

# Relatório de Estabilidade Financeira

Dezembro 2018



BANCO DE  
PORTUGAL  
EUROSISTEMA



# Relatório de Estabilidade Financeira

Dezembro 2018

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



**BANCO DE PORTUGAL**  
EUROSISTEMA

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



# Índice

Apreciação global | 7

## I Perspetiva global da estabilidade financeira | 9

1 Vulnerabilidades, riscos e política macroprudencial | 11

1.1 Vulnerabilidades | 11

1.2 Riscos para a estabilidade financeira | 18

1.3 Política macroprudencial | 30

2 Enquadramento macroeconómico e de mercados | 37

2.1 Situação macroeconómica e perspetivas a curto prazo | 37

2.2 Mercados financeiros | 41

2.3 Mercado imobiliário residencial | 46

3 Situação patrimonial das administrações públicas e do setor privado não financeiro | 57

3.1 Administrações públicas | 57

3.2 Situação patrimonial do setor privado não financeiro | 63

3.2.1 Particulares | 63

3.2.2 Sociedades não financeiras | 71

4 Sistema bancário | 82

4.1 Rendibilidade | 83

4.2 Qualidade de ativos | 90

4.3 Critérios de concessão de crédito | 96

4.4 Liquidez e financiamento | 102

4.5 Capital | 106

Caixa 1 • Fundos de investimento imobiliário residentes em Portugal | 110

Caixa 2 • *Fintech* – perspetiva da estabilidade financeira | 115

Caixa 3 • Implementação na União Europeia da reserva contracíclica de fundos próprios | 122

## II Temas em destaque | 129

Os fundos de investimento como fonte de risco sistémico | 131

Revisão da CRD IV-CRR: o que há de novo? | 150



## Apreciação global

A economia portuguesa registou em 2018 um conjunto de desenvolvimentos favoráveis do ponto de vista da estabilidade financeira. Os rácios de endividamento do setor privado não financeiro (particulares e sociedades não financeiras, SNF) continuaram a reduzir-se e a capitalização das SNF a aumentar. A dívida pública, líquida de depósitos da administração pública, manteve a trajetória descendente evidente desde meados de 2017. No que se refere à balança de pagamentos, a evolução observada no primeiro semestre legitima a perspetiva de manutenção de um excedente da balança corrente e de capital no conjunto do ano.

De igual forma, o sistema bancário português registou, no primeiro semestre do ano, uma evolução favorável num conjunto de dimensões relevantes. A rentabilidade prosseguiu uma trajetória de recuperação, num contexto de um menor registo de perdas por imparidade para crédito e de um aumento da eficiência operacional. A redução de empréstimos *non-performing* (NPL) prosseguiu a um ritmo significativo e os rácios de cobertura por imparidade continuaram a aumentar. A posição de liquidez manteve-se em níveis confortáveis. O rácio de fundos próprios totais foi reforçado pela emissão de instrumentos de dívida elegíveis para fundos próprios.

Proseguiu, assim, a redução das vulnerabilidades da economia portuguesa e do sistema bancário português, em particular, face à situação que antecedeu a crise económica e financeira internacional, aumentando a sua resiliência a choques adversos.

Importa, no entanto, realçar que o trajeto de melhoria assinalado tem de continuar a ser desenvolvido e aprofundado em função da permanência de estrangimentos importantes, designadamente a manutenção de um baixo crescimento potencial da economia portuguesa. Este facto merece especial atenção face às ainda significativas fontes de risco sistémico, designadamente as relacionadas com a atual conjuntura internacional.

Não foram alcançados progressos decisivos na arquitetura institucional europeia, seja ao nível da união bancária ou mesmo, de uma forma mais geral, ao nível da união monetária, as quais permanecem incompletas e vulneráveis a novas crises, intensificando os riscos para a estabilidade financeira. A ausência de um Mecanismo Europeu de Garantia de Depósitos, o terceiro pilar da União Bancária, constitui um exemplo a este respeito.

Neste contexto, o principal risco para a economia portuguesa continua a ser a reavaliação significativa e abrupta dos prémios de risco, que pode ser desencadeada por um movimento a nível global ou de carácter mais idiossincrático a nível europeu. Relativamente à avaliação do último Relatório de Estabilidade Financeira, este risco intensificou-se. De facto, nos últimos meses observaram-se alguns indícios da sua materialização, ainda que de curta duração e/ou sem evidência de contágio significativo. No entanto, a imposição de novas medidas protecionistas com impacto no comércio mundial, o próprio processo de normalização da política monetária nas principais regiões económicas a nível mundial (com destaque para os Estados Unidos), a incerteza quanto ao desfecho do Brexit ou episódios de instabilidade financeira associados à situação política em países da área do euro são eventos que têm o potencial de fazer recrudescer este risco num futuro próximo.

Na medida em que desenvolvimentos futuros nos pontos acima referidos adquiram contornos mais gravosos do que os atualmente antecipados pela generalidade dos agentes económicos, os mesmos têm potencial para ter efeitos significativos sobre os mercados financeiros internacionais e sobre a atividade económica. De realçar que já se regista abrandamento do produto em várias regiões, bem como revisões em baixa das perspetivas de crescimento em vários países,

nomeadamente a nível europeu. A concretização de um cenário com estes contornos terá certamente consequências para a economia portuguesa e sobre o setor financeiro, assim como sobre as perspetivas de evolução das taxas de juro. Estas implicações estão associadas, em particular, aos custos de financiamento e aos efeitos negativos sobre a procura externa dirigida à economia portuguesa, seja ao nível dos bens e serviços, seja também pelos potenciais efeitos adversos no mercado imobiliário, onde os não residentes têm desempenhado um papel relevante. Ambos os canais têm beneficiado o setor bancário no passado recente, podendo assim ter evoluções adversas no cenário de risco descrito.

Assim, a potencial ocorrência de uma reavaliação significativa e abrupta dos prémios de risco, em particular se tiver implicações significativas em termos reais, potencia reduções de valor de um conjunto alargado de ativos, financeiros e não financeiros. Tendo presente o peso significativo que os títulos de dívida pública e os ativos relacionados com o setor imobiliário assumem nos balanços dos bancos, o impacto da referida reavaliação sobre estes últimos poderá ser significativo. Estes efeitos poderão ser intensificados pela adoção de critérios menos prudentes na concessão de crédito, os quais tendem a assumir uma natureza procíclica. Na atual fase já avançada de expansão da economia, este risco surge potenciado pelo nível muito reduzido das taxas de juro e pela significativa valorização dos colaterais, nomeadamente os de natureza imobiliária, que em algumas áreas/cidades tem sido particularmente acentuada. Convirá salientar que o contexto é necessariamente conjuntural e não deve impedir uma correta aferição do risco de crédito das operações contratadas, tendo por base expectativas bem fundamentadas de perda esperada na totalidade do horizonte temporal da operação de crédito. Neste quadro, importa destacar que, a par de outras iniciativas, uma implementação cuidadosa da IFRS9 poderá mitigar este risco. Assume também particular importância a recomendação do Banco de Portugal no âmbito dos novos contratos de crédito celebrados à habitação e ao consumo.

Pelo referido acima, e apesar da correção dos desequilíbrios macrofinanceiros ter continuado, em algumas dimensões relevantes da economia portuguesa, ao longo de 2018, é fundamental prosseguir com o ajustamento das vulnerabilidades apontadas, em especial tendo em conta os riscos sistémicos prevaletentes. Esta necessidade decorre também do facto de, mesmo em cenário central, serem perspetiváveis alterações no enquadramento económico, monetário e financeiro, que no passado recente foi particularmente favorável, mas que deverá tornar-se progressivamente menos benigno.

Ao nível das administrações públicas, é fundamental manter os esforços de ajustamento orçamental em termos estruturais, no sentido de assegurar uma trajetória de redução do endividamento das administrações públicas menos suscetível a choques adversos na atividade económica e nas condições de financiamento.

No que se refere ao setor privado não financeiro, importa manter o ajustamento da posição financeira dos agentes com níveis de dívida excessiva. Deve-se promover um aumento da taxa de poupança, que no caso das famílias tem vindo a descer para valores muito baixos no contexto europeu e em termos históricos. De igual forma, o aumento dos níveis de capitalização das empresas deve continuar a ser uma prioridade, de modo a melhorar a sua resiliência face a evoluções menos favoráveis do contexto económico e financeiro, designadamente ao aumento, ainda que gradual, das taxas de juro no futuro. A distribuição de resultados das empresas deve ponderar adequadamente a sustentabilidade dos mesmos, dados os riscos potenciais que subsistem.

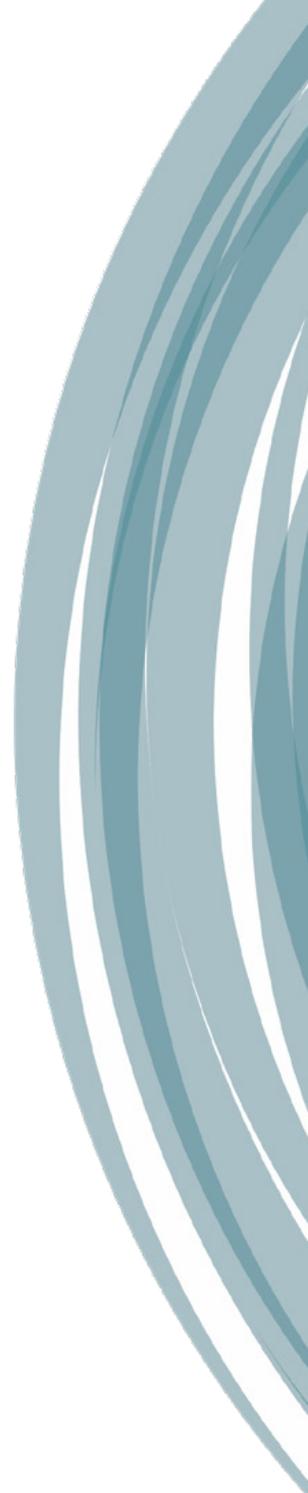
No caso dos particulares, importa também levar em consideração, do ponto de vista da estabilidade financeira, a articulação entre o envelhecimento da população e um sistema público de

segurança social que tem associado uma expectável redução significativa do rendimento desde o momento da reforma, num contexto em que as famílias ainda apresentam um endividamento com maturidades longas, que ultrapassam, em muitos casos, a vida ativa dos mutuários. Esta foi uma das motivações subjacentes ao desenho da medida macroprudencial relativa aos novos créditos à habitação e ao consumo.

Por fim, o sistema bancário português continua a ter de superar um conjunto de desafios significativos, associados ao ambiente de baixas taxas de juro de curto prazo na área do euro e à necessidade de:

- prosseguir com a redução dos ativos não produtivos (em particular de NPL), em linha com os planos submetidos às autoridades de supervisão,
- investir em infraestruturas tecnológicas, para aproveitar as potencialidades associadas à digitalização na prestação de serviços financeiros, e assim promover a sustentabilidade do modelo de negócio dos bancos,
- fazer face à potencial concorrência de empresas especializadas (*fintech*),
- reduzir os custos operacionais, sem pôr em causa uma alocação adequada de recursos às funções de controlo, designadamente no que diz respeito ao branqueamento de capitais e à prevenção do financiamento do terrorismo, bem como à gestão de riscos, operacionais e financeiros, e
- emitir instrumentos de dívida elegíveis para fundos próprios regulamentares, com vista ao cumprimento dos requisitos de MREL.

Importa também ter presentes os riscos para o cenário central de evolução da atividade económica, e os ainda elevados níveis de endividamento da generalidade dos setores económicos residentes. Neste quadro, é importante, por um lado, assegurar a sustentabilidade da melhoria recente da rentabilidade do setor bancário e, por outro, reforçar a capacidade de absorção de choques negativos sobre a situação de capital dos bancos. Assim, impõe-se a adoção de políticas prudentes de aplicação dos resultados gerados, em particular no que concerne à distribuição de dividendos.





# I Perspetiva global da estabilidade financeira

1 Vulnerabilidades, riscos e política macroprudencial

2 Enquadramento macroeconómico e de mercados

3 Situação patrimonial das Administrações Públicas e do setor privado não financeiro

4 Setor bancário



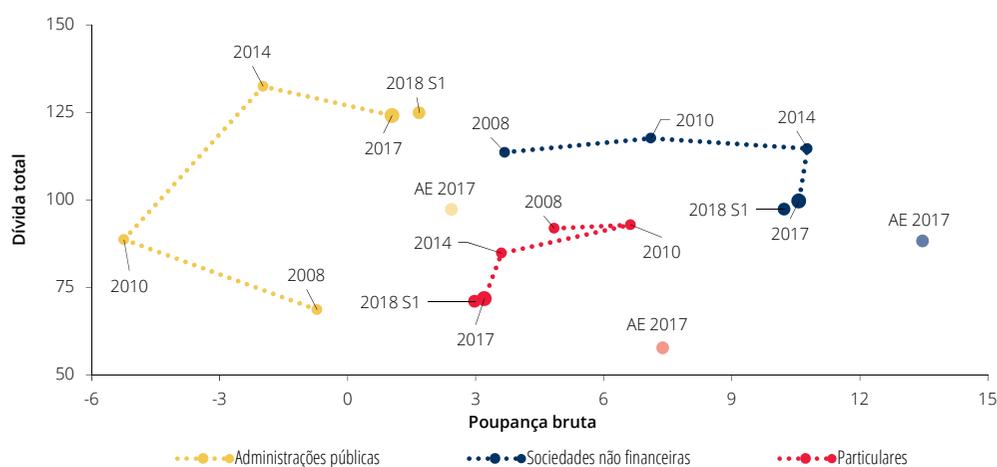
# 1 Vulnerabilidades, riscos e política macroprudencial

## 1.1 Vulnerabilidades

O elevado nível de endividamento num contexto de baixo crescimento potencial continua a constituir 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. De facto, e apesar da redução observada desde meados de 2015, a dívida externa líquida de Portugal continua a ser das mais elevadas na área do euro (cerca de 92,7% do PIB no 1.º semestre de 2018), refletindo a acumulação de desequilíbrios externos no período anterior à crise financeira. A economia portuguesa permanece assim sensível a evoluções adversas do rendimento e dos custos de financiamento, designadamente associados a alterações na perceção de risco pelos investidores. Apesar da significativa redução recente, o ainda elevado nível de endividamento das administrações públicas (124,9% do PIB no final do primeiro semestre de 2018), condiciona o prémio de risco soberano e as condições de acesso aos mercados financeiros internacionais pelos restantes agentes económicos, em particular das instituições financeiras mas também grandes empresas. Por outro lado, a manutenção da taxa de poupança em níveis muito baixos em termos europeus constitui uma vulnerabilidade destes agentes económicos. No que diz respeito às Sociedades não financeiras (SNF), observou-se uma subida acentuada da taxa de poupança no período posterior ao início da crise económica e financeira internacional, muito embora se registre recentemente uma ligeira diminuição e se situe abaixo da média da área do euro (Gráfico I.1.1).

**Gráfico I.1.1 • Dívida total e poupança das administrações públicas e do setor privado não financeiro | Em percentagem do PIB**

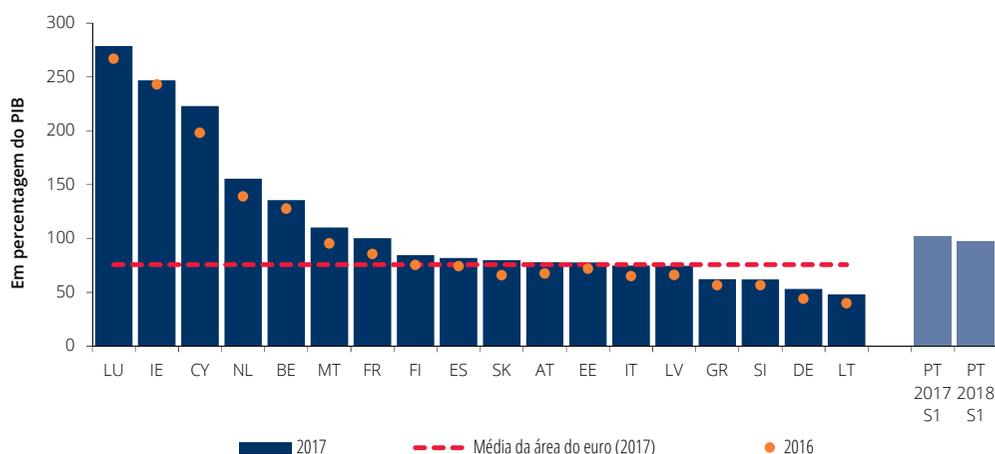


Fontes: Banco de Portugal e Eurostat. | Notas: AE 2017 refere-se à média da área do euro em 2017 para cada um dos setores institucionais. Dívida total (inclui empréstimos, títulos de dívida e créditos comerciais) em base consolidada. Dívida das administrações públicas calculada de acordo com a definição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

A dívida do Setor Privado não Financeiro (SPNF), em percentagem do PIB, diminuiu substancialmente desde os máximos registados há uns anos atrás. Em junho de 2018, o endividamento das famílias foi de 71% do PIB (104% do rendimento disponível), tendo-se reduzido 24 pp desde o máximo atingido em 2009, mas mantendo-se ainda assim muito acima da média observada na área do euro. Na mesma data, a dívida total consolidada das SNF representava 97,3% do PIB, tendo diminuído 29 pp desde o máximo histórico observado no final de 2012. Esta evolução ocorreu em simultâneo com um aumento muito significativo da capitalização das empresas. A queda do rácio de endividamento reflete, não apenas a diminuição do valor da dívida destes setores, mas também, a partir de 2014, a recuperação da atividade económica, que desde 2015 tem sido o contributo principal para esta dinâmica. No entanto, destaque-se o abrandamento significativo do processo de redução do endividamento face ao ano anterior.

O elevado endividamento do SPNF representa uma limitação ao crescimento potencial da economia. O contexto atual de perspetivas de abrandamento da atividade económica nos próximos anos, em Portugal e na área do euro, poderá traduzir-se em efeitos adversos, quer sobre o rendimento dos particulares, quer sobre a rentabilidade das SNF e, adicionalmente, este enquadramento poderá condicionar o cumprimento das respetivas dívidas. Atendendo a que uma parte significativa da dívida dos particulares tem subjacente uma taxa de juro variável<sup>1</sup> e que a estrutura de financiamento das SNF é maioritariamente composta por empréstimos de curto prazo, o serviço de dívida destes setores é particularmente sensível a variações das taxas de juro. Contudo, importa destacar que a subida das taxas de juro de referência pelo BCE, a ocorrer, será muito gradual e estará associada a uma recuperação económica da área do euro.

Gráfico I.1.2 • Dívida total das SNF | Em percentagem do PIB



Fontes: Banco de Portugal e Eurostat. | Nota: Dívida total (inclui empréstimos, títulos de dívida e créditos comerciais) em base consolidada.

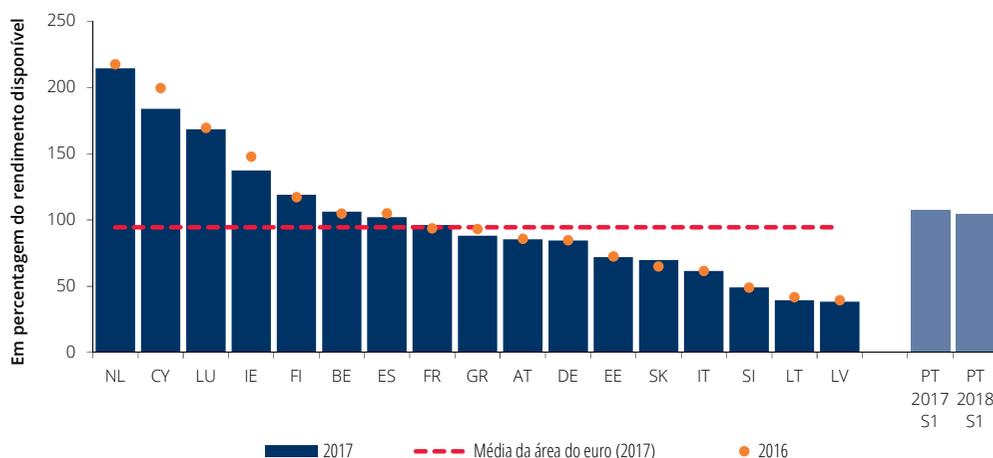
Conforme atrás referido, no período mais recente, as SNF têm continuado a reduzir a dívida nominal, mas a um ritmo mais lento (Gráfico I.1.2). No crédito concedido pelo setor bancário continuou a assistir-se a uma diminuição de empréstimos *non-performing* (na sigla inglesa, NPL) e um aumento dos empréstimos *performing*, tendo o *stock* global de crédito diminuído. Esta evolução ocorreu em simultâneo com uma substituição das fontes de financiamento das empresas, tendo-se assistido à redução da dívida obtida junto do setor não residente, ao aumento dos empréstimos concedidos

1. Contudo, importa salientar que nos últimos anos se observa uma redução no recurso ao financiamento a taxa variável por parte dos particulares.

pelo setor financeiro doméstico e à subida da capitalização das empresas.<sup>2</sup> Adicionalmente, continua a observar-se um diferencial positivo no crescimento do crédito bancário interno concedido a empresas exportadoras e empresas com melhor qualidade creditícia, em particular nos setores do comércio, alojamento e restauração e na indústria transformadora e extrativa, face às empresas de pior risco.<sup>3</sup>

A dívida total nominal dos particulares aumentou 0,6% quando comparada com junho de 2017 (Gráfico I.1.3). Este crescimento tem subjacente, por um lado, um aumento dos empréstimos para consumo, que continuaram a crescer a um ritmo particularmente elevado (taxa de variação anual (tva) de 14,2% em junho 2018). Por outro lado, a tva dos empréstimos para habitação concedidos pelo setor financeiro residente manteve-se ligeiramente negativa (-1,2% em junho 2018).

**Gráfico I.1.3 • Dívida total dos particulares | Em percentagem do rendimento disponível**



Fontes: Banco de Portugal e Eurostat. | Nota: Dívida total (inclui empréstimos e créditos comerciais) em base consolidada.

O défice orçamental das administrações públicas, ajustado de operações de carácter pontual<sup>4</sup>, situou-se em 0,9% do PIB no primeiro semestre de 2018, representado uma diminuição de 1,1 pp face ao período homólogo (Secção 3.1 Administrações Públicas). No entanto, conforme referido, o grau de endividamento das administrações públicas em Portugal continua a ser dos mais elevados na União Europeia (UE). Deste modo, para o reforço da resiliência da economia portuguesa a choques adversos, é importante assegurar que não é interrompida a trajetória de ajustamento do saldo estrutural.

Os bancos portugueses continuam a reduzir o volume de *NPL*, sendo necessário que este esforço prossiga em linha com os planos de redução de ativos não produtivos

2. Para mais detalhes ver secção 3.2.2 “Sociedades não financeiras”.
3. Para mais detalhes ver *Boletim Económico*, outubro de 2018.
4. Estas operações correspondem à transferência do Fundo de Resolução para o Novo Banco, ao empréstimo do Estado ao Fundo de Recuperação de Créditos e à decisão do Supremo Tribunal de Justiça sobre o pagamento de uma indemnização no âmbito de um processo relativo à concessão de um terreno. Para mais detalhes ver *Boletim Económico*, outubro de 2018.

O setor bancário realizou também nos últimos anos um processo de ajustamento e de consolidação significativo, o qual permitiu melhorar a sua solvabilidade, reduzir os ativos não produtivos, em particular os NPL, e aumentar a sua eficiência operacional. Este processo, conjugado com o ajustamento das administrações públicas e a recuperação da atividade económica, contribuiu para a melhoria da perceção dos investidores internacionais relativamente aos setores bancário e soberano portugueses. Tal tem sido consubstanciado numa redução nos prémios de riscos e melhoria do *rating* da dívida pública, da qual é exemplo a recente revisão da Moody's. Note-se que, atualmente as três principais agências de *rating* classificam a dívida do soberano português no nível de *investment grade*<sup>5</sup>, o que se traduz num alargamento do leque de investidores potenciais para a dívida pública portuguesa, com um impacto positivo também nos bancos portugueses. De modo a reforçar a resiliência do setor bancário, é importante que os bancos continuem a cumprir os planos de redução de ativos não produtivos submetidos às autoridades de supervisão. Este aspeto tende a ganhar maior importância dado que se perspectiva, no curto a médio prazos, a 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 (na sigla inglesa, MREL).

Desde 2016 que se observam progressos significativos na redução do *stock* de NPL e no aumento da cobertura destes ativos por imparidades. Em junho de 2018, o rácio de NPL reduziu-se 3,6 pp para 11,7% e o rácio de cobertura por imparidade aumentou 7,1 pp para 52,9%, quando comparados com há um ano atrás. Desde o máximo histórico, observado em junho de 2016, o sistema bancário português realizou um ajustamento relevante, reduzindo cerca de 18 mil milhões de euros de NPL, dos quais aproximadamente 12 mil milhões de euros referentes a SNF (Secção 4.2 Qualidade dos ativos). Esta evolução reflete as estratégias adotadas pelo setor, consubstanciadas nos planos de redução de ativos não produtivos submetidos às autoridades de supervisão. O aumento da solvabilidade dos principais bancos, a melhoria da atividade económica e a evolução dos preços do imobiliário, têm criado um contexto favorável para a redução dos ativos não produtivos. No entanto, perante um abrandamento da economia, conjugado com a relação positiva entre o ciclo económico e a redução do fluxo de imparidades, o saldo de NPL poderá estagnar ou mesmo inverter a tendência recente.

No primeiro semestre de 2018, a rentabilidade e eficiência operacional do setor bancário português melhoraram significativamente face ao período homólogo (Secção 4.1 Rentabilidade). A recuperação da rentabilidade nos últimos trimestres resultou, em grande medida, da diminuição das imparidades de crédito, não obstante o ainda elevado nível de NPL apresentado por alguns bancos. Em linha com o observado em outros sistemas bancários europeus, o retorno do capital não é suficiente para compensar o respetivo custo. No entanto, o sistema bancário deverá manter os esforços para melhorar a sua eficiência operacional, sem por em causa uma alocação adequada de recursos às funções de controlo, designadamente no que diz respeito ao controlo de branqueamento de capitais e à prevenção do financiamento do terrorismo<sup>6</sup>, bem como à gestão de risco. Deste modo, e apesar dos recentes progressos, os desafios que continuam a colocar-se ao sistema bancário português requerem a adoção de políticas prudentes de aplicação dos resultados gerados, em particular no que concerne à distribuição de dividendos.

O contexto de baixas taxas de juro coloca desafios à geração de resultados pelos bancos. Apesar dos ganhos esperados, o processo de ajustamento operacional tende a implicar custos adicionais

5. Mais em detalhe, no segundo semestre de 2017, as notações de risco (*rating*) atribuídas à dívida de longo-prazo da República Portuguesa foram revistas em alta pela Fitch e pela Standard & Poor's (S&P) para o patamar de *investment grade*. Em abril de 2018, a DBRS também aumentou a notação em um nível, de BBB- para BBB, com *outlook* estável. Mais recentemente, em outubro de 2018, a Moody's também reviu em alta o *rating* para Baa3, com *outlook* estável.

