET 1 do agregado.

Para a evolução positiva do rácio CET 1 contribuiu também a valorização dos títulos de dívida pública portuguesa classificados na carteira contabilística de ativos disponíveis para venda. O aumento desta rubrica no semestre em análise foi transversal às sete maiores instituições bancárias. Em sentido contrário, e à semelhança dos períodos anteriores, a eliminação gradual das disposições transitórias estabelecidas no CRR e na Diretiva 2013/36 da UE (*Capital Requirements Directive* – CRD IV), que permitem um ajustamento progressivo aos novos requisitos regulamentares, teve um impacto negativo estimado de 0,74 p.p. no rácio CET 1 do sistema bancário.

A diminuição do ativo total do sistema bancário *per se* voltou a dar um contributo positivo para o incremento do rácio CET 1, em linha com a tendência observada nos últimos períodos, embora significativamente inferior ao contributo decorrente da diminuição dos ativos ponderados pelo risco (*Risk Weighted Assets* – RWA). Com efeito, observou-se, no semestre em análise, uma diminuição, em 2,8 p.p. do ativo (para 56,1%), do ponderador médio de risco das exposições, muito mais acentuada do que nos períodos anteriores (Gráfico 3.23). Esta redução, comum às maiores instituições do sistema, reflete também, em larga medida, a alienação do Banco de Fomento de Angola por parte do BPI (operação concretizada no início de 2017). Excluindo o efeito deste evento não recorrente, estima-se que o ponderador médio de risco do sistema bancário tenha decrescido 1,6 p.p. do ativo entre o final de 2016 e junho de 2017. Ainda assim, esta diminuição foi superior à dos períodos mais recentes, o que terá estado associado a um aumento mais significativo da exposição a dívida pública (com ponderador de risco nulo).

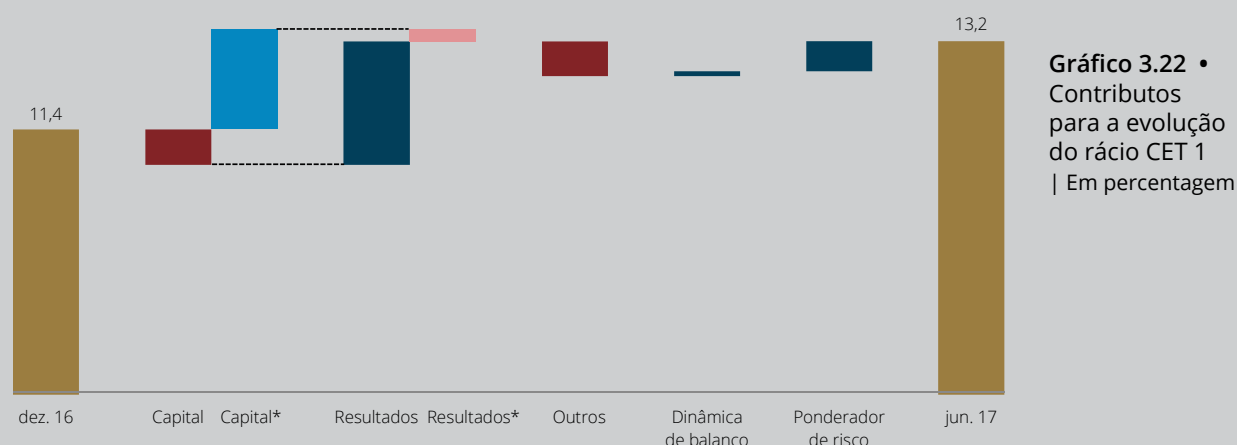
Os rácios *Tier 1* e de solvabilidade total do sistema bancário aumentaram 2,1 p.p. e 2,2 p.p. no semestre, passando a cifrar-se em 13,8% e 14,4%, respetivamente. Esta evolução decorreu, essencialmente, do aumento da

componente CET 1 e, de forma mais residual, do incremento da componente de fundos próprios adicionais de nível 1 (AT 1, na sigla inglesa) resultante da emissão realizada pela CGD no âmbito do seu plano de capitalização¹⁶. De notar que a estrutura de fundos próprios da maioria das instituições mais representativas do sistema quase não contempla elementos de capital AT 1, tendo estes um peso muito reduzido no total de fundos próprios do sistema. De igual forma, os elementos de capital Tier 2, que aumentaram ligeiramente no semestre, assumem uma importância diminuta.

Apesar de subsistirem diferenças entre as principais instituições, a distribuição do rácio CET 1 referente a junho de 2017 revela uma menor heterogeneidade face ao final de 2016

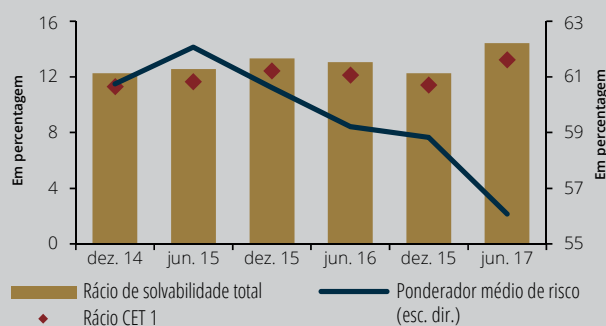
(Gráfico 3.24). As supramencionadas operações de reforço de fundos próprios, com especial destaque para a operação da CGD, refletiram-se numa maior concentração de instituições com rácios de capital em torno do nível médio do sistema. Todavia, conforme já mencionado no *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2017, à heterogeneidade decorrente da aplicação dos requisitos de Pilar 2, específicos de cada uma das instituições, irá acrescer, a partir de 2018, a associada aos requisitos de *buffer* de O-SII, também próprios de cada uma das instituições (Capítulo 1).

Não obstante a melhoria significativa dos rácios de capital do sistema bancário português no primeiro semestre de 2017, o mesmo continua a apresentar um rácio CET 1 inferior à mediana dos



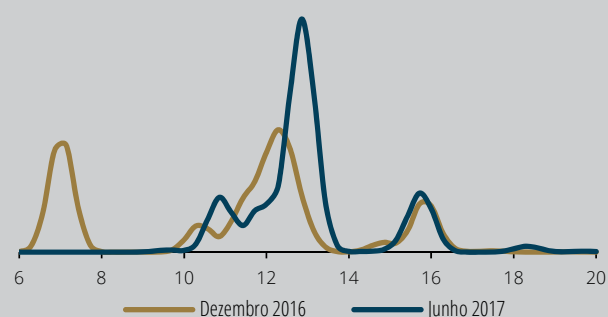
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A componente Outros inclui, entre outros, reservas de reavaliação de ativos ao justo valor, ajustamentos decorrentes da aplicação das disposições transitórias previstas no CRR, incluindo relativas a opções e discricionariedades nacionais. As barras vermelhas correspondem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

Gráfico 3.23 • Rácio CET 1, rácio de solvabilidade total e ponderador médio de risco | Em percentagem



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

Gráfico 3.24 • Distribuição do rácio CET1 | Em percentagem



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

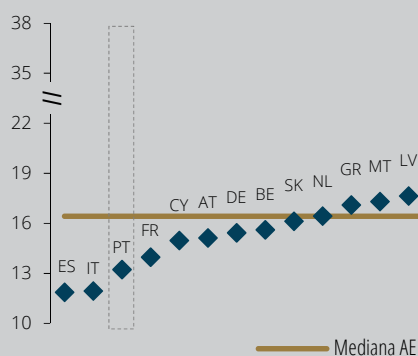
restantes países da área do euro (Gráfico 3.25). Ainda assim, é de notar que face ao terceiro trimestre de 2016 a posição do sistema bancário português é relativamente menos desfavorável. De realçar, porém, que da mesma forma que a nível nacional são naturais diferenças entre os rácios de capital das diferentes instituições, o mesmo acontece quando se fazem comparações entre países. De facto, os rácios dos diferentes países refletem requisitos mínimos padronizados (grosso modo, os de pilar 1), requisitos específicos por instituição (refletindo avaliações de risco individuais – pilar 2), e ainda requisitos de natureza macroprudencial. Estes últimos dependerão de riscos identificados a nível nacional, refletindo diferentes conjunturas macroeconómicas e financeiras, entre outras idiosincrasias nacionais, mas também poderão ser específicos a determinadas instituições, nomeadamente os requisitos sobre as O-SIIs.

Refletindo os aumentos de capital e a tendência de redução da atividade, o rácio de alavancagem do sistema bancário (que não pondera os ativos pelo risco) ascendeu a 7,5% no final de junho de 2017, o que representa um aumento de 0,9 p.p. face ao final de 2016. A entrada em vigor de um requisito mínimo de 3%, expectável no decurso do próximo ano à luz do Acordo de Basileia III, não deverá acarretar quaisquer constrangimentos à atividade das instituições portuguesas, dado que o rácio de alavancagem se encontra genericamente bastante acima deste valor mínimo, mesmo

considerando uma definição de capital *Tier 1* mais exigente (*fully phased-in*) (este tema é abordado no Tema em destaque “Rácio de alavancagem dos bancos – o caso português”).

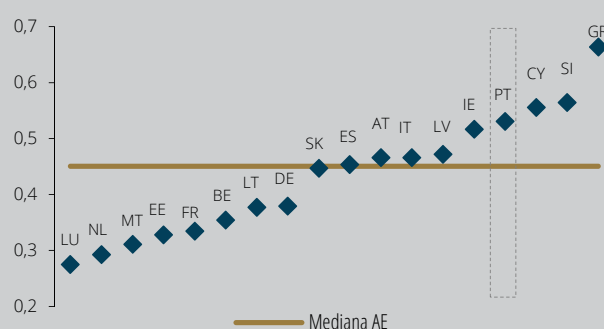
Em termos internacionais, o rácio de RWA por unidade de ativo do sistema bancário português é dos mais elevados da área do euro, o que contrasta com a comparação internacional dos rácios prudenciais de capital. Esta alteração na posição relativa do sistema bancário nacional reflete, *inter alia*, o menor recurso a modelos internos de notação de risco de crédito (IRB, na sigla inglesa) pelos bancos portugueses para determinar os seus requisitos de capital face aos seus pares da área do euro (Gráfico 3.26). Neste contexto, importa realçar que apesar dos méritos da utilização da abordagem IRB na mensuração do risco das exposições e, por conseguinte, na determinação dos requisitos de capital por parte das instituições, o elevado grau de flexibilidade na sua implementação acarreta questões de comparabilidade e de consistência entre as instituições e, em última análise, de transparência¹⁷. Neste sentido a EBA publicou, em julho de 2016, o projeto final de normas técnicas regulamentares que visam promover uma harmonização na avaliação prudencial por parte das autoridades nacionais competentes e cuja implementação deverá estar concluída até ao final de 2020¹⁸. Por seu lado, o BCE lançou, no final de 2015, um projeto de análise específica dos modelos internos das instituições (*targeted review of internal models* – TRIM, na sigla inglesa), que deverá terminar em 2019, com vista

Gráfico 3.25 • Comparação internacional do rácio CET1 - junho de 2017 | Em percentagem



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

Gráfico 3.26 • Comparação internacional do ponderador médio de risco - junho de 2017 | Em percentagem



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

Nota: A Finlândia não foi considerada por indisponibilidade de dados.

a reduzir a variabilidade no apuramento dos RWA e do qual poderá resultar uma redução dos rácios de capital prudencial de algumas instituições.

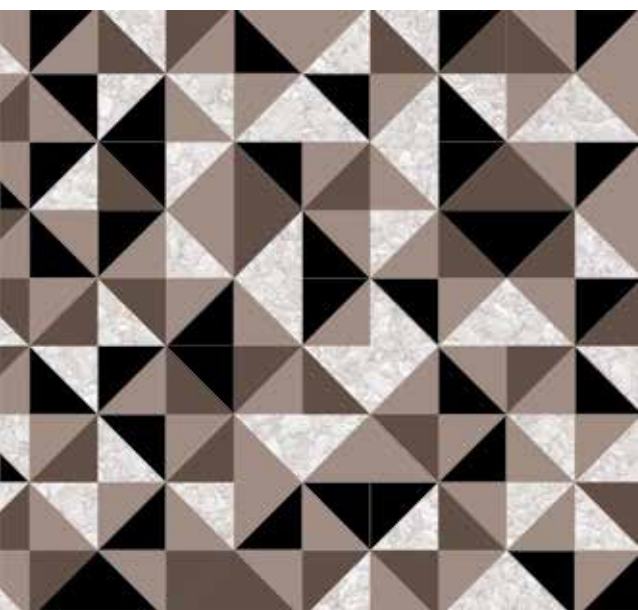
Por último, importa mencionar que a conclusão do processo de venda do Novo Banco no último trimestre do ano¹⁹, para além de reduzir a

incerteza sobre o setor, irá implicar um aumento de capital no valor de 1 mil milhões de euros até ao final de 2017, reforçando ainda mais a posição de fundos próprios do sistema, facilitando a redução de NPL e tornando-o mais resiliente perante potenciais choques adversos.

Notas

1. A análise do sistema bancário português considera a informação reportada ao abrigo das normas técnicas de execução (ITS, na sigla anglófona) da EBA, no que diz respeito ao relato para fins de supervisão, definidas a nível europeu. A adoção dos novos reportes levou à revisão do universo de instituições sob análise, tendo sido garantida a consistência com os anteriores reportes. Adicionalmente, procedeu-se à revisão da definição de algumas variáveis consideradas. Para mais informações ver Nota da publicação “Sistema Bancário Português: desenvolvimentos recentes”, Banco de Portugal, 4º trimestre de 2016. Para complementar a informação de supervisão, em particular para um detalhe adicional acerca dos desenvolvimentos na atividade doméstica, é analisada informação estatística de balanço e de taxas juro reportada ao abrigo das Estatísticas Monetárias Financeiras (instrução n.º 25/2014 do Banco de Portugal), para o universo das instituições financeiras monetárias residentes, em base individual.
2. A venda parcial da participação do BPI na operação em Angola resultou, no final de 2016, na reclassificação de ativos (e passivos) referentes a esta atividade como Outros ativos (e Outros passivos). No primeiro trimestre de 2017, com a concretização desta operação, estes ativos (passivos) foram desconsolidados do balanço da instituição.
3. No final de outubro, foi anunciada a criação de um novo produto de poupança emitido pelo Setor Público, os Certificados do Tesouro Poupança Crescimento (CTPC), substituindo os Certificados do Tesouro Poupança Mais (CTPM). A taxa de rentabilidade do novo produto estará mais alinhada com as atuais taxas de juro praticadas no mercado, o que implica uma menor remuneração face ao produto que vem substituir.
4. O rácio de cobertura de liquidez (*liquidity coverage ratio*) resulta da divisão entre os ativos líquidos não onerados e de qualidade elevada, e o total de saídas líquidas de fundos durante um período de tensão de 30 dias de calendário.
5. Estes ativos caracterizam-se por serem rapidamente convertidos em numerário nos mercados privados, num curto período de tempo e sem perda significativa de valor. Para mais detalhe ver o artigo 3.º do Regulamento Delegado 2015/61 da Comissão Europeia que completa o Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho.
6. O requisito de cobertura de liquidez está a ser implementado de forma faseada: 80% a partir de 1 de janeiro de 2017 e 100% a partir de 1 de janeiro de 2018.
7. Para mais detalhe acerca da identificação de Outras Instituições de Importância Sistémica (O-SIIs) a nível doméstico ver nota metodológica do Banco de Portugal disponível em: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/doc_osii_pt_0.pdf.
8. O *gap* de liquidez define-se como a diferença entre ativos líquidos e passivos voláteis em proporção da diferença entre ativo total e ativos líquidos, em cada escala cumulativa de maturidade residual. Os indicadores foram calculados com base nos dados e nos conceitos definidos na Instrução do Banco de Portugal n.º 13/2009. Este indicador permite caracterizar de forma abrangente a situação de liquidez dos bancos, ao considerar um conjunto alargado de ativos e passivos e as suas respetivas maturidades residuais.
9. Devido à alteração da estrutura acionista do Banco BPI, ocorrida no início deste ano, este passou a ser considerado como instituição não doméstica.
10. A definição de empréstimos *non-performing* segue normas internacionais. Para mais detalhes ver Tema em destaque “Conceitos utilizados na análise da qualidade do crédito”, *Relatório de Estabilidade Financeira*, novembro de 2016.
11. Ao contrário do que ocorre na restante análise do setor bancário, neste ponto, o conceito de empréstimos inclui, também, disponibilidades e aplicações em bancos centrais e em outras instituições de crédito. Além disso, o valor de empréstimos considerado é o valor bruto e exclui os empréstimos classificados como “detidos para negociação”. Para mais informações veja-se o Regulamento de execução (UE) n.º 680/2014 parte 2 pontos 45, 109 e 145 a 162.
12. A evolução da rubrica de resultados de operações financeiras no semestre foi determinada quase exclusivamente por uma instituição e reflete o aumento expressivo dos resultados de ativos financeiros detidos para negociação e avaliados ao justo valor, em particular os provenientes da carteira de derivados associados a cobertura de risco de taxa de juro, que mais do que compensou a queda substancial dos resultados associados a ativos e passivos financeiros não avaliados ao justo valor.
13. Na sequência da venda do BFA por parte do BPI, o montante de reservas cambiais negativas acumuladas resultante de variações cambiais adversas registadas na conversão das demonstrações financeiras do BFA de *kwanzas* para euros (182,1 milhões de euros), deixou de ser considerado no capital próprio, tendo sido registado na rubrica de Outros resultados pagos.
14. Excluindo o efeito dos custos associados a processos de reestruturação por parte de duas grandes instituições, no primeiro semestre de 2017, estima-se que os custos operacionais teriam diminuído, aproximadamente, o dobro do registado face ao primeiro semestre de 2016.
15. A operação de capitalização da CGD configurou uma “operação harmónio”. Numa primeira fase teve lugar uma redução do capital no valor de 6 mil milhões de euros para fazer face aos resultados negativos acumulados e para a criação de uma reserva livre, indispensável ao sucesso da emissão de dívida subordinada (perpétua) por parte da instituição (condição *sine qua non* para a operação ser autorizada pela Comissão Europeia ao abrigo das regras da UE em matéria de auxílios estatais). A redução do capital num primeiro momento foi parcialmente compensada com uma injeção de novo capital, no valor de 2,5 mil milhões de euros, efetuada na segunda fase do processo. O contributo muito expressivo da rubrica de resultados para o aumento do rácio CET 1 no primeiro semestre de 2017 espelha, acima de tudo, o incremento de 6 mil milhões de euros da rubrica de resultados transitados que resultou da reclassificação explicitada.
16. Esta emissão, cifrada em 500 milhões de euros, ocorreu em março de 2017 e será complementada com uma nova emissão da mesma natureza, no valor de 430 milhões de euros, que deverá ocorrer até setembro de 2018.
17. Santos, J. e Plosser, M., (2014). “Banks’ Incentives and the Quality of Internal Risk Models”, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 704, refletem sobre a utilização de modelos de risco interno e sobre os incentivos das instituições para condicionar a determinação de parâmetros chave nesses modelos.
18. Ver o documento de reflexão da EBA, “Future of the IRB Approach” (<http://www.eba.europa.eu/documents/10180/1003460/EBA-DP-2015-01+DP+on+the+future+of+IRB+approach.pdf>) e o projeto final de normas técnicas regulamentares (<https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1525916/Final+Draft+RTS+on+Assessment+Methodology+for+IRB.pdf/e8373cbc-cc4b-4dd9-83b5-93c9657a39f0>).
19. Sobre a conclusão deste processo, ver <https://www.bportugal.pt/comunicado/comunicado-do-banco-de-portugal-sobre-conclusao-da-venda-do-novo-banco>.





4. Temas em destaque

Estratégia para lidar com o *stock* de *non-performing loans* (NPL)

A segmentação do risco nos *spreads* implícitos nas taxas de juro dos novos empréstimos bancários a sociedades não financeiras

Rácio de alavancagem dos bancos
– o caso português

Estratégia para lidar com o *stock* de *non-performing loans* (NPL)

Como já referido em edições anteriores do *Relatório de Estabilidade Financeira*,¹ a redução do elevado *stock* de NPL exige uma estratégia abrangente, que envolve a atuação em diferentes áreas e a coordenação entre as várias entidades envolvidas. A estratégia a seguir deve ter em conta que os ativos que compõem o *stock* de NPL, designadamente no setor bancário português, são bastante heterogéneos, em particular na parte associada a sociedades não financeiras (SNF), que corresponde a cerca de 65% do atual *stock* de NPL (27.2 mil milhões de euros, em junho de 2017). Essa heterogeneidade é evidente, por exemplo, a nível do setor de atividade, da dimensão e da situação económico-financeira das SNF em causa.

O presente tema em destaque tem como objetivo sistematizar as medidas que têm vindo a ser adotadas para fazer face ao problema em questão, começando por as enquadrar na esfera europeia e evidenciando a pressão significativa a que os bancos estão sujeitos para reduzir o *stock* de NPL, terminando com a descrição dos últimos desenvolvimentos associados à estratégia para lidar com o *stock* de NPL em Portugal.

Enquadramento Europeu

A necessidade de solucionar o problema do elevado *stock* de NPL no setor bancário de alguns Estados-Membros da União Europeia tem vindo a ser abordada não apenas a nível de cada um desses Estados-Membros, mas também a nível europeu, concretizando-se em múltiplas iniciativas.