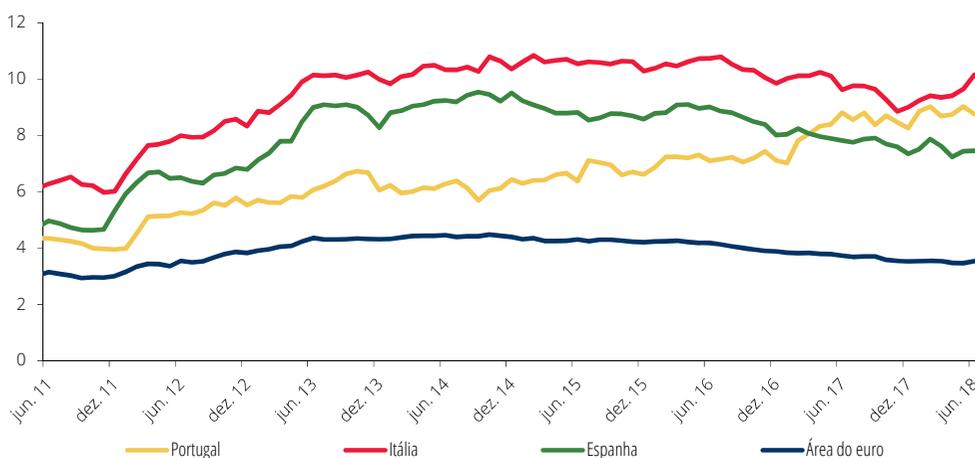
6. Sobre a importância deste tema, refiram-se os casos recentes, como por exemplo, o Danske Bank (EE), ING Bank (NL) e Versobank (EE).

no curto prazo, nomeadamente os relativos ao ajustamento dos quadros de pessoal. Por sua vez, é fundamental reforçar o investimento inerente à transição tecnológica. Neste sentido, importa referir que o novo enquadramento regulamentar (nomeadamente a nova diretiva europeia dos serviços de pagamento, PSD 2 na sigla inglesa) e a introdução de novas tecnologias no setor de intermediação financeira, em particular a digitalização, colocam novos desafios ao nível da cibersegurança e do potencial aumento da concorrência em algumas atividades desenvolvidas por parte de empresas de base tecnológica, mas representa também uma oportunidade para a melhoria da eficiência no setor bancário. Contudo, até ao momento, a introdução da PSD 2 tem-se traduzido na utilização de serviços de *Fintech* por parte dos bancos, mas ainda sem evidência de concorrência acrescida, uma vez que esta Diretiva apenas entrou em vigor recentemente<sup>7</sup> (Caixa 2. *Fintech* – perspetiva da estabilidade financeira).

## ... O sistema bancário português continua a concentrar uma parte significativa dos seus ativos em dívida pública e em ativos relacionados com o setor imobiliário

Para além das vulnerabilidades já mencionadas, outro fator a destacar continua a ser a elevada concentração do sistema bancário português em determinadas classes de ativos. Em particular, assinala-se a exposição a títulos de dívida pública (12,7% do ativo total dos bancos residentes em junho de 2018), sobretudo sob a forma de títulos emitidos pelo soberano doméstico (cerca de 9% do ativo total), que tem apresentado uma trajetória ascendente, continuando a destacar-se como uma das mais elevadas na área do euro (Gráfico I.1.4). No caso do setor segurador, a exposição ao soberano doméstico tem vindo a reduzir-se nos últimos anos, mas mantendo-se ainda num nível em proporção do ativo bastante superior ao do setor bancário (Gráfico I.1.6). Desde 2011, o sistema bancário português tem também aumentado a sua exposição a títulos de dívida pública de outros países da área do euro, nomeadamente Espanha e Itália (Gráfico I.1.5). De facto, no primeiro semestre de 2018, a exposição a títulos de dívida destes dois países representava 3,2% do ativo total dos bancos residentes (mais 2,8 pp do que no final de 2011).

**Gráfico I.1.4 • Exposição a títulos de dívida pública doméstica | Em percentagem do total do ativo**

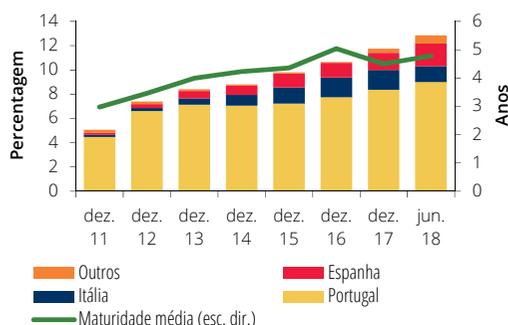


Fonte: Banco Central Europeu (cálculos do Banco de Portugal).

7. Entrada em vigor a 13 de novembro de 2018.

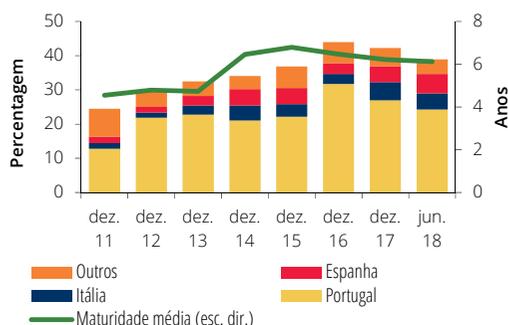
Num contexto de incerteza geopolítica e de potencial reavaliação dos prémios de risco, esta exposição representa uma vulnerabilidade para o sistema bancário português. Adicionalmente, e na medida em que as variações das *yields* dos títulos da dívida soberana europeia se encontram positivamente correlacionadas, os ganhos de diversificação poderão ser limitados. No mesmo sentido, tem-se observado um alongamento da maturidade média residual da carteira de títulos de dívida pública, aumentando também por esta via a exposição dos bancos ao risco de taxa de juro na ausência de cobertura (Gráfico I.1.5).

**Gráfico I.1.5 • Exposição do setor bancário residente a títulos de dívida pública e maturidade média da carteira**



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

**Gráfico I.1.6 • Exposição do setor segurador residente a títulos de dívida pública e maturidade média da carteira**



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

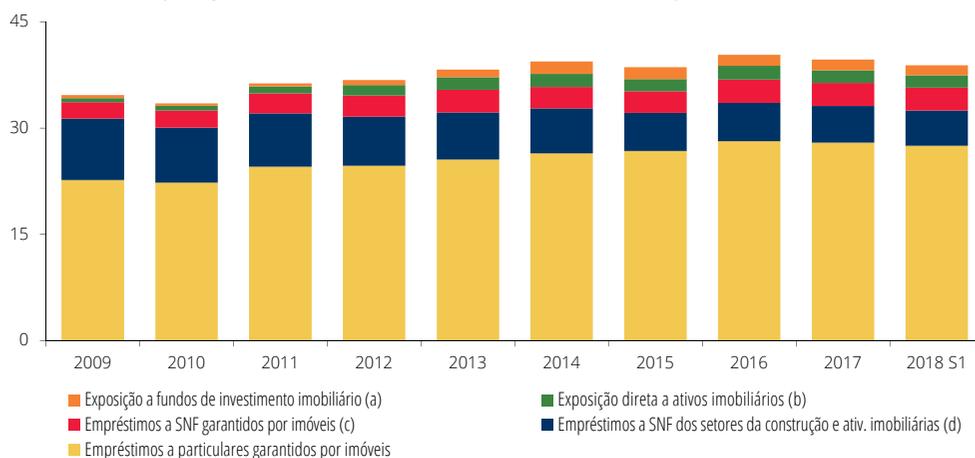
Desde o primeiro trimestre de 2017, a redução das *yields* dos títulos de dívida pública portuguesa, em conjunto com a melhoria da notação de risco de crédito da República Portuguesa para um nível de *investment grade* pelas agências de *rating*, teve um impacto positivo sobre os rácios de capital regulamentar dos bancos. Face ao contexto de taxas de juro muito baixas, as *yields* mais elevadas destes títulos tornam o investimento nesta dívida mais atrativo face a outros emittentes soberanos da área do euro, que apresentam *yields* negativas num espectro alargado de maturidades.

Contudo, a elevada exposição a esta classe de ativos torna os bancos portugueses também particularmente sensíveis a reavaliações dos prémios de risco nos mercados financeiros, dado que uma proporção significativa destes títulos são contabilizados no balanço ao valor de mercado. De acordo com uma análise de sensibilidade do rácio de fundos próprios principais (*Common Equity Tier 1* – CET 1) uma eventual subida de 100 pb das *yields* da dívida pública nacional detida pelos bancos portugueses, teria um impacto direto negativo de cerca de 47 pb no rácio de capital regulamentar (ignorando potenciais estratégias de *hedging* adotados). Importa salientar que este impacto incorpora a remoção do filtro prudencial que permitia imunizar os rácios de fundos próprios a variações no valor da dívida pública (a partir de 1 de janeiro de 2018), bem como a reclassificação dos títulos de dívida pública no âmbito da adoção do novo enquadramento contabilístico (IFRS 9).<sup>8</sup> De facto, a introdução da nova norma contabilística conduziu a generalidade dos bancos portugueses a reclassificar uma parte significativa destes instrumentos de dívida a custo amortizado<sup>9</sup> e, conseqüentemente, a imunizar o impacto no capital a alterações no valor de mercado da dívida pública nacional.

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

9. No atual enquadramento contabilístico (IFRS 9), aproximadamente 31% dos títulos de dívida pública detidos pelos bancos portugueses são classificados a “custo amortizado”. Por oposição, apenas cerca de 7% desta classe de ativos era classificada como “detidos até à maturidade” no quadro contabilístico anterior (IAS 39).

Gráfico I.1.7 • Exposição do setor bancário ao setor imobiliário | Em percentagem do ativo total



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

No final do primeiro semestre de 2018, os bancos portugueses continuaram a concentrar uma parte significativa das suas exposições em ativos imobiliários (38,9% do ativo total, 1,5 pp abaixo do valor observado no final de 2016). Esta exposição assume sobretudo uma natureza indireta, em particular através das garantias imobiliárias associadas ao crédito à habitação, que representa aproximadamente 28% do ativo total (Gráfico I.1.7).

Outra componente relevante da exposição indireta dos bancos ao setor imobiliário diz respeito ao crédito concedido a empresas do setor da construção e atividades imobiliárias (5% do ativo total em junho de 2018), destacando-se, a redução observada nesta componente desde 2011 (menos 2,5 pp). Ainda assim, um terço do saldo dos empréstimos concedidos a empresas mais jovens<sup>10</sup> está associado ao setor da construção e atividades imobiliárias (Secção 3.2.2 Sociedades não financeiras). Importa destacar que, apesar deste setor representar 24% do total de empréstimos concedidos a SNF, o volume de NPL é proporcionalmente superior quando comparado com os restantes setores (aproximadamente 40% dos NPL de empresas diz respeito a empresas do setor da construção e atividades imobiliárias).

O atual contexto económico, com destaque para o nível reduzido das taxas de juro e para a pressão concorrencial no mercado de crédito à habitação, traduzida designadamente na compressão dos *spreads* de taxa de juro praticados nestes contratos, propicia uma menor restritividade nos critérios de concessão de crédito. Nesse sentido, o cumprimento da Recomendação emitida pelo Banco de Portugal<sup>11</sup> para os novos contratos de crédito celebrados com consumidores (nomeadamente crédito à habitação, crédito com garantia hipotecária ou equivalente e crédito ao consumo), tem como objetivo contribuir para uma maior resiliência do sistema bancário português, bem como para a sustentabilidade do financiamento concedido às famílias. Mais especificamente, o cumprimento desta medida levará no futuro os consumidores e os bancos portugueses a acomodar mais facilmente os efeitos potencialmente desfavoráveis de um aumento gradual das taxas de juro de curto prazo e uma redução dos preços dos ativos imobiliários ou do rendimento dos mutuários, assim como tenderá a mitigar os efeitos da redução do rendimento dos mutuários no momento da passagem à reforma.

10. Com início de atividade a partir de 2013.

11. Recomendação do Banco de Portugal no âmbito dos novos contratos de crédito celebrados com consumidores. Em vigor desde julho de 2018 (<https://www.bportugal.pt/page/limites-ao-racio-ltv-ao-dsti-e-maturidade>).

A exposição a algumas economias em desenvolvimento dependentes da exportação de matérias-primas continua a ser relevante para alguns bancos portugueses. Esta exposição tem uma natureza também indireta, sobretudo via créditos e linhas de crédito a SNF mais expostas a certas economias. Deste modo, a evolução destas exposições e o desempenho económico destas economias deverão continuar a ser monitorizadas.

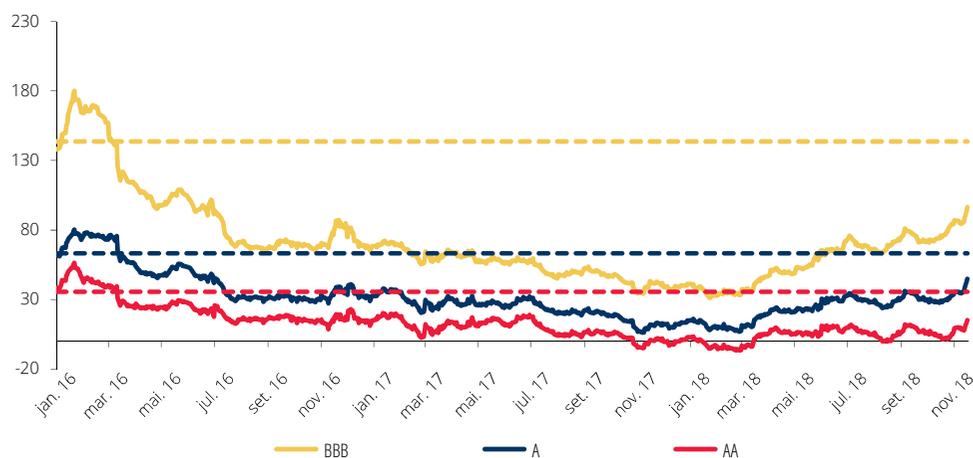
## 1.2 Riscos para a estabilidade financeira

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

### • O risco de uma reavaliação significativa e abrupta dos prémios de risco intensificou-se num contexto macrofinanceiro menos favorável

O principal risco para a estabilidade financeira em Portugal continua a ser a reavaliação significativa e abrupta dos prémios de risco, quer seja espoletada por um movimento de reavaliação a nível global, ou de carácter mais idiossincrático. Relativamente à avaliação no *Relatório de Estabilidade Financeira* anterior, este risco intensificou-se. O agravamento da incerteza geopolítica e económica, tanto a nível mundial como na Europa, a materialização parcial de alguns riscos provenientes das tensões comerciais e da normalização da política monetária nos EUA, e um enquadramento em que se perspetiva a desaceleração do crescimento económico mundial nos próximos anos poderão conduzir a comportamentos de aversão ao risco e a reavaliações dos prémios de risco, transversal a vários segmentos do mercado financeiro. Note-se que os prémios de risco das empresas não financeiras na área do euro mantêm-se em níveis baixos em termos históricos, observando-se, contudo, algum aumento a partir do primeiro trimestre de 2018, principalmente nas classes de maior risco (Gráfico I.1.8).

**Gráfico I.1.8 • Prémios de risco das empresas não financeiras privadas na área do euro**  
| Pontos base



Fonte: Thomson Reuters (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Diferencial entre a *yield* média dos índices iBoxx de SNF privadas, por notação de risco de crédito, e a média das taxas *mid-swap* do euro nas maturidades de 1 a 10 anos. As linhas a tracejado correspondem à média entre 2000 e a última observação, 16 de novembro de 2018.

As tensões comerciais entre os principais blocos económicos mantêm-se como uma das principais fontes de incerteza política a nível mundial, constituindo um dos principais riscos descendentes para o crescimento económico no curto a médio-prazo.<sup>12</sup> Um estudo de simulação revela que o aumento das tensões protecionistas poderá resultar num impacto acumulado negativo num período de 3 anos para o PIB português, entre 0,7% e 2,5% face ao cenário base, considerando os cenários de guerra comercial limitada ou de guerra comercial generalizada, respetivamente. Em ambos os casos, os efeitos mais significativos advêm da diminuição das exportações, via diminuição da procura externa.<sup>13</sup>

Apesar dos acordos entretanto alcançados entre os EUA e a União Europeia, e com o Canadá e o México, os termos e condições desses acordos permanecem uma incógnita. A materialização da tarifação nas trocas comerciais entre a China e os EUA, bem como a ameaça de novas tarifas comerciais sobre a totalidade das trocas entre estes dois países, pesam nas expectativas dos agentes económicos, principalmente das empresas, já com consequências sobre o sentimento económico.

Os EUA mantiveram um crescimento económico robusto no primeiro semestre de 2018, em parte decorrente dos efeitos da política orçamental expansionista. O FED continuou o processo de normalização da política monetária, antecipando-se um quarto aumento da taxa de juro em dezembro de 2018 e a continuação da subida das taxas de juro em 2019. Foi também sinalizada pelo FED a possibilidade de um aumento da taxa dos *FED Funds* para níveis acima da taxa de juro de longo prazo, de forma a conter algum sobreaquecimento da economia, decorrente designadamente do carácter procíclico da política orçamental.

Porém, existe alguma incerteza sobre a manutenção deste *momentum* na economia dos EUA. Note-se que o *spread* entre as *yields* das obrigações de dívida pública nas maturidades de 10 anos e 2 anos encontra-se em valores mínimos. Esta menor inclinação da curva de rendimentos poderá sinalizar o início de um período de recessão, à semelhança do que ocorreu no passado (Gráfico I.1.9). No entanto, é apontado que o poder preditivo deste indicador pode ter diminuído, em particular, porque as *yields* de longo-prazo dos títulos de dívida dos EUA podem estar a refletir uma redução da taxa de juro de longo prazo devido a fatores estruturais, como produtividade mais baixa ou envelhecimento populacional.<sup>14</sup>

12. FMI, *World Economic Outlook* de outubro de 2018.

13. Para maior detalhe, ver caixa 5 “Impacto macroeconómico do aumento das tensões protecionistas globais”, do *Boletim Económico* de junho de 2018. O cenário de guerra comercial limitada considera um aumento de todas as tarifas de importações pelos EUA, para todos os bens originários de países parceiros, traduzindo-se num aumento de 10% dos preços de exportações destes países para os EUA, e que estas economias retaliam impondo tarifas no mesmo montante sobre as importações provenientes dos EUA. O cenário de guerra comercial generalizada assume que todos os países impõem direitos aduaneiros sobre as importações dos restantes países, com um impacto em cerca de 10% nos preços do comércio internacional.

14. Nota “The Slope of the Yield Curve and the Near-Term Outlook” publicada pelo FED de São Francisco a 15 de outubro de 2018.

**Gráfico I.1.9 • Diferença entre as yields das obrigações de 10 anos e 2 anos - EUA | Pontos percentuais**

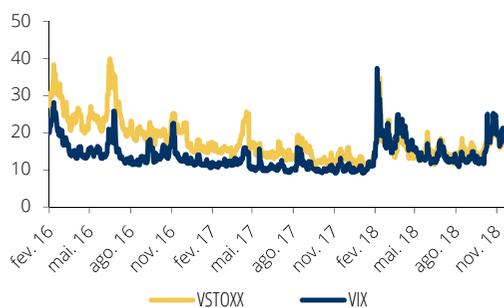


Fontes: NBER e Reserva Federal de St. Louis (FRED). | Notas: As zonas a sombreado referem-se a períodos de contração do ciclo económico dos EUA calculadas pelo *NBER's Business Cycle Dating Committee* (<http://www.nber.org/cycles/cyclesmain.html>). Última informação disponível corresponde a 1 de agosto de 2018.

O forte crescimento económico observado nos EUA, a apreciação do dólar e o aumento das taxas de juro pelo FED contribuíram também para a deterioração das condições de financiamento em algumas economias de mercado emergentes (EME), em particular das que apresentam maiores desequilíbrios macrofinanceiros e financiamento externo em dólares (e.g. Turquia, Argentina e África do Sul). O contágio destes episódios de reavaliação do prémio de risco a outras economias foi relativamente contido. No entanto, salienta-se que alguns sistemas bancários da área do euro detêm uma exposição não negligenciável a estas economias.

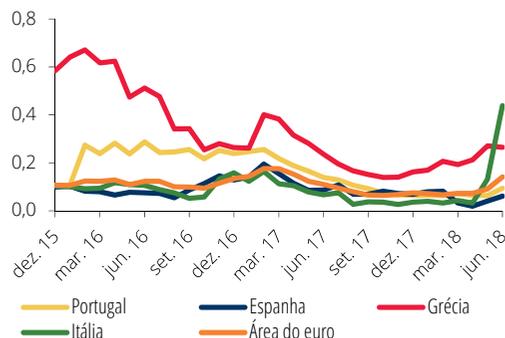
Após o episódio de aumento significativo observado no início de 2018, a volatilidade nos mercados acionistas voltou a diminuir para níveis próximos dos observados durante 2017. Todavia, em outubro de 2018, registaram-se novamente movimentos de *sell-off* nos mercados acionistas norte-americanos, concentrados nas empresas tecnológicas, interrompendo a trajetória de valorização dos últimos anos. Estes eventos traduzem alterações súbitas do sentimento de mercado, podendo estar a refletir, *inter alia*, a normalização da política monetária dos Estados Unidos a um ritmo mais rápido do que o antecipado pelos investidores, tensões comerciais, incerteza política e expectativas de desaceleração do crescimento mundial. Estes fatores podem ter sido amplificados devido à influência de “estratégias de compra e venda automatizadas”, cujo peso no mercado tem aumentado nos últimos anos. Alguns agentes de mercado referem que estas bolsas de reavaliação de risco poderão ser um resultado de uma alteração mais global na ótica de investimento, antecipando situações de menor liquidez nos mercados financeiros internacionais. Estes movimentos estenderam-se a outros mercados, em especial à China e, em menor grau, à Europa (Secção 2.2 Mercados financeiros e gráfico I.1.10). Neste último caso, para além do contágio dos eventos anteriormente referidos, a sua evolução tem sido influenciada pela incerteza política em Itália.

**Gráfico I.1.10 • Volatilidade implícita nos mercados acionistas | Em percentagem**



Fonte: Thomson Reuters. | Notas: Volatilidade implícita em opções sobre os índices acionistas S&P500 e Eurostoxx50, representada pelos índices VIX (EUA). E VSTOXX (área do euro). Última observação: 16 de novembro de 2018.

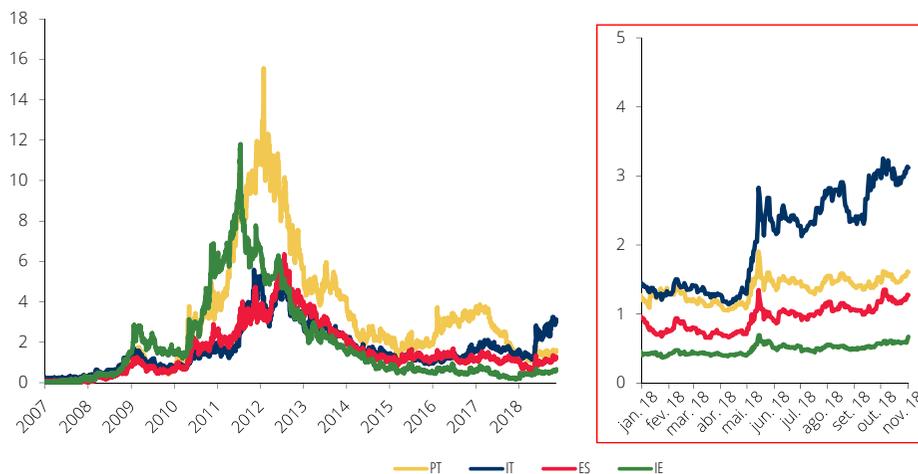
**Gráfico I.1.11 • Indicador composto de risco soberano | Intervalo entre 0 e 1**



Fonte: Banco Central Europeu. | Notas: Indicador composto de stress sistémico do soberano (*Sovereign Systemic Stress Composite Indicator*). Este indicador é calculado a partir da metodologia desenvolvida em “Beyond spreads: Measuring sovereign market stress in the euro área”, WP No. 2185, outubro de 2018.

Após as eleições em Itália e a formação do novo governo, as *yields* da dívida pública deste país têm aumentado de forma expressiva em todas as maturidades. Esta evolução reflete preocupações com a sustentabilidade da dívida soberana e a incerteza quanto às políticas económicas a serem implementadas pelo novo governo. É de destacar que até ao momento o contágio às *yields* de outras economias da área do euro tem sido relativamente contido (Gráficos I.1.11 e I.1.12). Contudo, caso a questão orçamental em Itália se intensifique, em particular com a instauração de um procedimento dos défices excessivos pela Comissão Europeia, poderá ocorrer uma reavaliação adicional do prémio de risco de Itália, o reaparecimento de riscos de redenominação e de fragmentação financeira e económica na área do euro. Daqui poderá resultar uma deterioração do sentimento de mercado relativamente a outros Estados-Membros, designadamente os que apresentam níveis de endividamento superiores à média da área euro e/ou cujos sistemas bancários apresentem ainda vulnerabilidades.

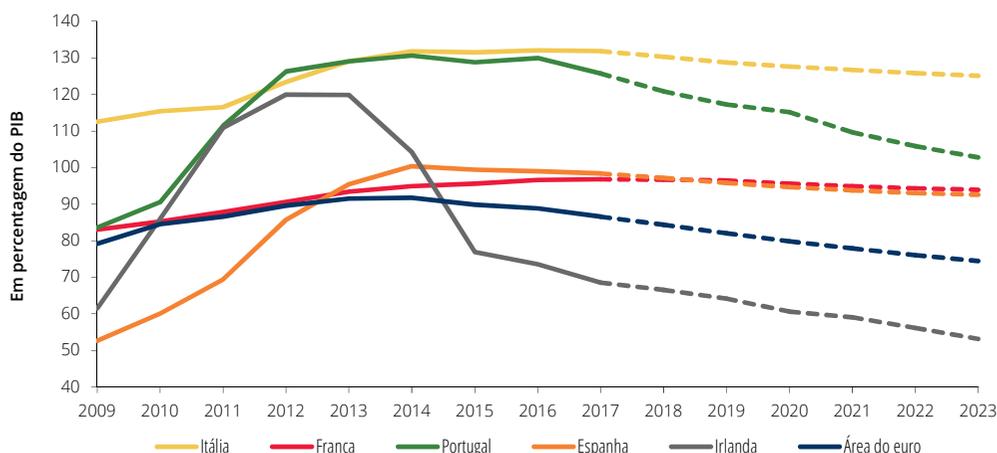
**Gráfico I.1.12 • Spreads da dívida pública a 10 anos face à Alemanha | Pontos base**



Fonte: Thomson Reuters (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Última atualização: 16 de novembro de 2018.

Apesar da possibilidade de contágio da situação italiana a outras economias, deve-se salientar os diferentes ritmos de ajustamentos esperados da dívida pública que poderão atuar como mitigantes na materialização deste risco (Gráfico I.1.13).

**Gráfico I.1.13 • Evolução do rácio de endividamento do setor público | Em percentagem do PIB**



Fonte: FMI, *Fiscal Monitor* de outubro de 2018. | Notas: Valores a tracejado correspondem a projeções. Valor bruto da dívida das administrações públicas.

Ainda a nível europeu, dada a sua relevância nos mercados financeiros, a possibilidade de a saída do Reino Unido da União Europeia ser efetivada sem um acordo (ou seja, que se verifique o denominado *Hard Brexit*) constitui outro fator que poderá desencadear turbulência nos mercados financeiros internacionais e uma reavaliação do prémio de risco a nível global. Acrescem ainda por esta via, o risco e elevada incerteza quanto aos efeitos da descontinuidade nas relações entre área do euro e o Reino Unido, nomeadamente quanto aos contratos financeiros e o impacto económico que daí poderá advir.

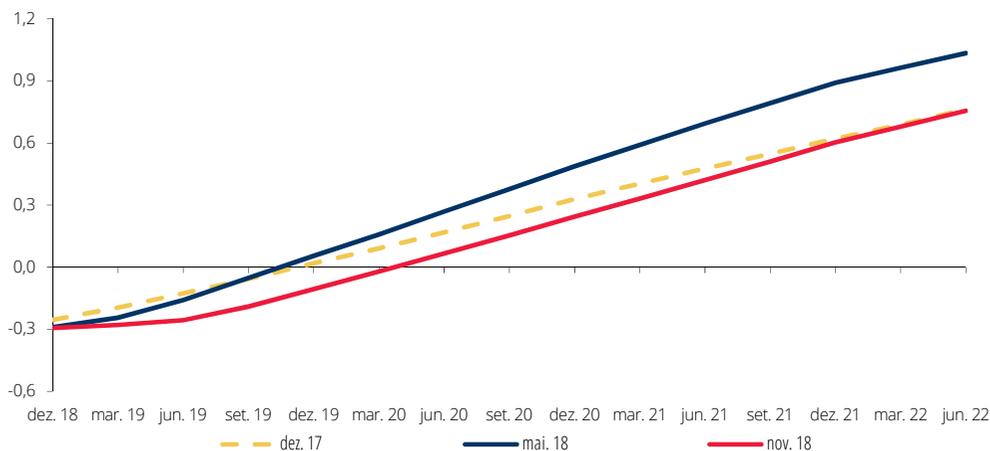
O atual enquadramento macrofinanceiro e o elevado nível de incerteza poderão traduzir-se em episódios de maior volatilidade nos mercados financeiros com impacto nas condições de financiamento, em particular dos emitentes com menores reservas de liquidez. Numa situação em que o agravamento dos prémios de risco tenha um carácter persistente, as condições de financiamento de mercado tenderão a agravar-se mesmo para os agentes económicos domésticos com dívida de mais longo prazo, fontes de financiamento mais diversificadas e maior disponibilidade de liquidez. Assim, é essencial prosseguir políticas que promovam a sustentabilidade das finanças públicas, o crescimento potencial da economia portuguesa e a resiliência do sistema bancário, fatores que influenciam a perceção de risco por parte dos investidores.

Num contexto de expectativas de subida muito gradual das taxas de juro de curto-prazo ou de um eventual adiamento dessa subida, persistem riscos para a estabilidade financeira

As perspetivas de normalização da política monetária pelo BCE, com a redução do montante de compras líquidas de ativos a partir do final de 2018 e a possibilidade de aumento das taxas de juro de referência a partir de meados de 2019, apontam para uma subida muito gradual das taxas de juro de

mercado. Face ao anterior *Relatório de Estabilidade Financeira*, verifica-se uma deslocação da curva das taxas de juro implícitas nos contratos de futuros sobre a Euribor a três meses para baixo, perspetivando-se taxas de juro Euribor positivas apenas a partir de junho de 2020 – anteriormente a partir de outubro de 2019 (Gráfico I.1.14). O ambiente de baixas taxas de juro tem condicionado o aumento da rentabilidade das instituições financeiras na Europa e em Portugal, apesar dos efeitos positivos sobre os NPL.

**Gráfico I.1.14 • Taxa de juro implícita nos contratos de futuros sobre a Euribor a três meses**  
| Em percentagem



Fonte: Thomson Reuters (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Última atualização: 16 de novembro de 2018.

O ambiente de baixas taxas de juro tem conduzido os investidores a procurar rentabilidades mais elevadas em ativos mais arriscados, aumentando a sua exposição a este tipo de ativos. Por sua vez, a compressão excessiva dos prémios de risco torna os mercados financeiros internacionais mais suscetíveis à materialização do risco de reavaliação abrupta destes prémios.

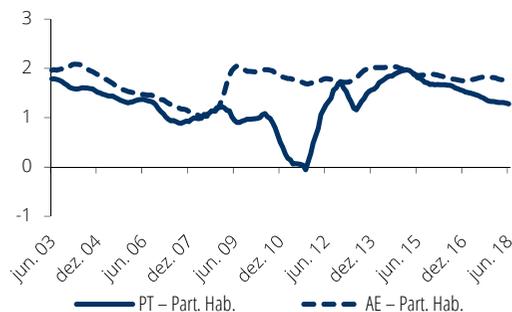
No setor bancário, taxas de juro a curto prazo mais baixas têm um impacto negativo na margem financeira, na medida em que existe uma assimetria na transmissão destas taxas de juro às operações ativas e passivas. Por um lado, os juros recebidos, em particular das operações de crédito a clientes, refletem de forma relativamente rápida a evolução das taxas de juro a curto prazo, na medida em que uma parte muito significativa do *stock* destas operações foi contratada a taxa de juro variável, que vai sendo refixada em prazos relativamente curtos. Por outro lado, nos juros pagos, a evolução das taxas de juro de mercado é refletida apenas em parte da componente de depósitos (os depósitos à ordem tendem a ser não remunerados) e no caso dos depósitos a prazo o *re-pricing* ocorrerá em princípio só no *roll-over* das operações, existindo por isso um desfasamento. Adicionalmente, as taxas de juro dos depósitos de clientes não podem ser inferiores a zero. Este efeito preço poderá ser parcialmente compensado pelo aumento de volume de empréstimos. No entanto, e para a generalidade do setor privado não financeiro, os *stocks* de crédito concedido pelo setor financeiro continuam a apresentar taxas de variação anual muito próximas de zero, num quadro de manutenção de níveis globais de endividamento ainda elevados.

Deste modo, o contexto de taxas de juro muito baixas, conjugado com a procura por maior rentabilidade por parte do setor bancário, criam incentivos para uma menor restritividade nos critérios de concessão de crédito, materializada, entre outros, na compressão dos *spreads* (por via das pressões concorrenciais) ou na redução de exigência em outros termos e condições dos contratos.

**Gráfico I.1.15 • Diferencial entre taxas de juros de novas operações de empréstimos e de depósitos – SNF**  
| Em pontos percentuais



**Gráfico I.1.16 • Diferencial entre taxas de juro de novas operações de empréstimos e de depósitos – Particulares, finalidade habitação**  
| Em pontos percentuais



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

No caso das SNF, no *Inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito* de outubro de 2018, alguns bancos sinalizaram uma diminuição dos *spreads* aplicados aos empréstimos de risco médio, tanto para PME como para grandes empresas. No primeiro semestre de 2018, a redução das taxas de juro foi acompanhada de uma menor diferenciação dos *spreads* por nível de risco das SNF (Secção 4.3. Critérios de concessão de crédito). Tem-se assistido a uma trajetória descendente dos diferenciais a partir de 2013 e a uma aproximação aos níveis observados na área do euro, que se mantiveram relativamente estáveis (Gráfico I.1.15). Ainda que a redução dos *spreads* aconteça em simultâneo com o melhor desempenho económico das empresas no curto prazo, na medida em que a sua redução se associe à canalização de fundos com um custo inferior à remuneração do risco implícito, esta poderá ocorrer a favor de empresas de reduzida sustentabilidade económica. De facto, a tentativa de aumento do volume de crédito através da fixação de *spreads* de taxas de juro que não cobrem o risco associado aos empréstimos, traduzir-se-ão no futuro num maior volume de incumprimento no crédito.

Em relação aos particulares, a maioria das instituições reportou, no *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* de outubro de 2018, critérios de concessão de empréstimos mais restritivos, tendo apontado a medida macropudencial do Banco de Portugal como o principal fator para esta evolução. Tal traduz-se numa maior restritividade no rácio entre o valor do empréstimo e o valor da garantia (LTV), nos limites aos montantes concedidos e nas maturidades. Todavia a restritividade de outras condições, como os *spreads*, permaneceu inalterada ou foi sinalizada como em diminuição, devido às pressões concorrenciais no mercado de crédito. Esta sinalização é consonante com a redução verificada na margem entre as taxas de juro aplicadas nas novas operações de crédito à habitação e a taxas de juros das novas operações dos depósitos, sendo que esta margem se encontra num nível inferior à média da área do euro desde junho de 2015 (Gráfico I.1.16). Em simultâneo, tem-se observado uma recuperação de montantes das novas operações de crédito a particulares para a finalidade de habitação, ainda que em níveis claramente inferiores aos verificados antes da crise financeira internacional.

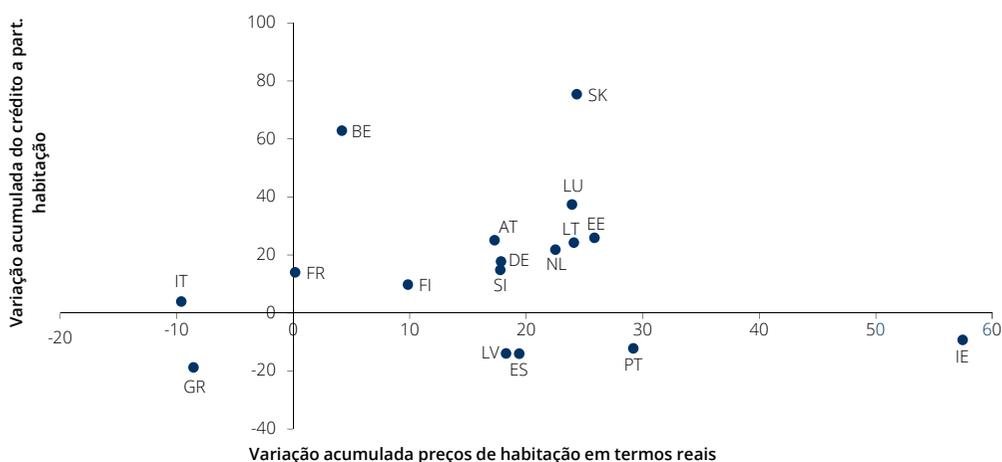
O crédito ao consumo continuou a acelerar no primeiro semestre de 2018, com o fluxo de novas operações a aproximar-se dos montantes verificados antes da crise financeira, mas agora concentrado em empréstimos com maturidades mais longas. A taxa de juro aplicada neste tipo de operações manteve-se relativamente estável no primeiro semestre de 2018 e em níveis elevados.

Face a estes desenvolvimentos, no enquadramento atual de ainda elevado endividamento do setor privado não financeiro e de taxas de poupança baixas (especialmente relevante no setor dos Particulares), de perspectivas de subida das taxas de juro a curto prazo (ainda que de forma gradual) e de desaceleração da atividade económica, assume particular relevância assegurar uma avaliação do risco de crédito e *pricings* adequados nas operações de crédito, limitando assim as perdas num contexto de materialização de cenários mais adversos e consequente redução da capacidade de serviço da dívida dos mutuários.

## ..... O crescimento dos preços do imobiliário em Portugal ..... continuou a ser influenciado pela procura de não residentes

Nos trimestres mais recentes, observam-se alguns sinais, ainda que limitados, de sobrevalorização dos preços do imobiliário residencial em termos agregados, sendo que se poderão observar situações de sobrevalorização mais acentuada a nível regional/local (Secção 2.3 Mercado imobiliário residencial). Esta evolução tem estado associada à forte dinâmica do turismo e do investimento direto por não residentes. A recuperação dos preços do mercado imobiliário residencial não pode também ser dissociada da recuperação da economia portuguesa, que contribuiu para a melhoria da perceção dos investidores nacionais e internacionais. Note-se que, a dinâmica de aceleração dos preços do imobiliário residencial entre o final de 2013 e o primeiro semestre de 2018 foi partilhada por muitos países da área do euro, em alguns casos acompanhado por um forte crescimento do crédito à habitação (Gráfico I.1.17).

**Gráfico I.1.17 • Variação acumulada dos preços da habitação em termos reais e do crédito a particulares para habitação para os países da área euro | Em percentagem**



Fontes: Banco Central Europeu e Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE). | Notas: Variação acumulada entre 2013T4 e 2018T2, à exceção de França em que é considerado o 2018T1. Chipre e Malta excluídos da amostra por ausência de dados. Variação acumulada dos *stocks* de empréstimos a particulares para finalidade habitação.

Contudo, a evidência aponta para que em Portugal o crédito concedido pelas instituições bancárias residentes não esteja a ser o fator primordial para a evolução dos preços no mercado imobiliário residencial, continuando a observar-se a redução do *stock* de crédito à habitação se bem que a um ritmo cada vez menos expressivo. Em termos acumulados, entre o final de 2013 e o primeiro

semestre de 2018, os preços do imobiliário residencial subiram em cerca de 29%, enquanto o crédito à habitação reduziu-se no mesmo período em aproximadamente 12%. Considerando informação com detalhe regional, constata-se que a redução do peso do financiamento bancário a particulares para habitação no valor das transações entre 2010 e o ano terminado em junho de 2018, foi mais pronunciada na Área Metropolitana de Lisboa e no Algarve, o que poderá estar associado ao maior peso de aquisições por parte de não residentes ou de empresas.<sup>15</sup>

O aumento da procura do imobiliário teve impacto positivo no sistema bancário doméstico, facilitando a venda de imóveis recebidos em dação detidos na carteira dos bancos e contribuindo para a diminuição de NPL associados a crédito colateralizado por imóveis. No entanto, a mesma dinâmica poderá conduzir ao aumento da sensibilidade deste mercado ao contexto internacional, nomeadamente no caso de reavaliações súbitas dos prémios de risco a nível global, e à deterioração das condições de financiamento dos investidores não residentes que por natureza tendem a apresentar maior volatilidade. A materialização de eventos de incerteza geopolítica e o abrandamento da atividade económica a nível global poderão ter impactos adversos sobre a procura externa dirigida a Portugal, afetando designadamente as exportações de turismo.

É de salientar que, dada a elevada exposição do setor bancário ao mercado imobiliário residencial, um ajustamento abrupto dos preços neste mercado representa um risco para o setor, nomeadamente se as instituições de crédito internalizarem de forma desadequada a dinâmica dos preços na avaliação do risco de crédito dos novos empréstimos à habitação. Este efeito deverá ser mitigado pela Recomendação macroprudencial do Banco de Portugal no que diz respeito aos novos contratos de crédito às famílias, reduzindo o risco de uma interação entre crédito interno e preços do imobiliário. Quanto ao *stock* dos empréstimos com finalidade habitação ou colateralizados por imóveis, o impacto negativo de uma eventual correção de preços poderá vir a ser atenuado pela existência de uma reserva de valor, face à valorização inicialmente utilizada na avaliação do crédito e ao aumento do valor dos imóveis entretanto observado, e tendo também em conta a amortização do empréstimo entretanto ocorrida. Um cenário de correção abrupta dos preços do imobiliário poderá também afetar negativamente a capacidade do setor bancário em alienar os imóveis recebidos em dação, bem como reduzir NPL colateralizados por este tipo de ativos, que se tem vindo a observar desde meados de 2016.

### Apesar dos benefícios da inovação tecnológica, a mesma poderá afetar a confiança no sistema financeiro, constituindo o principal risco na perspetiva da estabilidade financeira

Nos últimos anos tem-se observado uma vaga de inovação tecnológica nos serviços financeiros, designada *fintech*, que contempla novas entidades, atividades e processos nesta área. Esta vaga materializa-se numa maior diversidade de entidades que prestam serviços financeiros, e numa evolução do modelo de negócios da generalidade de entidades que direta ou indiretamente atuam neste mercado, que possibilita o alargamento da oferta destes serviços e da base de clientes, bem como uma potencial redução do custos associados, o que se deverá traduzir em ganhos para a economia. Porém, as *fintech* poderão também ser uma fonte de risco ou de propagação de risco sistémico. Este tema, bem como a complexidade do acompanhamento das *fintech* numa perspetiva de estabilidade financeira, são abordadas na Caixa 2 *Fintech* – perspetiva da estabilidade financeira.

15. Para maior detalhe, ver caixa 5 "Desenvolvimentos recentes das vendas de alojamentos familiares e do crédito a particulares para habitação: heterogeneidade regional", do *Boletim Económico* de outubro de 2018.

As *fintech* estão a mudar o sistema financeiro nas suas várias dimensões, podendo alterar de forma significativa o relacionamento com o cliente de serviços financeiros. Neste contexto, é essencial a salvaguarda da confiança no sistema financeiro, peça central na preservação da sua estabilidade, independentemente da forma e dos intervenientes que assegurem a atividade de intermediação financeira e o financiamento da atividade económica. Contudo, até ao momento, não há evidência no contexto europeu, de materialização deste risco.

## ... O objetivo final da regulamentação é aumentar a resiliência do setor bancário. No entanto, o processo de transição pode acarretar alguns riscos

Para o cumprimento dos requisitos mínimos de passivos e fundos próprios suscetíveis de absorver perdas em caso de resolução (na sigla inglesa, MREL), os bancos necessitarão aceder aos mercados financeiros internacionais, pelo que o sentimento de mercado para os emissores domésticos passará a ter uma relevância acrescida. Importa frisar que, sendo este requisito transversal ao sistema bancário europeu, resultará muito potencialmente num aumento significativo da oferta de emissões de instrumentos elegíveis para o seu cumprimento num período de tempo relativamente contido. Um contexto macrofinanceiro mais adverso, como por exemplo, no caso da materialização do risco de reavaliação dos prémios de risco, com repercussões sobre o soberano doméstico, pode ter implicações significativas no acesso e/ou no custo de emissão destes ativos para o setor bancário Português. Uma capacidade mais limitada em aceder aos mercados financeiros internacionais poderá obrigar os bancos a prosseguirem outras estratégias para cumprimento dos requisitos de MREL, nomeadamente de desalavancagem, com impacto negativo sobre a oferta de crédito.

A recente crise financeira – de alcance sem precedentes – expôs as vulnerabilidades de uma arquitetura institucional europeia fragmentada e os riscos para a estabilidade financeira da área do euro decorrentes da correlação entre risco soberano e risco bancário. Visando este objetivo central (i.e. quebrar a ligação banco-soberano), o compromisso assumido em 2012 pelos líderes europeus, com base no designado “Relatório dos Quatro Presidentes”, foi unânime quanto ao sentido de urgência na criação de uma genuína “União Bancária”, através de uma atuação imediata, eficaz e concertada.

Apesar de os dois primeiros pilares da União Bancária estarem já em pleno funcionamento – o Mecanismo Único de Supervisão (MUS) desde novembro de 2014 e o Mecanismo Único de Resolução (MUR) desde janeiro de 2016 –, a ausência de um Sistema Europeu de Seguro de Depósitos (no acrónimo inglês, EDIS) – o seu terceiro e último pilar – tem contribuído para intensificar os riscos para a estabilidade financeira intrínsecos ao perpetuar dos desequilíbrios de uma arquitetura institucional europeia incompleta.

Estes desequilíbrios decorrem, sobretudo, de os centros de decisão ao nível da supervisão e resolução das instituições terem sido elevados para a esfera europeia, ao passo que os eventuais custos decorrentes dessas decisões continuam a recair nas “redes de segurança” nacionais, potencialmente influenciando as contas públicas nacionais. Por conseguinte, a responsabilidade última pela salvaguarda da estabilidade financeira permanece consagrada às autoridades nacionais, agora substancialmente limitadas na sua capacidade de atuação pelos instrumentos disponíveis e num espaço de atuação cruzado pela influência de medidas de política monetária e medidas de supervisão prudencial e de resolução.

Três anos após a publicação da proposta legislativa da Comissão Europeia relativamente à criação do EDIS, os Estados-Membros tardam em alcançar um entendimento político em aspetos vitais do mecanismo, designadamente quanto ao seu desenho na partilha de perdas no longo-prazo (i.e. se liquidez apenas, ou cosseguro ou mutualização total). Adicionalmente, tendo como pano de fundo o *roadmap* aprovado em junho de 2016, são também dissonantes as suas posições em relação à hierarquia de prioridades entendida como “adequada” para se prosseguir no aprofundamento da UEM.

O debate político convergiu, assim, para um impasse polarizado entre os Estados-Membros que, receando que os seus sistemas bancários subsidiem de forma sistemática os restantes, defendem ser imperioso implementar medidas adicionais de redução de risco previamente à mutualização de riscos e, no outro extremo, os Estados-Membros que, valorizando as importantes medidas já executadas e os riscos para a estabilidade financeira de uma União Bancária incompleta, apelam a progressos numa maior partilha de risco (via EDIS) em linha com o compromisso assumido no passado, como forma de assegurar o objetivo último de dissociar o risco bancário do risco soberano.

A Comunicação da Comissão Europeia, de 11 de outubro de 2017, denunciou precisamente a complexidade das negociações e a dificuldade na obtenção de acordo entre os líderes europeus para uma reforçada partilha de risco, configurando esta iniciativa da Comissão um recuo estrutural marcante face à proposta legislativa de 2015 no que se refere ao EDIS.

Acresce que as conclusões da Cimeira do Euro de 29 de junho de 2018 – que, no que concerne à União Bancária, espelham o compromisso Franco-Alemão vertido na declaração de Meseberg – sugerem que o impasse político relativamente ao EDIS poderá não decorrer somente das diferenças de posições entre os Estados Membros, mas de as mesmas serem, pelo menos para já, inconciliáveis. Os resultados desta Cimeira ficaram efetivamente aquém do que era aguardado pelos agentes económicos relativamente ao dossier da União Bancária, na medida em que, com exceção da *backstop* para o Fundo Único de Resolução (FUR) (i.e. um mecanismo de segurança orçamental comum a título de último recurso) todas as outras decisões foram adiadas.

Em concreto, no que respeita ao EDIS, na Cimeira de junho passado os líderes políticos concordaram em que “Respeitando todos os elementos do roteiro de 2016 na sequência adequada, deverá dar-se início aos trabalhos sobre um roteiro para iniciar as negociações políticas sobre o Sistema Europeu de Seguro de Depósitos”. Já no que se refere à *common fiscal backstop* para o FUR, foi decidido incumbir ao Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE) proporcionar essa “rede de segurança”, e cujo papel na gestão de crises deverá ser reforçado tendo por base os elementos da reforma do MEE inscritos na carta, de 25 de junho, dirigida pelo presidente do Eurogrupo ao presidente do Conselho Europeu, aqui incluindo-se a implementação antecipada da referida *backstop* (i.e. antes de 2024), condicional a uma avaliação prévia quanto à suficiência da redução de risco nos sistemas bancários assente na redução do nível de NPLs e na capacidade de absorção de perdas aferida através da acumulação de MREL. Aspeto central mencionado sobre esta condicionalidade é que nenhum Estado-Membro ou instituição financeira participante será excluído do acesso a esta futura *backstop*.

Antevêem-se, no entanto, riscos para a estabilidade financeira caso o modelo para avaliação da suficiência da redução de risco que venha a ser definido – seja para a *backstop* do FUR, seja para a sua extensão à criação do EDIS – se centre numa aferição mecanicista/rígida quanto ao cumprimento estrito de certos objetivos quantitativos pré-estabelecidos, sem acautelar os diferentes níveis de partida dos Estados-Membros e sem contemplar as suas especificidades (e.g. situação macroeconómica, determinantes que levaram aos níveis elevados de certos *legacy assets*) e dos respetivos sistemas bancários (e.g. dimensão, modelo de negócio, estrutura de financiamento). Somente uma análise abrangente, que envolva tanto fatores quantitativos como

qualitativos, possibilitará uma comparação fundamentada acerca dos progressos alcançados. Ademais, uma análise prospetiva é essencial para captar os progressos que, embora em curso, ainda não se materializaram de uma forma significativa (e.g. iniciativas legislativas em curso de implementação).

A par de uma rápida operacionalização da *common fiscal backstop* para o FUR e assente numa arquitetura de governação adequada, também a criação de um instrumento de apoio à liquidez e de um mecanismo de financiamento intercalar para o período de transição do FUR são peças centrais para dotar o MUR da credibilidade e efetiva capacidade de atuação na aplicação de medidas de resolução, sem potencialmente influenciar os orçamentos nacionais, promovendo assim a estabilidade financeira.

Não obstante o acordo alcançado quanto à *common fiscal backstop* para o FUR, não deverá ser secundarizada a relevância da criação do terceiro pilar da União Bancária: ambos são igualmente indispensáveis para dotar a área do euro de um sistema de gestão de crises verdadeiramente operacional e robusto, por atuarem *ex-ante* na confiança dos agentes económicos quanto à sua efetiva capacidade de atuação, assim protegendo os contribuintes na resolução de crises – relativamente à necessidade de um modelo de EDIS consistente com o objetivo último de uma genuína União Bancária veja-se discussão na edição anterior do *Relatório de Estabilidade Financeira*.

Todavia, atentas as frágeis perspetivas sobre a sequência das reformas para o aprofundamento da UEM, os decisores políticos são confrontados com um importante desafio: avaliar se os riscos para a estabilidade financeira procedentes da sujeição do sistema bancário a determinados requisitos de transição (seja para aceder ao EDIS ou na transição para partilha de perdas), tendo em vista a resolução de questões de *legacy* identificadas nos balanços dos bancos, justificam os benefícios futuros de um EDIS, sobretudo se o mesmo vier a ser desprovido da componente de mutualização total de perdas no longo prazo.

Enquanto não for possível usufruir plenamente dos benefícios de pertencer a uma verdadeira UEM, designadamente por não estarem ainda implementadas as restantes peças da arquitetura institucional para uma genuína União Bancária (onde se inclui a *backstop* do FUR e o EDIS) e enquanto a salvaguarda da estabilidade financeira – não só no conjunto da União como em cada Estado-Membro – não for consagrada como um fim em si mesmo e uma prioridade central no exercício efetivo das autoridades europeias, é imprescindível que, durante esse período de transição, os Estados-Membros estejam dotados dos necessários instrumentos nacionais para assegurar que estão devidamente capacitados para proteger os contribuintes e a estabilidade financeira na respetiva jurisdição.

Assim, na prevalência das vulnerabilidades provenientes de um regime europeu de gestão de crises assente, porém, nas “redes de segurança” de cada Estado-Membro – o que se reconduz ao princípio subjacente na afirmação de Mervyn King de que os *Global banks are global in life and national in death* – urge repensar iniciativas e tendências observadas no panorama da regulação bancária europeia que podem configurar obstáculos à capacidade de as autoridades competentes nacionais de acolhimento mitigarem riscos para a estabilidade financeira provenientes da atividade de grupos bancários transnacionais com importância sistémica na sua jurisdição. Neste sentido:

- Não parece prudente prosseguir o debate em torno (i) da proposta de introdução de uma derrogação da aplicação de requisitos de capital, em base individual, a filiais de grupos bancários transfronteiriços e (ii) da flexibilização da atual derrogação da aplicação de requisitos de liquidez a nível individual numa base transfronteiriça – para mais detalhe sobre este ponto ver Tema em Destaque “Revisão da CRD IV-CRR: o que há de novo?”. Estas iniciativas têm sido suscitadas sob o argumento de ser essencial promover a circulação e afetação eficiente de recursos em grupos

com atividade transfronteiriça na União Europeia e consequente criação de *players* globais numa jurisdição única. No entanto, essa evolução só será exequível num mercado verdadeiramente integrado, dotado de garantias comuns para proteger a estabilidade financeira em todos os Estados-Membros nos quais uma entidade de um grupo desenvolve atividade.

- Será também compreensível que permaneça na esfera dos Estados-Membros, designadamente, a faculdade de, em matéria de opções e discricionariedades nacionais, imporem limites à concentração de riscos aplicáveis às exposições intragrupo – o que, embora limite o efeito da derrogação, por parte do supervisor bancário europeu, do cumprimento de requisitos de liquidez em base individual é, porém, um escudo nacional aconselhável durante um período de transição para uma completa União Bancária.
- Convém repensar a faculdade conferida atualmente aos grupos bancários para escolher a forma como pretendem desenvolver atividade num outro Estado-Membro – se sob a forma de sucursal ou filial – e dos poderes expressos atribuídos às autoridades nacionais competentes para recusar a constituição como sucursal, ou para o exercício da supervisão dessas sucursais.
- Exige-se refletir acerca da difusão na União Bancária do modelo de ponto de entrada único no planeamento da resolução de grupos bancários transnacionais (no acrónimo inglês, SPE) – por contrapartida de ponto de entrada múltiplo (no acrónimo inglês, MPE) – na medida em que a primeira abordagem pressupõe e incentiva a integração e a dependência das filiais no grupo. É, por isso, necessário que, no contexto do planeamento e da implementação de medidas de resolução, sejam acauteladas as preocupações de estabilidade financeira tanto numa ótica de grupo, como ao nível da importância sistémica de cada uma das filiais nas respetivas jurisdições (sobretudo quando a estratégia efetivamente implementada em caso de resolução se desvia do previsto no plano de resolução).