Para além de todo o trabalho desenvolvido diretamente com as instituições de crédito, no desempenho da sua função de supervisor, o BCE, no contexto do Mecanismo Único de Supervisão (MUS), publicou, em março de 2017, um documento intitulado *Guidance to banks on non-performing loans (Guidance)*.² Como abordado na anterior edição do *Relatório*

de Estabilidade Financeira, esta Guidance foca-se na gestão do *stock* desses ativos, divulgando as expectativas “qualitativas” do supervisor quanto a este tema, com vista a desenvolver uma abordagem holística a respeito do mesmo, incluindo domínios como a governação e a gestão do risco.

No seguimento deste trabalho, o MUS submeteu a consulta pública, no início de outubro de 2017, uma proposta de adenda “quantitativa” às suas orientações sobre NPL.³ Nesta proposta de adenda, o MUS apresenta as expectativas da supervisão no que respeita aos níveis mínimos de provisões para fins prudenciais, a aplicar a novos NPL classificados como tal a partir de 1 de janeiro de 2018. Em concreto, esta proposta de adenda considera o período de tempo que o crédito está classificado como NPL e a eventual existência de garantias, e determina que “as instituições de crédito devem assegurar uma cobertura total da parte não garantida dos novos NPL ao fim de, no máximo, 2 anos e da parte garantida ao fim de, no máximo, 7 anos.” Qualquer desvio a esta orientação deverá ser explicado às autoridades de supervisão, sendo que posteriormente será avaliada a necessidade de aplicar medidas de supervisão adicionais. De referir que não é feita qualquer distinção sobre o tipo de NPL em causa (por exemplo, um crédito vencido há mais de 90 dias será tratado da mesma forma que um crédito classificado como *unlikely-to-pay*).⁴ A consulta terminará a 8 de dezembro de 2017, sendo que teve já lugar uma audição pública no passado dia 30 de novembro.

No comunicado do MUS relativo a esta proposta de adenda quantitativa, é ainda referido que, no que toca aos *stocks* de NPL, e sem prejuízo dos planos de redução de ativos não produtivos que foram solicitados e debatidos com as instituições de crédito, o MUS comunicará, antes do final do primeiro trimestre de 2018,

“as suas considerações relativamente a políticas complementares no sentido de resolver o problema dos atuais *stocks* de NPL, incluindo disposições transitórias apropriadas”.

Esta iniciativa do MUS deve ser enquadrada num contexto mais abrangente, designadamente nas Conclusões do Conselho de 11 de julho de 2017, adotadas pelo Conselho para as Questões Económicas e Financeiras (na sigla inglesa - ECOFIN, Economic and Financial Affairs Council), relativas ao “Plano de ação para combater os créditos não produtivos na Europa”.⁵ Estas Conclusões definem um conjunto de medidas a adotar por várias autoridades europeias e pelos Estados-Membros, com prazos distintos, que variam entre o verão de 2017 e o final de 2018, para “dar resposta aos volumes existentes de NPL bem como ao surgimento e acumulação de novos NPL nos balanços dos bancos”, tendo por base o relatório sobre os NPL elaborado pelo Subgrupo do Comité dos Serviços Financeiros.⁶

O plano definido é bastante abrangente, abordando um conjunto relativamente vasto de questões como a supervisão prudencial, a política macroprudencial, o mercado secundário de NPL ou o enquadramento legal aplicável. Assim, tendo em conta o número significativo de medidas em causa, salientam-se apenas as seguintes, por se relacionarem diretamente com as orientações recentemente divulgadas pelo MUS:

- Tal como previsto nas referidas Conclusões do Conselho, a Comissão Europeia veio clarificar a sua interpretação dos poderes de supervisão atualmente estabelecidos na legislação da União Europeia quanto à sua utilização relativamente às políticas de constituição de provisões dos bancos para NPL nos termos do artigo 16.º do Regulamento (UE) n.º 1024/2013 do Conselho, de 15 de outubro de 2013 (Regulamento MUS)⁷ e do artigo 104.º da Diretiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013 (CRD IV, sigla em inglês de Capital Requirements Directive)⁸. Mais concretamente, a Comissão Europeia veio clarificar, no relatório sobre o MUS publicado em 11 de outubro de 2017, que, ao abrigo dos artigos acima referidos,

o MUS poderá requerer às instituições de crédito a aplicação de ajustamentos específicos (como, por exemplo, a dedução a fundos próprios) quando o tratamento contabilístico adotado por essas instituições não for considerado prudente na perspetiva de supervisão.⁹ No seguimento desta interpretação, e de acordo com as conclusões do Conselho, este poderá vir a ponderar, se adequado e depois de uma análise de vantagens e desvantagens, uma eventual alteração do artigo 104.º da CRD IV no contexto da revisão em curso do pacote CRR/CRD IV.

- Adicionalmente, e ainda de acordo com as referidas Conclusões, a Comissão Europeia deve ponderar, no quadro da revisão em curso do pacote CRR/CRD IV, “a introdução de mecanismos de apoio prudenciais aplicáveis a novos créditos concedidos para fazer face a uma potencial insuficiência de provisões; estes mecanismos de apoio estatutários poderão assumir a forma de deduções prudenciais obrigatórias dos NPL aos fundos próprios, na sequência de uma avaliação das calibrações mais adequadas em sintonia com as práticas internacionais”.

Com efeito, e no seguimento da sua Comunicação sobre a conclusão da União Bancária, publicada também em 11 de outubro de 2017, a Comissão Europeia divulgou um documento de consulta, no dia 10 de novembro de 2017, para recolher a opinião dos *stakeholders* quanto à possível introdução de níveis mínimos de provisionamento que os bancos devem constituir para os novos créditos que venham a ser concedidos e que venham a ser classificados como NPL.^{10,11} De referir que esta consulta da Comissão decorre em simultâneo com a consulta pública do BCE sobre a já referida proposta de adenda “quantitativa” e que incide sobre os novos NPL.

Existe, assim, alguma incerteza quanto às regras e/ou orientações que poderão vir a ser definidas no que toca ao provisionamento para fins prudenciais de novos NPL (sejam eles provenientes de empréstimos já concedidos ou de novos empréstimos) e sobre o *stock* de

NPL. É porém certa a significativa pressão que os bancos com elevados *stocks* de NPL enfrentam na atual conjuntura por parte do supervisor e do regulador.

Estratégia para lidar com o *stock* de NPL em Portugal

A nível nacional, a estratégia de redução de ativos não produtivos assenta primordialmente em três pilares interdependentes e complementares: (i) revisão do enquadramento legal, judicial e fiscal; (ii) ações de supervisão microprudencial, no âmbito do MUS; e (iii) gestão dos *portfolios* de NPL, incluindo possíveis medidas sistémicas.

- Enquadramento legal, judicial e fiscal

Conforme se referiu acima, a redução do *stock* de NPL exige a adoção de uma estratégia abrangente e coordenada, na qual se afigura imprescindível, entre outras medidas, a introdução de alterações legislativas que procurem corrigir algumas das insuficiências que parecem resultar da aplicação prática do regime atualmente em vigor.

Através da Resolução do Conselho de Ministros n.º 42/2016, de 18 de agosto, o Governo aprovou, tendo por base o trabalho desenvolvido pela Estrutura de Missão para a Capitalização de Empresas, o “Programa Capitalizar” enquanto iniciativa estratégica de apoio à capitalização das empresas, à recuperação do investimento e ao relançamento da economia. De entre as medidas abrangidas pelo referido Programa, destacam-se as seguintes, tendo em consideração o potencial impacto das mesmas na redução dos NPL:

- Medidas em fase de preparação pelo Governo ou de aprovação pela Assembleia da República
 - a. Criação de um mecanismo de *early warning* por parte do IAPMEI, nos termos do qual se faculta aos titulares dos órgãos de administração das SNF informações sobre a situação económica e financeira das empresas em causa, incluindo eventuais sugestões de atuação. O objetivo essencial desta medida

será o de evitar situações em que as SNF em situações de dificuldade financeira adiem o recurso a medidas de reestruturação que possam evitar a verificação de dificuldades acrescidas no futuro (e, no limite, a sua insolvência).

- b. Criação de um regime de conversão em capital de créditos detidos sobre uma sociedade comercial, nos termos do qual os credores poderão propor à sociedade a conversão dos seus créditos em capital social, quando se verifiquem determinados pressupostos (designadamente, o capital próprio da sociedade ser inferior ao capital social, e estarem em mora superior a 90 dias créditos não subordinados sobre a sociedade de valor superior a 10% do total de créditos não subordinados). Uma vez recebida a proposta de conversão, deve ser imediatamente convocada a assembleia geral da sociedade, com o objetivo de aprovar ou recusar as deliberações referidas na proposta. Sendo recusada a proposta, não sendo realizada assembleia geral ou não sendo aprovadas ou executadas as deliberações nela previstas no prazo de 90 dias a contar da data de receção da proposta, podem os credores proponentes requerer ao tribunal competente para o processo de insolvência o suprimento judicial da deliberação de alteração social (Proposta de Lei n.º 85/XIII, em apreciação na Assembleia da República). Esta medida assume especial importância num contexto em que a viabilização de uma percentagem significativa de SNF em situação de dificuldade financeira está dependente do reforço da sua estrutura de capital.

- c. Criação do Regime Extrajudicial de Recuperação de Empresas (RERE), que substitui o Sistema de Recuperação de Empresas por via Extrajudicial (SIREVE), através do qual um devedor que se encontre em situação económica difícil ou de insolvência iminente poderá encetar negociações com todos ou alguns dos seus credores com vista a alcançar um acordo – voluntário e, por regra, confidencial – tendente à sua recuperação

(Proposta de Lei n.º 84/XIII, em apreciação na Assembleia da República). Face às lições extraídas a partir do funcionamento do SIREVE, afigura-se relevante tornar o processo extrajudicial de recuperação de empresas o mais ágil e eficiente possível, e de preferência dotando-o igualmente dos benefícios fiscais e emolumentares de que o Processo Especial de Revitalização (PER) já beneficia.

d. Aprovação do estatuto do Mediador de Recuperação de Empresas, que será a pessoa incumbida de prestar assistência a uma empresa devedora que se encontre em situação económica difícil ou em situação de insolvência, nomeadamente em negociações com os seus credores com vista a alcançar um acordo extrajudicial de reestruturação que vise a sua recuperação (Proposta de Lei n.º 83/XIII, em apreciação na Assembleia da República). Esta medida tem como objetivo essencial o de aumentar a taxa de sucesso dos processos de recuperação e reestruturação empresarial, pela via do apoio prestado, através dos mediadores em causa, à empresa devedora aquando da negociação com os credores.

e. Criação de um Balcão Único para a gestão articulada dos créditos da Segurança Social e da Autoridade Tributária e Aduaneira sobre empresas no âmbito de processos de insolvência (o artigo 5.º da Lei n.º 100/2017, de 28 de agosto, refere esta iniciativa, mas deixa à regulação por decreto-lei a possibilidade de criação do referido Balcão Único). A medida em causa visa tornar mais eficiente a articulação entre os diferentes credores públicos envolvidos em processos de reestruturação e insolvência de SNF.

– Medidas aprovadas

a. Introdução de alterações no PER, designadamente procurando evitar que empresas insolventes acedam ao mesmo, através da exigência de que, para que o PER seja iniciado, seja apresentada uma declaração subscrita há não mais de 30 dias, por contabilista certificado ou por revisor oficial de

contas, atestando que o devedor não se encontra em situação de insolvência atual.

b. Criação de um mecanismo simplificado de aumento do capital social por conversão de suprimentos, cuja eficácia fica dependente da não oposição expressa dos demais sócios (Decreto-Lei n.º 79/2017, de 30 de junho). Esta medida insere-se no âmbito do conjunto de medidas que visam promover o nível de capitalização das SNF em Portugal.

c. Criação do regime da apropriação do bem empenhado no penhor mercantil, através do qual as partes podem convencionar, se o prestador da garantia for comerciante, que o credor, em caso de incumprimento, se aproprie da coisa ou do direito empenhado, pelo valor que resulte de avaliação (pacto marciano). O modo e os critérios de avaliação devem ser estabelecidos no contrato e o credor fica obrigado a restituir ao devedor a soma correspondente à diferença entre o valor do bem e o montante em dívida (Decreto-Lei n.º 75/2017, de 26 de junho). Esta medida, semelhante a uma medida recentemente introduzida no ordenamento jurídico italiano, visa agilizar os processos de apropriação de bens por parte dos credores, aplicando-se apenas a novos créditos.

d. No âmbito fiscal, o Orçamento do Estado para 2018 vem introduzir duas medidas que visam promover a capitalização das empresas portuguesas: por um lado introduz deduções fiscais associadas à remuneração convencional do capital social, calculada mediante a aplicação de uma taxa ao montante das entradas realizadas, dentro de um limite definido, já não apenas por entregas de dinheiro, mas também através da conversão de créditos, no âmbito da constituição de sociedade ou do aumento de capital. Por outro lado, passa a contemplar a possibilidade, sob determinadas condições, do sujeito passivo de IRS que realize entradas de capital em dinheiro a favor de uma sociedade na qual detenha uma participação social deduzir até uma determinada percentagem dessas entradas ao montante bruto dos lucros

colocados à disposição por essa sociedade ou, no caso de alienação dessa participação, ao saldo apurado entre as mais-valias e menos-valias realizadas nos termos da lei.

- Supervisão microprudencial, no contexto do MUS

O Banco de Portugal, no contexto do MUS, estabeleceu como uma das principais prioridades da supervisão para 2016 e 2017 a redução do elevado rácio de NPL no setor bancário português. Foi, assim, definido um conjunto de iniciativas/medidas para abordar esta vulnerabilidade do setor, que veio aprofundar algumas das medidas tomadas nos anos anteriores, reforçando a ação de supervisão no que respeita ao acompanhamento da qualidade dos ativos dos bancos. Estas iniciativas, detalhadas no *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2017, têm prosseguido de acordo com o planeado, destacando-se as seguintes medidas, especialmente direcionadas para as instituições que apresentam um nível de NPL mais elevado:

- Diálogo com as instituições bancárias e as auditoras no sentido de sensibilizar para as preocupações prudenciais e a perspetiva da supervisão, bem como discutir estratégias de solução e monitorizar os resultados atingidos pelas instituições. Este diálogo focalizou-se inicialmente na dimensão e severidade dos ativos não produtivos em cada instituição bancária e, mais recentemente, em questões relacionadas com a adoção da IFRS 9¹².
- Solicitação de informação granular sobre NPLs, pelo Banco de Portugal para as Instituições menos significativas e pelo BCE para as instituições significativas, a qual tem permitido desenvolver um diagnóstico aprofundado da situação e assegurar um acompanhamento mais sustentado dos resultados obtidos.
- Monitorização do cumprimento dos planos de redução de ativos não produtivos apresentados pelas instituições bancárias. De recordar, que estes planos, apresentados por solicitação do Banco de Portugal ou das

Joint Supervisory Teams (JST) no caso das Instituições Significativas, no contexto do MUS, incluem objetivos operacionais concretos, por classe de ativos e horizonte temporal, tendo sido definidos após um processo iterativo entre a supervisão e a gestão dos bancos com o objetivo de estabelecer planos robustos, ambiciosos e credíveis.

- Acompanhamento para as instituições significativas do cumprimento das orientações constantes da já referida *"Guidance to banks on non-performing loans"* publicada pelo BCE em março de 2017.

- Gestão dos *portfolios* de NPL, incluindo possíveis medidas sistémicas

O primeiro e segundo pilares da estratégia para lidar com o *stock* de NPL em Portugal são suportados por medidas adotadas pelo Governo (componente legal, judicial e fiscal) e pelo supervisor (no quadro do MUS). No que respeita ao terceiro pilar, espera-se que a generalidade das ações decorra da iniciativa das próprias instituições de crédito, sem prejuízo da necessária coordenação com as restantes entidades envolvidas na estratégia global.

A gestão de *portfolios* de NPL é, efetivamente, da responsabilidade dos bancos que os detêm, tendo por base o enquadramento antes detalhado. Os bancos poderão optar entre diversas alternativas para a sua gestão, desde opções que incluam a manutenção dos ativos em balanço, se acompanhada por medidas efetivas que permitam transformar estes ativos em *performing*, até à venda dos mesmos (incluindo também a possibilidade de titularização deste tipo de ativos). Estas ações individuais, por sua vez, não devem afastar a avaliação da possibilidade de uma solução dirigida à generalidade do sistema bancário. No caso português, esta opção torna-se mais relevante devido não apenas ao ainda elevado *stock* de NPL, nomeadamente de SNF, como ao facto de muitos devedores terem contraído créditos em vários bancos. Tendo em conta os desenvolvimentos relevantes nesta linha de atuação,

apresenta-se de seguida a evolução dos trabalhos ao longo do último ano.

A avaliação da possibilidade de uma medida de redução de NPL dirigida à generalidade do sistema bancário teve como ponto de partida uma análise quantitativa abrangente e detalhada. Este estudo revelou-se determinante para a orientação dos trabalhos: tendo-se constatado a existência de segmentos de ativos que poderiam requerer soluções diferenciadas, o potencial de uma transferência “em bloco” da quase totalidade de NPL da generalidade dos bancos do sistema para uma sociedade de gestão de ativos, à semelhança do ocorrido em outros países europeus em anos recentes, foi dado como reduzido. Com efeito, a homogeneidade dos ativos selecionados parece ser um dos fatores críticos para o sucesso de uma sociedade de gestão de ativos.¹³

No decurso dos trabalhos, ficou também claro que o potencial para a referida transferência “em bloco” tem que ter em conta as seguintes restrições, que se encontram estreitamente inter-relacionadas:

- (i) Capital dos bancos – Assumindo uma solução inteiramente privada, é necessário ter em conta o preço a que os investidores, que suportem a sociedade de gestão de ativos, estão dispostos a comprar NPL e o consequente impacto que a transferência de um volume significativo de ativos pode ter no balanço dos bancos;
- (ii) Financiamento – Face às referidas condicionantes de uma solução privada, poder-se-ia considerar o envolvimento do Estado para diminuir o impacto em balanço de tal transferência. Este efeito poderia consubstanciar-se, entre outras alternativas, na participação do Estado na própria sociedade de gestão de ativos ou na concessão de garantias para o financiamento desta. Porém, na ausência de instrumentos à escala europeia aplicáveis a esta solução, teria de se tratar de uma intervenção do Estado português, com inevitáveis repercussões para as finanças públicas que têm que ser tomadas em linha de conta;

- (iii) Enquadramento regulamentar da União Europeia – Ainda que o financiamento público fosse uma opção a considerar – quer a nível europeu, quer a nível nacional –, as regras europeias subjacentes à criação de uma sociedade de gestão de ativos com algum tipo de apoio público seriam extremamente exigentes. Em particular, a aplicação do enquadramento de resolução¹⁴ e das regras de auxílios de Estado¹⁵ restringem grandemente soluções do tipo NAMA¹⁶ e SAREB¹⁷, atento o nível de absorção de perdas requerido e o total do envelope financeiro público passível de ser usado.

Dadas as condicionantes referidas, a concretização de uma transferência de ativos “em bloco” da quase totalidade de NPL da generalidade dos bancos do sistema para fora dos balanços tem-se revelado difícil, ainda que não deva ser excluída por inteiro já que poderá fazer sentido para alguns subgrupos de ativos não produtivos. Neste contexto, é ainda de ressaltar os trabalhos em curso a nível europeu sobre a criação de “um plano de ação para a potencial criação de sociedades de gestão de ativos”.^{18,19} Esta análise pretende estabelecer e harmonizar os princípios para a eventual constituição destas sociedades a nível nacional, nomeadamente através da clarificação dos requisitos de compatibilidade com o enquadramento regulamentar da União Europeia, já referido anteriormente.

Não obstante, dada a necessidade premente de abordar o *stock* de NPL no sistema bancário português, considerou-se relevante prosseguir a avaliação de possíveis soluções de cariz sistémico ainda que as mesmas não envolvessem *ab initio* a transferência de ativos para fora do balanço dos bancos. Tendo a análise quantitativa revelado, também, que a generalidade das empresas contraíram crédito junto de diversos bancos, os esforços foram redirecionados para a promoção de uma maior coordenação de credores para acelerar a reestruturação do crédito e/ou as vendas de NPL.

Foi, pois, neste contexto que surgiu a Plataforma de Gestão Integrada de Créditos Bancários – um agrupamento complementar

de empresas resultante de uma iniciativa conjunta da Caixa Geral de Depósitos, Millennium BCP e Novo Banco –, que tem por objeto a gestão integrada de créditos concedidos a SNF que sejam devedoras de vários bancos (exposições cruzadas) e que continuarão no balanço dos bancos em causa. Embora a Plataforma não se encontre ainda em pleno funcionamento, a intenção da sua constituição, formalizada num Memorando de Entendimento, foi anunciada ao mercado pelos três bancos acima referidos, no dia 28 de setembro.²⁰ Nesse comunicado são elencadas as principais características da iniciativa, sendo também avançada a possibilidade de abranger novos membros no futuro. A Plataforma não irá provocar uma diminuição significativa do nível de NPL no sistema no curto prazo, uma vez que não envolve uma transferência de ativos para fora do balanço dos bancos. Não obstante, deverá contribuir para o esforço global de redução de NPL, na medida em que visa *“aumentar a eficácia e celeridade nos processos de reestruturação dos créditos e das empresas”*. Em paralelo, poderá ter um efeito positivo sobre a atividade económica, e em particular sobre o processo de desalavancagem das SNF, ao estimular a reestruturação de empresas com viabilidade económica. Com efeito, surge entre os objetivos a prosseguir pela Plataforma o de *“apoiar a recuperação de setores da economia portuguesa, através da reestruturação de créditos e devedores e da viabilização de ativos empresariais”*. Ao envolver processos de reestruturação empresarial, a iniciativa pode beneficiar em grande medida de todos os aperfeiçoamentos que vierem a ser introduzidos a nível do enquadramento legal e judicial. Este ponto vem reforçar a importância das medidas do Programa Capitalizar acima detalhadas pelo contributo relevante que poderão ter para a redução dos NPL.

Para além dos benefícios associados a uma maior coordenação entre credores e à promoção da reestruturação de empresas viáveis,

a Plataforma apresenta a vantagem adicional de poder complementar outras iniciativas no âmbito da estratégia global de redução de NPL. Em particular, na medida em que se dirige a um conjunto específico de ativos – créditos que as instituições de crédito envolvidas detêm sobre devedores comuns, classificados como NPL –, não afasta à partida soluções que possam vir a ser desenvolvidas para outros segmentos de ativos não produtivos detidos pelas instituições de crédito.

De referir, por fim, que se é certo que as medidas a adotar pelos bancos nas suas estratégias de redução de NPL devem evitar situações de *fire sale*, com impacto potencialmente negativo sobre o setor bancário e sobre a atividade económica, também é certo que a solução para alguns ativos deve passar pela sua venda atempada ou por uma gestão ativa e efetiva desses ativos. Neste contexto, a distinção entre diferentes tipos de ativos (e, consequentemente, entre diferentes tipos de solução) é crucial, tomando em consideração a heterogeneidade significativa de NPL que se encontram no balanço dos bancos. Com efeito, e no que diz respeito, em particular, às SNF é essencial avaliar de forma rigorosa a sua viabilidade económica e financeira de forma a melhor definir as medidas a aplicar.

Notas

1. Ver, por exemplo, a edição do *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2017.
2. <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2017/html/sr170320.pt.html>.
3. <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ssm.pr171004.pt.html>.
4. Sobre os vários conceitos utilizados na análise da qualidade do crédito ver https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/ref_11_2016_pt.pdf. A categoria de *Unlikely-to-pay* inclui situações em que, não havendo crédito vencido, se considera improvável que o devedor cumpra integralmente com as suas obrigações sem a eventual execução de garantias.
5. <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2017/07/11-conclusions-non-performing-loans/>.
6. <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-9854-2017-INIT/en/pdf>.
7. Regulamento (UE) n.º 1024/2013 do Conselho, de 15 de outubro de 2013, que confere ao BCE atribuições específicas no que diz respeito às políticas relativas à supervisão prudencial das instituições de crédito.
8. Diretiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento, que altera a Diretiva 2002/87/CE e revoga as Diretivas 2006/48/CE e 2006/49/CE.
9. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171011-ssm-review-report_en.pdf.
10. http://ec.europa.eu/finance/docs/law/171011-communication-banking-union_en.pdf.
11. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-non-performing-loans-backstops-consultation-document_en.pdf. Em paralelo, a Comissão publicou um “Call for Advice” à EBA solicitando um estudo de impacto e análise de sensibilidade (https://www.eba.europa.eu/documents/10180/2022642/EBA+Call+for+advice_NPLs_prudential+backstops.pdf/8f41cc22-c096-4ab9-ae5c-2101de848a05).
12. Algumas das quais abordadas no *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2017.
13. Os veículos NAMA e SAREB, estabelecidos respetivamente na Irlanda em 2009 e em Espanha em 2012, assumem como foco as exposições associadas ao setor imobiliário. Os benefícios decorrentes da homogeneidade de ativos para o sucesso de uma sociedade de gestão de ativos são também reconhecidos no relatório sobre os NPL elaborado pelo Subgrupo do Comité dos Serviços Financeiros.
14. Plasmado na Diretiva 2014/59/UE (Diretiva Recuperação e Resolução Bancárias).
15. Nomeadamente as constantes da Comunicação da Comissão relativa ao tratamento dos ativos depreciados no setor bancário da Comunidade (2009/C 72/01) e da Comunicação da Comissão sobre a aplicação, a partir de 1 de agosto de 2013, das regras em matéria de auxílios estatais às medidas de apoio aos bancos no contexto da crise financeira (“Comunicação sobre o Setor Bancário”) (2013/C 216/01).
16. NAMA - acrónimo em inglês de *National Asset Management Agency*, veículo estabelecido na Irlanda em 2009.
17. SAREB - acrónimo em espanhol de *Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria*, veículo estabelecido em Espanha em 2012.
18. Conforme disposto nas referidas Conclusões do Conselho de julho de 2017, sendo este plano de ação habitualmente designado na sua versão inglesa por “a ‘blueprint’ for the potential set-up of national asset management companies (AMCs)”.
19. Cf. “*A role for systemic asset management companies in solving Europe’s non-performing loan problems*”, *European Economy*, Issue 2017.1.
20. Comunicados disponíveis online: CGD (<http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR65929.pdf>); Millennium BCP (<http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR65924.pdf>); Novo Banco (<http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR65928.pdf>).

A segmentação do risco nos *spreads* implícitos nas taxas de juro dos novos empréstimos bancários a sociedades não financeiras

Sumário

O contexto atual de taxas de juro baixas e de elevada concorrência entre instituições de crédito, a par do processo de redução de alavancagem no setor das sociedades não financeiras (SNF), poderá refletir-se numa compressão da segmentação do risco para níveis que poderão pressionar a rentabilidade futura dos bancos e comprometer a estabilidade financeira.

Neste Tema em Destaque, analisa-se a evolução da segmentação do risco na taxa de juro dos novos empréstimos a SNF portuguesas, de acordo com o risco de incumprimento destas. A análise efetuada abrange o período compreendido entre julho de 2012 e dezembro de 2016. Os resultados obtidos sugerem que, no período considerado, os *spreads* diferenciaram de forma consistente o risco de crédito associado aos novos empréstimos do sistema bancário a SNF. Apesar da descida das taxas de juro aplicadas aos novos empréstimos, generalizada a todas as classes de risco, manteve-se uma segmentação do risco consistente, uma vez que a redução dos *spreads* aplicados a empresas com menor risco de incumprimento foi mais significativa do que no caso das empresas com maior risco de incumprimento. Os resultados sugerem igualmente que o aumento da concorrência entre bancos, relativamente a empréstimos com risco médio, não parece estar a levar a uma diminuição da diferenciação do risco de crédito nesta classe.

Embora os riscos para a estabilidade financeira decorrentes de uma inadequada segmentação do risco de crédito das empresas não pareçam ser significativos neste momento, a pressão concorrencial entre instituições pode levar a reduções adicionais das taxas de juro e à consequente compressão dos *spreads* dos novos empréstimos para níveis que poderão não remunerar devidamente o risco assumido.

a. Taxas de juro e estabilidade financeira

Desde 2012, a dívida total das SNF tem vindo a diminuir gradualmente e os novos fluxos de crédito têm sido orientados para os setores de atividade que evidenciam melhores indicadores económico-financeiros e para empresas com menor probabilidade de incumprimento, contribuindo desta forma para reduzir o nível atual do risco de crédito associado a este setor. Por sua vez, a atual conjuntura de baixas taxas de juro e o aumento da concorrência entre bancos pode fomentar uma tomada de risco excessivo e diminuir a segmentação do risco. Este efeito poderá ocorrer mesmo que o impacto sobre a margem financeira no curto prazo seja positiva: as instituições financeiras podem conceder maiores volumes de crédito diminuindo as margens e assumindo mais risco. Tal padrão poderá prejudicar a rentabilidade das instituições financeiras a médio e longo prazo e ter implicações sobre a sua resiliência futura, dificultando o acesso a financiamento e a capital e, desta forma, prejudicando a concessão de crédito no futuro.

Neste quadro, analisa-se em que medida os *spreads* aplicados aos novos empréstimos a SNF refletem uma segmentação consistente do risco de incumprimento das empresas. O objetivo deste estudo não consiste em avaliar se o *spread* aplicado reflete totalmente os riscos e custos associados aos contratos de crédito, mas sim avaliar a capacidade das instituições financeiras diferenciarem o perfil de risco das empresas às quais concedem empréstimos. Assim, o foco não será o nível dos *spreads* mas a diferença entre os *spreads* aplicados aos diferentes níveis de risco.

As taxas de juro aplicadas aos novos empréstimos a SNF descenderam após o aumento ocorrido durante a crise da dívida soberana, refletindo a redução do custo de financiamento médio dos bancos portugueses e o aumento da concorrência. As taxas de juro de saldos e de

novos empréstimos bancários a SNF situam-se atualmente num valor mínimo desde 2003. Os *spreads* também registaram uma redução, atingindo valores próximos dos observados antes da crise da dívida soberana (Gráfico 1).

A crise económica e financeira e a lenta recuperação económica subsequente têm limitado a rentabilidade das instituições financeiras num contexto em que a concorrência pelos segmentos de menor risco terá resultado numa alteração do perfil de risco da sua carteira de crédito. Os resultados do *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*¹ têm sinalizado (desde meados de 2014) uma concorrência significativa entre bancos e uma redução dos *spreads* aplicados aos empréstimos de risco médio. Os resultados empíricos confirmam que, desde 2014, os *spreads* aplicados a novos empréstimos bancários diminuíram sobretudo para as empresas das classes de risco de incumprimento baixa e intermédia² (Gráfico 2). Nestas duas classes de risco os *spreads* médios registaram uma diminuição significativa, enquanto na classe de risco de incumprimento mais elevado o nível dos *spreads* tem permanecido praticamente inalterado desde 2012 (Gráfico 3). O Gráfico 4 mostra igualmente que o montante de novos empréstimos bancários concedidos a empresas com risco de incumprimento mais baixo tem vindo a aumentar desde 2012.

O atual enquadramento pode constituir um risco para estabilidade financeira, pondo em causa dois objetivos intermédios da política macroprudencial: (i) mitigar e prevenir o crescimento excessivo do crédito e a alavancagem: o crescimento do crédito, potenciado por taxas de juro em queda, cuja remuneração dificilmente compensará as instituições pelo risco assumido, pode prejudicar o desempenho das instituições financeiras e a estabilidade financeira a médio prazo e longo prazo; e (ii) limitar os incentivos para a assunção de riscos excessivos: a baixa rentabilidade pode conduzir a comportamentos de procura de rentabilidade que, num contexto fortemente concorrencial pode reduzir os prémios de risco para níveis desadequados, mesmo no caso de empresas mais arriscadas.

O Banco de Portugal tem vindo a acompanhar os desenvolvimentos em matéria de segmentação do risco nas taxas de juro praticadas pelo sistema bancário³. Este Tema em Destaque alarga o âmbito das análises anteriormente realizadas sobre este assunto, introduzindo uma metodologia mais robusta para avaliar a existência e a consistência da segmentação do risco.

b. Dados e variáveis

Esta análise utiliza uma base de dados detalhados sobre as taxas de juro aplicadas aos novos

Gráfico 1 •
Taxa de juro
dos novos
empréstimos
bancários a SNF
| Em percentagem

Fonte: Banco de Portugal.
Nota: O *spread* é calculado como a diferença entre a taxa de juro média dos novos empréstimos concedidos e o custo médio de financiamento do sistema bancário. O custo médio de financiamento do sistema bancário inclui o custo associado a: passivos interbancários, financiamentos de bancos centrais, depósitos, responsabilidades representadas por títulos e passivos subordinados.

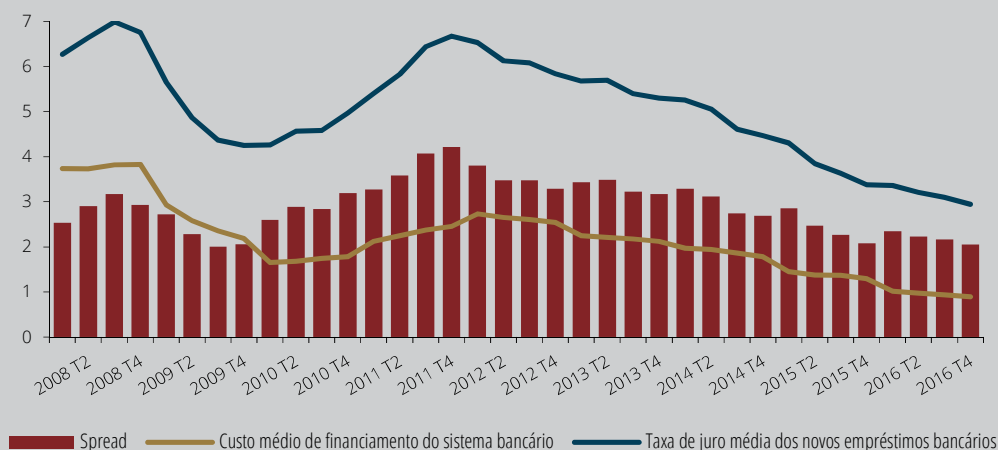
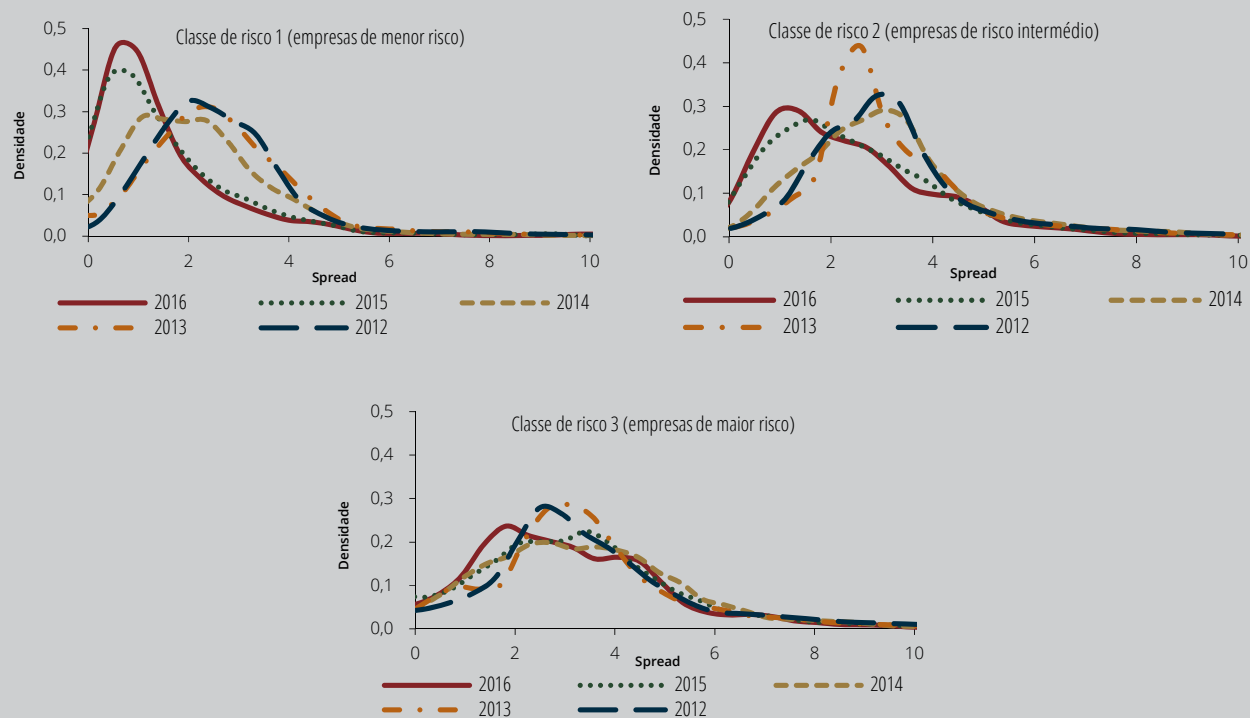


Gráfico 2 • Distribuição dos *spreads* dos novos empréstimos bancários a SNF privadas, por perfil de risco de crédito



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: *Kernel: Epanechnikov, Bandwidth=0.3*. Distribuição truncada abaixo de 0 e acima de 10%. Empréstimos concedidos pelos sete maiores grupos bancários a operar em Portugal. *Spreads* ponderados pelos montantes dos empréstimos. As empresas de risco reduzido (elevado) situam-se na classe de risco 1 (classe de risco 3). O risco de crédito é medido com base no *Z-score* estimado de acordo com a metodologia apresentada no artigo de Antunes, Gonçalves e Prego (2016) "Revisitando probabilidades de incumprimento de empresas", Banco de Portugal, *Revista de Estudos Económicos*, vol. 2, n.º 2, abril de 2016.

Gráfico 3 • *Spread* médio dos novos empréstimos bancários a SNF privadas, por perfil de risco de crédito
| Em percentagem

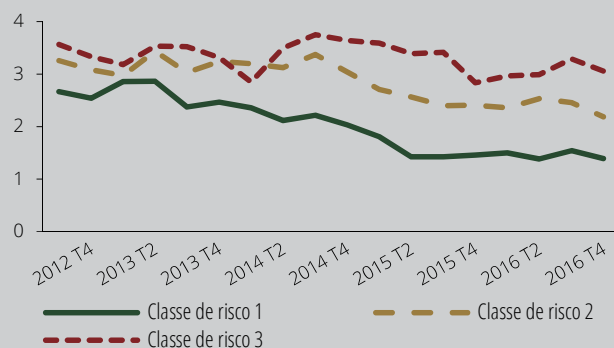
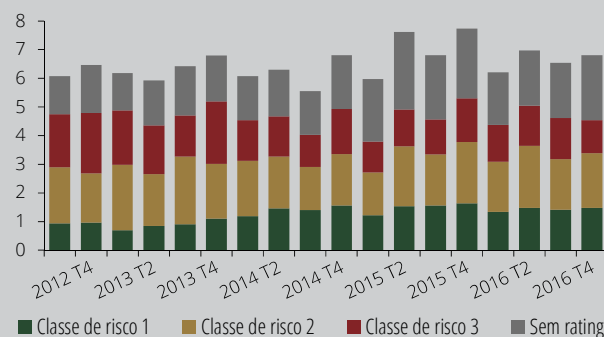


Gráfico 4 • Montante de novos empréstimos bancários a SNF privadas, por perfil de risco de crédito
| Em mil milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Empréstimos concedidos pelos sete maiores grupos bancários a operar em Portugal. *Spreads* ponderados pelos montantes dos empréstimos. As empresas de risco reduzido (elevado) situam-se na classe de risco 1 (classe de risco 3).

empréstimos concedidos por instituições financeiras monetárias (IFM) a SNF, abrangendo empréstimos denominados em euros a empresas residentes na área do euro⁴. Os dados encontram-se disponíveis desde junho de 2012 numa base mensal. Até dezembro de 2014, apenas as instituições que concedessem mensalmente mais de 50 milhões de euros em novas operações de empréstimos a SNF tinham obrigação de reporte. A partir de janeiro de 2015, este reporte passou a abranger todas as IFM, independentemente do montante agregado dos seus empréstimos a SNF. Esta especificidade implica alguma variação no conjunto das instituições reportantes ao longo do período amostral. Para mitigar o potencial impacto negativo associado a esta variabilidade, no âmbito desta análise consideraram-se apenas os empréstimos concedidos pelos sete maiores grupos bancários a operar em Portugal⁵.

A informação disponível na base de dados permite a caracterização de cada operação de empréstimo de acordo com um conjunto de dimensões, nomeadamente a data da operação, a maturidade do empréstimo, o montante do empréstimo, o período inicial de fixação da taxa de juro, a existência de colateral, a taxa de juro anualizada, a natureza do empréstimo (novo empréstimo, renovação automática de um empréstimo existente, renegociação dos termos do contrato de um empréstimo existente), o banco que concede o crédito (e, por conseguinte, o número de bancos que concedem empréstimos a cada empresa em cada ano) e o país de residência da SNF (Portugal ou outro país da área do euro). A combinação desta base de dados com outras bases de dados do Banco de Portugal permite o acesso a um conjunto de características das SNF, tais como a dimensão, a existência de atividade exportadora, o setor de atividade económica (CAE) e a classe de risco de crédito. Neste Tema em Destaque, o risco de crédito das SNF é medido pelo *Z-score*, conforme metodologia definida em Antunes *et al.* (2016)⁶. Tendo por base este sistema de avaliação do risco, as empresas foram distribuídas por três classes de risco de crédito diferentes, de acordo com o respetivo risco de incumprimento. A classe de risco 1 constitui a classe de menor risco e inclui as empresas cuja probabilidade de

incumprimento num horizonte de um ano é inferior a 1%; a classe de risco 2 constitui a classe de risco intermédio e inclui as empresas cuja probabilidade de incumprimento num horizonte de um ano se situa entre 1% e 5%; finalmente, a classe de risco 3 abrange as empresas que apresentam um maior risco de entrar em incumprimento (probabilidade de incumprimento num horizonte de um ano superior a 5%).