Acresce que adiar durante demasiado tempo a implementação de medidas essenciais para o aprofundamento da UEM pode conduzir a que a audácia na obtenção de soluções seja precipitada por uma nova crise, com o risco acrescido de se alcançarem soluções sub-ótimas.

Na ausência de uma “rede de segurança” centralizada de amplitude transnacional e, por conseguinte, de persistência da associação direta entre os riscos do sistema bancário e o risco do soberano, o sistema bancário continua exposto a riscos intrínsecos a uma arquitetura institucional europeia ainda incompleta, que decorrem, em parte, da ausência de uma efetiva rede de segurança transnacional capaz de fazer face a choques de natureza sistémica.

### 1.3 Política macroprudencial

Enquanto Autoridade Macroprudencial nacional, o Banco de Portugal define e executa a política macroprudencial, designadamente identificando e avaliando fontes de risco sistémico, bem como propondo e adotando medidas de prevenção ou mitigação desses riscos, com o objetivo de reforçar a resiliência do setor financeiro. Entende-se por risco sistémico o risco de distúrbios nos serviços financeiros, que possam, entre outras consequências, afetar o fluxo de crédito, decorrentes da materialização de riscos, em parte ou na totalidade do sistema financeiro, com potenciais consequências negativas para a economia real.

Até ao momento, o Banco de Portugal tem norteado a sua atuação pelo desenvolvimento do quadro conceptual da política macroprudencial e pela ativação de instrumentos macroprudenciais que considera, *ex-ante*, adequados e suficientes para fazer face ao acumular de risco sistémico.

São disso exemplo a reserva de conservação de capital, a reserva para outras instituições de importância sistémica e a Recomendação do Banco de Portugal no âmbito dos novos contratos de crédito com consumidores.

Note-se que as medidas macroprudenciais direcionadas aos critérios de concessão de crédito a particulares (designados na língua inglesa *borrower-based measures*), como é o caso da Recomendação do Banco de Portugal no âmbito dos novos contratos de crédito celebrados com consumidores, pretendem reduzir a acumulação do risco sistémico, ao passo que as medidas de reserva contracíclica de capital, reserva de conservação de capital e a reserva para outras instituições de importância sistémica têm como objetivo aumentar a resiliência do sistema financeiro à materialização de riscos.

## ... A Recomendação do Banco de Portugal dirigida aos novos contratos de crédito celebrados com consumidores entrou em vigor a 1 de julho

A recuperação económica, num contexto de baixas taxas de juro, e uma trajetória ascendente dos preços do imobiliário, são propícios à redução adicional do grau de restritividade dos critérios de concessão de crédito. Procurando atuar de uma forma preventiva e de maneira a promover que, por um lado, as instituições de crédito e sociedades financeiras não assumam riscos excessivos na concessão de novo crédito, contribuindo para a resiliência do setor financeiro, e, por outro, os mutuários tenham acesso a financiamento sustentável, minimizando o risco de incumprimento, o Banco de Portugal emitiu, no dia 1 de fevereiro de 2018, uma Recomendação no âmbito dos novos contratos de crédito celebrados com consumidores.<sup>16</sup>

Os limites introduzidos nesta Recomendação foram calibrados, por um lado, de forma a condicionar a concessão de crédito a mutuários com perfil de risco mais elevado sem afetar a generalidade da concessão de crédito. Por outro lado, esta calibração tem em conta a expectável subida das taxas de juro e a provável redução do rendimento do mutuário no momento da sua passagem à reforma. Esta Recomendação macroprudencial é aplicável quer aos novos contratos de crédito à habitação, quer aos novos contratos de crédito ao consumo celebrados a partir de 1 de julho de 2018 e abrange todas as instituições de crédito e sociedades financeiras, com sede ou sucursal em território nacional e autorizadas a conceder este tipo de crédito em Portugal.

A recente evolução dos preços da habitação não se encontra sincronizada com o ciclo de crédito em Portugal. Contudo, uma maior pressão da procura de habitação, fomentada por crédito, poderá contribuir para a permanência de uma trajetória ascendente dos preços, cenário que se pretende prevenir por colocar riscos à estabilidade financeira. O Banco de Portugal considera, assim, que no atual enquadramento em que os preços no mercado imobiliário residencial têm registado um crescimento acentuado, a fixação destes limites tenderá a mitigar o risco inerente à interação entre os preços do imobiliário residencial e o ciclo de crédito, com consequências positivas para a estabilidade financeira.

16. Para uma análise detalhada sobre a Recomendação do Banco de Portugal no âmbito dos novos contratos de crédito celebrados com consumidores consultar a secção 1.3 Política Macroprudencial do *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2018 e o sítio da internet do Banco de Portugal <https://www.bportugal.pt/page/limites-ao-racio-ltv-ao-dsti-e-maturidade>.

Com o objetivo de avaliar a implementação, por parte das instituições, da referida Recomendação, o Banco de Portugal levou a cabo um conjunto de contactos com as instituições mais representativas do sistema financeiro português e instituições especializadas no crédito ao consumo.<sup>17</sup>

A informação recolhida sugere que a 31 de julho todas as instituições tinham implementado, do ponto de vista operacional, os limites previstos na Recomendação nos canais presenciais. Por sua vez, nessa data, a implementação dos limites nos canais digitais de algumas instituições encontrava-se menos desenvolvida, mas as instituições parecem ter adaptado a sua oferta nestes canais aos limites estabelecidos na Recomendação.

De uma forma geral, a implementação da Recomendação parece ter originado melhorias na avaliação de solvabilidade dos mutuários pelas instituições, uma vez que a Recomendação estabeleceu um mínimo harmonizado de critérios a serem observados aquando da contratação de crédito. Para algumas instituições, os critérios previstos na Recomendação são complementados por critérios anteriormente já aplicados como o nível de rendimento líquido de despesas, taxa de esforço, entre outros. Acresce que, na grande maioria das instituições, sempre que um dos critérios estabelecidos na Recomendação não é verificado, a proposta sobe no escalão de decisão, como forma de controlo da aplicação dos limites e das exceções previstas na Recomendação.

Não obstante a maior parte do crédito ao consumo já ser contratado a taxa fixa, com a entrada em vigor da Recomendação existe indicação de que se terá registado uma alteração de oferta de produtos de crédito, como seja, o aumento de produtos com taxa de juro fixa no crédito ao consumo e a diminuição de produtos com carência de juros e/ou capital.

De acordo com os dados recolhidos, não é ainda possível fazer uma análise completa do impacto da Recomendação sobre a evolução do crédito nos primeiros meses da sua implementação, uma vez que em algumas instituições a implementação dos limites previstos na Recomendação foi feita de forma faseada. Deve ser igualmente tido em conta que a análise é afetada pela existência de operações de crédito cuja avaliação de solvabilidade do mutuário foi realizada antes da entrada em vigor da Recomendação, mas cuja libertação de fundos ocorreu após 1 de julho de 2018. Este fenómeno é particularmente significativo no crédito à habitação, para o qual o período que medeia entre a análise de solvabilidade e a libertação de fundos é maior do que no caso do crédito ao consumo. Adicionalmente, a informação disponível para algumas instituições inclui os créditos com montantes inferiores a 10 vezes a remuneração mínima mensal garantida, que são excluídos do âmbito da medida, afetando o cálculo do rácio entre o montante do serviço de dívida e o rendimento, rácio DSTI (*debt-service-to-income*) e do rácio entre o montante do(s) empréstimo(s) garantido(s) pelo mesmo imóvel e o valor do ativo, rácio LTV (*loan-to-value*).

Contudo, foi possível verificar que o rácio LTV parece ter-se tornado, em geral, mais exigente, na medida em que o total do crédito concedido passou a depender do mínimo entre o preço de aquisição e o valor de avaliação. De facto, constata-se que, em geral, o valor de aquisição se encontra abaixo do valor de avaliação. Por exemplo, no que diz respeito ao valor máximo do LTV para o crédito à habitação própria permanente, a prática usual das instituições, antes da implementação da medida, situava-se entre 80% a 90% do valor da avaliação.

No que se relaciona com a maturidade das operações, a maioria das instituições não praticava limites máximos da maturidade dos novos contratos superiores aos previstos na Recomendação e não parece registar ultrapassagens significativas aos limites estabelecidos. No entanto, antes

17. Estas instituições representam cerca de 94% do total de crédito à habitação e crédito ao consumo, em 30 de junho de 2018.

da entrada em vigor desta Recomendação do Banco de Portugal, no caso do crédito à habitação, algumas instituições praticavam prazos máximos de maturidade de 50 anos. Em relação à convergência gradual para uma maturidade média de 30 anos do crédito à habitação, apesar de não estarem, de momento, a ser adotadas medidas específicas, as instituições ao deixarem de contratar créditos com maturidade superior a 40 anos, têm a expectativa que tal contribua para que esta convirja para o limite recomendado (30 anos).

Da informação apresentada relativa à monitorização da evolução das categorias de crédito excluídas do âmbito de aplicação da Recomendação, conclui-se que não parece ter havido alteração no padrão de concessão de créditos com montantes inferiores a 10 vezes a remuneração mínima mensal garantida ou de disponibilização/utilização de linhas e cartões de crédito.

No *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* de outubro de 2018, a maioria das instituições indicou que os critérios de aprovação no crédito a particulares se tornaram mais restritivos, tanto no crédito à habitação, como no crédito para consumo. Quanto aos termos e condições dos contratos, no crédito à habitação as instituições referiram alterações no sentido de maior restritividade no que respeita a garantias exigidas, rácio LTV e outros limites ao montante e maturidade. O principal fator indicado para explicar esta evolução foi o cumprimento da medida macroprudencial do Banco de Portugal. O Banco de Portugal continuará a monitorizar de perto o cumprimento da medida macroprudencial por parte das instituições e atuará quando considerar necessário.

### ... A reserva contracíclica de capital mantém-se inalterada, ... no último trimestre de 2018, em 0% do montante total ... das posições em risco

No que diz respeito à reserva contracíclica de capital, a persistência de valores negativos do desvio do rácio do crédito em relação ao PIB relativamente à sua tendência de longo prazo levou o Banco de Portugal a manter a percentagem desta reserva em 0%, para o último trimestre de 2018. A generalidade dos indicadores utilizados na determinação da reserva contracíclica de capital não aponta para a acumulação de risco sistémico cíclico, com a exceção dos preços dos ativos imobiliários, os quais continuam a registar uma tendência de crescimento, bem como dos *spreads* praticados no crédito à habitação e às empresas que continuam a diminuir.

A nível europeu, acompanhando a recuperação do ciclo de crédito, observa-se uma tendência crescente de ativação da reserva contracíclica, tal como analisado com maior detalhe na Caixa 3 – Implementação, na UE, da reserva contracíclica de fundos próprios.

### ... A implementação faseada da reserva de conservação ... de capital termina a 1 de janeiro de 2019

O período de implementação faseada da reserva de conservação de fundos próprios mantém-se inalterado e aproxima-se da sua conclusão. A 1 de janeiro de 2019, a reserva de conservação de capital deverá estar plenamente constituída e corresponderá a 2,5% do montante total das exposições em risco, um aumento de 0,625 pontos percentuais relativamente ao imposto para o ano de 2018.

A reserva de conservação de fundos próprios tem por objetivo acomodar perdas subjacentes a um cenário macroeconómico e financeiro potencialmente adverso, contribuindo para aumentar a resiliência das instituições e para a manutenção de um fluxo de financiamento estável à economia real.

## ... A reserva das instituições de importância sistémica atingiu metade do valor total da reserva estabelecida para 2021

Apesar de um ligeiro ajustamento nos *scores* utilizados para a identificação das instituições de importância sistémica, não se verificaram alterações na implementação faseada de reservas de fundos próprios para estas instituições. Assim, e como é possível observar no Quadro I.1.1, será iniciada em 1 de janeiro de 2019, a segunda fase de implementação destas reservas. Este instrumento macroprudencial, que procura mitigar a acumulação de riscos sistémicos resultantes de incentivos desajustados e de risco moral associado a instituições de grande dimensão (na terminologia inglesa *too big to fail*), deverá estar constituída na íntegra a partir de 1 de janeiro de 2021.

**Quadro I.1.1 • Reserva de O-SII aplicada a cada um dos grupos bancários a partir de 1 de janeiro de 2019 | Em percentagem do montante total das exposições em risco**

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

## ... A Recomendação do CERS 2017/6 contribui para a mitigação ou prevenção de fontes de risco sistémico relacionado com os desajustamentos de liquidez e a utilização da alavancagem excessiva nos fundos investimento

Até ao momento, os instrumentos de política macroprudencial utilizados na UE destinam-se ao setor bancário, procurando prevenir ou mitigar a acumulação de risco sistémico ou a aumentar a resiliência das instituições aquando da materialização de riscos. No entanto, o Comité Europeu de Risco Sistémico (CERS) emitiu recentemente a Recomendação CERS/2017/6 que visa fazer face a potenciais riscos sistémicos provenientes de fundos de investimento. Esta Recomendação tem como motivação o aumento da resiliência dos fundos de investimento perante choques na sua liquidez, promovendo a utilização prática de testes de esforço. Adicionalmente, prevê-se o desenvolvimento de um quadro harmonizado para o reporte dos organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM) em toda a UE e a possibilidade de desenvolver um instrumento macroprudencial direcionado para a limitação da alavancagem nos fundos de investimento alternativos (FIA).

O tema em destaque “Fundos de investimento como fonte de risco sistémico” descreve quais as características mais relevantes dos fundos de investimento, a forma como estas entidades poderão contribuir para a amplificação de riscos no sistema financeiro e avalia a dimensão dos fundos de investimento em Portugal. São igualmente discutidos instrumentos para prevenir ou mitigar essas fontes de risco sistémico. Conclui-se que, a nível nacional, não parece existir atualmente a necessidade de o Banco de Portugal, enquanto Autoridade Macroprudencial, equacionar medidas para fazer face a potenciais riscos para o sistema financeiro provenientes dos fundos de investimento. Sem prejuízo desta conclusão, o Banco de Portugal considera que a disponibilização do conjunto de instrumentos sugeridos no âmbito da Recomendação CERS/2017/6 contribuirá para mitigar, quando se revelar necessário, o potencial risco sistémico que deriva da atividade dos fundos.

## ... A revisão do pacote regulamentar do setor bancário (CRR/CRD) ... vem fortalecer o enquadramento da política macroprudencial

Em 2016, a Comissão Europeia (CE) lançou uma consulta pública relativa à revisão do enquadramento da política macroprudencial na UE, quer em termos do pacote de regulação bancária, quer no que concerne à arquitetura institucional, aos mandatos das diversas autoridades envolvidas e à articulação entre estas autoridades. Para se perceber a oportunidade desta iniciativa, há de ter em conta que o atual enquadramento regulamentar foi acordado antes de serem designadas nos vários Estados-Membros as autoridades macroprudenciais nacionais, sendo também anterior à criação da União Bancária, incluindo o Mecanismo Único de Supervisão (MUS) e o Mecanismo Único de Resolução (MUR). Desta forma, um dos aspetos abrangidos pela consulta pública da CE foi a necessidade de definir com precisão os mecanismos de articulação e cooperação entre as diversas autoridades com responsabilidade atribuída em termos da promoção da estabilidade financeira.

O Banco de Portugal, na resposta enviada no âmbito da consulta pública da CE, elencou vários princípios que, na sua opinião, deverão orientar a revisão do enquadramento da política macroprudencial.<sup>18</sup> Os princípios enunciados visam, em termos gerais, (i) promover uma clara afetação de responsabilidades e de instrumentos de política, (ii) munir a Autoridade Macroprudencial de poderes e instrumentos suficientes para identificar e controlar o risco sistémico, reforçando a sua intervenção em setores financeiros para além do bancário, e (iii) preservar a sua flexibilidade de atuação ao nível da mitigação do risco sistémico.

No entanto, face ao curto período de implementação da política macroprudencial na UE, a CE decidiu que era prematuro propor uma revisão completa do enquadramento regulamentar, tendo preferido recomendar ajustamentos direcionados a aspetos particulares do mesmo. Assim, as revisões propostas encontram-se englobadas nas medidas adicionais de redução de risco no setor bancário e esta abordagem encontra-se alinhada com a adotada no que concerne às restantes componentes do pacote de regulação bancária (CRD<sup>19</sup>/CRR<sup>20</sup>), dado que não foi efetuada uma revisão total do mesmo. No presente momento, as discussões abrangem não só

18. No *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2017, a Caixa 1 “Alterações ao enquadramento de política macroprudencial da UE: principais prioridades na perspetiva do Banco de Portugal”, sintetiza esses princípios.

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

20. Sigla inglesa para o Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento.

a proposta inicial da CE, como ainda as propostas adicionais introduzidas pelo Conselho Europeu e pelo Parlamento Europeu no contexto do procedimento legislativo em curso. Desta forma, o texto final resultará do processo negocial entre as três instituições europeias, podendo portanto sofrer ainda alterações.

Atualmente, uma das alterações legislativas em discussão é sobre a possibilidade de utilização exclusiva dos instrumentos de Pilar 2<sup>21</sup> para mitigar riscos específicos da instituição, eliminando o seu uso para aplicação de medidas de supervisão comuns a instituições com perfis de risco semelhantes, o que pertence ao âmbito da política macroprudencial. De facto, os poderes relacionados com os instrumentos de Pilar 2 foram atribuídos à Autoridade Microprudencial e, devido à respetiva natureza confidencial, não apresentam o poder de sinalização considerado adequado a um instrumento macroprudencial. A impossibilidade de utilizar instrumentos de Pilar 2 para mitigar riscos sistémicos pressupõe que às autoridades macroprudenciais sejam atribuídos instrumentos alternativos que possibilitem a mitigação destes riscos ou flexibilizada a utilização dos instrumentos já existentes. Pretende-se assim o alinhamento entre o objetivo, o mandato e os instrumentos ao dispor de cada autoridade.

O tema em destaque “Revisão da CRD-CRR: O que há de novo?” explora com maior detalhe as alterações para o enquadramento macroprudencial que se encontram em negociação, devidamente enquadradas no conjunto de alterações ao pacote regulamentar (CRR/CRD) para o setor bancário.

21. O Pilar 2 – Medidas e poderes de supervisão, constitui um dos três elementos da arquitetura de supervisão definida no acordo de Basileia II e permite às autoridades de supervisão avaliar riscos específicos da instituição e impor à mesma requisitos adicionais de capital para os mitigar, entre outras medidas de supervisão. No atual enquadramento, estes poderes estão definidos na CRD IV, nos Artigos 102 a 107. Em particular, o Artigo 103 concerne à aplicação de medidas de supervisão a instituições com perfis de risco semelhantes, tendo por isso um carácter macroprudencial.

## 2 Enquadramento macroeconómico e de mercados

### 2.1 Situação macroeconómica e perspetivas a curto prazo

... A atividade económica em Portugal continuou a registar um crescimento positivo, apresentando contudo um perfil de desaceleração

No primeiro semestre de 2018, a economia portuguesa cresceu 2,3% em termos homólogos, próximo do crescimento da área do euro. A evolução observada refletiu a continuação do perfil intra-anual de desaceleração observado em 2017 designadamente do investimento e das exportações. Em sentido contrário, observaram-se ligeiras acelerações do consumo privado e do consumo público. À semelhança do observado nos últimos anos, a economia portuguesa apresentou uma necessidade de financiamento face ao exterior no primeiro semestre. A necessidade de financiamento foi superior à registada no período homólogo de 2017. A necessidade de financiamento observada tem um carácter predominantemente sazonal tendo sido, contudo, superior à registada no período homólogo de 2017. Não obstante, esta evolução é compatível com a manutenção de um excedente externo no conjunto do ano.<sup>22</sup>

Em linha com a trajetória de crescimento da atividade económica, as condições no mercado de trabalho continuaram a melhorar. O emprego cresceu 2,8% no primeiro semestre de 2018, em termos homólogos, e a taxa de desemprego diminuiu para 7,3%.<sup>23</sup> A redução da taxa de desemprego continuou a refletir uma queda acentuada do desemprego de longa duração, enquanto a diminuição do desemprego jovem manteve um ritmo inferior ao da redução do desemprego total. A queda da taxa de desemprego e a subida do salário mínimo nacional no início do ano contribuíram para um aumento do crescimento dos salários. A taxa de inflação diminuiu 0,5 pp face ao ano de 2017, para 1,1%, refletindo em particular a desaceleração do preço dos serviços.<sup>24</sup>

A nível mundial, o crescimento económico manteve-se robusto mas mais diferenciado entre geografias, tendo-se registado uma ligeira desaceleração nas principais economias avançadas, com exceção dos EUA. O comércio mundial continuou a crescer acima da atividade económica, mas registou um abrandamento. As medidas protecionistas implementadas no decurso de 2018 referem-se a uma fração relativamente reduzida do comércio mundial, mas o aumento das tensões comerciais e a incerteza quanto a mais medidas protecionistas futuras têm amplificado os seus impactos. As condições monetárias e financeiras, apesar de continuarem globalmente favoráveis, tornaram-se ligeiramente mais restritivas, refletindo riscos de contágio inerentes a algumas economias de mercado emergentes.

22. Refira-se que os dados de Contas Nacionais relativos a 2018 têm um carácter preliminar.

23. De acordo com o *Inquérito ao Emprego* do INE.

24. Para uma análise mais detalhada do economia portuguesa no primeiro semestre de 2018 ver Banco de Portugal, *Boletim Económico* – outubro 2018.

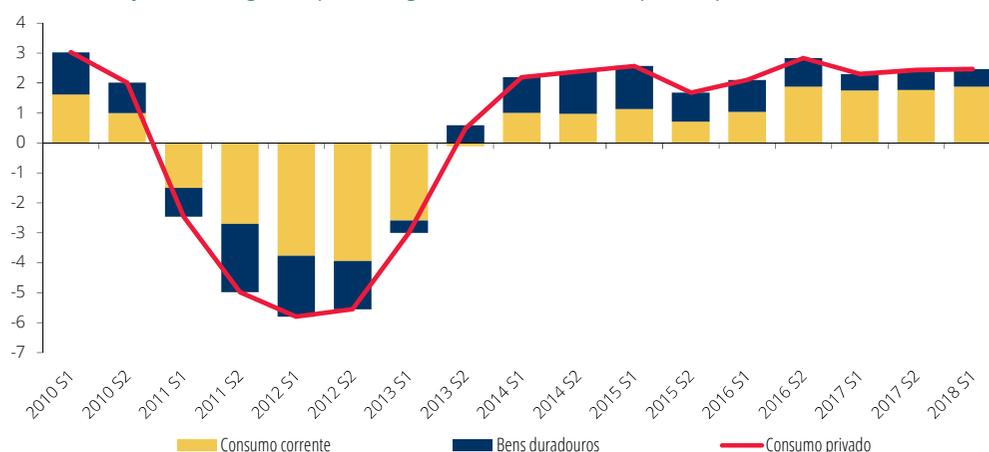
A atividade económica na área do euro continuou a apresentar crescimento positivo, tendo porém registado uma desaceleração. O abrandamento nas quatro maiores economias na área do euro contribuiu para uma desaceleração da procura externa dirigida à economia portuguesa, que cresceu 3,4% em termos homólogos, -1,5 pp do que o observado no segundo semestre de 2017.<sup>25</sup>

## ● O dinamismo da procura interna mitigou o menor contributo das exportações líquidas para o crescimento

A evolução do consumo privado no primeiro semestre teve subjacente uma ligeira aceleração do consumo corrente e um menor crescimento do consumo de bens duradouros (Gráfico I.2.1), que ainda assim se manteve elevado (5,8%, em termos homólogos), em particular a componente de automóveis. O dinamismo do consumo privado ocorre num contexto de níveis de confiança elevados, de aumento continuado do rendimento disponível das famílias e de crescimento acentuado do crédito ao consumo. Em termos nominais, o consumo privado continuou a crescer ligeiramente acima do rendimento disponível das famílias, pelo que a taxa de poupança se manteve em níveis historicamente baixos.

### Gráfico I.2.1 • Evolução do consumo privado e contributos das suas componentes

| Taxa de variação homóloga, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais

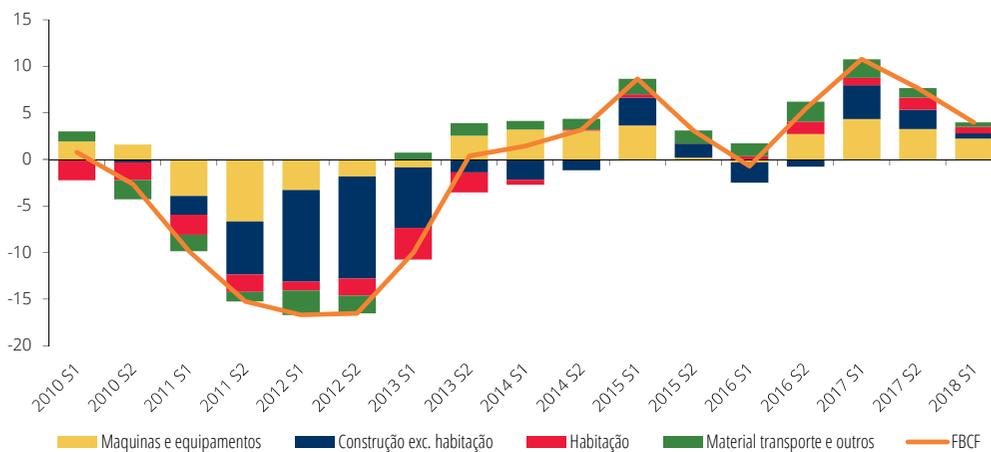


Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

O investimento manteve um crescimento acima do da atividade económica, ainda que em desaceleração. Esta evolução refletiu um abrandamento da generalidade das componentes, com destaque para a redução da FBCF em construção excluindo em habitação (Gráfico I.2.2). Esta evolução estará influenciada pelo efeito base do aumento significativo de obras públicas em 2017, tendo a confiança no setor da construção continuado a melhorar. No inquérito de conjuntura à construção e obras públicas, as empresas têm melhorado sucessivamente a apreciação geral da atividade no setor. Relativamente às restantes componentes da FBCF, destacam-se as máquinas e equipamentos que, apesar de em desaceleração, continuaram a registar um crescimento acentuado (8,2%, em termos homólogos), tendo sido a única componente do investimento que já ultrapassou o nível registado imediatamente antes da crise financeira internacional.

25. Fonte: Eurosisistema. A procura externa dirigida a Portugal é calculada pelo BCE como uma média ponderada do crescimento em volume das importações de bens e serviços dos principais parceiros comerciais de Portugal. Cada país/região é ponderada de acordo com o seu peso nas exportações de Portugal.

**Gráfico I.2.2 • Evolução da FBCF e contributos das suas componentes | Taxa de variação homóloga, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais**



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

O crescimento da atividade económica foi transversal aos diversos setores de atividade, tendo sido menos diferenciado por comparação com o ano de 2017. Nos setores do comércio e do alojamento e restauração observou-se uma relativa estabilização da taxa de crescimento. Por sua vez, registaram-se desacelerações nos setores da indústria transformadora, da construção, dos transportes e armazenagem e dos serviços prestados às empresas.<sup>26</sup>

A necessidade de financiamento da economia face ao exterior ascendeu a 1,8% do PIB no primeiro semestre de 2018, o que representa um aumento de 0,7 pp em termos homólogos. Esta evolução refletiu o aumento do investimento interno e, em menor medida, a redução da poupança. Por setor institucional, destaca-se o aumento da necessidade de financiamento das SNF em 0,9 pp, para 2,1% do PIB, e a diminuição da capacidade de financiamento dos particulares em 0,6 pp, que passou a ligeira necessidade de financiamento (0,2% do PIB). No que diz respeito às operações com o exterior, no primeiro semestre de 2018 manteve-se o perfil de deterioração, em termos homólogos, do saldo da balança de bens, energéticos e não energéticos, e o aumento do excedente da balança de serviços relacionados com viagens e turismo. Paralelamente, registou-se um aumento do défice da balança de rendimento primário, refletindo o aumento dos dividendos pagos ao exterior e a redução dos dividendos recebidos.

A posição de investimento internacional (PII) deteriorou-se em 1,1 pp face ao final de 2017, situando-se em -106% do PIB no final de junho. Num contexto de crescimento significativo do PIB nominal, esta evolução refletiu essencialmente o contributo negativo de variações de valor/preço (desvalorização de ativos face a não residentes e valorização de passivos de entidades residentes), e, em menor medida, o fluxo de financiamento líquido junto de não residentes.<sup>27</sup>

26. A análise da atividade económica por setor de atividade com base em contas nacionais preliminares ou provisórias deve ser interpretada com alguma reserva por ter subjacente uma probabilidade de revisão não negligenciável.

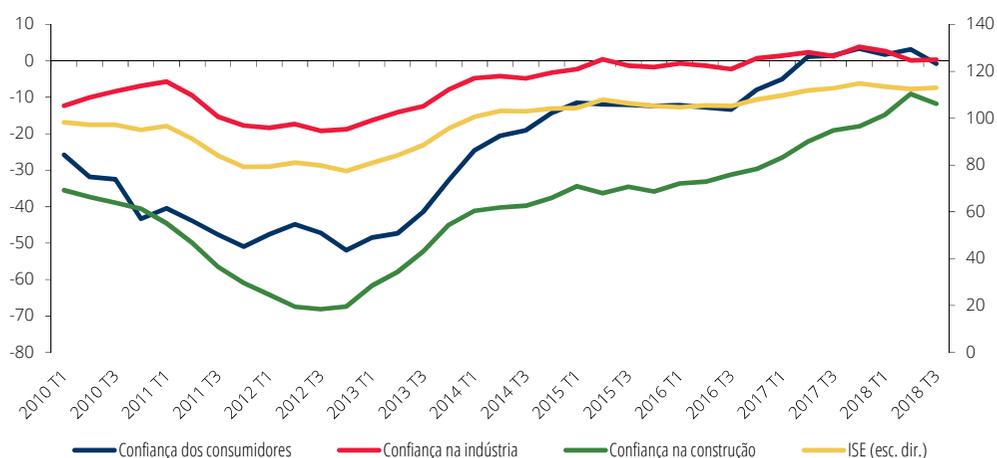
27. Alguns fatores que determinam a evolução da PII têm um perfil sazonal marcado, p.ex., as transações líquidas. No terceiro trimestre de 2018, observou-se uma melhoria da PII em 2,9 pp (para -103,1% do PIB), refletindo contributos positivos das transações líquidas e das variações de preço.

## O crescimento económico deverá manter-se positivo em Portugal e na maioria das economias avançadas, mas os riscos no sentido descendente intensificaram-se

As projeções para a economia portuguesa publicadas em junho continuavam a apontar para um crescimento positivo, ainda que em desaceleração, ao longo do horizonte 2018-2020 (Quadro I.2.1). Face às projeções de março de 2018, referidas na anterior edição deste Relatório, destacavam-se alterações na evolução das principais componentes da despesa. Em particular, antecipava-se um maior crescimento do consumo privado em 2018 e revisões em baixa do investimento e das exportações em 2018-2019. Adicionalmente, projetava-se a manutenção da capacidade de financiamento da economia portuguesa e da taxa de poupança das famílias em níveis historicamente baixos.

No terceiro trimestre de 2018, prosseguiu a trajetória de moderação do crescimento da atividade económica. Os indicadores coincidentes para a atividade económica e para o consumo privado mantiveram a tendência de redução gradual.<sup>28</sup> Os principais indicadores de confiança continuaram, contudo, em níveis elevados (Gráfico I.2.3) e a taxa de desemprego diminuiu para 6,7%.

Gráfico I.2.3 • Indicador de sentimento económico (ISE) e indicadores de confiança



Fonte: INE. | Notas: Saldos de respostas extremas. Valores corrigidos de sazonalidade. Média trimestral. Última observação: 2018 T3.

Os indicadores económicos relativos ao terceiro trimestre de 2018 apontam para a estabilização do crescimento da atividade económica nas principais economias avançadas na segunda metade do ano, após o abrandamento registado no primeiro semestre. O Fundo Monetário Internacional (FMI) projeta uma manutenção do crescimento mundial, para 2018 e 2019, ao nível de 2017 (Quadro I.2.1). As previsões apresentadas no *World Economic Outlook* de outubro de 2018 representam uma revisão ligeiramente descendente face à versão de abril de 2018, refletindo uma deterioração das perspetivas para as principais economias da área do euro, sobretudo em 2018, e para algumas economias de mercado emergentes, sobretudo em 2019. Os fatores de risco mantêm-se qualitativamente inalterados mas intensificaram-se nos últimos seis meses.

28. Sublinhe-se que os indicadores coincidentes são indicadores compósitos que procuram captar a evolução subjacente da variação homóloga do respetivo agregado macroeconómico.

Para Portugal, os riscos no sentido descendente estão sobretudo associados (i) à incerteza política na área do euro, em particular refletindo os desenvolvimentos em Itália, (ii) ao recrudescimento de pressões nos mercados financeiros internacionais, (iii) à evolução em algumas economias de mercado emergentes, (iv) ao agravamento de tensões geopolíticas, e (v) à adoção de medidas protecionistas a nível global.

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

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

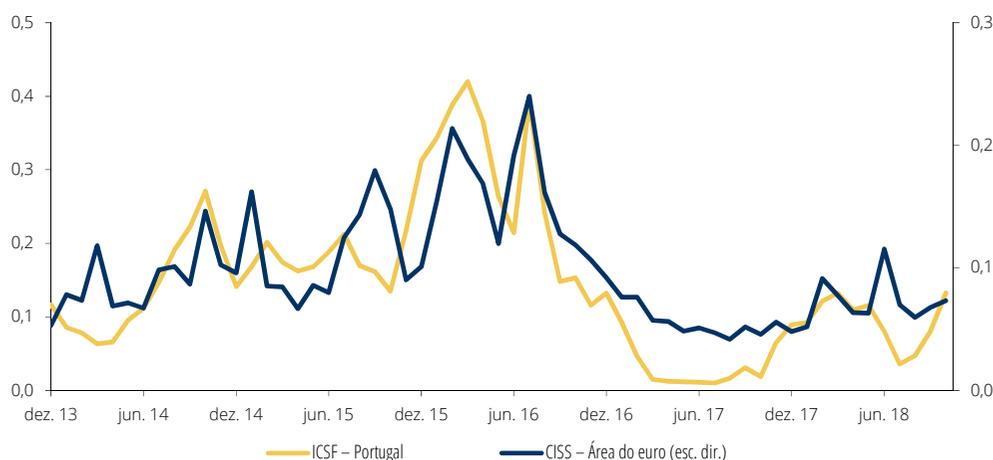
Fontes: Banco de Portugal e Fundo Monetário Internacional. | Nota: p - previsão. As projeções para a economia portuguesa referem-se à atualização de junho de 2018. Para mais detalhe ver Banco de Portugal, *Boletim Económico*, de junho de 2018. As projeções para as restantes geografias são as publicados pelo FMI no *World Economic Outlook*, October 2018. \*\* Revisões face ao apresentado no *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2018. Para Portugal as projeções tinham por referência a nota *Projeções da economia portuguesa: 2018-2020, março de 2018*. Para as restantes geografias as projeções tinham por referência o *World Economic Outlook*, FMI, abril de 2018.

## 2.2 Mercados financeiros

No decurso de 2018 observaram-se períodos de aumento significativo da tensão nos mercados financeiros internacionais e de aversão ao risco relativamente a alguns segmentos de mercado e geografias. O nível de tensão nos mercados financeiros portugueses aumentou face a 2017, em linha com evolução observada na área do euro (Gráfico I.2.4), tendo refletido sobretudo o aumento da volatilidade no mercado acionista. Como principais desenvolvimentos destacam-se as quedas acentuadas nas bolsas norte-americanas nos meses de fevereiro e outubro, as fortes depreciações das moedas de algumas economias de mercado emergentes face ao dólar e o aumento significativo dos *spreads* da dívida soberana Italiana. Estes desenvolvimentos tiveram contudo um impacto contido nas condições de financiamento dos agentes económicos em Portugal. A conjuntura económica manteve-se favorável a nível mundial e, apesar da normalização da política monetária nos EUA a um ritmo superior ao esperado pelos participantes nos mercados, as condições monetárias continuaram globalmente acomodáticas, em particular na

área do euro. Não obstante se ter observado algum aumento dos prémios de risco no período recente, os comportamentos de procura por rendibilidade (*search for yield*) continuaram a contribuir para a manutenção de uma compressão significativa dos prémios de risco à escala global. A tensão latente nas relações comerciais entre os EUA e a China contribuiu para o aumento da volatilidade mas os impactos concretos, p.ex., nas valorizações dos ativos financeiros, têm sido limitados, com exceção das quedas no mercado acionista chinês.

**Gráfico I.2.4 • Indicador Compósito de *Stress* Financeiro (ICSF) para Portugal e Indicador Compósito de *Stress* Sistémico (CISS) para a área do euro**



Fontes: Banco de Portugal e Banco Central Europeu. | Notas: Dados mensais. Última observação: outubro de 2018.

## As condições monetárias mantiveram-se globalmente acomodáticas

O processo de normalização da política monetária nos EUA decorreu a um ritmo superior ao esperado pelos participantes nos mercados no início do ano. A Reserva Federal Norte-Americana (FED) aumentou três vezes as taxas de juro diretas em 25 pontos base (março, junho e setembro), tendo deixado de fazer referência à manutenção do grau acomodativo da política monetária desde a reunião de setembro. Em meados de novembro, os participantes nos mercados atribuíam ainda uma elevada probabilidade a uma quarta subida das taxas diretas até ao final do ano, para um intervalo entre 2,25% e 2,5%. A mediana das estimativas do *Federal Open Market Committee* divulgadas em setembro, aponta para taxas de juro de política monetária de 3,1%, em 2019, e de 3,4%, em 2020. Os aumentos continuados da taxa de juro traduziram-se numa apreciação do dólar face à generalidade das moedas, expondo, em particular, a vulnerabilidade de economias de mercado emergentes com maior montante dívida denominado em dólares, como a Argentina e a Turquia. Paralelamente às alterações de taxa de juro, prosseguiu o plano de redução gradual do balanço do FED, anunciado em setembro de 2017.

O Banco de Inglaterra (BoE) aumentou a taxa de referência, em 25 pontos base, apenas em agosto, para 0,75%. Após o abrandamento temporário observado no primeiro trimestre de 2018, a atividade económica no Reino Unido acelerou novamente no segundo trimestre. Este desenvolvimento, conjugado com manutenção da inflação acima do objetivo de 2%, justificou o aumento da taxa de referência. Nas decisões de política monetária, o BoE continuou a sinalizar que futuros aumentos de taxa de juro serão graduais e limitados e a reconhecer que as perspetivas económicas podem ser significativamente afetadas por desenvolvimentos associados à saída do Reino Unido da União Europeia, processo relativamente ao qual a incerteza permanece elevada.

Na área do euro, as taxas de juro de referência mantiveram-se inalteradas. O BCE mudou ligeiramente a sua comunicação tendo passado a sinalizar, a partir da reunião de junho, que as taxas devem manter-se “nos níveis atuais, pelo menos, até durante o verão de 2019 e, em qualquer caso, enquanto for necessário para assegurar a continuação da convergência sustentada da inflação no sentido de níveis abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo”.<sup>29</sup> Relativamente ao programa de compra de ativos (na sigla inglesa, APP), foi anunciada em junho, e confirmada em setembro, a redução do montante de compras líquidas de 30 mil milhões de euros para 15 mil milhões de euros a partir de outubro, com o objetivo de terminar com as compras líquidas no final do ano, caso os dados da inflação confirmem as expectativas.

A inflação na área do euro registou um perfil de aceleração no decurso de 2018, refletindo sobretudo o contributo positivo da componente de bens energéticos. A taxa de variação homóloga do índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC) ascendeu a 2,1% em setembro. Apesar do contexto de crescimento continuado da atividade económica, a inflação subjacente, medida pelo IHPC excluindo bens energéticos e alimentares, manteve-se em níveis ligeiramente acima de 1%, o que compara com uma taxa de variação do deflator *core* do consumo privado<sup>30</sup> nos EUA em torno de 2,0%. As projeções de inflação na área do euro continuam globalmente alinhadas entre diferentes instituições internacionais,<sup>31</sup> tendo sido revistas ligeiramente em alta para 2018 e 2019. Em particular, as projeções subjacentes ao exercício de projeção macroeconómica de setembro do BCE apontam para que a inflação medida pelo IHPC estabilize em 1,7% no horizonte 2018-2020.

Na área do euro, as expectativas de subida da taxa da facilidade permanente de depósito, implícitas nos instrumentos de mercado,<sup>32</sup> foram sendo ajustadas no decurso do ano. Em meados de novembro, a probabilidade de um aumento até junho de 2019 era diminuta, mantendo-se elevada a probabilidade (em torno de 75%) de um aumento até ao final de 2019. Neste contexto, as taxas de juro do mercado monetário do euro permaneceram negativas, tendo sido observado um ligeiro aumento nas maturidades mais longas a partir de maio, em particular no prazo a 12 meses. Por sua vez, a curva de rendimentos da área do euro, estimada a partir de obrigações do Tesouro com *rating* AAA, registou uma deslocação descendente mais acentuada nos prazos intermédios da curva.

## ⋮ A deterioração da situação em Itália teve impacto limitado ⋮ no mercado da dívida soberana da área do euro

Após o aumento observado no início do ano, as taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos dos países menos afetados pela crise das dívidas soberanas apresentaram um trajetória de redução. Porém, a partir de meados de agosto, e apesar da desaceleração de alguns indicadores económicos para a área do euro, voltou a registar-se um aumento, refletindo efeitos de contágio relacionados com a evolução das *yields* das obrigações do Tesouro norte-americano. No início de outubro, a deterioração da situação em Itália e o aumento da volatilidade nos mercados acionistas, traduziram-se em movimentos de *flight-to-safety*, que levaram a nova redução das *yields* nos países menos afetados pela crise das dívidas soberanas.

29. Na reunião de abril a expectativa comunicada era de que “as taxas de juro diretoras do BCE permaneçam nos níveis atuais durante um período alargado e muito para além do horizonte das compras líquidas de ativos”.

30. Índice PCE (*Personal Consumption Expenditure*) *core* na designação oficial.

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

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

Por sua vez, nos países mais afetados pela crise das dívidas soberanas a evolução das taxas a 10 anos foi mais diferenciada, sendo possível distinguir três períodos: i) do início do ano até meados de maio observou-se uma relativa sincronia entre as *yields* de Portugal, Espanha, Itália e Irlanda; ii) a partir de meados de maio até meados de agosto a deterioração da situação em Itália teve efeitos de contágio significativos a Portugal e a Espanha, enquanto o comportamento da *yield* irlandesa se aproximou dos países menos afetados pela crise; iii) a partir de meados de agosto observou-se uma redução gradual das correlações PT/IT e ES/IT, que se acentuou significativamente na sequência da incerteza acerca do Orçamento do Estado Italiano. Apesar de alguma volatilidade no decurso do ano, o diferencial de taxas de rendibilidade da dívida a 10 anos face aos países menos afetados pela crise, em particular face à Alemanha, não se alterou de forma significativa em Portugal e Espanha, tendo alargado consideravelmente no caso de Itália (Secção 1.2 Riscos para a estabilidade financeira e gráfico I.1.12).

Desde o final de agosto, as três principais agências de *rating* divulgaram decisões sobre o risco de médio e longo prazo do soberano Italiano. A Fitch e a S&P alteraram o *outlook* de estável para negativo e a S&P baixou o *rating* em um nível. Nos três casos, a Itália mantém a classificação de nível de investimento (*investment grade*). Por sua vez, em Portugal observaram-se revisões no sentido contrário. A S&P alterou o *outlook* de estável para positivo e a Moody's retirou Portugal da categoria de investimento especulativo.<sup>33</sup> A diferenciação entre o risco soberano português e o risco soberano italiano foi notória na segunda metade do ano, refletindo o dinamismo da atividade económica em Portugal, os indicadores favoráveis na vertente orçamental, incluindo a evolução da dívida pública (Secção 1.2 Riscos para a estabilidade financeira e gráfico I.1.13), e a melhoria das perspetivas para o setor bancário. Refira-se que os desenvolvimentos no mercado de dívida soberana da área do euro continuaram a ter subjacentes a manutenção do programa de compras de ativos do setor público (na sigla inglesa, PSPP).

## • No decurso de 2018 observou-se um aumento dos prémios de risco associados a dívida de empresas e de bancos europeus

No mercado de dívida titulada de empresas observou-se um aumento gradual dos prémios de risco, em particular nos segmentos de menor qualidade creditícia, que pode ser visto como um desenvolvimento positivo de um ponto de vista de estabilidade financeira, após a significativa compressão registada no segundo semestre de 2017. De janeiro a setembro de 2018, as emissões brutas de títulos por SNF da área do euro registaram um ligeiro aumento, ainda que em desaceleração. Em Portugal, à semelhança do observado nos últimos anos, a emissão de dívida privada transacionável manteve-se residual. Por sua vez, os bancos portugueses voltaram a realizar emissões de dívida subordinada, com destaque para as emissões de *Tier 2* de 500 milhões de euros por parte da CGD e de 400 milhões de euros pelo Novo Banco. Na primeira metade do ano, as taxas de rendibilidade dos títulos de bancos portugueses em mercado secundário acompanharam a trajetória observada para um conjunto de títulos de bancos europeus com características semelhantes. A partir de julho, não obstante a volatilidade registada, observou-se um estreitamento do diferencial entre os títulos de bancos portugueses e os títulos de bancos europeus (Gráfico I.2.5). Ao nível da área do euro, o financiamento dos bancos através de títulos de dívida continua a apresentar um maior dinamismo do que em Portugal. Os custos de emissão aumentaram significativamente com o agudizar da situação em Itália em maio, em particular para a dívida subordinada, de maior risco. Tal como em 2017, no decurso de 2018 houve

33. Para Espanha a última decisão de *rating* ocorreu em abril de 2018.

uma emissão crescente na área do euro de títulos de dívida sénior «não privilegiada» (*senior non-preferred*),<sup>34</sup> elegíveis para o cumprimento da componente subordinada dos requisitos de MREL, a um custo inferior ao dos instrumentos AT1 e *Tier 2*.

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



Fontes: Bloomberg e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: Dados diários. Última observação: 16 de novembro de 2018. A taxa de rendibilidade da amostra de bancos europeus AT1 (*Tier 2*) corresponde a uma média ponderada das taxas de rendibilidade, em mercado secundário, de 6 (15) títulos de dívida AT1 (*Tier 2*), emitida em euros, com maturidade até à data da opção de amortização antecipada próxima da média dos títulos da CGD – março de 2022 (do BCP – dezembro de 2022, CGD – junho de 2023 e NB – julho de 2023).

## ... A evolução dos mercados bolsistas foi bastante diferenciada entre geografias

Após a desvalorização acentuada das bolsas norte-americanas no início de fevereiro, que se propagou a nível mundial, a volatilidade nos mercados acionistas manteve-se em níveis superiores aos observados em 2017. A evolução dos principais índices bolsistas foi bastante diferenciada no remanescente do ano. Os principais índices norte-americanos retomaram uma trajetória ascendente e acumularam ganhos significativos entre abril e setembro, ancorados na melhoria dos resultados das empresas e no crescimento sólido da atividade económica (Gráfico I.2.6). Nas principais economias europeias, observou-se uma recuperação até meados de maio, a que se seguiu uma trajetória descendente, acompanhada de significativa volatilidade (Secção 1.2 Riscos e gráfico I.1.10). Esta evolução refletiu em parte o desempenho negativo dos bancos europeus, muito relacionado com o agudizar da situação em Itália e o reavivar de receios quanto ao impacto sistémico das ligações entre os bancos, seguros e o soberano. Por sua vez, o mercado acionista português seguiu de perto a dinâmica do mercado europeu.

No início de outubro registou-se um período de nova turbulência nos mercados financeiros internacionais, tendo o índice S&P 500 registado uma desvalorização mensal de 8%. Apesar de alguns fundamentos económicos suportarem este desenvolvimento, p.ex., a subida acentuada

34. Estes instrumentos foram criados pela Diretiva (UE) 2017/2399 do Parlamento Europeu e do Conselho, que entrou em vigor no dia 28 de dezembro de 2017. A Diretiva prevê, por exemplo, “que os Estados-Membros criem uma nova categoria de dívida sénior «não privilegiada», que deverá ter uma posição de prioridade, na hierarquia da insolvência, superior à dos instrumentos de fundos próprios e dos passivos subordinados que não sejam considerados instrumentos de fundos próprios, mas inferior à de outros passivos seniores”. A proposta de lei que procede, entre outros, à transposição da Diretiva (UE) 2017/2399 foi aprovada em Conselho de Ministros no início de novembro.

das *yields* na semana anterior ou a revisão ligeiramente em baixa das projeções para crescimento mundial por parte do FMI, a magnitude da correção parece refletir uma conjuntura de maior aversão ao risco e a sobre reação dos investidores a desenvolvimentos económico-financeiros negativos. Tal como na correção observada no início de fevereiro, a queda dos preços terá sido amplificada por um aumento de ordens de venda relativas a produtos de investimento que apostam na manutenção de níveis reduzidos de volatilidade e/ou que seguem estratégias passivas de investimento, amplificando as variações do mercado. Um dos principais desenvolvimentos nos mercados acionistas no decurso de 2018 foi a queda acentuada das ações chinesas. O índice Shanghai Composite desvalorizou 19% de janeiro a meados de novembro, refletindo os sinais de abrandamento da economia chinesa e efeitos negativos associados à tensão nas relações comerciais entre os EUA e a China e ao contágio da situação nas economias de mercado emergentes.

**Gráfico I.2.6 • Índices acionistas | dezembro 2016 = 100**



Fonte: Thomson Reuters. | Notas: Dados diários. Última observação: 16 de novembro de 2018.

## 2.3 Mercado imobiliário residencial

No quadro da continuação da recuperação dos preços no mercado imobiliário residencial em Portugal, existe evidência de alguma sobrevalorização em termos agregados. Esta será ainda limitada, podendo existir, contudo, situações de sobrevalorização mais acentuada em determinadas áreas geográficas e segmentos do mercado.

Apesar da dinâmica dos preços, o saldo de crédito para aquisição de habitação manteve uma tendência decrescente (Gráfico I.1.16). Adicionalmente, os fluxos brutos de crédito para aquisição de habitação têm mantido a sua importância relativa face aos montantes totais transacionados, mas em nível muito inferior ao observado antes da crise financeira internacional.

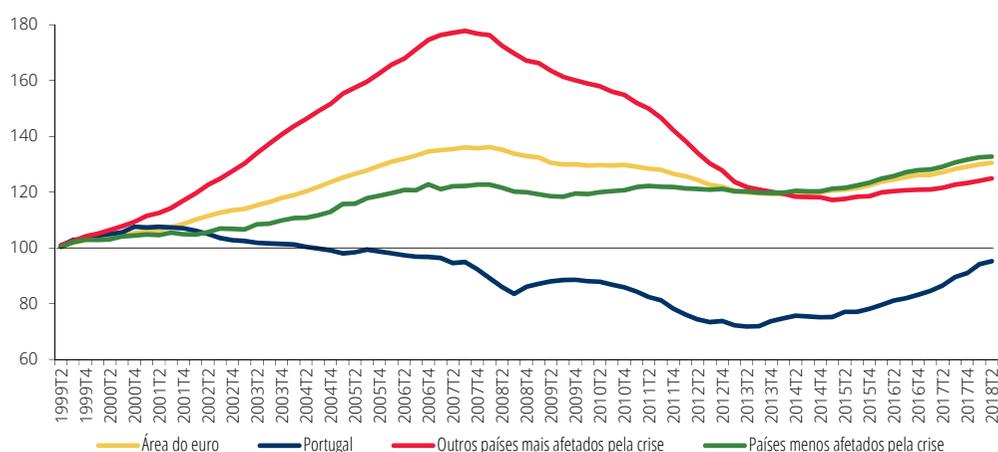
O cumprimento da Recomendação emitida pelo Banco de Portugal dirigida aos novos contratos de crédito celebrados com consumidores (designadamente crédito à habitação, crédito com garantia hipotecária ou equivalente e crédito ao consumo) poderá mitigar o risco de interação entre os preços da habitação e o crédito bancário, que tende a ser particularmente gravosa para a estabilidade financeira. Tendo em vista um ajustamento sustentado entre oferta e procura no mercado imobiliário, será igualmente relevante que o quadro institucional com impacto no seu funcionamento seja otimizado e adquira estabilidade, por exemplo ao nível do sistema de justiça, fiscal ou das regras do mercado. Tal permitirá maior segurança no investimento neste tipo de ativo, podendo promover, por esta via, uma maior oferta de habitação para arrendamento.

## Em Portugal, o mercado imobiliário residencial tem mantido uma dinâmica de recuperação nos últimos anos, com aumento dos preços e das transações

No primeiro semestre de 2018, os preços da habitação em Portugal mantiveram a trajetória de recuperação iniciada no segundo trimestre de 2013. Desde então, e até ao segundo trimestre de 2018, os preços aumentaram 33% em termos reais, após terem registado uma queda de 26% entre 2007 e 2013. Face ao período homólogo de 2017, os preços da habitação cresceram 10,1% em termos reais no segundo trimestre de 2018, observando-se, no entanto, um ligeiro abrandamento face ao primeiro trimestre.

O perfil de aceleração dos preços da habitação, em termos reais, em Portugal entre meados de 2013 e o segundo trimestre de 2018 foi partilhado com um número alargado de países da área do euro (Gráfico I.2.7). De realçar, contudo, que a evolução dos preços da habitação em Portugal no período anterior à crise foi muito diferente do observado noutros países também afetados pela crise financeira, em particular, no caso de Irlanda e de Espanha. De facto, o mercado imobiliário residencial nestes países foi caracterizado por uma forte sobrevalorização no período anterior à crise, seguido de um ajustamento abrupto, o que não se observou em Portugal.