Este estudo centrou-se apenas nos novos empréstimos bancários a SNF privadas, uma vez que a concessão de crédito a SNF detidas pelo Estado pode ser determinada por fatores distintos dos considerados no âmbito do presente estudo, em particular, no que respeita ao risco. A variável de interesse é o *spread* implícito nos novos empréstimos, que corresponde à taxa de juro aplicada a cada novo empréstimo a SNF privadas, deduzido do custo de financiamento médio de cada banco no final de cada trimestre. O custo de financiamento médio no final do trimestre corresponde à média ponderada do custo de financiamento do *stock* de cada instituição incluindo, nomeadamente, o custo de passivos interbancários, financiamentos de bancos centrais, depósitos, responsabilidades representadas por títulos e passivos subordinados. A ausência de dados sobre o custo associado ao financiamento do capital não permitiu a sua consideração no cálculo do custo de financiamento.

O conceito de nova operação considerado no âmbito deste estudo segue a definição estatística do Banco de Portugal, o que significa que inclui novos contratos de crédito com negociação ativa entre as partes e contratos de crédito cujos termos foram renegociados⁷. Os descobertos bancários não foram incluídos. Para mitigar a volatilidade espúria associada a linhas de crédito e renovações de curto prazo, os empréstimos com maturidade inferior a um mês foram excluídos. Adicionalmente, os novos empréstimos considerados como *outliers* (com taxas de juro acima de 20%) foram retirados da amostra. Com base nestes pressupostos, foram identificados no total 1 699 982 contratos correspondendo a 116 561 relações empresas-instituições financeiras respeitantes ao período compreendido entre julho de 2012 e dezembro de 2016.

Os valores médios associados às variáveis consideradas na análise são apresentados no Quadro 1. A amostra é constituída principalmente por micro, pequenas e médias empresas dos setores do comércio e indústria transformadora. Cerca de um terço dos novos empréstimos foi concedido a empresas com atividade exportadora. A percentagem de empréstimos com garantia tem vindo a aumentar gradualmente desde 2012, atingindo 45% dos novos empréstimos concedidos ao longo de 2016. Desde 2013, aproximadamente 37% dos novos empréstimos foram concedidos a SNF que recorreram

a um único banco nesse ano. A maior parte dos novos empréstimos concedidos tinha um prazo original inferior a um ano. A maioria das novas operações deu origem a um novo contrato de crédito entre as partes (não se tratando da renegociação dos termos de um contrato anterior). Por último, o Quadro 1 mostra um aumento dos novos empréstimos concedidos à classe de menor risco (classe de risco de crédito 1) e uma redução dos novos empréstimos direcionados à classe de maior risco (classe de risco de crédito 3) desde 2012.

Quadro 1 • Estatísticas descritivas | Média

Variável	2012 Jul. a Dez.	2013	2014	2015	2016
<i>Spread</i>	5,428	5,402	4,852	4,079	3,762
Log (montante, milhões de euros)	-4,648	-4,530	-4,450	-4,453	-4,435
<i>Dummy</i> (exportadora)	0,305	0,319	0,331	0,326	0,324
<i>Dummy</i> (colateral)	0,302	0,360	0,416	0,424	0,454
<i>Dummy</i> (renegociação)	0,023	0,021	0,019	0,024	0,053
<i>Dummy</i> (empréstimos de um só banco)	0,429	0,374	0,358	0,369	0,366
<i>Dummy</i> (maturidade inferior a 1 ano)	0,919	0,896	0,877	0,861	0,857
<i>Dummy</i> (maturidade entre 1 e 5 anos)	0,055	0,070	0,080	0,087	0,088
<i>Dummy</i> (maturidade superior a 5 anos)	0,026	0,034	0,043	0,053	0,056
<i>Dummy</i> (classe de risco de crédito 1)	0,191	0,206	0,262	0,287	0,285
<i>Dummy</i> (classe de risco de crédito 2)	0,423	0,453	0,456	0,426	0,429
<i>Dummy</i> (classe de risco de crédito 3)	0,386	0,341	0,282	0,286	0,285
<i>Dummy</i> (indústria transformadora)	0,353	0,357	0,357	0,352	0,355
<i>Dummy</i> (construção e atividades imobiliárias)	0,100	0,095	0,086	0,083	0,079
<i>Dummy</i> (comércio por grosso e a retalho)	0,391	0,377	0,364	0,362	0,356
<i>Dummy</i> (transportes e armazenagem)	0,029	0,032	0,039	0,047	0,049
<i>Dummy</i> (alojamento e restauração)	0,015	0,017	0,019	0,018	0,018
<i>Dummy</i> (atividades de consultoria, técnicas e administrativas)	0,070	0,078	0,088	0,089	0,095
<i>Dummy</i> (outros setores)	0,041	0,043	0,048	0,049	0,049
<i>Dummy</i> (microempresa)	0,350	0,360	0,366	0,365	0,382
<i>Dummy</i> (pequena empresa)	0,373	0,371	0,357	0,355	0,345
<i>Dummy</i> (média empresa)	0,216	0,214	0,216	0,214	0,207
<i>Dummy</i> (grande empresa)	0,059	0,054	0,060	0,065	0,065
<i>Dummy</i> (sedes sociais)	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: O número de observações disponíveis em cada um dos anos é de 205 111 (2012), 369 224 (2013), 365 285 (2014), 383 235 (2015) e 377 127 (2016) em todas as variáveis exceto na classe de risco de crédito. No caso desta última variável, o número de observações disponíveis foi de 164 235 (2012), 282 858 (2013), 271 691 (2014), 270 279 (2015) e 273 124 (2016). Médias não ponderadas.

c. Análise econométrica

Tendo como ponto de partida uma base de dados seccionais combinados (*pooled cross-section data*, em língua inglesa), esta análise procura determinar a adequação do *spread*

ao risco de incumprimento das SNF através de um modelo econométrico simples destinado a avaliar a consistência da segmentação do risco ao longo do horizonte temporal analisado, baseado na seguinte premissa: se as

instituições financeiras diferenciam os prémios de risco aplicados a novos empréstimos em função do nível de risco das empresas então, em média, o prémio de risco associado a empresas mais arriscadas deve ser mais elevado e estatisticamente significativo. De referir que esta premissa corresponde a uma condição necessária, mas não suficiente, para assegurar que as instituições fazem uma correta avaliação do nível de risco de crédito associado a cada empresa. Conforme mencionado anteriormente, o objetivo da presente análise incide sobre o diferencial entre *spreads* e não na adequação do nível dos *spreads* ao risco incorrido. A abordagem adotada neste Tema em Destaque segue a especificação adotada por Santos (2013)⁸. A variável dependente corresponde ao *spread* praticado em cada novo empréstimo denominado em euros concedido a SNF residentes, e as variáveis explicativas correspondem às características dos empréstimos e das empresas apresentados acima. Adicionalmente, foram incluídos como regressores duas variáveis *dummy*, que controlam pelo ano e pelo banco que concede o empréstimo, e efeitos cruzados entre todas as variáveis explicativas. Assim, no contexto deste Tema em Destaque, foi estimada a seguinte equação:

$$\begin{aligned} Spread_{ifbt} = & \alpha + \log \text{montante}_{ifbt} \\ & + D\text{maturidade}_{ifbt} + D\text{colateral}_{ifbt} \\ & + D\text{renegociação}_{ifbt} + D\text{exportadora}_{ft} \\ & + D\text{setor}_{ft} + D\text{empréstimo_um_só_banco}_{ft} \\ & + D\text{dimensão}_{ft} + D\text{classederisco}_{ft} \\ & + D\text{banco}_b + D\text{ano}_t + X*Y + \epsilon_{ifbt} \end{aligned}$$

onde $Spread_{ifbt}$ corresponde ao *spread* do empréstimo i concedido à empresa f pelo banco b no ano t , e $X*Y$ representa os efeitos cruzados entre todas as variáveis identificadas na equação acima. A inclusão, em simultâneo, de um grande número de efeitos de cruzados na regressão faz com que interpretação dos coeficientes estimados não seja imediata. Para ultrapassar este problema, foi estimado o efeito marginal médio⁹ de cada variável, que sumarizam o efeito parcial associado a cada variável da regressão. Os resultados, apresentados no Quadro 2, sugerem que:

- Empréstimos com montantes mais elevados e maturidades mais longas apresentam *spreads* mais baixos. Estes resultados, que estão em linha com os obtidos por Santos (2013), apontam para que os empréstimos de montante mais reduzido e de curto prazo estejam sobretudo associados a devedores com necessidades de liquidez no curto prazo (suportando, por isso, um prémio de risco mais elevado), enquanto os empréstimos de maior montante e de longo prazo estarão tipicamente associados a projetos de investimento, mais suscetíveis de criar valor para as empresas e, dessa forma, reduzir o seu risco no futuro. A qualidade creditícia dos devedores é controlada na regressão através da classe de risco de crédito. Não obstante, dados sobre as liquidações diárias das empresas clientes permitem aos bancos fazer uma avaliação mais atualizada do risco de crédito e de liquidez do devedor. Estes resultados podem também refletir, em parte, o efeito de empréstimos garantidos pelo Estado¹⁰, tipicamente empréstimos de longo prazo, os quais não foi possível controlar a partir dos dados disponíveis na base de dados;
- A existência de colateral parece estar associada a *spreads* mais elevados, sinalizando que os mutuários que apresentam colateral não teriam acesso a empréstimos sem algum tipo de garantia e/ou que a garantia não será suficiente para mitigar completamente o risco mais elevado que os bancos associam a estes devedores. Santos (2013) também encontra uma relação positiva entre existência de garantia e taxas de juro mais elevadas.
- A renegociação dos termos de um contrato, mesmo depois de controlar pela qualidade creditícia do devedor, parece estar relacionada com um aumento do *spread*, sugerindo que a renegociação de um contrato de crédito estará associada a um aumento da perceção do risco de incumprimento do mutuário por parte dos bancos;
- A dimensão e a atividade exportadora das SNF apresenta uma relação negativa com o *spread*, ou seja, as empresas maiores ou empresas com atividade exportadora tendem a pagar prémios de risco mais baixos

do que empresas mais pequenas e empresas não exportadoras. A evidência empírica sugere que, em média, as empresas maiores e as empresas exportadoras têm melhores indicadores económicos e financeiros e um rácio de crédito vencido menor, o que é consistente com um *spread* mais baixo. Note-se que, as empresas maiores possuem normalmente um poder de negociação superior ao das empresas mais pequenas, podendo mais facilmente aceder a fontes de financiamento alternativas;

- As empresas que obtiveram crédito de um único banco num determinado ano (uma *proxy* para a existência de apenas uma relação bancária) tendem a pagar *spreads* mais elevados do que aquelas que obtiveram crédito de mais do que um banco. O número de relações de crédito deverá estar associado à qualidade creditícia do devedor; contudo, a qualidade creditícia do devedor é controlada na regressão através da inclusão da classe de risco de crédito como variável explicativa. Este resultado é avançado pela teoria económica que advoga que os bancos tendem a desenvolver um monopólio de informação e, por essa razão, a cobrar taxas de juro superiores a empresas que apenas possuem uma relação bancária¹¹;
- Os coeficientes associados às diferentes classes de risco de crédito mostram que,

em média, as empresas com maior risco de incumprimento suportam *spreads* mais elevados. Estes resultados sugerem uma diferenciação assinalável dos *spreads* associados a diferentes níveis de risco das empresas, confirmando a importância do desempenho económico e financeiro das empresas na fixação do *spread* pelos bancos;

- Por último, os setores do comércio e da indústria transformadora, assumindo tudo o resto contante, parecem beneficiar de *spreads* mais baixos em relação a outros setores, o que está em linha com o melhor desempenho e com menores rácios de crédito vencido destes dois setores.

Importa também salientar que, caso o *spread* seja calculado como a diferença entre a taxa de juro dos novos empréstimos e a taxa de juro média mensal suportada por cada banco nos novos depósitos (ou seja, assumindo que os bancos financiam novas as operações de empréstimo exclusivamente por depósitos dos clientes de retalho) os resultados não são significativamente diferentes dos acima apresentados.

A fim de analisar a consistência da diferenciação do risco ao longo do período em análise, o Gráfico 5 apresenta a diferença entre os *spreads* das classes de risco 2 e 3 e os *spreads* da classe de risco 1 (omitidos), estimado como o efeito marginal das classes de risco de crédito em cada ano. O Gráfico 5 confirma uma diferenciação

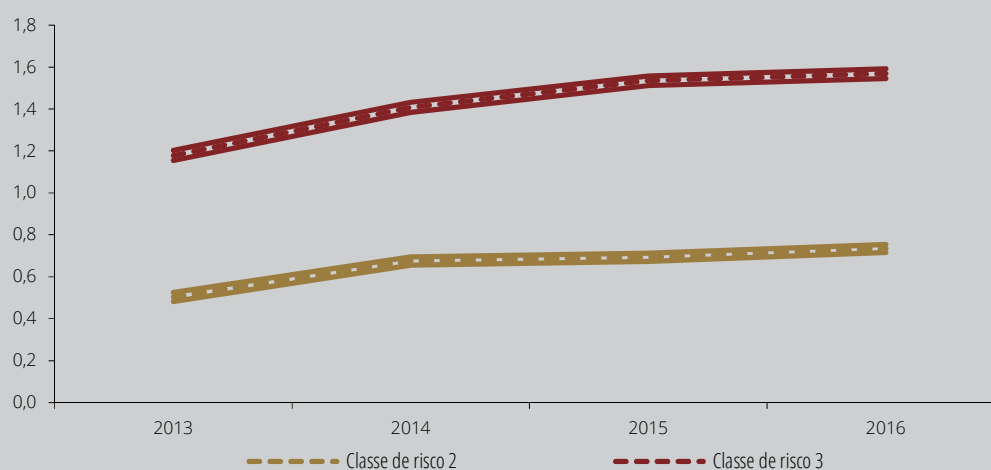


Gráfico 5 •
Prémio de risco das classes de risco de crédito 2 e 3 vis-à-vis a classe de risco 1 | Pontos percentuais

Fonte: Banco de Portugal.
Nota: As empresas de risco intermédio (elevado) situam-se na classe de risco 2 (classe de risco 3). A classe de risco 1 não foi incluída da regressão para evitar problemas de colinearidade perfeita.

consistente do risco de crédito das empresas e revela também um aumento do diferencial entre os *spreads* das empresas de maior risco (classe de risco 3) e de menor risco. A partir de 2014, o gráfico mostra também uma estabilização do *spread* associado a empresas com risco intermédio (classe de risco 2). Este último resultado sugere que o aumento da concorrência entre bancos relativamente a empréstimos de risco médio não parece estar a conduzir a uma diminuição da diferenciação do risco de crédito. Neste sentido, os resultados do modelo económico confirmam a evidência apresentada no Gráfico 3, que sugere que os *spreads* médios

associados às classes de risco 1 e 2 têm evoluído paralelamente desde 2014.

Finalmente, importa referir que, apesar dos resultados acima apresentados indicarem, em média, uma diferenciação consistente do risco de crédito das empresas por parte dos bancos, dentro de cada classe de risco de crédito poderá existir uma heterogeneidade considerável, o que significa que os resultados obtidos para a média poderão não se verificar nas abas da distribuição do risco. No âmbito de estudos futuros sobre este tema, será analisada uma maior desagregação das classes de risco de crédito.

Quadro 2 • Efeitos marginais médios

Variável / especificação	Beta	Desvios-padrão robustos
Log (montante, milhões de euros)	-0,293***	0,002
<i>Dummy</i> (maturidade)		
entre 1 e 5 anos	-1,400***	0,012
superior a 5 anos	-1,485***	0,024
<i>Dummy</i> (colateral)	0,300***	0,008
<i>Dummy</i> (renegociação)	0,335***	0,050
<i>Dummy</i> (exportadora)	-0,299***	0,006
<i>Dummy</i> (empréstimos de apenas um banco)	0,278***	0,005
<i>Dummy</i> (dimensão de empresa)		
pequena	-0,607***	0,007
média	-1,453***	0,008
grande	-1,676***	0,012
sedes sociais	-1,044***	0,126
<i>Dummy</i> (classe de risco de crédito)		
classe de risco de crédito 2	0,635***	0,006
classe de risco de crédito 3	1,391***	0,007
<i>Dummy</i> (setor de atividade)		
construção e atividades imobiliárias	0,589***	0,010
comércio por grosso e a retalho	-0,214***	0,005
transportes e armazenagem	0,320***	0,018
alojamento e restauração	1,033***	0,040
atividades de consultoria, técnicas e administrativas	0,569***	0,012
outros setores	0,217***	0,014
Constante	2,861***	0,050
Número de observações	1 262 187	
R ²	48%	

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: ***, **, e * indicam significância a 1%, 5% e 10%, respetivamente. Foram incluídas na regressão variáveis *dummy* banco e ano, mas os resultados não são apresentados. A classe de risco 1, as microempresas, o setor da indústria transformadora e os empréstimos de maturidade inferior a 1 ano não foram incluídas na regressão para evitar problemas de colinearidade perfeita. Para as variáveis *dummy*, o coeficiente representa a variação face à categoria base.

Conclusão

Este Tema em Destaque apresenta os resultados da análise sobre a existência de segmentação do risco nos novos empréstimos concedidos a SNF entre 2012 e 2016. Os resultados confirmam uma diferenciação consistente do risco, ao longo do período em análise, uma vez que as empresas com maior risco de incumprimento, em média, suportam um prémio de risco mais elevado em todo o período. Os resultados sugerem também que o aumento da concorrência entre bancos relativamente a empréstimos com risco médio, sinalizado no âmbito do *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*, não parece estar a comprometer a diferenciação do risco de crédito.

Embora os riscos para a estabilidade financeira resultantes de uma segmentação inadequada/insuficiente do risco no crédito concedido a empresas não pareçam ser significativos, a persistência de incentivos perversos poderá conduzir a comportamentos de risco por parte dos bancos. O ambiente de baixas taxas de juro e o aumento da concorrência por um número limitado de projetos e empresas, poderá levar as instituições financeiras a reduzir os *spreads* para níveis que não remuneram o risco assumido de forma adequada. Na medida em que a redução dos *spreads* penaliza a rentabilidade das instituições a médio e longo prazo, poderá aumentar a sua vulnerabilidade e, neste sentido, continuará a ser monitorizada no âmbito da avaliação de riscos para a estabilidade financeira.

Notas

1. Para mais pormenores sobre o *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* ver: <https://www.bportugal.pt/publications/banco-de-portugal/all/114>
2. O risco de crédito é medido com base no *Z-score* estimado de acordo com a metodologia apresentada no artigo de Antunes, A., Gonçalves, H., & Prego, P. (2016). "Revisitando probabilidades de incumprimento de empresas", Banco de Portugal, *Revista de Estudos Económicos*, vol. 2, n.º 2, abril de 2016.
3. Para mais detalhe, ver Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Outubro de 2017.
4. Esta base de dados foi criada com base nos requisitos estatísticos estabelecidos na Instrução do Banco de Portugal n.º 20/2012 (alterada pela Instrução n.º 25/2014).
5. O peso destas instituições no total dos novos empréstimos concedidos por IFM a SNF foi sempre superior a 80% durante o período considerado. O peso destas instituições no *stock* de empréstimos concedidos pelo sistema financeiro português a SNF foi sempre superior a 75%.
6. Para mais detalhe sobre a metodologia do *Z-score* ver: Antunes, A., Gonçalves, H., & Prego, P. (2016). "Revisitando probabilidades de incumprimento de empresas", Banco de Portugal, *Revista de Estudos Económicos*, vol. 2, n.º 2, abril de 2016.
7. A Instrução do Banco de Portugal n.º 25/2014 estabelece o enquadramento associado às novas operações de empréstimos concedidos por instituições financeiras monetárias a residentes na área do euro. Os valores agregados estão disponíveis no Quadro B.7.1.2 do *Boletim Estatístico*. Apesar de se encontrarem disponíveis dados desde 2003, os microdados usados no âmbito deste estudo apenas estão disponíveis desde junho de 2012.
8. Santos, C. (2013). "Taxas de juro bancárias sobre novas operações de empréstimos concedidos a sociedades não financeiras – Uma primeira apreciação de um novo conjunto de informação microeconómica", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira*, Maio de 2013.
9. O efeito marginal médio (*average marginal effect*) permite obter a resposta média dos indivíduos da amostra. Num primeiro momento, para cada indivíduo, é estimado o efeito parcial de cada variável explicativa, assumindo todas as outras variáveis fixas nos respetivos valores observados, sendo o efeito marginal médio calculando como a média dos efeitos parciais de todos os indivíduos. O efeito marginal médio difere do efeito marginal na média, que permite obter o efeito marginal do indivíduo "médio" da amostra, cuja estimação pressupõe que todas as variáveis assumem as respetivas médias amostrais. O efeito marginal médio tem a vantagem de usar todos os dados nas estimativas, e não apenas as médias. Os efeitos marginais médios foram estimados usando o comando "*margins*" no *Stata* (StataCorp., 2015). Para mais detalhes sobre o comando "*margins*" ou sobre o efeito marginal médio ver Williams, R. (2012). "Using the margins command to estimate and interpret adjusted predictions and marginal effects." *Stata Journal*, vol. 2, n.º 2.
10. Estes tipos de empréstimos são habitualmente concedidos através do Sistema Nacional de Garantia Mútua.
11. Para mais detalhe, ver Greenbaum, S. I., Kanatas, G., & Venezia, I. (1989). "Equilibrium Loan Pricing Under the Bank-Client Relationship", *Journal of Banking and Finance* 13(2), 221-235.