Gráfico I.2.7 • Preços da habitação em termos reais | Índice 1999T1=100



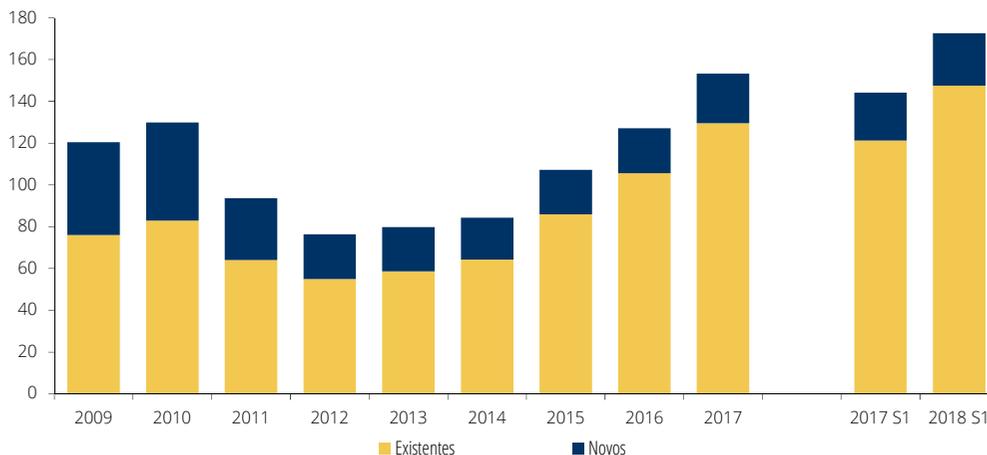
Fonte: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico e Banco Central Europeu. | Nota: Os outros países mais afetados pela crise incluem Espanha, Grécia, Irlanda, Itália e Eslovénia. Chipre não é considerado por inexistência de dados. Os países menos afetados considerados são Alemanha, Áustria, Bélgica, França, Finlândia e Países Baixos. A agregação tem por base o PIB nominal.

Desde o início de 2016, com exceção da Itália, da Grécia e da Finlândia, todos os países considerados (no Gráfico I.2.7) registaram taxas de variação reais positivas dos preços da habitação. A persistência e abrangência desta evolução sugere que o impacto de fatores comuns, como o crescimento da economia e a manutenção, por um período prolongado, de taxas de juro muito reduzidas, esteja a dominar o impacto de fatores idiossincráticos nacionais.

O crescimento dos preços da habitação em Portugal continuou a ocorrer num contexto de aumento significativo do número e montante de transações de alojamentos (Gráfico I.2.8). No primeiro semestre de 2018, o número total de imóveis transacionados registou um aumento de cerca de 20% face a igual período do ano anterior (aumento de 30% em montante) e atingiu um novo máximo histórico

da série<sup>35</sup>. As transações de imóveis existentes representaram 85% do total de transações registadas nesse período. Em linha com o aumento dos fogos concluídos, as transações de imóveis novos têm vindo a recuperar, contudo a um ritmo inferior ao das transações de imóveis existentes.

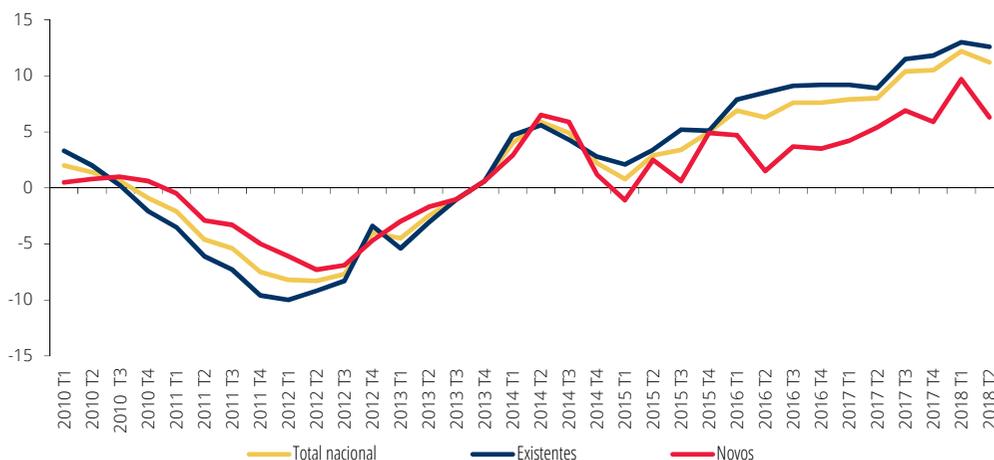
**Gráfico I.2.8 • Transações de imóveis por segmento | Em milhares**



Fonte: Instituto Nacional de Estatística. | Nota: Os dados semestrais foram anualizados.

No segundo trimestre de 2018, os preços dos imóveis existentes aumentaram 12,6% face ao período homólogo de 2017, enquanto os preços dos imóveis novos cresceram 6,3%, tendo-se observado, globalmente, uma subida de 11,2% (Gráfico I.2.9).<sup>36</sup> Face ao registado no primeiro trimestre, observou-se uma desaceleração dos preços, mais significativa nos imóveis novos. O diferencial entre o crescimento dos preços de imóveis novos e o de existentes manteve-se negativo e significativo, conforme se observa desde 2016.

**Gráfico I.2.9 • Índices de preços da habitação – Segmentação entre existentes e novos | Taxa de variação homóloga**



Fonte: Instituto Nacional de Estatística.

35. O Instituto Nacional de Estatística disponibiliza os dados desde 2009.

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

De forma transversal a todo o país, prosseguiu no primeiro semestre de 2018 a tendência de aumento do número e valor médio de transações iniciada em meados de 2014 (Gráfico I.2.10). No segundo trimestre de 2018, em todas as regiões do Continente observaram-se máximos trimestrais de vendas. Em termos gerais, assistiu-se a uma subida do valor médio das transações, tendo esse aumento sido mais acentuado no Algarve e na Área Metropolitana do Porto. Este aumento do valor médio das transações é consistente com o aumento, de 8% em termos homólogos, do valor mediano das vendas por metro quadrado de alojamentos familiares em Portugal.<sup>37</sup> As cidades de Lisboa, Porto e Faro destacaram-se na variação deste indicador, apresentando no segundo trimestre de 2018 crescimentos acima de 20% face ao período homólogo de 2017.

**Gráfico I.2.10 • Transações de alojamentos familiares – variação entre 2017S1 e 2018S1**  
| Em percentagem



Fonte: Instituto Nacional de Estatística. | Nota: a dimensão dos círculos sinaliza o peso das transações em cada região no total das transações realizadas em Portugal Continental no primeiro semestre de 2018.

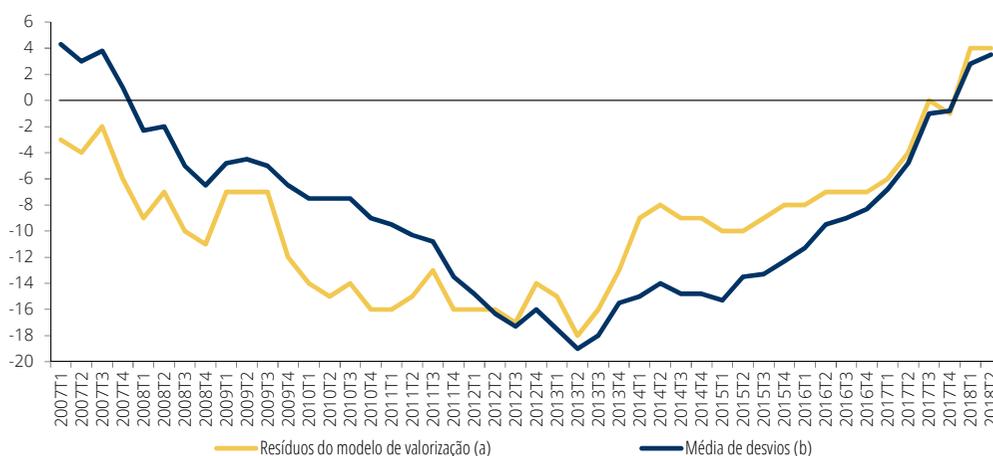
## Existe evidência de alguma sobrevalorização, ainda que limitada, dos preços da habitação em Portugal em termos agregados

A dinâmica recente dos preços no mercado imobiliário residencial português suscita questões acerca da adequação dos níveis já atingidos, face aos fundamentos subjacentes. Importa, neste contexto, realçar que i) a recuperação verificada nos últimos anos surge na sequência de uma queda significativa dos preços entre 2007 e 2013, ii) os níveis atingidos, em termos reais, são semelhantes aos observados em 2008, e iii) desde meados de 2013, a par de condições monetárias muito acomodáticas, a economia portuguesa tem registado um crescimento continuado, com uma redução significativa do desemprego e com a confiança dos consumidores a aumentar para níveis historicamente elevados. A par de outros fatores, tal contribuiu para uma redução da perceção do risco por parte dos investidores nacionais e internacionais, que acresceu a uma procura de rentabilidade, nomeadamente em ativos não financeiros.

37. Dados disponíveis a partir do primeiro trimestre de 2016, no sítio da internet do Instituto Nacional de Estatística em: [https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_indicadores&indOcorrCod=0009490&contexto=bd&selfTab=tab2](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&indOcorrCod=0009490&contexto=bd&selfTab=tab2).

Com o objetivo de avaliar se os preços da habitação estão em linha com os fundamentos económicos ou se apresentam sinais de subvalorização/sobrevalorização, o Banco Central Europeu calcula e divulga duas medidas síntese para um conjunto de países da área do euro.<sup>38</sup> Para Portugal, estas medidas sinalizam uma subvalorização crescente dos preços face aos fundamentos económicos até à primeira metade de 2013 (Gráfico I.2.11). Desde então, e acompanhando o aumento dos preços da habitação, os dois indicadores referidos inverteram a tendência descendente e passaram a apresentar uma trajetória ascendente. A evolução mais recente destas medidas sinaliza algum desalinamento, ainda que limitado, dos preços do imobiliário residencial com os fundamentos económicos, sugerindo a existência de alguma sobrevalorização, em termos agregados.

**Gráfico I.2.11 • Medidas de sobrevalorização/subvalorização dos preços no mercado residencial em Portugal | Em percentagem**



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

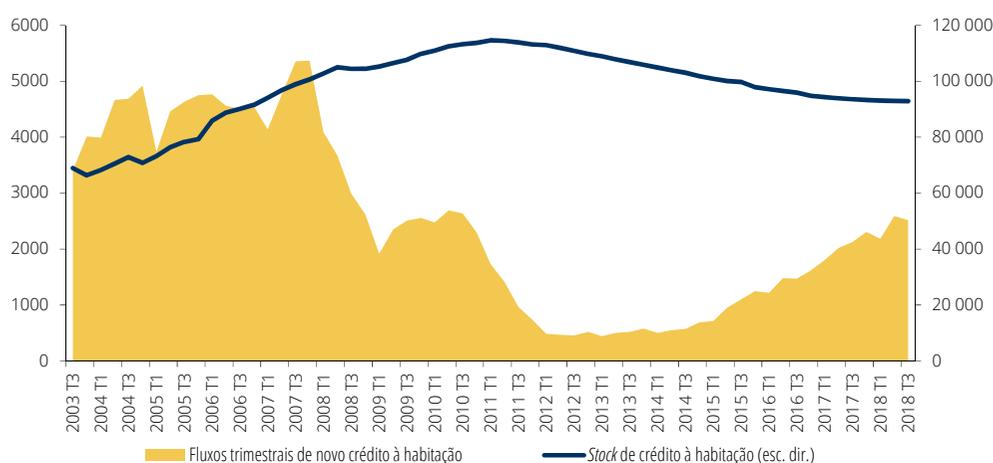
Refira-se, no entanto, que as estimativas derivadas das metodologias consideradas têm associada alguma incerteza e tal acresce ao facto da avaliação de eventuais fenómenos de sobrevalorização dos preços da habitação em Portugal, no período recente, ser particularmente difícil. Em especial, estas metodologias poderão não estar a captar adequadamente a participação de não residentes no mercado e os efeitos do turismo na determinação da oferta e da procura no mercado de habitação. Ambos os fatores têm evoluído de forma acentuada nos últimos anos em Portugal, sendo, no entanto, incerta a sua consideração como determinantes fundamentais dos preços do imobiliário residencial.

38. As duas medidas em causa são estimadas com base: no rácio entre preços de habitação e rendimento disponível *per capita*; no rácio entre os preços da habitação e o valor das rendas; num modelo baseado na teoria de valorização de ativos e num modelo de procura invertida, que tem por base técnicas *bayesianas*. Para mais detalhes consultar as edições de junho de 2011 e novembro de 2015 do *Relatório de Estabilidade Financeira* do Banco Central Europeu.

Os fluxos de crédito têm mantido a sua importância relativa face aos montantes totais transacionados mas em níveis muito inferiores aos observados antes da crise financeira internacional

No decurso dos três primeiros trimestres de 2018, os fluxos brutos de novos empréstimos bancários para aquisição de habitação mantiveram a tendência ascendente observada desde meados de 2013, mantendo-se, contudo, em níveis muito inferiores aos observados antes da crise (Gráfico I.2.12). No conjunto dos quatro trimestres terminado em setembro de 2018, o fluxo de novos empréstimos aumentou cerca de 27% face ao registado no período homólogo de 2017, abrandando face ao final de 2017. Por seu turno, a taxa de variação anual do saldo de empréstimos bancários à habitação apresenta uma tendência cada vez menos negativa, situando-se próxima de -1% no terceiro trimestre de 2018, contribuindo assim para a continuação da queda dos rácios de endividamento dos particulares.

Gráfico I.2.12 • Fluxos brutos e saldo de empréstimos bancários à habitação | Milhões de euros

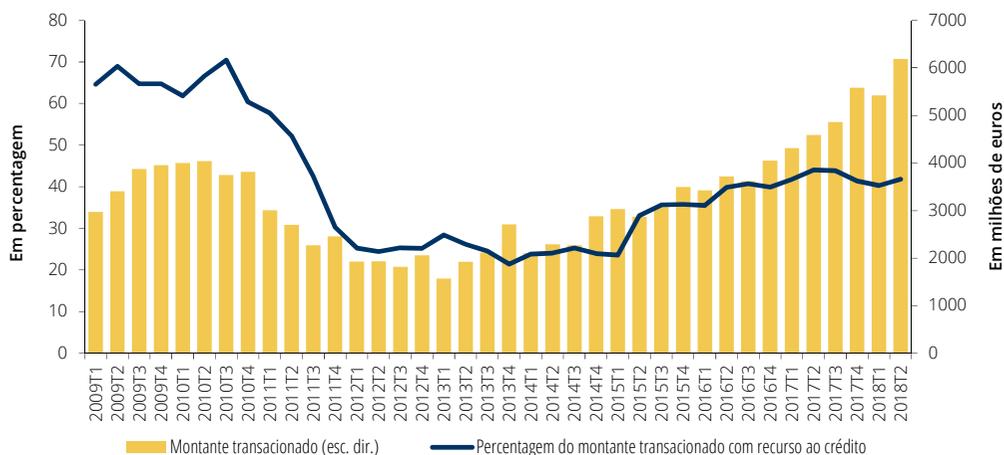


Fonte: Banco de Portugal.

O rácio entre o fluxo bruto de novos empréstimos à habitação e o montante associado a transações de alojamentos familiares estabilizou nos trimestres mais recentes, no nível atingido no final de 2016, próximo de 40% (Gráfico I.2.13). Este nível é claramente inferior ao observado em 2010, quando se situou em torno de 65%. A redução do peso dos empréstimos no valor total das vendas terá sido principalmente originada por um aumento do número de alojamentos cuja compra não é financiada por empréstimos a particulares concedidos por bancos em Portugal.<sup>39</sup> Face a 2010, essa redução é transversal às várias regiões do país, mas a sua importância é maior na Área Metropolitana de Lisboa e no Algarve, regiões onde o investimento estrangeiro, a compra de imóveis por parte de outros setores residentes ou a aquisição com utilização de capitais próprios dos particulares, poderão representar um maior peso nas transações.

39. Para maior detalhe, consultar caixa 5 "Desenvolvimentos recentes das vendas de alojamentos familiares e do crédito a particulares para habitação": heterogeneidade regional, *Boletim Económico*, Banco de Portugal, outubro de 2018.

**Gráfico I.2.13 • Valor das transações e rácio entre o fluxo de empréstimos e o montante associado a transações de alojamentos familiares**



Fontes: Instituto Nacional de Estatística e Banco de Portugal.

A atual conjuntura económica, o baixo nível de taxas de juro e os desenvolvimentos no mercado imobiliário propiciam uma maior pressão concorrencial entre instituições de crédito, que se repercute numa menor restritividade dos critérios de concessão de crédito a particulares para aquisição de habitação. Tal traduz-se numa compressão dos *spreads* de taxa de juro aplicados na concessão de crédito, bem como em outras condições utilizadas pelos bancos nas suas operações. Neste quadro, a Recomendação emitida pelo Banco de Portugal dirigida aos novos contratos de crédito celebrados com consumidores (designadamente crédito à habitação, crédito com garantia hipotecária ou equivalente e crédito ao consumo), em vigor desde julho de 2018, tem relevância crucial.<sup>40</sup> O cumprimento da Recomendação contribuirá para que as famílias portuguesas obtenham financiamento sustentável e, conseqüentemente, para uma maior resiliência das instituições de crédito. Será importante, em particular, para que estes dois setores acomodem mais facilmente os efeitos de uma normalização da política monetária, nomeadamente, por via de um aumento gradual das taxas de juro de curto prazo, utilizadas habitualmente como indexantes e de eventuais choques adversos sobre os preços dos ativos imobiliários e/ou sobre o rendimento dos mutuários. Adicionalmente, o cumprimento da Recomendação macroprudencial poderá também mitigar o risco de interação entre os preços da habitação e o crédito bancário, que tende a ser particularmente gravosa para a estabilidade financeira.

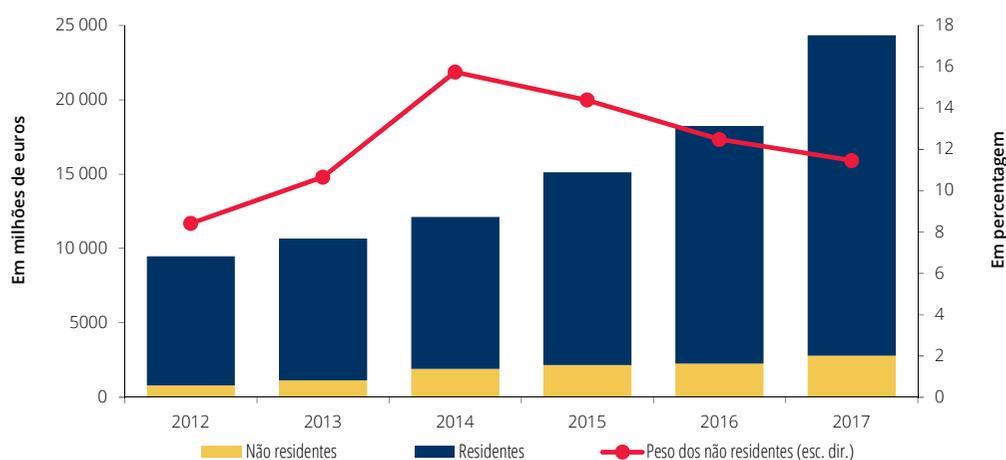
40. Recomendação dirigida aos novos contratos de crédito celebrados com consumidores, designadamente, crédito à habitação, crédito com garantia hipotecária ou equivalente e crédito ao consumo, disponível no sítio da internet do Banco de Portugal, em <https://www.bportugal.pt/page/limites-ao-racio-ltv-ao-dsti-e-maturidade>.

## A procura por não residentes continua a impulsionar o mercado imobiliário em Portugal, embora a um ritmo inferior

Conforme já referido, a procura de imóveis por parte de não residentes continuou a ser um importante dinamizador do mercado imobiliário português. Desde 2012 que se tem vindo a assistir a um crescimento do investimento por não residentes, quer em número de imóveis, quer em montante transacionado.<sup>41</sup> Esta evolução não pode ser dissociada da introdução, em 2009, de um regime fiscal mais favorável para os estrangeiros “não habituais” e da aprovação, em 2012, do regime dos Vistos *Gold*. A recuperação do mercado imobiliário é também consequência do dinamismo do turismo, que potencia a procura de imóveis por investidores, em particular pelo alojamento local.

Em 2017, 8% dos imóveis transacionados no território nacional foram adquiridos por não residentes<sup>42</sup>, correspondendo a 12% do valor das transações (Gráfico I.2.14). O valor médio dos imóveis vendidos a não residentes foi quase 50% superior ao valor médio das transações globais realizadas nesse ano. Face a 2016, observou-se um crescimento no investimento de 19% e 23%, respetivamente, em número e em valor. Contudo, desde 2014, o peso dos não residentes no valor total transacionado foi-se reduzindo gradualmente (em 2014, a proporção era de 16%).

Gráfico I.2.14 • Investimento no mercado imobiliário português por origem do investidor



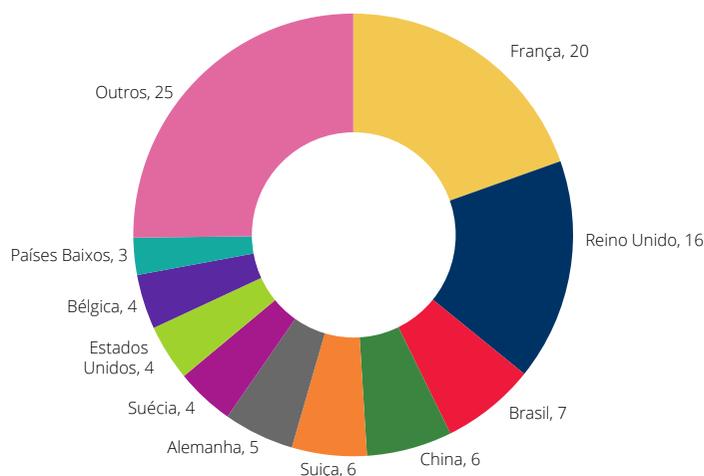
Fonte: Instituto Nacional de Estatística.

Em 2017, as principais origens geográficas dos investidores não residentes foram a França e o Reino Unido, que em conjunto representaram 36% do montante transacionado (Gráfico I.2.15). Em termos regionais, as regiões com maior incidência de transações realizadas com não residentes foram o Algarve e a Área Metropolitana de Lisboa, que representaram conjuntamente 78% do valor total transacionado por não residentes em Portugal.

41. O Instituto Nacional de Estatística divulgou recentemente dados relativos à aquisição de imóveis por parte de não residentes. A informação divulgada contempla imóveis destinados não apenas à habitação, mas também a comércio, indústria e outras finalidades, classificando-os em três categorias: urbanos, rústicos e mistos. Os dados encontram-se disponíveis no sítio da internet do Instituto Nacional de Estatística em [https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_destaques&DESTAQUESdest\\_boui=344332942&DESTAQUESmodo=2](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_destaques&DESTAQUESdest_boui=344332942&DESTAQUESmodo=2) e referem-se ao período de 2012 a 2017.

42. A classificação de não residente por parte do Instituto Nacional de Estatística tem em consideração o país de residência do comprador.

**Gráfico I.2.15 • País de residência dos investidores não residentes em imobiliário – 2017**  
| Em percentagem



Fonte: Instituto Nacional de Estatística.

Entre o final de 2017 e o terceiro trimestre de 2018, observou-se um crescimento de 18%, no número de autorizações concedidas e no montante investido em imobiliário, associado à atribuição de autorizações de residência para a atividade de investimento (“Vistos Gold”) destinadas, designadamente, à aquisição de imóveis.<sup>43</sup>

O forte dinamismo do mercado imobiliário residencial em Portugal, em especial nas principais zonas turísticas do país, estará particularmente relacionado com o aumento da atividade de alojamento local. Nos três primeiros trimestres de 2018 prosseguiu a tendência iniciada em 2014 de aumento do número de registos. Observou-se um crescimento significativo nos distritos de Lisboa, Porto e Faro (em termos agregados, 42% face a igual período de 2017), superando já o total registado em 2017.<sup>44</sup> Assinale-se, no entanto, que a dinâmica do terceiro trimestre terá sido influenciada pela aprovação em julho, e posterior entrada em vigor em final de outubro, de novas regras, mais restritivas, de acesso a esta atividade.

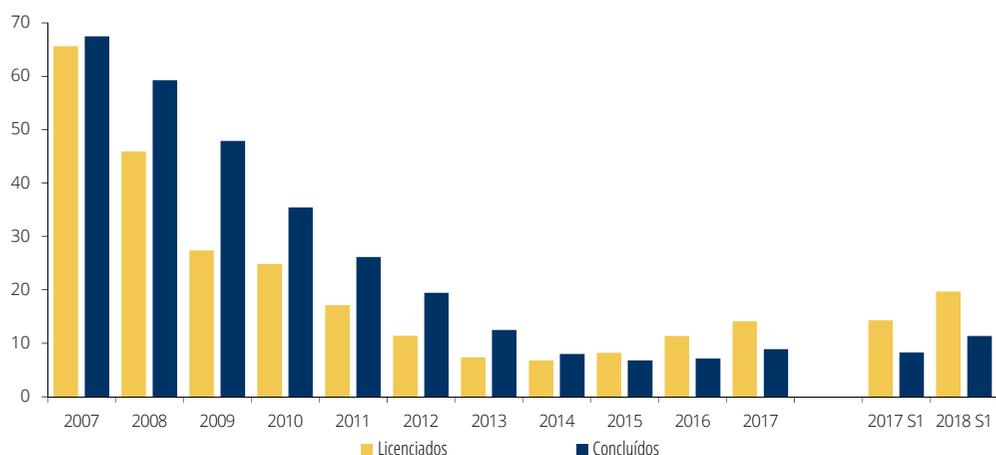
### ⋮ A oferta de habitação registou sinais de recuperação, ⋮ mas manteve-se contida em termos históricos

Além da procura de habitação, a dinâmica dos preços no mercado imobiliário residencial reflete os desenvolvimentos da oferta de imóveis deste tipo. No primeiro semestre de 2018, o número de fogos concluídos continuou a aumentar, mantendo a trajetória iniciada em 2016 (Gráfico I.2.16). Após se ter registado, em 2017, um aumento de 25% face a 2016, observou-se, no primeiro semestre de 2018, um crescimento homólogo de 37%. Embora no território continental todas as regiões tenham crescido acima de 20%, o aumento mais expressivo ocorreu na Área Metropolitana de Lisboa (63%).

43. Informação estatística disponível no sítio da internet do Serviço de Estrangeiros e Fronteiras em [https://www.sef.pt/pt/Documents/Mapa\\_ARI\\_PT\\_setembro18.pdf](https://www.sef.pt/pt/Documents/Mapa_ARI_PT_setembro18.pdf).

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

Gráfico I.2.16 • Fogos licenciados e concluídos | Em milhares



Fonte: Instituto Nacional de Estatística. | Nota: Os dados semestrais foram anualizados.

O número de fogos licenciados também aumentou, tendo a taxa de variação no primeiro semestre de 2018 sido semelhante à dos fogos concluídos. Assistiu-se, assim, a um aumento do diferencial entre o número de fogos licenciados e o número de fogos concluídos, diferencial esse positivo e crescente, desde 2015. Dado o desfazamento entre o licenciamento e a conclusão dos fogos, será de esperar que o número de fogos concluídos continue a aumentar significativamente nos próximos trimestres, o que poderá atenuar a pressão ascendente sobre os preços. Contudo, os níveis atuais de fogos concluídos e licenciados são significativamente inferiores aos registados no período anterior à mais recente crise financeira.

É também de assinalar que a reabilitação de edifícios tenderá a contribuir para uma alteração do padrão da oferta, em particular se essa reabilitação se traduzir no aumento da oferta em determinados segmentos de qualidade e geografias, onde a pressão da procura seja maior. Neste contexto, assinala-se que, embora na totalidade do território o número de edifícios onde foram concluídas obras de reabilitação no primeiro semestre de 2018 tenha aumentado apenas 3% face ao período homólogo de 2017, a variação ascende a 31% no caso da Área Metropolitana de Lisboa. No entanto, o peso da reabilitação de edifícios residenciais situou-se próximo de 25% do total de edifícios licenciados e concluídos, onde predomina a construção nova para habitação familiar.