Rácio de alavancagem dos bancos – o caso português

Introdução

Este tema em destaque tem como objeto o novo rácio de alavancagem regulamentar, o qual irá ser introduzido como requisito complementar do requisito de fundos próprios baseado no risco. Segundo os resultados obtidos em estudos recentes, baseados numa amostra com vários países, o rácio de alavancagem aparenta ser mais contracíclico do que os rácios de fundos próprios baseados no risco. Assim, um rácio de alavancagem estático poderá mitigar a pró-ciclicidade durante a fase expansiva do ciclo financeiro, ao funcionar como um estabilizador automático que assegura que o capital varia em proporção do total do ativo.

Se um banco estiver simultaneamente sujeito a requisitos de fundos próprios sensíveis ao risco e a um requisito mínimo de fundos próprios não sensível ao risco, aquele que será mais ativo em determinado momento irá depender do valor dos próprios requisitos mínimos e da estrutura do balanço da instituição, em particular dos ponderadores de risco atribuídos a cada ativo. Verifica-se também que há um ponderador de risco médio específico para o qual ambos os requisitos impõem o mesmo *quantum* de capital mínimo, designado como valor crítico do ponderador de risco médio (CARW - *Critical Average Risk Weight*, acrónimo da designação na língua inglesa).

Até ao momento presente, os grupos bancários que operam em Portugal, mais especificamente os maiores sete grupos analisados neste trabalho, apresentam um ponderador de risco médio superior ao CARW e, nessa medida, os rácios baseados no risco continuarão muito provavelmente a ser o requisito de fundos próprios ativo. Assim, os resultados apresentados no presente documento mostram que, atualmente, o requisito mínimo previsto para o rácio de alavancagem será suficiente para fazer face ao risco de alavancagem excessiva e

que a introdução do rácio de alavancagem no conjunto de instrumentos macroprudenciais disponíveis não é necessária, quer como instrumento contracíclico, quer como instrumento estrutural. Em particular, a análise empírica mostra que no caso português, em contraste com os estudos desenvolvidos utilizando amostras com diversos países, a contraciclicidade do rácio de alavancagem não ultrapassa a apresentada pelo rácio de fundos próprios.

Contudo, é de salientar que, se os bancos que operam em Portugal aumentarem as suas carteiras de ativos com ponderadores de risco baixos ou o método de cálculo desses ponderadores, refletindo-se numa redução significativa do seu ponderador de risco médio, o rácio de alavancagem poderá tornar-se uma restrição ativa. O rácio de alavancagem poderá também tornar-se ativo se a calibração for feita a um nível significativamente mais elevado do que o atualmente previsto em Basileia III.

O rácio de alavancagem enquanto novo requisito regulamentar

A inclusão do rácio de alavancagem no quadro regulamentar foi uma das respostas aos problemas que emergiram durante a mais recente crise financeira, quando se tornou claro que o capital detido pelas instituições financeiras era insuficiente, quer em quantidade, quer em qualidade, para absorver as perdas não antecipadas, apesar de estas instituições cumprirem os requisitos de fundos próprios regulamentares. Uma das causas para esta inconsistência decorre da possibilidade de os ponderadores de risco atribuídos às diversas categorias de ativos não conseguirem captar o verdadeiro risco desses ativos. Neste contexto, o Comité de Basileia de Supervisão Bancária (doravante Comité de Basileia) introduziu um novo requisito regulamentar: o rácio de alavancagem (LR - *leverage ratio*, acrónimo da designação na língua inglesa). Este requisito tem como objetivo mitigar os riscos de excessiva alavancagem, complementando os atuais requisitos

de adequação de fundos próprios com base no risco. Considerou-se também que constitui uma medida simples e transparente.

Alguns bancos atingiram níveis de alavancagem historicamente elevados nos anos que antecederam a crise financeira, o que deu origem a um elevado grau de fragilidade financeira. A evidência empírica de 10 países europeus mostra que os rácios de fundos próprios em relação aos ativos se encontram numa tendência decrescente de longo prazo (Benink e Benston (2005)). Tendo como ponto de partida um rácio de fundos próprios em relação aos ativos de cerca de 30% no período de 1850-1880, o rácio médio diminuiu para cerca de 15% no período de 1915-1933, para 7,5% em 1945, 5-6% até 2001 e cerca de 3% antes do início da crise financeira. Esta descida estrutural tem sido atribuída a fatores tais como: uma regulamentação cuja implementação concede maior discricionariedade à gestão (por exemplo a utilização do método de notações internas), o aumento das garantias governamentais implícitas, o papel desempenhado pelos bancos de grande dimensão e uma maior diversificação de carteiras que permitiu reduzir os requisitos mínimos regulamentares.

Em janeiro de 2014, o Comité de Basileia publicou a atual definição do LR. De acordo com esta definição, o rácio de alavancagem é calculado como o rácio entre os fundos próprios de nível 1¹ (doravante *Tier 1*), utilizado de igual forma no rácio de fundos próprios baseado no risco, e a medida de exposição. A medida de exposição compreende (i) ativos em balanço (excluindo derivados financeiros e operações de financiamento através de valores mobiliários (SFT – *Securities Financing Transactions*, acrónimo da designação na língua inglesa)²; (ii) ativos extrapatrimoniais, cuja exposição é calculada de acordo com a respetiva probabilidade de serem convertidos em ativos patrimoniais; (iii) derivados financeiros, incluindo o custo de substituição e a exposição potencial futura e (iv) SFT, que compreendem posições patrimoniais e o risco de crédito da contraparte. A compensação entre ativos e passivos não é autorizada, não sendo consideradas técnicas de mitigação do risco (por exemplo colateral).

Como se salientou, o rácio acima mencionado, que é referido como “rácio de alavancagem

regulamentar” é diferente do rácio geralmente chamado “rácio de alavancagem” na área das finanças. Com efeito, o LR é o inverso do rácio de alavancagem financeira, desta forma, quando a alavancagem financeira aumenta, o LR diminui, e vice-versa.

Em 11 de janeiro de 2016, o Comité de Basileia emitiu um comunicado com informações sobre o acordo alcançado pelo Group of Governors and Heads of Supervision (GHOS), segundo o qual será requerido um nível mínimo de 3% para o LR, com base no capital *Tier 1*. Este comunicado refere ainda a expectativa de que o LR seria aplicado a partir de 1 de janeiro de 2018. Além disso, o GHOS discutiu a possibilidade de impor requisitos adicionais para as instituições de importância sistémica global. Entre outras matérias referentes ao rácio de alavancagem, os detalhes relativos a estes requisitos adicionais encontram-se incluídos num documento de consulta pública do Comité de Basileia³, muito embora este não tenha ainda publicado as orientações finais a este respeito. O requisito mínimo de 3% foi determinado após anos de rigoroso acompanhamento dos LR de um conjunto muito alargado de instituições, na sequência da sua introdução como parte de Basileia III em 2010.

A nível europeu, o Regulamento e a Diretiva relativos aos requisitos de fundos próprios (CRR – *Capital Requirements Regulation*, acrónimo da designação na língua inglesa / CRD IV – *Capital Requirements Directive*, acrónimo da designação na língua inglesa) introduziu o LR como um novo instrumento prudencial para as instituições, juntamente com as respetivas obrigações de reporte e requisitos de divulgação pública. Em outubro de 2014, o Ato Delegado⁴ da Comissão Europeia (CE) adotou legalmente as principais características da definição do LR divulgadas pelo Comité de Basileia em janeiro de 2014, mantendo a ligação a outras partes do quadro regulamentar europeu e diversas especificidades.

Além disso, a CE foi mandatada para elaborar uma proposta de legislação para implementar o LR como requisito mínimo regulamentar, caso fosse considerado adequado. Com o objetivo de assessorar a CE no que concerne esta proposta de legislação, a EBA (acrónimo na língua inglesa para Autoridade Bancária

Europeia) foi também mandatada⁵ para elaborar um relatório, o qual deveria avaliar, nomeadamente, a eficácia do LR em conter a acumulação de alavancagem no sistema financeiro, a eventual diferenciação de acordo com o modelo de negócio, os efeitos esperados sobre a concessão de crédito à economia, a assunção de riscos pelas instituições e a ciclicidade do rácio e das suas componentes.

O relatório foi publicado pela EBA⁶ em 3 de agosto de 2016. Em suma, a EBA recomenda a imposição de um requisito mínimo de 3% para o LR, independente do modelo de negócio dos bancos. Além disso, apenas as instituições de importância sistémica global e os bancos de grande dimensão evidenciaram um risco mais elevado de alavancagem excessiva, o que poderá justificar um requisito adicional de LR face aos referidos 3%, em linha com a declaração do GHOS. Em novembro de 2016, a CE publicou uma proposta de legislação a fim de implementar um LR mínimo, a par dos requisitos de fundos próprios com base no risco⁷, não existindo ainda um requisito legal implementado.

Rácio de alavancagem como requisito de fundos próprios complementar

Enquanto os rácios de fundos próprios com base no risco limitam os incentivos à assunção de riscos, o LR é um requisito complementar que estabelece requisitos mínimos de fundos próprios para o total dos ativos da instituição. Desta forma, o LR limita a dimensão global do balanço para uma determinada dotação de capital. Tendo em conta estes objetivos, é necessário determinar uma calibração que assegure que os dois requisitos se mantêm relevantes.

Com efeito, os requisitos de fundos próprios com base no risco⁸ obrigam os bancos a atribuir ponderadores de risco aos seus ativos de forma granular, sendo os requisitos de fundos próprios determinados pelo risco de cada ativo. Por conseguinte, quanto maior for o risco assumido pelo banco, maiores os requisitos de fundos próprios que aquele deverá ter, a fim de assegurar o capital suficiente para absorver potenciais perdas não antecipadas. Este método de determinação dos requisitos

mínimos de capital pode também contribuir para mitigar os incentivos à tomada de risco, através da qual os bancos poderão aumentar a rendibilidade dos capitais próprios. Desta forma, quando os riscos são adequadamente medidos, os requisitos de fundos próprios baseados no risco são de facto a melhor forma para alcançar o objetivo dos requisitos mínimos de capital⁹.

Contudo, existe a possibilidade de que os pressupostos subjacentes ao cálculo dos requisitos de fundos próprios através de métodos de notação internas ou do método padrão não se verifiquem¹⁰. De um modo mais geral, os modelos são simplificações do mundo real e as formas como são simplificados podem conduzir a falhas de calibração (Dánielsson (2002)). Neste sentido, o LR pode contribuir para a proteção contra *"unknown unknowns"*.

Assim, complementar os rácios de fundos próprios baseados no risco com requisitos de LR permite aos bancos dispor de uma melhor proteção contra as incertezas e riscos que são difíceis de avaliar com recurso a modelos (Morris e Shin (2008)). Para além de mitigar o risco e a incerteza dos modelos, o facto de o LR também colocar uma restrição absoluta à dimensão dos balanços individuais dos bancos, para um determinado nível de fundos próprios, pode significar que este requisito contribui para conter o risco agregado no sistema financeiro. Uma vez que os ponderadores de risco não consideram correlações entre ativos em todo o sistema, esta restrição ao balanço dos bancos imposta pelo LR pode proporcionar uma melhor proteção contra perdas associadas a fenómenos muito correlacionados mas com baixas probabilidades de materialização. Por outras palavras, o LR pode mitigar os efeitos decorrentes dos erros de calibração dos ponderadores de risco.

A literatura mostra também que em contextos caracterizados pela complexidade, pequenas amostras e incerteza, indicadores ou medidas simples, como o LR, têm por vezes um melhor desempenho do que os mais complexos, baseados no risco, ao proporcionar uma proteção robusta contra o incumprimento (Aikman *et al.* (2014)).

A este respeito, Gambacorta e Karmakar (2017) consideram os dois requisitos regulamentares no contexto de um modelo estocástico dinâmico de equilíbrio geral de dimensão média e mostram que a introdução de um LR complementar aos requisitos baseados no risco leva a uma pequena diminuição dos níveis do produto no estado estacionário, mas com benefícios substanciais em termos de redução da volatilidade do mesmo.

O rácio de alavancagem numa perspetiva sistémica

Embora o requisito de LR seja imposto ao nível de instituições individuais, limitando a dimensão do balanço para uma determinada dotação de capital, este pode ser adicionalmente considerado numa perspetiva sistémica. De facto, o LR reduz automaticamente a acumulação de alavancagem no sistema financeiro na fase expansiva do ciclo, criando um estabilizador automático contracíclico que irá reduzir os custos económicos associados a uma desalavancagem agressiva na fase recessiva do ciclo financeiro.

De acordo com alguma literatura, a alavancagem financeira dos bancos parece ter um comportamento cíclico. De acordo com Adrian e Shin (2008), a característica pró-cíclica da alavancagem financeira pode ser considerada uma consequência da gestão ativa dos balanços pelos bancos, os quais respondem a alterações nos preços e na avaliação do risco. Essencialmente, quando os preços de mercado dos ativos aumentam e a perceção agregada do risco é baixa, as condições de financiamento são favoráveis e os bancos podem ter fortes incentivos para expandir os seus balanços, em particular com recurso a dívida de muito curto prazo. Em algumas circunstâncias, a taxa de crescimento dos balanços agregados do setor financeiro pode ser perspetivada como oferta de liquidez agregada à economia¹¹. Por conseguinte, a gestão dos balanços individuais dos intermediários financeiros traduz-se em crescimento do crédito (uma vez que mais mutuários obtêm crédito quando os balanços dos bancos aumentam) e restrições ao crédito (quando os intermediários financeiros precisam de reduzir a dimensão dos respetivos balanços)¹². O aumento da oferta de crédito,

permite serem financiados projetos de maior risco. Esta dinâmica é reforçada pela existência de risco moral, o qual surge devido à responsabilidade limitada dos acionistas dos bancos, que obtêm as vantagens do aumento da tomada de risco mas não a totalidade das perdas, tendo portanto um incentivo para este comportamento¹³. Contudo, Berrospide *et al.* (2010) estimaram efeitos modestos decorrentes de alterações no rácio dos fundos próprios dos bancos sobre o crédito, considerando assim que este mecanismo de transmissão não é tão direto como apresentado em Adrian e Shin (2008).

Do mesmo modo, se as decisões de gestão dos ativos e passivos dos bancos forem condicionadas pelos requisitos de fundos próprios baseados no risco, o requisito de fundos próprios médio por unidade de ativo determina a dimensão do balanço. Na fase expansionista do ciclo financeiro, quando a volatilidade e os ponderadores de risco são reduzidos, os bancos podem aumentar a dimensão dos seus balanços¹⁴ e vice-versa na fase recessiva do ciclo. Se os bancos procederem a uma desalavancagem em simultâneo, limitando a oferta de crédito à economia, isso irá provavelmente ampliar a desaceleração do ciclo económico¹⁵.

Relação entre requisitos de fundos próprios baseados no risco e requisitos baseados na alavancagem

Com a introdução do LR como medida de capital, os bancos ficarão sujeitos simultaneamente a requisitos de fundos próprios baseados no risco e a requisitos não baseados no risco. Desta forma, num dado momento, o requisito mínimo de fundos próprios de uma instituição será determinado pelo requisito baseado no risco ou pelo requisito do LR, consoante o que for mais exigente.

Os requisitos de fundos próprios baseados no risco devem ser proporcionais ao grau de risco estimado para cada ativo, assim, os bancos deverão atribuir a ativos de maior risco mais fundos próprios do que a ativos com menor risco. No entanto, quando a incerteza dos modelos é elevada (como no método de notações internas relativamente aos

ponderadores de risco) e existe a possibilidade de quebras estruturais, indicadores simples como o LR poderão funcionar como melhores salvaguardas contra a acumulação de alavancagem excessiva. Além disso, quando os bancos tentam manter um volume constante de ativos ponderados pelo risco ao longo do ciclo, a alavancagem dos bancos irá variar em conformidade. Neste contexto, um requisito de LR regulamentar pode limitar a ciclicidade da alavancagem bancária¹⁶.

Por seu lado, o LR não é sensível ao grau de risco de diferentes ativos e, se utilizado por si só, pode criar incentivos aos bancos no sentido de um aumento da tomada de risco e induzir uma mudança de atividade para setores menos regulados. Isto sugere que os requisitos de fundos próprios baseados no risco e o LR podem funcionar como requisitos complementares, como mostra a recente evidência empírica¹⁷.

– Valor crítico do ponderador de risco médio (CARW)

Se uma instituição estiver sujeita simultaneamente aos dois tipos de requisitos (baseados no risco e não baseados no risco), em determinado momento o requisito ativo irá depender, nomeadamente, dos próprios requisitos e da estrutura do balanço da instituição, em particular dos ponderadores de risco atribuídos a cada ativo.

O manual do CERS¹⁸ relativo à implementação da política macroprudencial, no capítulo dedicado à utilização macroprudencial do LR¹⁹, baseia a respetiva análise no conceito de um “equilíbrio do quadro regulamentar”, em particular no que concerne à relação entre o requisito do LR e o requisito de fundos próprios baseados no risco. Este é naturalmente modificado se um dos requisitos sofrer uma alteração. A fim de avaliar esta relação, foi desenvolvido o conceito Valor Crítico do Ponderador de Risco Médio (CARW)²⁰.

Uma vez que os dois rácios podem ser expressos em termos de *Tier 1* no numerador, estes apenas diferem no denominador,

consoante a utilização de ativos ponderados pelo risco (RWAs – acrónimo utilizado na língua inglesa para *risk weighed assets*) ou da medida de exposição do LR (a qual está relacionada com os ativos totais).

Desta forma, existe uma relação entre os rácios, a qual tem por base o ponderador de risco médio do banco. Em particular, os bancos com ponderadores de risco médio reduzidos serão condicionados pelo LR, enquanto os bancos com ponderadores de risco médio elevados serão condicionados pelo requisito baseado no risco. O CARW depende da calibração de ambos os requisitos, sendo o ponderador de risco médio para o qual ambos os requisitos são iguais e o ponto em que o LR deixa de ser o requisito mais ativo.

O CARW pode ser calculado como o ponderador de risco médio para o qual o requisito mínimo determinado pelos requisitos de fundos próprios baseados no risco (RW acrónimo em língua inglesa para *Risk Weight*) é idêntico ao requisito mínimo determinado pelo LR (equação 1). É de realçar, no entanto, que esta especificação não considera o facto de que o requisito de fundos próprios baseado no risco (RW) ter por base posições em risco que diferem dos ativos totais, uma vez que se consideram mitigantes que estão registados em rubricas extrapatrimoniais. Por sua vez o requisito LR tem por base a medida exposição definida no início deste trabalho e não os ativos totais. Porém, ambas as medidas estão relacionadas com os ativos totais e a complexidade adicional não traria valor.

$$K^{RW} = K^{LR} \Leftrightarrow RW_{req} \times \overline{RW} \times TA = LR_{req} \times TA \Leftrightarrow \overline{RW} = \frac{LR_{req}}{RW_{req}} \Leftrightarrow CARW = \frac{LR_{req}}{RW_{req}} \quad (\text{equação 1})$$

Em que:

K^{RW} = Requisitos mínimos de fundos próprios baseados no risco, *quantum*

K^{LR} = Requisitos mínimos de LR, *quantum*

RW_{req} = Requisitos mínimos de fundos próprios baseados no risco, em percentagem

LR_{req} = Requisitos mínimos de LR, em percentagem

$\overline{RW}$ = Média do RW (acrónimo em língua inglesa para *Risk Weights*)

TA = Total dos ativos

Assim, considerando requisitos mínimos de LR de 3% e requisitos mínimos de fundos próprios baseados no risco de 8,5%, o CARW seria de 35%. Isto significa que um banco com um ponderador de risco médio face aos ativos totais inferior a 35% será condicionado pelos requisitos de LR²¹.

Utilização macroprudencial do rácio de alavancagem

A política macroprudencial envolve a diferenciação entre reservas de fundos próprios das instituições (considerando as suas diferenças em termos de relevância sistémica) e a variação temporal das mesmas (considerando as flutuações em termos de risco agregado ao longo do ciclo financeiro). Assim, poderão ser consideradas as perspetivas quer estrutural quer cíclica no que se refere à implementação de medidas macroprudenciais.

Neste contexto, é possível motivar uma calibração de LR mais elevada para instituições de importância sistémica, bem como uma calibração variável ao longo do tempo, dependendo da fase do ciclo financeiro.

A perspetiva estrutural incide sobre o papel do LR na mitigação de riscos sistémicos decorrentes de incentivos desajustados e da questão *“too-big-to-fail”* que caracterizam as instituições de importância sistémica. Neste âmbito, o LR pode aumentar a resiliência de instituições de grande dimensão, complexas, interligadas e sujeitas aos riscos decorrentes de limitações aos modelos internos (por vezes chamados “risco de modelo”) e respetivas incertezas. Uma vez que é mais provável que as instituições complexas de grande dimensão tenham por base modelos de notações internas para cálculo dos requisitos mínimos de capital, estas instituições podem estar mais expostas ao risco de modelo.

Além disso, pode argumentar-se que as instituições de importância sistémica deverão ser mais resilientes de forma a reduzir os impactos sistémicos que estas poderão impor à economia no caso de falirem. Como consequência, deve ser dada especial atenção à relação entre os requisitos de reservas de fundos próprios baseadas no risco e o aumento do requisito de

reservas baseadas no LR, o que está em linha com a recente declaração dos GHOS, no que se refere às instituições de importância sistémica global.

A perspetiva cíclica relativa ao LR incide sobre o papel deste requisito na mitigação dos riscos sistémicos decorrentes do excessivo crescimento do crédito financiado através de dívida de curto prazo. Um nível mais elevado de capital pode contribuir para mitigar a desalavancagem numa fase descendente, estabilizando assim o fluxo de crédito para a economia. Visto que o risco agregado flutua com o tempo, o CERS considera que os requisitos de capital (sejam na forma de LR ou fundos próprios baseados no risco) poderão também variar ao longo do ciclo de forma a assegurar que os bancos se mantêm suficientemente capitalizados.

Também no que se refere à perspetiva cíclica, um LR estático poderá de certa forma fazer face à pró-ciclicidade durante uma fase de crescimento, ao funcionar como um estabilizador automático, que assegura que o capital varia em proporção do total da exposição. Contudo, dado que o risco agregado varia ao longo do tempo, um LR estático poderá, em princípio, ser complementado com um LR contracíclico, mediante o qual uma reserva constituída durante a fase expansionista pode contribuir para reforçar a resiliência e mitigar a exuberância. Adicionalmente, a consequente libertação da reserva quando os riscos diminuírem poderá evitar uma desalavancagem acentuada, quando os bancos incorrerem em perdas.

Além disso, quer numa perspetiva estrutural quer numa perspetiva cíclica, a imposição de reservas macroprudenciais baseadas no risco, sem requisitos de LR correspondentes, não tem impacto sobre os bancos que se mantêm condicionados pelo LR. No caso em que apenas são introduzidas exigências suplementares de capital baseadas no risco em instituições de importância sistémica, estas poderão não ter de aumentar capital (se o LR se mantiver a sua restrição ativa), ou

poderão receber incentivos a fim de reequilibrar as suas carteiras no sentido de menores ativos ponderados pelo risco (o que significa que pouco ou nenhum capital será necessário para o cumprimento de requisitos mais elevados). Da mesma forma, se apenas forem introduzidas reservas contracíclicas de fundos próprios baseadas no risco, os bancos para os quais o LR mínimo (estático) continua a ser a restrição ativa não terão de constituir reservas de fundos próprios adicionais. Este pode ser o caso, em particular, em períodos de exuberância, quando, tipicamente, os ponderadores de risco estão a diminuir, podendo ser mais fácil cumprir os requisitos de fundos próprios baseados no risco. Além disso, a imposição de uma reserva contracíclica de fundos próprios pode não ser suficiente para prevenir um crescimento excessivo do crédito e a expansão dos balanços dos bancos, uma vez que os bancos podem continuar a crescer, investindo em ativos com menores ponderadores de risco (e, em alguns casos, zero). Este caso evidencia a relevância da aplicação de requisitos LR contracíclicos que variem ao longo do tempo.

– Calibração de um rácio de alavancagem macroprudencial

Existem diversos métodos aplicáveis à calibração de reservas de LR macroprudenciais. Tal como nas reservas de fundos próprios baseadas no risco, qualquer utilização macroprudencial do LR deverá refletir especificidades e circunstâncias nacionais, incluindo ciclos financeiros nacionais e diferenças estruturais entre os sistemas financeiros e as instituições.

Na perspetiva do desenho de uma reserva macroprudencial baseada no LR, a relação entre os requisitos de fundos próprios baseados no risco e o LR oferece a possibilidade de estabelecer uma ligação linear entre ambos. Como se discutiu acima, existe uma relação entre os níveis de LR e os requisitos de fundos próprios baseados no risco representada pelo CARW. Se o requisito de fundos próprios baseado no risco ou o requisito do LR for alterado, o CARW implícito altera-se também.

Assim, quando se altera a calibração dos requisitos ponderados pelo risco ou do requisito do LR, será necessário alterar o outro requisito na proporção do CARW, a fim de preservar o mesmo requisito ativo antes da implementação das reservas, caso as autoridades de supervisão considerem que isso se justifica.

Em suma, o CARW implícito na calibração dos requisitos mínimos baseados no risco e dos requisitos do LR poderá funcionar como um ‘fator de conversão’ de reservas baseadas no risco a fim de determinar as reservas de LR – um requisito do LR das instituições pode ser uma proporção constante (por ex. o CARW) dos requisitos baseados no risco, em qualquer altura. Assim sendo, o mais elevado dos dois requisitos será aplicável a todas as instituições em permanência, sendo que as instituições terão de cumprir um requisito de LR mais elevado quando tiverem de cumprir requisitos de fundos próprios baseados no risco mais elevados. Comparado com uma abordagem discricionária, a ligação prevista entre o LR e os requisitos de fundos próprios baseados no risco pode ser mais simples de transmitir, proporcionando maior certeza e transparência (incluindo aos bancos), aumentando a coerência do enquadramento que regula o capital, em termos gerais.

Existem no entanto métodos mais discricionários para a calibração de reservas macroprudenciais de LR. Isso pode ser vantajoso quando um fator de conversão não se consubstancia na calibração mais adequada, dependendo das circunstâncias macrofinanceiras. Um método casuístico poderá ser mais útil na tomada de decisões sobre reservas não cíclicas como a imposição de reservas a instituições de importância sistémica (quer baseadas no risco quer numa base de LR). Além disso, as alterações ao regime dos fundos próprios baseados no risco ou nos ponderadores de risco subjacentes podem dar origem a uma alteração na relação entre requisitos mínimos baseados ou não no risco, justificando a alteração do CARW, estipulando rácios de alavancagem macroprudenciais independentemente das reservas baseadas no risco. Do mesmo

modo, a manutenção de um CARW constante pode não ser o único fator a determinar requisitos de LR cíclicos, podendo haver circunstâncias em que as autoridades macroprudenciais atribuem maior importância a riscos que poderão ser endereçados quer através de requisitos de fundos próprios baseados no risco quer pelo LR. Estas vantagens podem ser ponderadas face a um processo de tomada de decisão ligeiramente mais complexo e menos previsível para as instituições.

O caso do Sistema Bancário português

- Comparação entre Portugal e os outros países europeus

O LR é um requisito de fundos próprios prudenciais que foi introduzido como uma restrição complementar aos requisitos de fundos próprios baseados no risco. A respetiva calibração tem sido conduzida de modo a não se tornar o requisito mais exigente para a maioria das instituições²². Com efeito, ao longo do período de observação (2013-2017) as instituições que não cumpriam o requisito mínimo de 3% foram convergindo nesse sentido, sendo que, segundo uma das conclusões do relatório da EBA sobre a calibração do LR, apenas uma pequena percentagem de bancos não cumpria ainda o requisito (cerca de 9%). Assim, não se prevê que o fluxo de crédito concedido à economia seja prejudicado de forma material, dado o mínimo LR de 3%²³. Contudo, o estudo da EBA conclui também que o impacto do novo requisito é muito sensível à calibração e que um valor acima de 4% daria origem a fortes ajustamentos, quer em termos de aumentos de capital quer de desalavancagem.

A forma como a restrição ativa será um requisito de fundos próprios baseado ou não no risco irá depender: (i) da calibração relativa dos requisitos, (ii) do balanço específico da instituição e (iii) dos modelos utilizados para determinar os ativos ponderados pelo risco, incluindo os montantes das posições em risco e os respetivos ponderadores de risco.

O terceiro aspeto não será desenvolvido neste artigo, mas as simulações com uma carteira teórica mostraram que diferentes instituições obtêm resultados que diferem substancialmente²⁴. Além disso, este tem sido

um dos argumentos a favor da introdução do LR como requisito prudencial vinculativo.

Tendo em consideração a equação 1, é evidente que quando um dos requisitos se altera, a forma como cada um dos requisitos se consubs-tanciam numa restrição ativa altera-se também, o que pode ser facilmente avaliado pelas alterações no CARW. *Ceteris paribus*, se os requisitos baseados no risco aumentarem, o CARW ($\frac{LR_{req}}{RW_{req}}$) reduzir-se-á automaticamente, pelo que o número de instituições condicionadas pelo requisito do LR diminuirá também.

Além disso, se uma instituição tiver um $\overline{RW}$ abaixo do nível crítico original (CARW) e for condicionada pelo LR, o aumento do requisito de fundos próprios baseado no risco não será eficaz (por exemplo, se existir um crescimento de crédito excessivo e a reserva contracíclica de fundos próprios for fixada num valor acima de zero, isso não terá efeito sobre as instituições condicionadas pelo LR).

É também evidente que cada banco terá um CARW diferente uma vez que (i) algumas instituições estão sujeitas a requisitos baseados no risco adicionais (instituições de importância sistémica global – G-SIs; outras instituições de importância sistémica – O-SIs), (ii) os requisitos de reserva contracíclica de fundos próprios são específicos das instituições²⁵ e (iii) os requisitos do pilar 2 podem ser significativos.

O balanço específico de cada instituição terá impacto sobre o ponderador de risco médio e determinará se uma instituição se situa acima ou abaixo do CARW, definindo assim se está condicionada pelos requisitos de fundos próprios baseados no risco ou pelo LR. Por exemplo, se todos os ativos de um banco fossem constituídos por dívida soberana emitida e financiada em euros por um governo central da UE (ponderador de risco zero para o risco de crédito) o risco médio seria muito baixo e inferior ao CARW, pelo que o LR seria a restrição ativa²⁶.

No exercício de transparência da EBA publicado em novembro de 2015, tendo dezembro de 2014 como data de referência, os principais grupos bancários portugueses que participaram no exercício (CGD, BCP, BPI) apresentaram um LR claramente acima de 3%, com uma média ponderada de 6,2%, o que compara com uma média

ponderada de 4,7% para todos os bancos europeus da amostra. Os bancos Portugueses apresentam o sexto LR médio mais elevado numa amostra de 21 países (Gráfico 1)²⁷.

Por sua vez, no que se refere aos requisitos baseados no risco, Portugal está apenas classificado em 17.º lugar, entre 21 países em termos do rácio *Tier 1* (Gráfico 2).

Um aspeto essencial para compreender estas conclusões é o valor médio dos ponderadores de risco dos bancos considerados na amostra, por país. Como se pode observar no Gráfico 3, as instituições portuguesas têm um dos ponderadores de risco médio mais elevados (56,6%), acima da média dos países europeus de 34,5%.

É também de salientar que este resultado não é específico da data de referência ou mesmo das instituições na amostra. Para uma série temporal mais longa (2000-2012) o ponderador de risco médio dos bancos Portugueses foi mais elevado do que os apresentados pelos bancos europeus (Gráfico 4).

Além disso, pode-se observar que o ponderador de risco médio tem diminuído desde a crise, quer em Portugal quer em toda a amostra, embora o desvio se tenha acentuado ainda mais. Uma das razões possíveis para este desvio é a maior utilização por parte dos bancos portugueses do método padrão (ao invés do método de notações internas) para calcular os requisitos mínimos de fundos próprios, em comparação com outros bancos europeus.

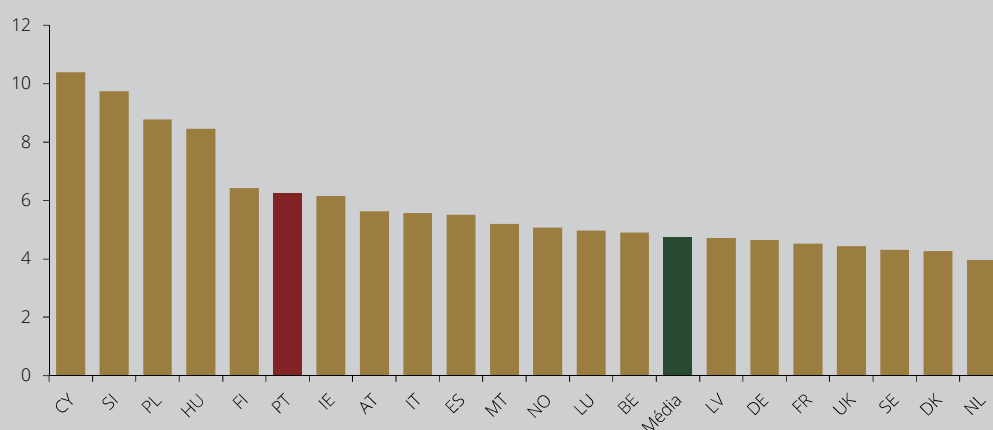


Gráfico 1 •
Rácio de alavancagem, por país, dezembro de 2014
| Em percentagem

Fonte: Exercício de transparência, EBA, 2015
Nota: O rácio de alavancagem é calculado como o rácio entre o *Tier 1* e o total da exposição (tal como definida na secção "O rácio de alavancagem enquanto novo requisito regulamentar").

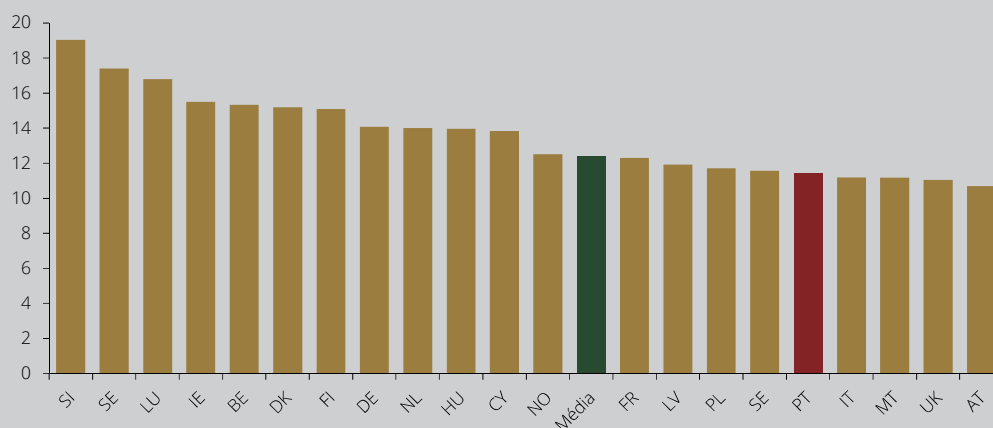


Gráfico 2 •
Rácio *Tier 1*, por país, dezembro de 2014
| Em percentagem

Fonte: Exercício de transparência, EBA, 2015.
Nota: O rácio *Tier 1* é calculado como o quociente entre os fundos próprios *Tier 1* e os ativos ponderados pelo risco.

- Valor Crítico do Ponderador de Risco Médio para os bancos portugueses

Atualmente, os requisitos baseados no risco para os grupos bancários portugueses consistem num mínimo de 6% do montante total da posição em risco (Artigo 92.º da CRR), 1,25%²⁸ respeitante à introdução da reserva de conservação de fundos próprios e os requisitos de pilar 2, que são específicos das instituições e confidenciais. A reserva contracíclica de fundos próprios (CCB) é zero e a reserva das O-SII apenas entrará em vigor em 2018, pelo que, por enquanto, é também zero.

Em 2021, a reserva de conservação de fundos próprios estará no seu nível máximo de

2,5% e as reservas definidas das O-SII terão sido introduzidas gradualmente. Para fins ilustrativos, assume-se que a taxa de reserva do CCB aplicada às exposições nacionais permanecerá em zero, visto que os indicadores que suportariam uma alteração dessa reserva não apontam para um crescimento excessivo do crédito²⁹ e que as reservas das O-SII se situam em 1% dos RWA³⁰. A simulação não considera os requisitos de pilar 2 ("Pillar 2 Requirements" e "Pillar 2 Guidance"). Como consequência, os requisitos de fundos próprios encontram-se subestimados, pelo que o CARW se encontra sobrestimado, o que reforça as conclusões já referidas acima.

Gráfico 3 •
Ponderador
de risco médio,
por país,
dezembro de 2014
| Em percentagem

Fonte: Exercício de
transparência, EBA, 2015
(RWA) e SNL (Ativos).
Nota: Média dos
ponderadores de risco
calculada como um rácio
entre os Ativos Ponderados
pelo risco e o Total dos Ativos.

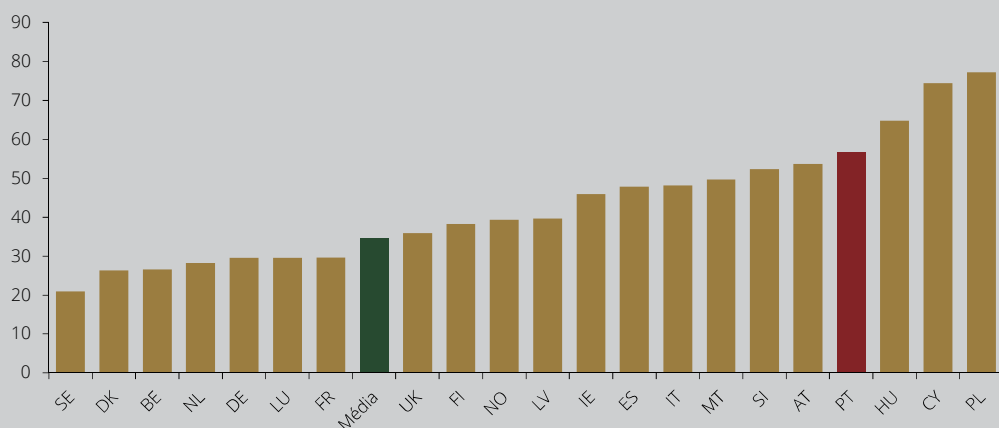
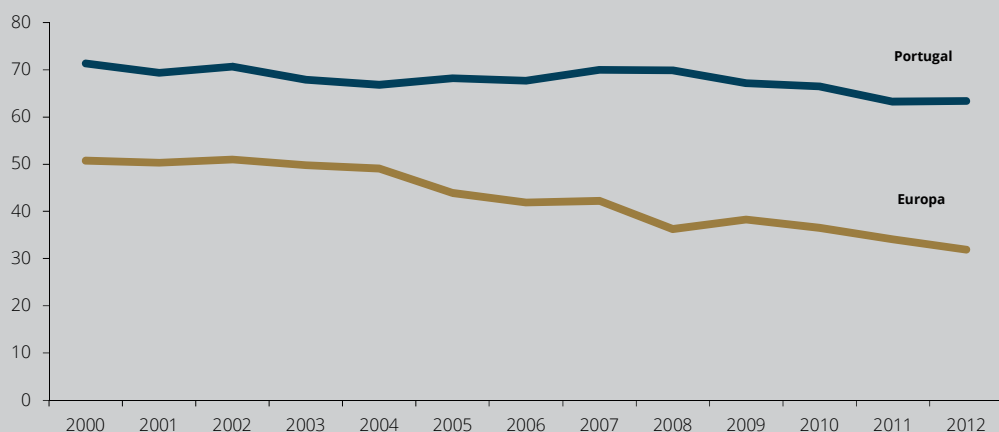


Gráfico 4 •
Ponderador
de risco médio
(2000-2012)
| Em percentagem

Fonte: Bankscope.
Nota: Média dos
Ponderadores de Risco
calculados como o rácio entre
Ativos Ponderados pelo Risco
e o Total dos Ativos.



Quadro 1 • CARW para diferentes cenários

	Rácio <i>Tier 1</i> + Reserva de Conservação de Fundos Próprios	Reservas de fundos próprios – Ilustrativo		Rácio <i>Tier 1</i> + Reservas de Fundos Próprios	Rácio de Alavancagem	CARW
		Max da Reserva de O-SII	Reserva contracíclica de fundos próprios específica da instituição			
2016	6,00%+1,25%=7,25%	0,00%	0,00%	7,25%	3,00%	41,00%
2021	6,00%+2,50%=8,50%	1,00%	0,00%	9,50%	3,00%	32,00%

É de referir que: (i) como esperado, as alterações de um dos requisitos alteram substancialmente o CARW; (ii) a posição do LR enquanto restrição ativa não deverá alterar-se com a introdução da reserva de conservação de fundos próprios e (iii) em ambas as situações o CARW é inferior ao ponderador de risco médio da amostra de bancos portugueses considerada.

Perspetiva cíclica

A pró-ciclicidade refere-se a mecanismos que se reforçam mutuamente entre os setores financeiro e real da economia, que tendem a ampliar as flutuações do ciclo económico e causar ou exacerbar a instabilidade financeira³¹. Por conseguinte, um rácio de fundos próprios pode ser considerado contracíclico se tender a mover-se na direção oposta ao ciclo económico. Além disso, é também possível analisar as propriedades cíclicas das componentes do rácio.

Se as propriedades contracíclicas de um dado rácio de fundos próprios forem avaliadas face a outros rácios de fundos próprios, o que apresentar as propriedades contracíclicas mais fortes será, em geral, o primeiro a assinalar a necessidade de medidas corretivas. Neste sentido, haverá uma maior restrição em períodos de expansão e uma menor restrição em períodos de recessão.

A avaliação da pró-ciclicidade pode ser efetuada face a diferentes indicadores do ciclo, como o total dos ativos dos bancos, o ciclo económico ou o ciclo financeiro (por exemplo, aproximado pelo desvio do rácio do crédito em relação ao PIB). Naturalmente, todos estes agregados são interdependentes, uma vez que os balanços dos bancos se expandem quando

a atividade económica aumenta e o desvio do rácio do crédito em relação ao PIB também tende a aumentar, embora não necessariamente de forma simultânea.