Face à dinâmica do mercado imobiliário residencial, será importante promover um ajustamento sustentado da oferta e da procura, que acautele preocupações sociais, de eficiência na afetação de recursos na economia e de estabilidade financeira. No âmbito deste objetivo, será também relevante que o quadro institucional com impacto no funcionamento do mercado imobiliário seja otimizado e adquira estabilidade, por exemplo ao nível do sistema de justiça, fiscal ou das regras do mercado. Tal permitirá maior segurança no investimento neste tipo de ativo, podendo promover, por esta via, uma maior oferta de habitação para arrendamento.<sup>45</sup>

45. Um mercado de arrendamento funcional, com um adequado equilíbrio entre os direitos de senhorios e inquilinos, tem o potencial de promover um alargamento do conjunto de escolhas ao dispor dos agentes económicos. Pode assim ter consequências positivas para a economia, por exemplo ao nível da redução dos custos associados à mobilidade geográfica, da promoção da recuperação urbana e da criação de uma alternativa de aplicação de poupança.

Ainda neste contexto, será importante que a oferta futura neste mercado atenda não apenas a aspetos conjunturais, visíveis na dinâmica recente dos preços, mas também a aspetos estruturais que condicionam a procura, como sejam a capacidade de endividamento das famílias, a evolução demográfica e a sustentabilidade da procura associada a não residentes. De salientar que, não obstante a significativa redução dos rácios de endividamento dos particulares em Portugal nos últimos anos, estes continuam a situar-se acima da média da área do euro. Esta questão assume particular importância neste mercado, dada a existência de um hiato temporal na reação da oferta a aumentos da procura associado ao carácter prolongado do processo produtivo no setor da construção.

Será também importante que, perante situações de valorização mais acentuada dos imóveis, as instituições de crédito avaliem adequadamente os riscos que daí decorram quando assumirem exposições relacionadas com estes ativos. Apesar de esta não ser ainda, de forma significativa, a situação agregada do mercado, poderão existir em determinadas áreas geográficas e segmentos do mercado situações de sobrevalorização mais acentuada.

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

## 3.1 Administrações públicas

No decurso de 2018, o financiamento das administrações públicas continuou a beneficiar de uma conjuntura económica favorável, em Portugal e na área do euro, e da manutenção de condições de financiamento favoráveis. A tensão nos mercados de dívida soberana da área do euro aumentou desde maio, refletindo os desenvolvimentos políticos em Itália. Contudo, os efeitos de contágio aos restantes países da área do euro foram relativamente contidos, incluindo a Portugal (Secção 1.2 Riscos para a estabilidade financeira). Portugal deve manter os esforços de ajustamento orçamental em termos estruturais, no sentido de assegurar uma trajetória de redução do endividamento das administrações públicas. Estes são cruciais no sentido de diminuir a vulnerabilidade face a choques adversos na atividade económica e nas condições de financiamento.

... O saldo orçamental manteve uma trajetória de melhoria,  
... excluindo fatores de carácter não recorrente

No primeiro semestre de 2018, o défice das administrações públicas na ótica da contabilidade nacional situou-se em 1,9%. A evolução do saldo orçamental em termos homólogos (-4,2 pp), encontra-se afetada pelo registo de operações de carácter não recorrente em 2017 e, embora em menor grau, em 2018.<sup>46</sup> Excluindo estas operações, o défice reduziu-se em 1,1 pp do PIB, refletindo a diminuição da despesa primária e da despesa com juros em rácio do PIB. Tendo em consideração o perfil intra-anual observado nos últimos anos, o défice registado no primeiro semestre é compatível com o objetivo oficial para o conjunto do ano (0,7% do PIB), definido no Programa de Estabilidade (PE 2018-22) e reiterado no Relatório do Orçamento do Estado para 2019 (OE 2019).

As projeções de Outono da Comissão Europeia também apontam para que, em 2018, o défice orçamental se situe em 0,7% do PIB.<sup>47</sup> Quanto ao saldo estrutural prevê-se uma melhoria de 0,4 pp (após 0,8 pp em 2017), refletindo sobretudo a redução da despesa com juros. Para 2019, a Comissão prevê um défice de 0,6% do PIB (mantendo inalterada a previsão apresentada na Primavera), 0,4 pp acima do valor inscrito no OE 2019.

As projeções apresentadas mais recentemente pela Comissão Europeia para a evolução do saldo orçamental nos países da área do euro em 2018 e 2019 são ligeiramente mais heterogéneas entre países por comparação com as projeções da Primavera. Observa-se uma revisão em alta do saldo orçamental nos países menos afetados pela crise das dívidas soberanas, com exceção da França, para a qual é projetado um saldo mais negativo em 2018.<sup>48</sup> Adicionalmente, observam-

46. Em particular, pela sua magnitude, é de destacar o impacto das injeções de capital na CGD (2,0 pp do PIB), em 2017, e no Novo Banco (0,4 pp), em 2018. Para mais detalhe acerca do financiamento das administrações públicas no primeiro semestre de 2018, incluindo do conjunto de fatores não recorrentes que afetam o saldo das administrações públicas, ver Banco de Portugal, *Boletim Económico*, outubro 2018.

47. O que representa uma melhoria de 0,2 pp face à "projeção da Primavera". Para mais detalhe ver Comissão Europeia, *European Economic Forecast Autumn 2018*.

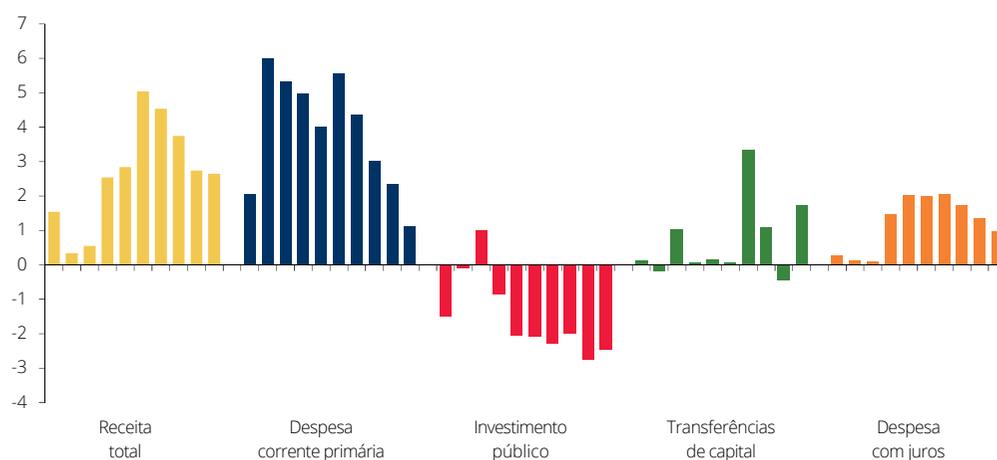
48. Na Alemanha observa-se uma revisão em alta em 2018 (+0,4 pp) e uma revisão em baixa, em menor magnitude, em 2019 (-0,2 pp).

-se revisões em baixa do saldo orçamental em Itália, sobretudo para 2019, e, em menor grau, em Espanha. Em termos estruturais, e para o conjunto da área do euro, a projeção continua a apontar para uma quase estabilização do saldo em 2018 e para a sua ligeira deterioração em 2019, refletindo uma orientação expansionista da política orçamental na maioria dos países da área do euro. Neste contexto, refira-se que um conjunto significativo de países, incluindo Portugal, deverá continuar a apresentar um saldo orçamental estrutural aquém do objetivo de médio prazo estabelecido no quadro do braço preventivo do Pacto de Estabilidade e Crescimento.

O elevado endividamento das administrações públicas em Portugal continua a exigir um esforço de consolidação orçamental assinalável, em particular por via da contenção da despesa pública. Desde 2013, a despesa corrente primária, apesar do ligeiro crescimento em termos nominais, apresenta uma trajetória de redução acentuada em rácio do PIB (Gráfico I.3.1).<sup>49</sup> A evolução da despesa com juros tem também contribuído de forma continuada para a melhoria do saldo orçamental desde 2014, refletindo a emissão de nova dívida de mercado com condições de preço mais favoráveis que a dívida reembolsada. Paralelamente, a melhoria da situação orçamental no período recente, medida pela evolução do saldo orçamental ajustado do registo de operações de carácter não recorrente, tem ocorrido num contexto de manutenção de níveis de investimento público baixos em termos históricos, à semelhança do observado noutros países com elevados níveis de endividamento público. Por sua vez, a receita total em rácio do PIB registou uma trajetória descendente também desde 2013, tendo permanecido virtualmente inalterada no período recente.

A médio prazo, a estratégia de consolidação orçamental deverá assegurar um nível e qualidade de investimento público que não comprometa o crescimento potencial da economia. Adicionalmente, deverá ser privilegiado o esforço de contenção da despesa corrente primária, em particular num contexto de pressões para aumento da despesa com pensões e saúde associadas ao envelhecimento da população.

**Gráfico I.3.1 • Evolução da receita e despesa das administrações públicas de 2008 a 2017**  
| Diferença em cada ano face ao valor médio do período 1998-2007, em pontos percentuais do PIB



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: As transferências de capital incluem medidas de apoio ao sistema financeiro e outras medidas de carácter não recorrente.

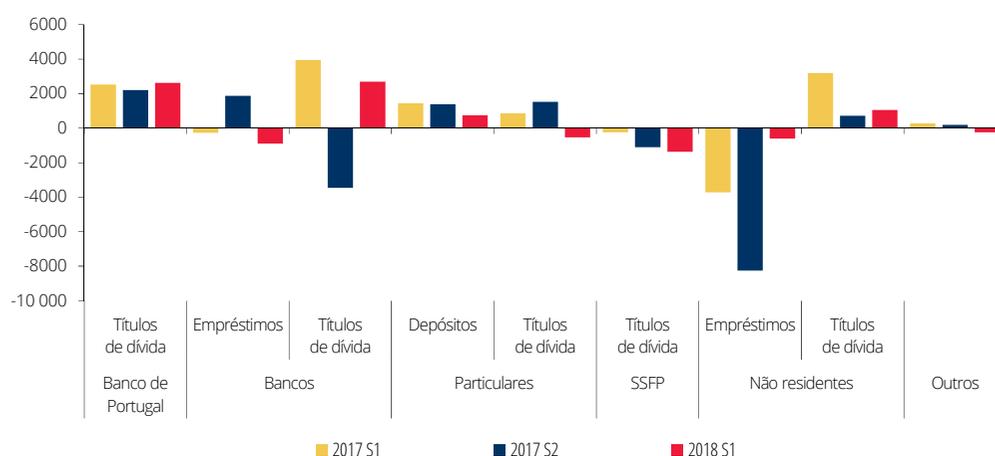
49. Para uma análise detalhada da despesa pública em termos estruturais, ver Banco de Portugal, *Boletim Económico*, maio 2018.

## O financiamento obtido através de instrumentos de retalho desacelerou e o financiamento junto de bancos residentes permaneceu elevado

No primeiro semestre de 2018, continuou a observar-se um aumento do financiamento das administrações públicas através de instrumentos de retalho, a maioria dos quais colocados junto de particulares,<sup>50</sup> mas em magnitude inferior ao registado em 2017 e 2016. As subscrições líquidas de certificados do Tesouro registaram um valor significativamente inferior ao observado em períodos homólogos recentes. Esta evolução terá refletido a diminuição da remuneração das novas subscrições de instrumentos de retalho, em particular dos certificados do Tesouro. Por sua vez, os certificados de aforro registaram reembolsos líquidos residuais e não ocorreram novas emissões de Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável.<sup>51</sup> No conjunto destes produtos, o financiamento junto de particulares aumentou apenas marginalmente na primeira metade do ano (Gráfico I.3.2).

O financiamento obtido junto de bancos residentes aumentou no primeiro semestre de 2018, ainda que de forma menos acentuada do que o observado no período homólogo do ano anterior. Esta evolução contrasta com a queda registada no segundo semestre de 2017, em particular do financiamento sob a forma de títulos. Esta redução esteve em parte associada à realização de mais-valias por parte dos bancos, cujas carteiras terão beneficiado da redução das taxas de rendibilidade dos instrumentos de dívida pública portuguesa no mercado secundário. Por sua vez, o financiamento junto de sociedades de seguros e Fundos de Pensões manteve a trajetória de diminuição acentuada, após o aumento significativo registado em 2016. Apesar da redução da magnitude das compras líquidas mensais ao abrigo do programa de aquisição de títulos do setor público do BCE (na sigla inglesa, PSPP), a carteira de dívida pública portuguesa do Banco de Portugal manteve um crescimento semelhante ao observado no passado recente.

**Gráfico I.3.2 • Financiamento das administrações públicas por setor de contraparte e instrumento | Em milhões de euros**



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

50. Em termos homólogos ou quando analisado o ano terminado no segundo semestre.

51. A análise dos fluxos de financiamento das administrações públicas assenta nas Contas Nacionais Financeiras, que à data de publicação deste Relatório se encontravam disponíveis com referência a junho de 2018. No entanto, refira-se que em julho, o IGCP procedeu à emissão de uma nova OTRV no montante de mil milhões de euros, com maturidade de aproximada de 7 anos. As obrigações do Tesouro de rendimento variável (OTRV) são colocadas junto de um universo mais diversificado de investidores, não sendo apenas destinadas a captar poupança das famílias.

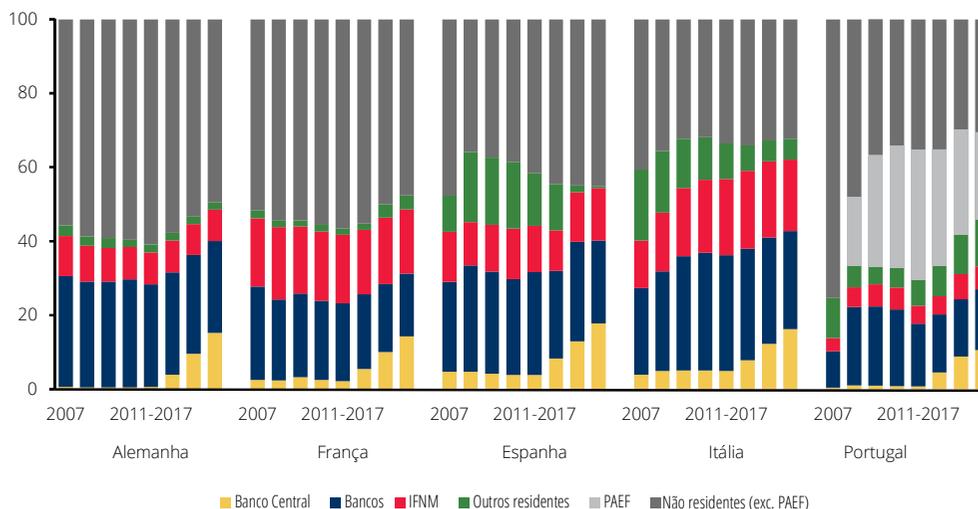
## O financiamento de mercado junto de não residentes aumentou ligeiramente, mas manteve-se num nível historicamente baixo

No que diz respeito à componente de empréstimos inerentes ao Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF), observou-se, em janeiro, uma nova amortização do empréstimo do FMI (0,8 mil milhões de euros) e foi solicitada autorização para realizar uma amortização adicional em dezembro. O Estado deu, assim, continuidade à estratégia de amortização de dívida com um custo mais elevado, e que em 2017 se materializou na amortização antecipada de cerca de 10 mil milhões de euros do empréstimo do FMI.

O financiamento obtido junto de não residentes, excluindo os empréstimos do PAEF, permaneceu virtualmente inalterado. A componente de títulos de dívida aumentou ligeiramente, mas o peso de não residentes permaneceu num nível bastante baixo em termos históricos. Entre 2007 e 2011, observou-se uma redução do peso da dívida pública detida por não residentes na estrutura de detentores de dívida pública, em Portugal e, embora em magnitude inferior, noutros países mais afetados pela crise das dívidas soberanas (Gráfico I.3.3). Desde 2011, a evolução do peso de não residentes tem sido mais diferenciada. Em Espanha observou-se uma recuperação da componente na posse de não residentes, enquanto em Itália a mesma manteve-se estável e em Portugal continuou a reduzir-se.<sup>52</sup> Tal como referido na edição anterior deste relatório, o menor peso de não residentes torna as condições de financiamento do Estado menos vulneráveis a alterações das condições e do grau de aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais. Todavia, a manutenção de uma base diversificada de investidores, conjugada com a continuação do processo de consolidação orçamental, é importante para assegurar o refinanciamento regular da dívida em condições de preço favoráveis, em particular num contexto de previsível termo das compras líquidas mensais ao abrigo do PSPP no final do ano. O Eurosistema deverá contudo continuar a reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos no âmbito do programa, durante um período prolongado. Uma característica distintiva da estrutura de detentores de dívida pública em Portugal nos últimos anos é o aumento do peso dos outros setores residentes, em particular das famílias. A procura das famílias por dívida pública portuguesa tem registado uma elevada elasticidade face a alterações na remuneração dos diferentes instrumentos de aforro.

52. No período recente observou-se um desinvestimento significativo de não residentes em dívida pública italiana, compensado por um aumento do peso dos bancos italianos na estrutura de detentores da dívida pública.

**Gráfico I.3.3 • Estrutura de detetores da dívida pública | Em percentagem, dados em fim de período**



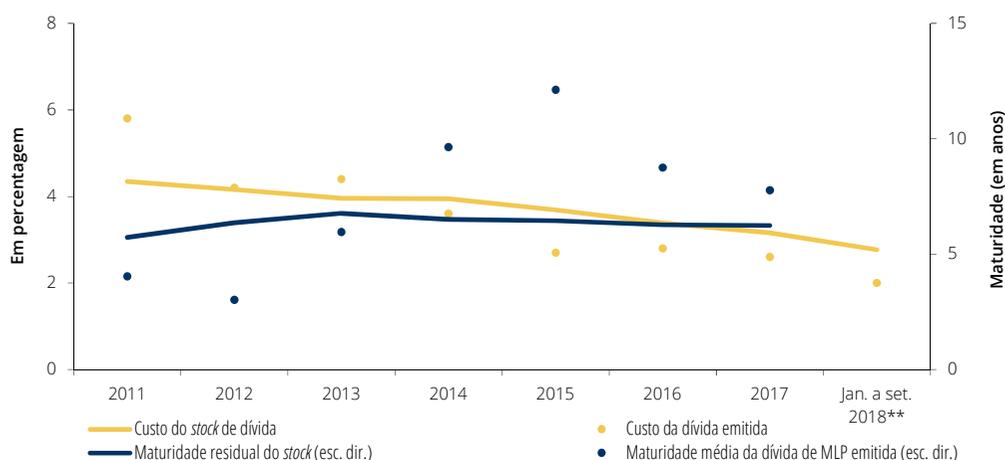
Fontes: Banco de Portugal, Banco Central Europeu e IGCP. | Notas: Dívida pública na ótica de Maastricht. A sigla IFNM refere-se a instituições financeiras não monetárias. A sigla PAEF refere-se a programa de assistência económica e financeira.

As condições de financiamento nos mercados de dívida soberana permaneceram relativamente favoráveis, não obstante a turbulência associada aos desenvolvimentos políticos em Itália

No decurso de 2018, o custo médio da dívida emitida manteve-se abaixo do custo médio do *stock* (Gráfico I.3.4), tendo contudo registado alguma oscilação ao longo do ano, refletindo a tensão nos mercados de dívida soberana na área do euro. A taxa de colocação média nos leilões de Obrigações do Tesouro (OT) com maturidade aproximada de 10 anos ascendeu a 1,9% nos leilões realizados até outubro, menos 0,9 pp do que o observado no conjunto do ano de 2017.<sup>53</sup> Por sua vez, nos leilões de Bilhetes do Tesouro, a taxa de colocação média situou-se em -0,34% nos leilões realizados em 2018, no mesmo período, o que compara com -0,24% em 2017. A maturidade média da dívida de médio e longo prazo emitida aumentou significativamente face a 2016 e a 2017, refletindo em particular as colocações de títulos com maturidade aproximada de 15 e 30 anos. As necessidades de refinanciamento de dívida de médio e longo prazo anuais são relativamente contidas até 2020, estando previstos volumes mais elevados para 2021 e 2022.

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

Gráfico I.3.4 • Custo e maturidade da dívida pública



Fontes: Banco de Portugal, INE, IGCP e Banco Central Europeu. | Notas: O custo da dívida emitida é ponderado por montante e maturidade e compreende BT, OT, OTRV e MTN emitidos no ano correspondente. A maturidade média da dívida de médio e longo prazo emitida compreende OT e MTN emitidas no ano correspondente. \*\* O custo do stock de dívida diz respeito apenas ao primeiro semestre de 2018 (valor anualizado).

## A estabilização do rácio da dívida pública em percentagem do PIB no primeiro semestre de 2018 é compatível com uma redução no conjunto do ano

No final do primeiro semestre, o rácio da dívida pública em percentagem do PIB manteve-se virtualmente inalterado face ao final de 2017 (124,9% do PIB). Tal como no conjunto do ano de 2017, o saldo primário positivo e o diferencial negativo entre o custo implícito da dívida e o crescimento do PIB nominal (efeito dinâmico) contribuiram para a redução do rácio. Por sua vez, os ajustamentos défice-dívida, em parte associados ao registo diferenciado de operações com desfasamentos temporais contribuiram para o aumento do rácio, efeito que deverá ser mitigado no conjunto do ano. A estimativa para o rácio da dívida pública incluída no Relatório do OE para 2019 aponta para uma redução para 121,2% do PIB no final do ano.

As instituições internacionais<sup>54</sup> continuam a sinalizar riscos para a evolução dos rácios de dívida pública, em Portugal e na generalidade dos países mais endividados da área do euro. Como principais riscos no médio prazo são identificados o aumento do nível geral das taxas de juro, a reavaliação abrupta dos prémios de risco à escala global, o recrudescimento de tensões nos mercados de dívida soberana e a desaceleração da atividade económica. Os desenvolvimentos políticos e a deterioração das perspetivas económicas em Itália são um exemplo recente de materialização de alguns destes riscos, com impacto não negligenciável nas *yields* da dívida pública italiana nos diferentes prazos, nas *yields* da dívida dos bancos italianos e no valor em bolsa dos mesmos. O contágio a Portugal revelou-se até ao momento relativamente limitado. Contudo, Portugal deve manter os esforços de ajustamento orçamental em termos estruturais, no sentido de assegurar uma trajetória de redução do endividamento das administrações públicas menos suscetível a choques adversos na atividade económica e nas condições de financiamento e compatível com a sustentabilidade das finanças públicas.

54. FMI, Banco Central Europeu e Comissão Europeia.

## 3.2 Situação patrimonial do setor privado não financeiro

No primeiro semestre de 2018, a taxa de poupança dos particulares voltou a reduzir-se, atingindo um valor historicamente baixo e claramente inferior à média do euro. A baixa taxa de poupança dos particulares em Portugal constitui uma vulnerabilidade especialmente relevante dado o contexto de envelhecimento da população e de um sistema público de segurança social que tem associado uma expectável redução significativa do rendimento desde o momento da reforma, num enquadramento em que as famílias ainda apresentam um endividamento elevado e, sobretudo, com maturidades longas que ultrapassam a vida ativa dos mutuários. Este foi um dos fatores considerados no desenho da medida macroprudencial relativa a novos crédito à habitação, com garantia hipotecária ou equivalente e ao consumo anunciada pelo Banco de Portugal em fevereiro de 2018.

O rácio de endividamento das famílias continuou a diminuir, embora a um ritmo cada vez menor, tendo-se registado um aumento do valor nominal da dívida. Num contexto em que o rácio de endividamento dos particulares é ainda superior à média da área do euro, a interrupção da queda de valor nominal da dívida acentua a vulnerabilidade deste setor institucional, em especial num quadro de expectativas de abrandamento da atividade económica.

No que se refere às sociedades não financeiras (SNF) a redução da taxa de poupança em 2017 e no primeiro semestre de 2018 é bastante limitada tendo em conta a sua forte recuperação a partir de 2009 para valores bastante mais próximos da média da área do euro, ainda que inferiores. Contudo, é importante que esta redução seja um fenómeno temporário de forma a não por em causa a recuperação do investimento empresarial, em simultâneo com a continuação da queda do endividamento das empresas que ainda se encontra num nível elevado.

A incerteza associada à evolução do comércio internacional, que poderá contribuir para acenar o abrandamento da atividade económica, enfatiza a importância de continuar o esforço de capitalização das empresas de modo a promover a sua resiliência de forma mais sustentável.

### 3.2.1 Particulares

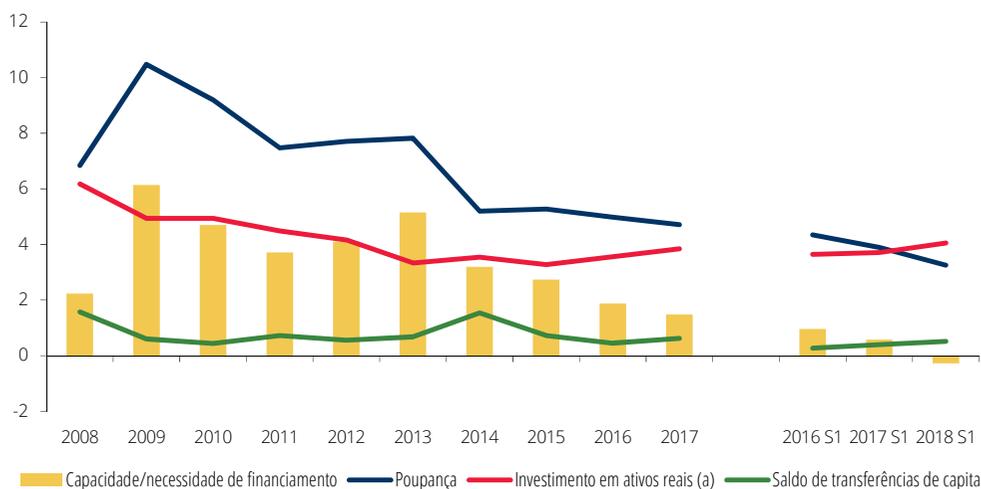
... No primeiro semestre de 2018, os particulares registaram  
... uma necessidade de financiamento, ainda que ligeira,  
... observando-se uma diminuição da taxa de poupança  
... para um valor historicamente baixo

De acordo com os valores atualmente disponíveis de Contas Nacionais divulgadas pelo INE, no primeiro semestre de 2018, os particulares apresentaram uma necessidade de financiamento em torno de 0,3% do rendimento disponível, o que contrasta com a capacidade de financiamento de 0,6% do rendimento disponível registado no semestre homólogo (Gráfico I.3.5)<sup>55</sup>. De referir que a necessidade/capacidade de financiamento deste setor institucional apresenta um padrão sazonal em que o primeiro semestre apresenta habitualmente valores inferiores aos registados no segundo semestre (e no conjunto do ano).<sup>56</sup>

55. Em termos de fluxo anual, a capacidade de financiamento dos particulares reduziu-se, de 1,5% do rendimento disponível em 2017, para 1,1% do rendimento disponível no ano terminado em junho de 2018.

56. A última vez que se observou uma necessidade de financiamento dos particulares foi no primeiro semestre de 2008, tendo este setor apresentado uma necessidade de financiamento de cerca de 2,4% do rendimento disponível, embora, no conjunto do ano, se tenha observado uma capacidade de financiamento de 2,2%.

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



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Os valores semestrais têm por base as 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.

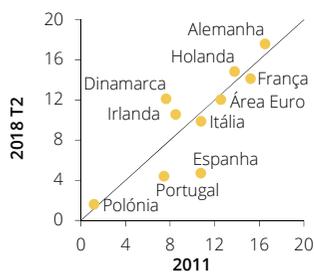
Esta evolução refletiu uma diminuição da taxa de poupança (de 3,9% no primeiro semestre de 2017 para 3,3% no semestre em análise<sup>57</sup>) e um aumento do investimento em ativos reais deste setor institucional (de 3,7% para 4,1% do rendimento disponível, respetivamente<sup>58</sup>), mantendo a tendência observada desde o segundo semestre de 2015. A redução da taxa de poupança tem refletido o crescimento significativo do consumo privado, em média superior ao do rendimento disponível, este último suportado no período mais recente pela recuperação do emprego e dos salários.