Brei e Gambacorta (2016) foram os primeiros autores a estudar empiricamente de que forma o novo LR (calculado de acordo com a definição de Basileia III se comporta ao longo do ciclo³². O estudo tem como objetivo comparar as propriedades cíclicas de diferentes rácios de fundos próprios. Os autores concluem que o LR de Basileia III é significativamente mais contracíclico do que o rácio de fundos próprios baseado no risco: constitui uma maior restrição em períodos de expansão e uma menor restrição em períodos de recessão. Ao introduzirem na sua especificação empírica uma variável binária que controla os efeitos da mais recente crise financeira e a reforma regulamentar posterior³³, os autores concluem que os resultados são diferentes em “circunstâncias normais” em comparação com períodos de crise; todos os rácios de fundos próprios tendem a ser menos contracíclicos (mais pró-cíclicos) durante períodos de crise.

Em termos estilizados, o facto dos fundos próprios baseados no risco serem menos contracíclicos do que o LR pode ser explicado pelo comportamento dos ponderadores de risco ao longo do ciclo. Os preços dos ativos tendem a ter um comportamento procíclico, o que aumenta o total dos ativos em períodos favoráveis, tornando assim contracíclicos quer o LR quer os rácios de fundos próprios baseados no risco. No entanto, no caso do rácio baseado no risco, este efeito pode ser limitado pelo facto de os ponderadores de risco tenderem a diminuir em períodos favoráveis, atenuando assim o aumento do denominador do rácio.

A presente secção propõe um modelo que tenta responder às seguintes questões:

- Como reagem os rácios de alavancagem e de fundos próprios baseados no risco ao ciclo económico em Portugal?
- O seu comportamento é procíclico ou contracíclico?
- Se os dois rácios forem contracíclicos, qual deles apresenta o maior grau de contraciclicidade?

Tendo por base o estudo desenvolvido por Brei e Gambacorta (2016), é especificado o seguinte modelo:

$$L_{it} = \alpha_i + \beta L_{it-1} + \gamma Y_t + \theta R_t + \delta X_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (\text{equação 2})$$

L_{it} , a variável dependente é o rácio de fundos próprios no ano t , do banco i . São testadas três definições de rácio de fundos próprios: o LR de Basileia III (calculado como o quociente entre o *Tier 1* e o total da exposição (tal como definida na secção “O rácio de alavancagem enquanto novo requisito regulamentar”); o rácio de alavancagem contabilístico (calculado como o rácio entre o *Tier 1* e o total dos ativos) e o rácio *Tier 1* (definido como o rácio entre o *Tier 1* e os ativos ponderados pelo risco);

α_i corresponde aos efeitos fixos por bancos.

L_{it-1} reconhece a persistência nos rácios de fundos próprios, ou seja, a existência de custos de ajustamento de curto prazo para ajustar o capital;

Y_t é a variável explicativa relacionada com o ciclo económico (taxa de crescimento do PIB real)³⁴;

R_t é uma variável binária que representa o comportamento dos bancos face a novas exigências de requisitos de fundos próprios, tomando o valor de um a partir do terceiro trimestre de 2009³⁵;

X_{it-1} é um vetor de variáveis de controlo específicas dos bancos, utilizadas de forma alargada na literatura:

Dimensão_{it} representa a dimensão dos bancos, medida pelo logaritmo do total dos ativos;

ROA_{it} mede a rentabilidade dos bancos e é calculada pelo quociente entre o resultado líquido

e o total dos ativos (ROA é o acrónimo na língua inglesa para *Return on Assets*); e,

Risco_{it}, calculado como o desvio padrão dos últimos três períodos do ROA, mede o grau de risco relativo do banco³⁶.

O conjunto de dados inclui observações trimestrais do quarto trimestre de 2000 ao primeiro trimestre de 2014 para os sete maiores grupos bancários a operar em Portugal. Considerando que o estimador GMM é mais adequado a dados em painel caracterizados por um T pequeno (dimensão temporal) e N grande (número de indivíduos da amostra)³⁷, o que não é o caso do painel utilizado na estimativa para Portugal, a estimação teve por base o modelo com um estimador de efeitos fixos e de efeitos fixos utilizando variáveis instrumentais³⁸.

Tendo em consideração o já referido estudo que analisa a possível natureza contracíclica do LR de Basileia III, desenvolvido por Brei e Gambacorta (2016), conjugado com uma adaptação do mesmo publicado pela EBA (2016), é expectável que o LR apresente, uma natureza contracíclica maior, em comparação com o rácio de fundos próprios baseado no risco (rácio *Tier 1*).

Os resultados apresentados no Quadro 2 evidenciam que tanto o LR de Basileia III como o rácio *Tier 1* são contracíclicos. Contudo, contrariamente ao que era expectável (em comparação com os resultados da EBA e de Brei e Gambacorta – ver Quadro 3), o rácio *Tier 1* apresenta um comportamento contracíclico ligeiramente mais acentuado do que o LR. Em termos económicos, o Quadro 2 mostra que um aumento de 1 ponto percentual no crescimento do PIB reduz o LR em 2 pontos base. Por outro lado, o impacto da mesma alteração no PIB reduz o rácio *Tier 1* em 3 pontos base.

Para reforçar a comparação entre os resultados presentes neste documento e os apresentados em Brei e Gambacorta (2016) e em EBA (2016), recorreu-se a um modelo que utilizou o estimador GMM. Os resultados apresentados no Quadro 4 apontam para uma contraciclicidade

do LR e do rácio de alavancagem contabilístico ligeiramente maior do que a do rácio *Tier 1*, dado que este último não é estatisticamente significativo, o que é semelhante ao apresentado nos estudos já mencionados (Quadro 5)³⁹.

Em suma, os resultados evidenciam que, em Portugal, quer o LR de Basileia III quer o rácio *Tier 1* são contracíclicos. Adicionalmente, a contraciclicidade do primeiro rácio não se superioriza ao segundo de forma consistente e robusta. Por conseguinte, pode concluir-se que as diferenças entre os rácios na forma como reagem ao ciclo não são materiais. Como referido anteriormente, os bancos portugueses utilizam sobretudo o método padrão em vez do método das notações internas, o que limita a reação dos ponderadores de risco ao ciclo económico⁴⁰.

Com o objetivo de se compreender a diferença entre os resultados obtidos para Portugal e os de estudos anteriores, é útil separar os efeitos do ciclo económico nos numeradores e denominadores do rácio de fundos próprios de nível 1 e do LR de Basileia III. Para realizar este exercício a variável dependente na equação 2 é substituída pela variação do *Tier 1*, da medida de exposição e dos ativos ponderados pelo risco⁴¹, utilizando todos os estimadores já referidos (GMM, efeitos fixos e efeitos fixos utilizando variáveis instrumentais). Foram escolhidas taxas de variação para evitar o problema de regressões espúrias, uma vez que o logaritmo dessas variáveis é não estacionário.

O Quadro 6 ajuda a perceber as diferenças entre os resultados deste estudo e os obtidos pelos outros estudos. Enquanto na nossa amostra a pró-ciclicidade do crescimento dos ativos ponderados pelo risco e do crescimento da exposição é bastante semelhante (à exceção dos efeitos fixos utilizando variáveis instrumentais), no estudo realizado pela EBA (e, em menor grau, em Brei e Gambacorta (2016)), a taxa de variação da exposição ultrapassa a dos ativos ponderados pelo risco em termos de pró-ciclicidade (Quadro 7). Como ambos os rácios partilham o *Tier 1* enquanto numerador, a pró-ciclicidade relativa dos denominadores irá definir as propriedades contracíclicas dos rácios.

Além disso, para testar se a variável escolhida para representar o ciclo (a taxa de crescimento do PIB real) capta adequadamente os efeitos de variação temporal comuns a todos os bancos, a equação 2 foi reestimada, substituindo a variável cíclica por efeitos fixos no tempo. Tanto para o LR como para o rácio entre os fundos próprios e os ativos ponderados pelo risco enquanto variáveis dependentes, verifica-se que a variável escolhida para caracterizar o ciclo está correlacionada com os coeficientes dos efeitos fixos no tempo, o que sugere que a taxa de crescimento do PIB real capta adequadamente a evolução do ciclo⁴².

Deve ainda referir-se que a análise empírica apresentada neste documento utiliza uma amostra de bancos muito menor do que a utilizada nos estudos da EBA e de Brei e Gambacorta. Além disso, devido a limitações de dados, esta análise abrange também um período mais curto do que Brei e Gambacorta (2016), o que prejudica a capacidade de captar o comportamento cíclico de qualquer indicador. Além disso, foi na fase de abrandamento do ciclo que se exigiu aos bancos que aumentassem os rácios de capital regulamentar baseados no risco e estes continuam a ser a restrição ativa para os bancos portugueses.

Quadro 2 • Resultados de um conjunto de regressões para dados em painel (efeitos fixos e efeitos fixos com variáveis instrumentais)

	Rácio de Alavancagem		Rácio <i>Tier 1</i>		Rácio de Alavancagem Contabilístico	
	Efeitos Fixos	Efeitos Fixos com Variáveis Instrumentais	Efeitos Fixos	Efeitos Fixos com Variáveis Instrumentais	Efeitos Fixos	Efeitos Fixos com Variáveis Instrumentais
Variável Dependente $t-1$	0,835*** (0,03)	0,839*** (0,029)	0,888*** (0,030)	0,891*** (0,027)	0,820*** (0,022)	0,824*** (0,019)
Y_t	-0,022* (0,012)	-0,012 (0,014)	-0,030* (0,017212)	-0,038 (0,026)	-0,023** (0,010)	-0,004 (0,018)
R_t	0,001 (0,001)	0,001 (0,001)	0,003** (0,001)	0,003** (0,002)	0,001* (0,001)	0,001* (0,001)
Dimensão $t-1$	0,003** (0,001)	0,003** (0,001)	0,003 (0,002)	0,002 (0,002)	0,003** (0,001)	0,004** (0,002)
RoA_{t-1}	0,609** (0,260)	0,624** (0,267)	0,878** (0,372)	0,924** (0,428)	0,659*** (0,243)	0,665*** (0,252)
Risco $t-1$	2,085*** (0,348)	2,247*** (0,353)	3,447*** (0,889)	3,685*** (0,933)	2,187*** (0,346)	2,348*** (0,33)
Observações	351	351	351	351	351	351
R^2 (within)	0,875	0,874	0,919	0,919	0,867	0,865
Número de bancos	7	7	7	7	7	7

Notas: Erros padrão robustos (*Bootstrap standard errors*) entre parêntesis. *** $p < 0,01$. ** $p < 0,05$. * $p < 0,1$. Rácio de alavancagem representa o LR de Basileia o qual é calculado pelo quociente entre o *Tier 1* o total da exposição (conforme definida na secção “O rácio de alavancagem enquanto novo requisito regulamentar”), Rácio *Tier 1* é calculado através do quociente entre o *Tier 1* e os ativos ponderados pelo risco; o Rácio de Alavancagem Contabilístico é calculado através do quociente entre o *Tier 1* e o total dos ativos; a Variável dependente $t-1$ reconhece a persistência nos rácios de fundos próprios, ou seja, a existência de custos de ajustamento de curto prazo para mobilizar capital; Y_t é a variável explicativa relacionada com o ciclo económico (taxa de crescimento do PIB real); R_t é uma variável binária que representa o comportamento dos bancos face a novas exigências de requisitos de fundos próprios, tomando o valor de um a partir do terceiro trimestre de 2009; Dimensão $t-1$ representa a dimensão dos bancos, medida pelo logaritmo do total dos ativos; ROA_{t-1} mede a rentabilidade dos bancos e é calculada pelo quociente entre o resultado líquido e o total dos ativos (ROA é o acrónimo na língua inglesa para *Return on Assets*); e Risco $t-1$, calculado como o desvio padrão dos últimos três períodos do ROA, mede o grau de risco relativo do banco. No estimador de efeitos fixos com variáveis instrumentais, a variável Y_t é instrumentalizada pelo crescimento real do PIB da União Europeia (28)

Quadro 3 • Comparação entre os resultados obtidos neste estudo e os obtidos por Brei e Gambacorta (B&G) e EBA

	Rácio de Alavancagem			Rácio <i>Tier 1</i>			Rácio de Alavancagem Contabilístico		
	Banco de Portugal	EBA	B&G	Banco de Portugal	EBA	B&G	Banco de Portugal	EBA	B&G
Y_t	-0,022* (0,012)	-0,101*** (0,030)	-0,052** (0,026)	-0,030* (0,017)	-0,05 (0,034)	-0,045 (0,037)	-0,023** (0,010)	-0,067* (0,040)	-0,039 (0,032)

Quadro 4 • Resultados de um conjunto de regressões para dados em painel (GMM)

	Rácio de Alavancagem	Rácio <i>Tier 1</i>	Rácio de Alavancagem Contabilístico
Variável Dependente $t-1$	0,818*** (0,030)	0,865*** (0,027)	0,796*** (0,027)
Y_t	-0,022* (0,012)	-0,028 (0,019)	-0,023** (0,011)
R_t	0,001 (0,001)	0,003* (0,002)	0,002* (0,001)
Dimensão $t-1$	0,003** (0,001)	0,005*** (0,002)	0,003** (0,002)
RoA_{t-1}	0,618*** (0,211)	0,726* (0,395)	0,650*** (0,230)
Risco $t-1$	2,136*** (0,261)	3,489*** (0,767)	2,298*** (0,259)
AR (2) test (<i>p-value</i>)	0,416	0,331	0,497
Observações	351	351	351
Número de bancos	7	7	7

Notas: Erros padrão robustos (*Bootstrap standard errors*) entre parêntesis. *** $p < 0,01$. ** $p < 0,05$. * $p < 0,1$. Rácio de alavancagem representa o LR de Basileia o qual é calculado pelo quociente entre o *Tier 1* o total da exposição (conforme definida na secção “O rácio de alavancagem enquanto novo requisito regulamentar”), Rácio *Tier 1* é calculado através do quociente entre o *Tier 1* e os ativos ponderados pelo risco; o Rácio de Alavancagem Contabilístico é calculado através do quociente entre o *Tier 1* e o total dos ativos; a Variável dependente $t-1$ reconhece a persistência nos rácios de fundos próprios, ou seja, a existência de custos de ajustamento de curto prazo para mobilizar capital; Y_t é a variável explicativa relacionada com o ciclo económico (taxa de crescimento do PIB real); R_t é uma variável binária que representa o comportamento dos bancos face a novas exigências de requisitos de fundos próprios, tomando o valor de um a partir do terceiro trimestre de 2009; Dimensão $t-1$ representa a dimensão dos bancos, medida pelo logaritmo do total dos ativos; RoA_{t-1} mede a rentabilidade dos bancos e é calculada pelo quociente entre o resultado líquido e o total dos ativos (ROA é o acrónimo na língua inglesa para *Return on Assets*); e Risco $t-1$, calculado como o desvio padrão dos últimos três períodos do ROA, mede o grau de risco relativo do banco. A variável dependente desfasada e a Y_t foram instrumentalizadas pelas próprias variáveis desfasadas por um período.

Quadro 5 • Comparação entre os resultados obtidos neste estudo e os obtidos por Brei e Gambacorta (B&G) e EBA

	Rácio de Alavancagem			Rácio <i>Tier 1</i>			Rácio de Alavancagem Contabilístico		
	Banco de Portugal	EBA	B&G	Banco de Portugal	EBA	B&G	Banco de Portugal	EBA	B&G
Y_t	-0,022* (0,012)	-0,101*** (0,030)	-0,052** (0,026)	-0,028 (0,019)	-0,05 (0,034)	-0,045 (0,037)	-0,023** (0,011)	-0,067* (0,040)	-0,039 (0,032)

Quadro 6 • Resultados de um conjunto de regressões para dados em painel - Separação dos efeitos do ciclo económico nos numeradores e denominadores do rácio *Tier 1* e LR

	Variação <i>Tier 1</i>		Variação do Montante Total das Posições em Risco			Variação Exposição	
	Efeitos Fixos	Efeitos Fixos com Variáveis Instrumentais	Efeitos Fixos	GMM	Efeitos Fixos com Variáveis Instrumentais	Efeitos Fixos	Efeitos Fixos com Variáveis Instrumentais
Variável Dependente $t-1$	-	-	0,258***	0,220***	0,250***	-	-
	-	-	(0,056)	(0,055)	(0,046)	-	-
Y_t	-0,130	-0,027**	0,207***	0,219***	0,456***	0,223***	0,09
	(0,182)	(0,011)	(0,073)	(0,074)	(0,159)	(0,079)	-0,138
R_t	-0,027**	0,054**	-0,015	-0,0126	-0,017**	-0,012*	-0,013*
	(0,011)	(0,024)	(0,001)	(0,008)	(0,007)	(0,007)	-0,007
Dimensão $t-1$	0,041**	8,632***	0,005	0,001	0,015*	-0,007	-0,009
	(0,018)	-2436	(0,009)	(0,011)	(0,008)	(0,011)	-0,011
RoA_{t-1}	8,831***	35,813***	0,090	1630	-0,175	0,049	-0,054
	-2473	-7582	-1352	-1910	-1242	-1115	-1118
Risco $t-1$	32,453***	-0,027**	2,986*	5,423**	4,756**	1426	0,373
	-8435	(0,011)	-1701	-2560	-1861	-2314	-2006
AR (2) test (p-value)	-	-	-	0,459	-	-	-
Observações	351	351	321	321	321	351	351
R^2 (within)	0,113	0,115	0,20	-	0,21	0,07	0,09
Número de bancos	7	7	7	7	7	7	7

Notas: Erros padrão robustos (*Bootstrap standard errors*) entre parêntesis. *** $p < 0,01$. ** $p < 0,05$. * $p < 0,1$ excetuando o estimador GMM que não utiliza *Bootstrap standard errors* mas outro método de robustez. Variação do *Tier 1* calculada pela diferença de valor entre o *Tier 1* no período n e no período $n-1$; Variação do Montante total das posições em risco calculada pela diferença de valor no período n e no período $n-1$; Variação da Exposição calculada pela diferença de valor entre o período n e no período $n-1$; a Variável dependente $t-1$ reconhece a persistência de cada uma das variáveis dependentes; Y_t é a variável explicativa relacionada com o ciclo económico (taxa de crescimento do PIB real); R_t é uma variável binária que representa o comportamento dos bancos face a novas exigências de requisitos de fundos próprios, tomando o valor de um a partir do terceiro trimestre de 2009; Dimensão $t-1$ representa a dimensão dos bancos, medida pelo logaritmo do total dos ativos; RoA_{t-1} mede a rentabilidade dos bancos e é calculada pelo quociente entre o resultado líquido e o total dos ativos (ROA é o acrónimo na língua inglesa para *Return on Assets*); e Risco $t-1$ calculado como o desvio padrão dos últimos três períodos do ROA, mede o grau de risco relativo do banco. No caso do estimador GMM, a variável dependente desfasada e a Y_t foram instrumentalizadas pelas próprias variáveis desfasadas por um período. No caso do estimador de efeitos fixos com variáveis instrumentais, a variável Y_t é instrumentalizada pelo crescimento real do PIB da União Europeia (28).

Quadro 7 • Comparação entre os resultados obtidos neste estudo e os obtidos por Brei e Gambacorta (B&G) e EBA

	Variação <i>Tier 1</i>				Variação do Montante Total das Posições em Risco					Variação Exposição			
	Efeitos Fixos	Efeitos Fixos com Variáveis Instrumentais	EBA GMM	B&G GMM	Efeitos Fixos	GMM	Efeitos Fixos com Variáveis Instrumentais	EBA GMM	B&G GMM	Efeitos Fixos	Efeitos Fixos com Variáveis Instrumentais	EBA GMM	B&G GMM
Y_t	-0,13	-0,027**	-0,008**	0,948	0,207***	0,219***	0,456***	0,005	1,375**	0,223***	0,09	0,008***	1,442***
	(0,182)	(0,011)	(0,004)	(0,597)	(0,073)	(0,074)	(0,159)	(0,004)	(0,545)	(0,079)	(0,138)	(0,003)	(0,514)

– Perspetiva estrutural

De acordo com a perspetiva estrutural, o LR de Basileia III pode ser uma ferramenta útil para atenuar as questões de risco moral associadas a instituições de importância sistémica. Por conseguinte, ao impor um maior LR aos bancos de maior dimensão, os decisores de política têm como objetivo reduzir a probabilidade de incumprimento dessas instituições de importância sistémica, evitando os enormes custos económicos devido às potenciais dificuldades financeiras que poderão surgir nas mesmas. Além disso, é frequente considerar-se que os maiores bancos estão mais dispostos a utilizar modelos internos para calcular os ponderadores de risco (método de notações internas), expondo estas instituições ao risco do modelo, que pode ser mitigado pela utilização do LR enquanto ferramenta macroprudencial.

A presente secção tenta responder às seguintes questões:

1. O rácio de alavancagem de Basileia III e o rácio de fundos próprios baseado no risco dos bancos portugueses variam dependendo da dimensão dos bancos ou do método utilizado para calcular os ponderadores de risco?
2. O rácio de fundos próprios com base no risco dos bancos que utilizam o método de notações internas apresenta um comportamento menos contracíclico do que os restantes bancos?

Para responder à primeira questão, a amostra é dividida em dois tipos de banco: os elegíveis para o grupo 1 no estudo de impacto quantitativo – *Quantitative Impact Study* (G1 - os bancos cujos fundos próprios *Tier 1* se situam num valor igual ou superior a 3 mil milhões de euros com atividade internacional o que, na amostra em questão, perfaz três bancos) e os restantes (G2 - quatro bancos). Os bancos são também divididos entre bancos que utilizam o método de notações internas e bancos que utilizam o método padrão. São depois efetuados testes de hipóteses à média (Quadros 8 e 9).

Quanto ao rácio de alavancagem de Basileia III ou ao rácio de fundos próprios baseado no risco variarem dependendo da dimensão dos bancos ou do modelo utilizado para calcular os ponderadores de risco, os Quadros 8 e 9 mostram que os bancos do G1 apresentam um menor LR, em comparação com os bancos de menor dimensão, mas também um menor rácio *Tier 1*. Consequentemente, não se pode concluir que os bancos de maior dimensão gerem ativamente os rácios de fundos próprios baseados no risco. Assim, o aumento do LR para as instituições de importância sistémica pode ser obtido indiretamente pela imposição de reservas prudenciais de fundos próprios baseadas no risco, como é o caso, em Portugal, das reservas de fundos próprios de O-SII.

Quadro 8 • Teste de hipóteses (LR)

	OBS	Média		OBS	Média
Dimensão			Método de Cálculo do montante ponderado pelo risco		
G1	162	0,049	Padrão	366	0,053
G2	216	0,055	Notações Internas	12	0,049
Diferença (<i>p-value</i>)		0	Diferença (<i>p-value</i>)		0,015

Quadro 9 • Teste de hipóteses (Rácio *Tier 1*)

Dimensão	OBS Média		Método de Cálculo do montante ponderado pelo risco	OBS Média	
G1	162	0,079	Padrão	366	0,089
G2	216	0,091	Notações Internas	12	0,074
Diferença (<i>p-value</i>)		0	Diferença (<i>p-value</i>)		0,004

Uma conclusão semelhante resulta da comparação entre bancos que utilizam o método padrão e bancos que utilizam o método de notações internas para calcular os requisitos mínimos de fundos próprios. Como ilustrado nos Quadros 8 e 9, os bancos que utilizam o método de notações internas têm menores rácios de alavancagem e menores rácios de *Tier 1* face aos bancos que utilizam o método padrão.

Para responder à segunda questão, foi estimado um modelo econométrico semelhante ao anteriormente apresentado, incluindo uma

variável binária (designada por IRB - acrónimo em língua inglesa para *Internal Rating Based Model*) que representa os bancos que utilizam o método de notações internas e a interação desta variável binária com a medida cíclica (crescimento do PIB real). O Quadro 10 evidencia que a ciclicidade do rácio *Tier 1* e dos ativos ponderados pelo risco dos bancos que utilizam o método IRB não são estatisticamente diferentes da ciclicidade destas variáveis no caso dos bancos que utilizam o método padrão.

Quadro 10 • Análise da prociclicidade do rácio *Tier 1* e da variação dos ponderadores de risco para os bancos que utilizam o método das notações internas (IRB)

	Rácio <i>Tier 1</i>			Variação do Montante Total das Posições em Risco		
	Efeitos Fixos	GMM	Efeitos Fixos com Variáveis Instrumentais	Efeitos Fixos	GMM	Efeitos Fixos com Variáveis Instrumentais
Variável Dependente $t-1$	0,889*** (0,030)	0,860*** (0,033)	0,887*** (0,029)	0,254*** (0,050)	0,189*** (0,049)	0,243*** (0,047)
Y_t	-0,031* (0,019)	-0,030 (0,018)	-0,038 (0,029)	0,206*** (0,075)	0,224*** (0,081)	0,475*** (0,164)
R_t	0,003* (0,002)	0,003 (0,003)	0,003* (0,002)	-0,013 (0,008)	-0,011 (0,009)	-0,015* (0,008)
Dimensão $t-1$	0,003 (0,002)	0,005** (0,002)	0,002 (0,003)	0,001 (0,010)	-0,001 (0,013)	0,012 (0,009)
RoA_{t-1}	0,877** (0,423)	0,684* (0,413)	0,908** (0,400)	0,166 -1202	2049 -1978	-0,061 -1115
Risco $t-1$	3,438*** (0,931)	3,364*** (0,658)	3,410*** (0,914)	3,090* -1661	5,644* -2927	5,079*** -1764
IRB	0,000 (0,002)	-0,000 (0,002)	-0,038 (0,029)	0,008* (0,004)	0,007 (0,006)	0,017 (0,014)
IRB* Y_t	0,096 (0,126)	0,117 (0,124)	0,531 (0,410)	0,186 (0,667)	0,029 (0,630)	0,832 -1639
AR (2) test (<i>p-value</i>)	-	0,345	-	-	0,4476	-
Observações	351	351	351	351	351	351
R^2 (<i>within</i>)	0,920	-	0,920	0,206	-	0,214
Número de bancos	7	7	7	7	7	7

Notas: Erros padrão robustos (*Bootstrap standard errors*) entre parêntesis. *** $p < 0,01$. ** $p < 0,05$. * $p < 0,1$ excetuando o estimador GMM que não utiliza *Bootstrap standard errors* mas outro método de robustez. *Tier 1* calculado de acordo com a regulamentação em vigor, Variação do Montante total das posições em risco calculada pela diferença de valor no período n e no período $n-1$; a Variável dependente $t-1$ reconhece a persistência de cada uma das variáveis dependentes; Y_t é a variável explicativa relacionada com o ciclo económico (taxa de crescimento do PIB real); R_t é uma variável binária que representa o comportamento dos bancos face a novas exigências de requisitos de fundos próprios, tomando o valor de um a partir do terceiro trimestre de 2009; Dimensão $_{t-1}$ representa a dimensão dos bancos, medida pelo logaritmo do total dos ativos; RoA_{t-1} mede a rentabilidade dos bancos e é calculada pelo quociente entre o resultado líquido e o total dos ativos (ROA é o acrónimo na língua inglesa para *Return on Assets*); e Risco $_{t-1}$, calculado como o desvio padrão dos últimos três períodos do ROA, mede o grau de risco relativo do banco; IRB é uma variável binária que assume o valor de 1 no caso dos bancos utilizarem o método de notações internas. No caso do estimador GMM, a variável dependente desfasada e a Y_t foram instrumentalizadas pelas próprias variáveis desfasadas por um período. No caso do estimador de efeitos fixos com variáveis instrumentais, a variável Y_t é instrumentalizada pelo crescimento real do PIB da União Europeia (28).

Como acima referido, na perspetiva macroprudencial o LR pode ser utilizado como instrumento contracíclico ou como instrumento estrutural caso prove ser útil para atenuar os riscos resultantes do crescimento excessivo do balanço dos bancos na fase ascendente do ciclo económico, bem como os riscos resultantes de erros

na calibração dos modelos de notação interna e natureza pró-cíclica dos modelos subjacentes ao cálculo dos ponderadores de risco, em particular no que diz respeito aos bancos que utilizem o método de notações internas.

Neste sentido, de acordo com os resultados apresentados neste estudo, a introdução do LR

como requisito microprudencial, sem qualquer utilização macroprudencial associada, é, por enquanto, considerada suficiente para atenuar a alavancagem excessiva do sistema financeiro.

Conclusões

O presente tema em destaque avalia se o LR de Basileia III será uma restrição ativa para os bancos a operar em Portugal. Adicionalmente, apresenta algumas análises univariadas e multivariadas para avaliar em que medida as perspetivas cíclica e estrutural de utilização do LR como instrumento macroprudencial se adequam a Portugal.

A evidência disponível mostra que os maiores grupos bancários portugueses têm uma ponderação de risco média substancialmente superior ao CARW e, como tal, os rácios ponderados pelo risco continuarão a ser, muito provavelmente, o requisito de fundos próprios ativo.

Acresce que os resultados empíricos apoiam as seguintes conclusões: (i) ao contrário dos estudos mais recentes com base numa amostra composta por vários países, em Portugal a contraciclicidade do LR não se superioriza à demonstrada pela do rácio *Tier 1*, e (ii) os bancos maiores e que utilizam o método de notações internas apresentam um LR mais baixo em comparação, respetivamente, com os bancos de menor dimensão e do método padrão, mas também um menor rácio *Tier 1*. Consequentemente, não foi encontrada qualquer evidência de que esses bancos gerem ativamente rácios de fundos próprios baseados no risco.

Por conseguinte, a introdução do LR enquanto requisito microprudencial, sem qualquer utilização macroprudencial associada é, por enquanto, considerada suficiente para atenuar a alavancagem excessiva no sistema financeiro.

Referências

- Acharya, V., Mehran, H., Shuermann, T. e Thakor, A. (2012): Robust capital regulation, CEPR Discussion papers 8792.
- Adrian, T., & Shin, H. S. (2010). Liquidity and leverage. *Journal of Financial Intermediation*, 19(3), 418–437.
- Adrian, T., & Shin, H. S. (2010), The changing nature of financial intermediation and the financial crisis of 2007-09. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports (março).
- Adrian, T., & Shin, H. S. (2014). Procyclical leverage and value-at-risk. *Review of Financial Studies*, 27(2), 373–403.
- Autoridade Bancária Europeia (2016), Relatório da EBA sobre os requisitos relativos ao rácio de alavancagem nos termos do artigo 511.º do RRF.
- Baglioni, a., Beccalli, E., Boitani, a., & Monticini, a. (2013). Is the leverage of European banks pro-cyclical? *Empirical Economics*, 45(3), 1251–1266.
- Beccalli, E., Boitani, A., & Di Giuliantonio, S. (2014). Leverage pro-cyclicality and securitization in US banking. *Journal of Financial Intermediation*.
- Berrospide, J. e Rochelle, E. (2010). "The effects of bank capital on lending: what do we know, and what does it mean?", *International Journal of Central Banking*, vol. 6, n.º 4, pp. 5-54.
- Brei, M., & Gambacorta, L. (2016). Are bank capital ratios pro-cyclical? New evidence and perspectives, *Economic Policy*, pp. 357-403.
- Committee, B. (2014). BCBS, Basel III *leverage ratio* framework.
- Committee, B. (2010). BCBS, Basileia III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems.
- Fostel, A., & Geanakoplos, J. D. (2013). Reviewing the leverage cycle. *Annual Review of Economics*.

Galo, N. & Thomas, C. (2013). Bank Leverage Cycles, Banco de España, Documento de Trabalho n.º 1222.

Gambacorta, L. and S. Karmakar (2017), "Leverage and risk-weighted capital requirements". International Journal of Central Banking, a publicar.

Kalemli-Ozcan, S., Sorensen, B., & Yesiltas, S. (2012). Leverage across firms, banks, and countries. Journal of International Economics, 88(2), 284–298.

Merton, R., Theory of rational option pricing. The bell journal of economics and management science, Vol. 4, n.º 1 (primavera, 1973), pp. 141-183.

Regulamento (UE) n.º 1092/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho de 24 de Novembro de 2010 relativo à supervisão macroprudencial do sistema financeiro na União Europeia e que cria o Comité Europeu do Risco Sistémico.

Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de junho de 2013 relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento e que altera o Regulamento (UE) n.º 648/2012.

Roodman D. (2009), How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata, The Stata Journal, Vol. 9, pp 86-136.

Anexo: Estatísticas Descritivas das principais variáveis utilizadas neste estudo

	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Max
RA	378	0,0525	0,1093	0,0304	0,0824
Rácio Tier 1	378	0,0855	0,21	0,0495	0,1623
RAC	377	0,0567	0,0112	0,0347	0,0862
Y_t	378	0,0019	0,0209	-0,0414	0,0441
Total do Ativo	378	47 133	31 316	6694	120 389
ROA	372	0,0011	0,0017	-0,0097	0,0044
Risco	358	0,0006	0,0008	0,0002	0,0049

Notas: LR representa o rácio de alavancagem de Basileia, o qual é calculado pelo quociente entre o Tier 1 o total da exposição (conforme definida na secção "O rácio de alavancagem enquanto novo requisito regulamentar"), o Rácio Tier 1 é calculado através do quociente entre o Tier 1 e os ativos ponderados pelo risco; o Rácio de Alavancagem Contabilístico é calculado através do quociente entre o Tier 1 e o total dos ativos; Y_t representa o ciclo económico (taxa de crescimento do PIB real); Total do Ativo representa a dimensão dos bancos, medida em milhões de euros; ROA mede a rentabilidade dos bancos e é calculada pelo quociente entre o resultado líquido e o total dos ativos (ROA é o acrónimo na língua inglesa para *Return on Assets*); e Risco, calculado como o desvio padrão dos últimos três períodos do ROA, mede o grau de risco relativo do banco.

Lista de siglas / acrónimos

CARW – *Critical Average Risk Weight* (valor crítico do ponderador de risco médio)

CCB – Reserva contracíclica de fundos próprios

CERS – Comité Europeu do Risco Sistémico

CRD IV – Capital Requirements Directive (Diretiva 2013/36/EU do parlamento Europeu e do Conselho de 26 de junho de 2013)

GHOS – *Group of Governors and Heads of Supervision*

G-SIIs – *Global Systemically Important Institutions* (instituições de importância sistémica global)

IRB – *Internal Rating Based Approach* (Método das Notações Internas)

LR – *Leverage Ratio* (rácio de alavancagem de Basileia III)

CRR – *Capital Requirements Regulation* (Regulamento (UE) n.º 575/2013 do parlamento Europeu e do Conselho de 26 de junho de 2013)

RW – *Risk Weights* (ponderadores de risco)

RWA – *Risk Weighted Assets* (ativos ponderados pelo risco)

SFT – *Securities Financing Transactions*

Notas

1. Os fundos próprios de nível 1 consistem em fundos próprios principais de nível 1 e outros instrumentos elegíveis a incluir na categoria de fundos próprios adicionais de nível 1.
2. Os derivados e as posições em risco das SFT estão incluídas na medida de exposição aplicando regras específicas, a fim de superar as diferenças entre os sistemas contabilísticos e assegurar LR comparáveis entre as jurisdições. Em particular, numa primeira fase, é revertida qualquer redução da exposição resultante da existência de colateral ou de outras técnicas de mitigação do risco. Numa segunda fase, são aplicadas as regras específicas do cálculo da medida de exposição do LR.
3. <http://www.bis.org/bcbs/publ/d365.htm>.
4. Regulamento Delegado (UE) 2015/62 da Comissão, de 10 de outubro de 2014, que altera o Regulamento (UE) 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, no que se refere ao rácio de alavancagem.
5. Artigo 511.º do CRR.
6. <http://www.eba.europa.eu/-/eba-recommends-introducing-the-leverage-ratio-in-the-eu>.
7. A proposta legislativa relativa à introdução de um requisito mínimo de rácio de alavancagem é considerada no conjunto relativo ao processo de revisão do pacote legislativo CRR/CRD IV.
8. Os ponderadores de risco são calculados utilizando um método padrão de ponderação de risco estipulado pelo regulador (o método padrão) ou um modelo de ponderação de risco interno do próprio banco com base na experiência histórica do banco (o método de notações internas de risco).
9. Gordy (2003).
10. A incerteza e a possibilidade de quebras estruturais significam que as distribuições de PD e de LGD poderão não ser totalmente conhecidas para determinados tipos de posições em risco.
11. Adrian e Shin (2008).
12. Adrian e Shin (2008).
13. Merton (1973) obtém a mesma conclusão aplicando a teoria relativa à determinação do preço de opções ao valor de uma empresa, com um preço de exercício igual ao valor da respetiva dívida.
14. Este argumento é idêntico ao referido por Adrian e Shin (2013), que explora a ligação entre o valor em risco (*value-at-risk* – *VaR*) por unidade de capital divulgado pelo banco e as suas flutuações de alavancagem.
15. Os ponderadores de risco, se forem calculados utilizando o método “Through-The-Cycle” (Terminologia utilizada na língua inglesa para designar o cálculo dos ponderadores considerando pelo menos um ciclo económico completo em vez de um determinado momento no tempo) deverão ser menos pro-cíclicos do que as estimativas “Point-in-Time” (terminologia utilizada na língua inglesa para designar o cálculo dos ponderadores num determinado momento no tempo) anteriormente utilizadas.
16. Adrian e Shin, 2008; Baglioni et al., 2011 e Becalli et. al., 2014.
17. Grill, M., Lang, J.H., e Smith, J., “The impact of the Basel III leverage ratio on risk-taking and bank stability”, BCE, *Financial Stability Review*, Edição especial, Novembro de 2015.
18. Manual do CERS sobre o Funcionamento da Política Macroprudencial no Setor Bancário, disponível em: https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/140303_esrb_handbook_mp.en.pdf.
19. Capítulo disponível em: https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/150625_esrb_handbook_addendum.en.pdf.
20. Esta abordagem é semelhante à do relatório do Comité de Política Financeira do Bank of England sobre o rácio de alavancagem: <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Pages/fpc/fscp.aspx>.
21. O requisito de fundos próprios com base no risco de 8,5% corresponde ao requisito mínimo de fundos próprios *Tier 1* (6%) adicionado do montante máximo da reserva de conservação de fundos próprios (2,5%).
22. Neste contexto, o rácio de alavancagem deverá ser considerado restritivo se for o requisito de fundos próprios mais exigente. É considerado ativo se implicar que os bancos não têm fundos próprios suficientes para cumprir o requisito.
23. “The analysis suggests that the potential impact of introducing a LR requirement of 3% on the provision of financing by credit institutions would be relatively moderate, while, overall, it should lead to more stable credit institutions”.
24. <https://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/review-of-consistency-of-risk-weighted-assets>.
25. Para uma descrição da reserva contracíclica de fundos próprios específica da instituição, ver a Caixa 1 do *Relatório de Estabilidade Financeira* de novembro 2016, Banco de Portugal.
26. Com efeito, é isso que acontece, nomeadamente nos bancos de desenvolvimento público em França e na Alemanha, que detêm elevadas carteiras de posições em risco garantidas pelo Governo.
27. Um exercício de transparência mais recente foi publicado em dezembro de 2016, mas não incluía uma análise do LR.
28. <http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstabilidadeFinanceira/MedidasMacroprudenciais/ReservaConservacao/Paginas/default.aspx>
29. <http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstabilidadeFinanceira/MedidasMacroprudenciais/ReservaConservacao/Paginas/inicio.aspx>
30. <http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstabilidadeFinanceira/MedidasMacroprudenciais/ReservaOSII/Paginas/inicio.aspx>
31. Fórum de Estabilidade Financeira, 2009.

32. Os autores utilizam dados de 14 países para o período de 1994 a 2012, incluindo nove países da União Europeia, mas não incluem dados de bancos portugueses. A EBA publicou outro estudo, em que utilizou o mesmo modelo, tendo obtido praticamente os mesmos resultados que Brei e Gambacorta (2016), mas que se centrou em países europeus, incluindo uma amostra de bancos a operar em Portugal, e no período de 2000 a 2014. Esta avaliação faz parte do Relatório da EBA sobre os requisitos relativos ao rácio de alavancagem nos termos do artigo 511.º da CRR.
33. Esta variável toma o valor de 1 para o período de 2008 a 2012 e de zero em todos os outros anos.
34. Foram testadas outras variáveis que poderiam representar o ciclo, como a taxa de crescimento homóloga do PIB nominal trimestral e o desvio do rácio do crédito em relação ao PIB, que não alteraram de forma material os resultados obtidos neste documento.
35. Trimestre em que a recomendação do Banco de Portugal de aumentar os rácios de fundos próprios entrou em vigor, dando início a um período de novas recomendações e avisos sucessivos, com vista a reforçar a resiliência dos bancos. É de notar que esta variável binária coincide em larga medida com uma possível “variável binária da crise” e também com a introdução de alterações ao quadro regulamentar. Como referido, a interação entre esta variável binária e as restantes variáveis explicativas, como descrito em Brei e Gambacorta (2016), não é apresentada nesta análise. Não obstante, foi testada a inclusão destas interações, mas estas mostraram não ser estatisticamente significativas.
36. A aproximação para atomada de risco pelos bancos em Brei e Gambacorta (2016) é o desvio padrão da variação percentual no valor de mercado dos ativos.
37. De acordo com Roodman (2016) se T é grande relativamente a N , o erro associado ao desfasamento da variável dependente torna-se insignificante, sendo suficiente o estimador de efeitos fixos.
38. Nos estimadores de efeitos fixos utilizando variáveis instrumentais, a taxa de crescimento do PIB real para Portugal é instrumentalizada pela taxa de crescimento do PIB real da União Europeia (UE28).
39. De realçar que os coeficientes do modelo GMM utilizados sofrem de uma excessiva identificação devido ao elevado número de instrumentos (desfasamentos das variáveis endógenas) em comparação com o número de variáveis.
40. Contudo, mesmo utilizando o Método das Notações Internas, se os ponderadores de risco forem calculados usando o método Through-The Cycle, espera-se que sejam menos pró-cíclicos do que as estimativas Point-In-Time usadas anteriormente.
41. A Quadro 6 apresenta o estimador GMM apenas no caso do crescimento dos ativos ponderados pelo risco, por ser o único cuja variável dependente demonstra persistência temporal.
42. Por uma questão de brevidade, os resultados não foram apresentados.