Desde 2011 que a taxa de poupança dos particulares se vem reduzindo em alguns países da área do euro, à semelhança do que ocorreu em Portugal (Gráfico I.3.6). Destacam-se, em particular, Espanha, Itália e França com reduções significativas, ainda que (à exceção da Espanha), mantendo níveis de taxa de poupança bastante mais elevados do que no caso português.

57. Em termos anuais, de 4,7% em 2017 para 4,4% no ano terminado em junho de 2018.

58. Em termos anuais, de 3,8% para 4,0% do rendimento disponível, respetivamente em 2017 e no ano terminado em junho de 2018.

**Gráfico I.3.6 • Taxa de poupança dos particulares | Em percentagem do rendimento disponível**



Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Para o segundo trimestre de 2018, o valor corresponde ao ano acabado no trimestre.

**Gráfico I.3.7 • Distribuição dos montantes em dívida dos empréstimos à habitação às famílias em junho de 2018, por idade do mutuário no final do prazo do contrato | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Informação de empréstimos à habitação às famílias obtida a partir da *Central de Responsabilidades de Crédito*. Não são considerados empréstimos a empresários em nome individual.

A baixa taxa de poupança dos particulares constitui uma vulnerabilidade especialmente relevante em Portugal em face do envelhecimento da população e de um sistema público de segurança social que tem associado uma expectável redução significativa do rendimento desde o momento da reforma, num contexto em que as famílias ainda apresentam um endividamento elevado e, sobretudo, com maturidades longas que ultrapassam a vida ativa dos mutuários. Em junho de 2018, o *stock* de crédito à habitação associado a mutuários cuja idade no término do contrato será superior a 65 (70) anos ascendia a 62% (35%) (Gráfico I.3.7). Este foi um dos fatores considerados no desenho da medida macroprudencial relativa a novos crédito à habitação, com garantia hipotecária ou equivalente e ao consumo anunciada pelo Banco de Portugal em fevereiro de 2018.

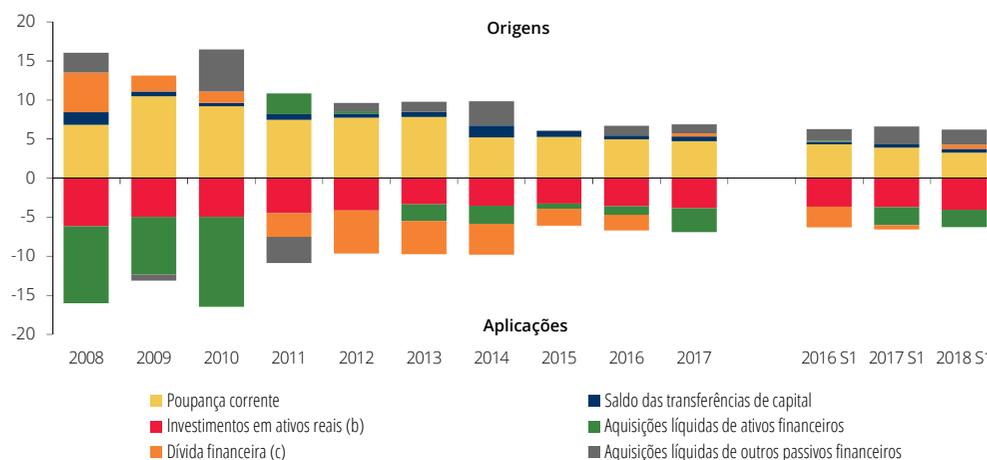
Acresce que a baixa taxa de poupança das famílias portuguesas indicia que choques que afetem o esforço financeiro associado ao serviço da dívida, quer por via de redução do rendimento, quer por via do aumento do custo de financiamento,<sup>59</sup> tenderão a repercutir-se numa redução do consumo ou num aumento do incumprimento, com potenciais implicações para o crescimento económico e/ou para a estabilidade financeira. A redução da taxa de poupança observada no primeiro semestre de 2018 terá acentuado esta fragilidade.

Em termos de poupança financeira<sup>60</sup>, a necessidade de financiamento dos particulares observada no primeiro semestre de 2018 traduziu-se num fluxo líquido positivo de dívida financeira de cerca de 0,6% do rendimento disponível, o que contrastou com a amortização líquida observada no semestre homólogo de 2017, que representou 0,5% do rendimento disponível. Todavia, assinala-se que a tendência de amortização líquida da dívida financeira dos particulares, observada desde 2011, tinha sido interrompida em 2017 com um fluxo anual líquido positivo de 0,4% do rendimento disponível. No primeiro semestre de 2018, verificaram-se ainda aquisições líquidas de ativos financeiros, representado 2,2% do rendimento disponível, montante idêntico ao observado no mesmo período de 2017 (Gráfico I.3.8).

59. A vulnerabilidade financeira das famílias portuguesas foi analisada na Caixa 4 do *Relatório de Estabilidade Financeira* de dezembro de 2017 onde se observou a existência de um número significativo de famílias com poupança muito reduzida ou mesmo negativa, o que as torna especialmente vulneráveis a choques que afetem o seu rendimento (como sejam a reforma, o desemprego ou um aumento das taxas de juro).

60. A poupança financeira corresponde à diferença entre a variação líquida de ativos financeiros e a variação líquida de passivos financeiros.

**Gráfico I.3.8 • Origens e aplicações de fundos dos particulares | Em percentagem do rendimento disponível**



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: Os valores semestrais têm por base os valores das contas não financeiras trimestrais. (a) Rendimento disponível não ajustado pela participação das famílias nos fundos de pensões. (b) 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. (c) Corresponde à soma de empréstimos e títulos de dívida.

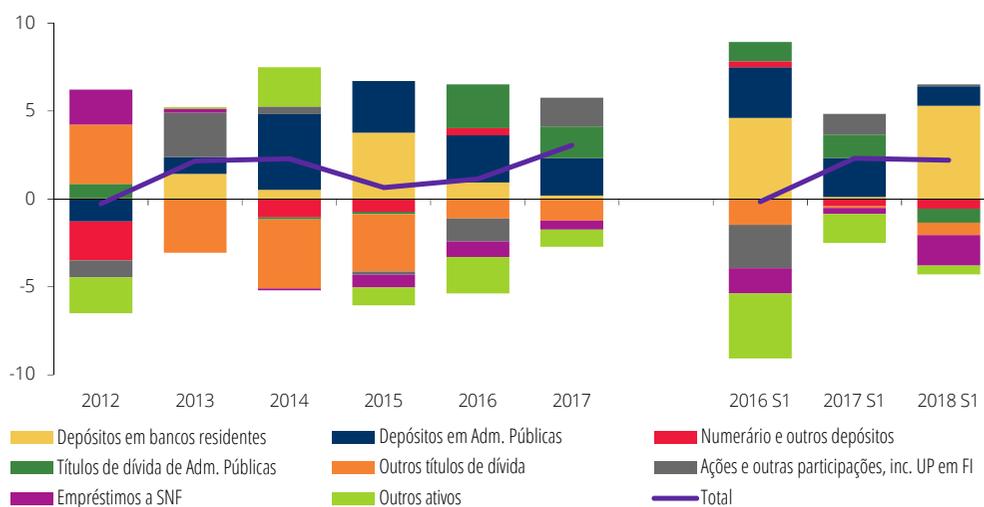
... No primeiro semestre de 2018 assistiu-se a um aumento  
 ... das aplicações de particulares em depósitos bancários,  
 ... retomando o padrão que se observava desde 2015  
 ... e que foi interrompido em 2017

No primeiro semestre de 2018 observou-se uma recomposição da carteira de ativos financeiros dos particulares que favoreceu os depósitos bancários, à semelhança do que se havia observado em 2015 e 2016. Assim, no período em análise, os depósitos bancários de particulares aumentaram em termos líquidos cerca de 5,3% do rendimento disponível, que compara com 0,1% observado em igual período de 2017.

As aplicações líquidas em instrumentos de dívida pública portuguesa ascenderam a um valor próximo de 0,3% do rendimento disponível no primeiro semestre de 2018, com transações líquidas positivas em certificados do Tesouro, ainda que em valores inferiores ao observado no semestre homólogo, e transações líquidas negativas em obrigações do Tesouro de rendimento variável.

Num contexto de taxas de juro de depósitos particularmente baixas, este padrão de investimento de carteira denotado pelos particulares terá refletido uma preferência por ativos de maior liquidez e habitualmente percecionados como de menor risco. As aplicações em depósitos bancários apresentam habitualmente um padrão sazonal e, neste período, poderão estar influenciados pela disponibilidade de aplicações alternativas, num semestre em que não se observaram emissões de obrigações do Tesouro, e pela não prorrogação do regime de pagamento em duodécimos dos subsídios de férias e de Natal instituído em 2013 (Gráfico I.3.9).

**Gráfico I.3.9 • Transações de particulares em ativos financeiros | Em percentagem do rendimento disponível**



Fontes: Banco de Portugal e INE.

Considerando o conjunto dos ativos alvo de investimento por parte das famílias portuguesas, continuam a destacar-se os ativos imobiliários. Estima-se que o património imobiliário das famílias tenha aumentado cerca de 16% entre 2014 e 2017 (que compara com um crescimento de 7% dos ativos financeiros no mesmo período). Esta preferência estará a refletir a elevada rentabilidade dos ativos imobiliários, num contexto em que as aplicações financeiras com baixo risco apresentam uma rentabilidade baixa ou nula, e as oportunidades associadas ao dinamismo do turismo, sobretudo nos principais centros urbanos e turísticos (Secção 2.3 Mercado imobiliário residencial).

## Os empréstimos a particulares registaram um crescimento perto de zero, com o crédito ao consumo a acelerar para valores elevados próximos dos observados antes da crise financeira

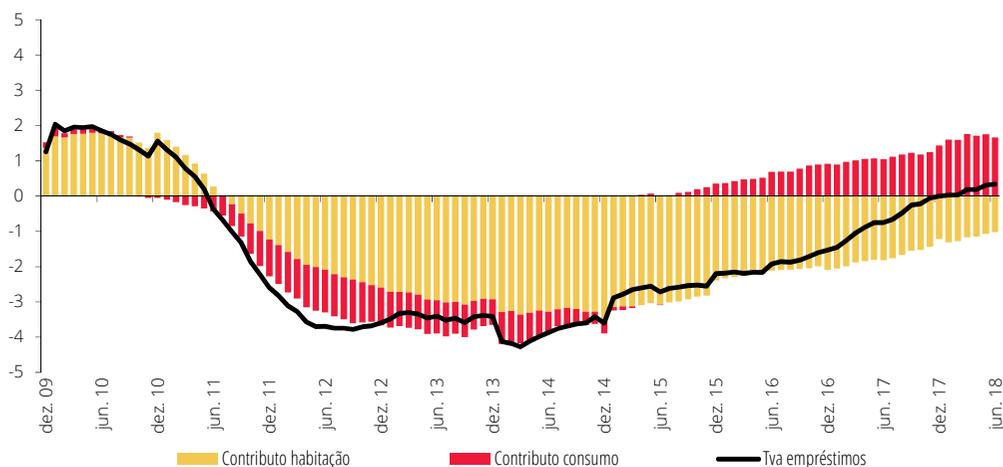
Em junho de 2018, a taxa de variação anual dos empréstimos a particulares situou-se em torno de 0,3%<sup>61</sup> (que compara com 0,0% no final de 2017), após um período, desde junho de 2011, de redução continuada com uma variação anual média de cerca de -2,6%. Esta evolução teve um contributo cada vez maior do crédito ao consumo, que continuou a registar taxas de variação anual crescentes para valores próximos dos registados em 2007, antes da crise financeira (Gráfico I.3.10). A taxa de variação anual dos empréstimos para habitação tem vindo a tornar-se menos negativa, fixando-se no final de junho de 2018 em -1,3% (que compara com -1,7% no final de 2017). Esta recuperação teve subjacente um aumento gradual do fluxo bruto de novos empréstimos bancários para habitação, sendo que a maioria foram concedidos a devedores que não efetuaram reembolsos totais antecipados de empréstimos à habitação nos seis meses anteriores.<sup>62</sup> Contudo, o fluxo bruto de

61. Taxa de variação anual dos empréstimos concedidos a particulares por todos os restantes setores residentes e por não residentes.

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

novos empréstimos ainda se manteve em níveis muito abaixo dos observados antes da crise financeira. Apesar da evolução registada pelo crédito ao consumo, o peso dos empréstimos para habitação na dívida total dos particulares continuou a ser muito elevado (cerca de 71% em junho de 2018).

**Gráfico I.3.10 • Contributo para a taxa de variação anual de empréstimos a particulares | Taxa de variação anual e pontos percentuais**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: O total considera empréstimos para aquisição de habitação, consumo e outros fins.

O crédito ao consumo registou um crescimento anual de 14,2% em junho de 2018 (12,3% no final de 2017). Esta aceleração estará associada à fase ascendente do ciclo económico, traduzida em redução do desemprego e aumento dos salários, não obstante as taxas de juro deste tipo de crédito serem relativamente elevadas em termos reais. Ainda assim, a pressão concorrencial entre instituições de crédito neste segmento do mercado tem-se traduzido numa trajetória descendente das taxas de juro nominais aplicadas ao crédito ao consumo<sup>63</sup> e em menor restritividade dos critérios de concessão deste tipo de empréstimos<sup>64</sup>.

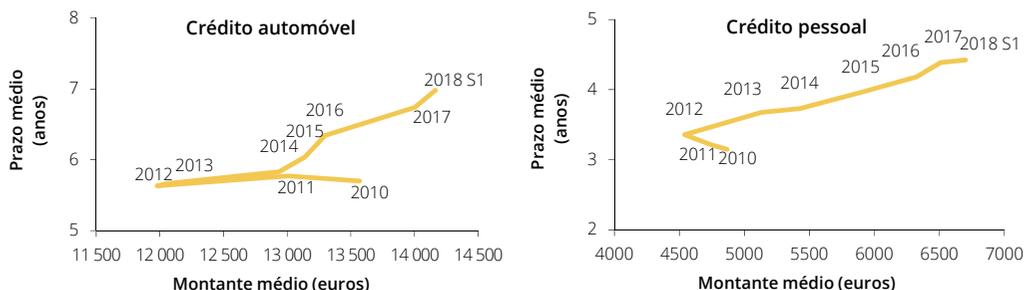
O crescimento observado no crédito ao consumo desde 2012 tem ocorrido em simultâneo com uma alteração nas características dos contratos, observando-se um aumento de prazos contratuais e de montantes médios contratados (Gráfico I.3.11). No segmento para aquisição automóvel, que em termos de montante representa quase metade do fluxo anual de novos créditos aos consumidores, os contratos com maturidade superior a 8 anos representaram cerca de 40% dos créditos contratados no primeiro semestre de 2018 (que compara com 15%, em 2012). O alongamento do prazo médio contratual introduz maior rigidez no ritmo de redução do nível de dívida, num enquadramento em que o rácio de endividamento dos particulares, em percentagem do rendimento disponível, ainda é muito elevado, em termos internacionais, sendo importante que o processo de redução da alavancagem deste setor institucional prossiga, em particular num contexto de expectativas de abrandamento da atividade económica. Por seu lado, o aumento do prazo médio contratado permite a contratação de montantes mais elevados sem implicar maiores prestações. Contrariamente ao crédito à habitação, a sensibilidade do serviço da dívida destes empréstimos a eventuais subidas de taxas de juro é muito reduzida, uma vez

63. Apesar da trajetória descendente observada nas taxas de juro das novas operações de crédito ao consumo, a taxa de juro do saldo de empréstimos para consumo e outros fins, no final do primeiro semestre de 2018, era 7,0% (9,3% em novembro de 2008, quando atingiu o valor máximo da série corrente).

64. C.f. *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* (na sigla inglesa, BLS – Bank Lending Survey).

que são maioritariamente contratados a taxa fixa. Adicionalmente, continua a observar-se que o crescimento do crédito ao consumo corresponde, em larga medida, a novos mutuários no mercado de crédito<sup>65</sup> e não a um acréscimo de endividamento de famílias já com dívida.

**Gráfico I.3.11 • Novos contratos de crédito aos consumidores**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O crédito automóvel destina-se à aquisição de automóvel ou de outros veículos, novos ou usados. O crédito pessoal destina-se a financiar a aquisição de bens e serviços, como equipamentos para o lar ou serviços de educação e saúde. Pode também ser contratado sem uma finalidade específica. Nos contratos de crédito considerados nesta análise, o montante, o prazo e a modalidade de reembolso do empréstimo estão definidos à partida, i.e. excluem-se cartões de crédito, linhas de crédito, contas correntes bancárias e facilidades de descoberto.

..... No final do primeiro semestre de 2018, a dívida total dos  
 ..... particulares representava 104 por cento do rendimento disponível,  
 ..... apenas 1 ponto percentual abaixo do observado no final de 2017

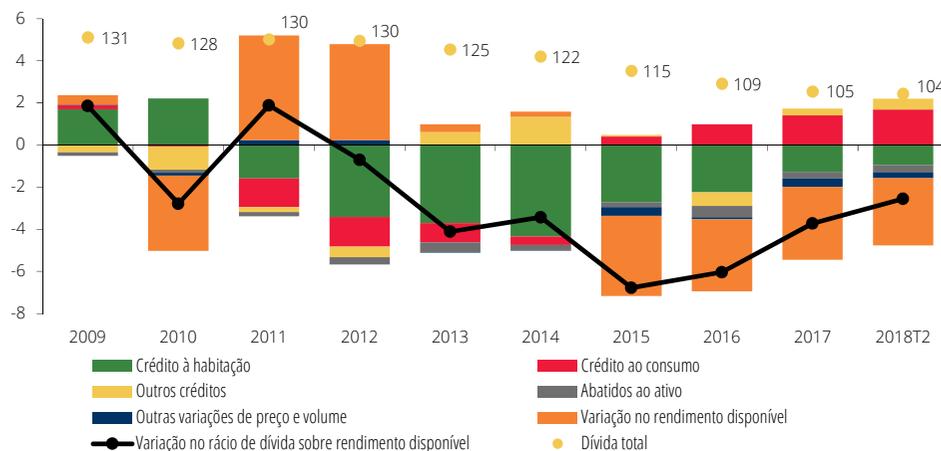
Em junho de 2018, a dívida total dos particulares era de 104% do rendimento disponível, que compara com 105% no final de dezembro de 2017, mantendo a tendência de redução que se observa genericamente desde 2009. Contudo, a redução do rácio da dívida é progressivamente menor e, no ano que terminou em junho de 2018, resulta do aumento do valor nominal do rendimento disponível num período em que a dívida dos particulares registou um aumento do respetivo valor nominal refletindo em particular o dinamismo que se continuou a observar no crédito ao consumo (Gráfico I.3.12). Num contexto em que o rácio de endividamento dos particulares em Portugal é superior à média da área do euro, e o ritmo de redução deste rácio é expectavelmente lento em consequência do elevado peso relativo dos empréstimos à habitação, a interrupção da redução do valor nominal da dívida acentua a vulnerabilidade deste setor institucional, em especial num contexto de expectativas de abrandamento da atividade económica.

A maioria dos países da área do euro que apresenta atualmente níveis elevados de endividamento dos particulares em percentagem do rendimento disponível registou um aumento do peso da dívida financeira no total de ativos financeiros (rácio de alavancagem) dos particulares no período anterior à crise financeira. No caso português, este rácio atingiu 47% em 2008, que compara com um rácio médio de 33% apresentado pelos países da área do euro. À semelhança de Portugal, esses países têm reduzido o respetivo rácio de alavancagem nos anos recentes. Entre o final de 2011 e o final de 2017 o rácio de alavancagem das famílias portuguesas diminuiu 11 pp para 34% (valores que se continuaram a observar no primeiro semestre de 2018), enquanto Espanha e Irlanda registaram reduções na ordem dos 16 pp e 21 pp, situando-se no final de 2017 em 33% e 37%, respetivamente (Gráfico I.3.13).

65. C.f. *Relatório de Estabilidade Financeira*, junho de 2018.

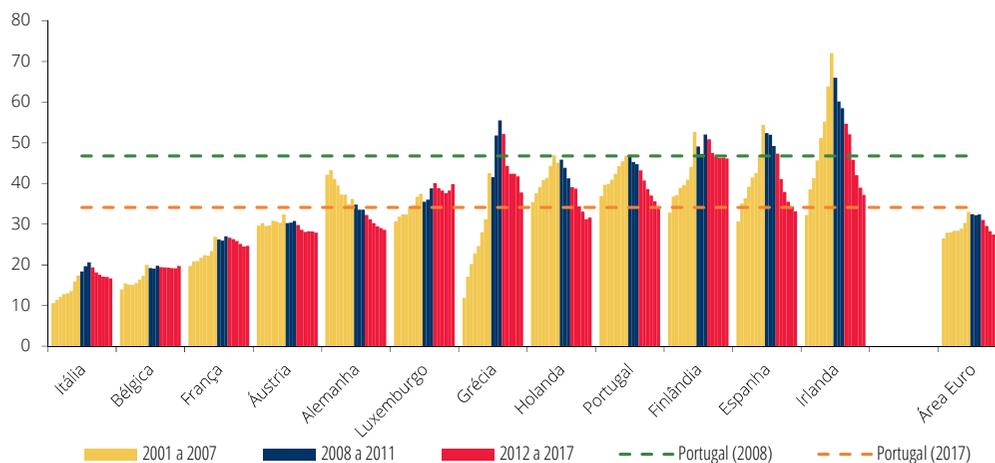
Adicionalmente, o crédito para habitação é maioritariamente contratado a taxa variável<sup>66</sup>, sendo por conseguinte mais sensível a eventuais subidas de taxas de juro<sup>67</sup>, embora nos últimos anos se tenha observado uma redução do peso relativo das novas operações contratadas a taxa variável (Gráfico I.3.14). De qualquer modo, espera-se que a subida das taxas de juro de curto prazo seja gradual.

**Gráfico I.3.12 • Evolução e contributo para a variação da dívida total dos particulares | Em pontos percentuais do rendimento disponível**



Fontes: Banco de Portugal e INE.

**Gráfico I.3.13 • Evolução do rácio de alavancagem dos particulares | Em percentagem dos ativos financeiros**

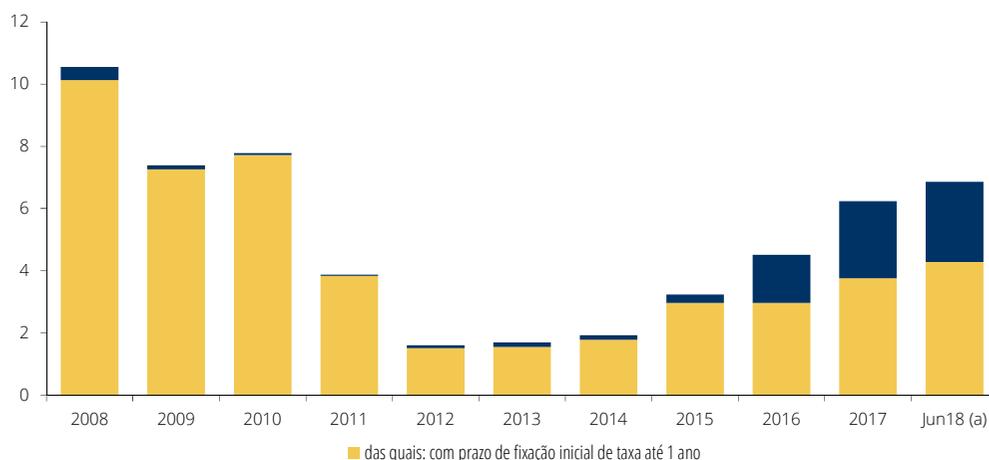


Fontes: BCE e Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: O rácio de alavancagem corresponde ao rácio entre a dívida financeira e o total de ativos financeiros dos particulares.

66. Em 2017, a taxa variável continuou a ser o tipo de taxa de juro mais frequente nos novos contratos de crédito à habitação (cerca de 81%), seguindo-se os contratos celebrados a taxa mista – a qual tem um período inicial de taxa fixa, seguido de um de taxa variável – (que representaram 17%). Para maior detalhe, ver Banco de Portugal, *Relatório de Acompanhamento dos Mercados Bancários de Retalho*, 2017.

67. Por referência ao *stock* de crédito observado em final de dezembro de 2017, estimou-se que uma subida de 200 p.b. nos indexantes dos contratos de crédito à habitação acarretaria uma redução do rendimento disponível dos particulares superior a 1 por cento, *ceteris paribus*, apenas por via dos juros a pagar.

**Gráfico I.3.14 • Novas operações de empréstimos bancários a particulares para habitação**  
| Em percentagem do rendimento disponível



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (a) ano terminado em junho de 2018.

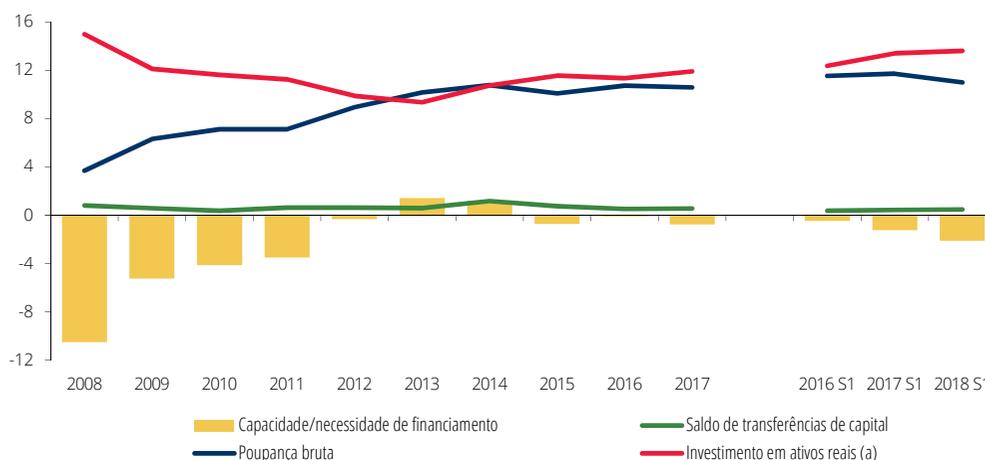
### 3.2.2 Sociedades não financeiras

... A necessidade de financiamento das SNF aumentou no primeiro semestre de 2018, em resultado de uma diminuição da poupança e do ligeiro aumento do investimento

A necessidade de financiamento das SNF foi de 2,1% do PIB no primeiro semestre de 2018, um aumento de 0,9 pp face ao primeiro semestre de 2017 (Gráfico I.3.15). A diminuição da poupança (para 11% do PIB que corresponde a uma redução de 0,7 pp face ao primeiro semestre de 2017) e o ligeiro aumento do investimento (de 13,4% do PIB para 13,6% do PIB) explicam em larga medida esta variação.<sup>68</sup>

68. A divulgação pelo INE dos resultados finais das contas económicas de 2016 e dos resultados provisórios de 2017 traduziu-se numa revisão de alguns dos agregados habitualmente analisados no REF. A informação relativa às revisões ocorridas pode ser consultada no sítio do INE: [https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_destaques&DESTAQUESdest\\_boui=314609278&DESTAQUESmodo=2&lang=pt](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_destaques&DESTAQUESdest_boui=314609278&DESTAQUESmodo=2&lang=pt).

**Gráfico I.3.15 • Poupança, investimento, capacidade/necessidade de financiamento das SNF**  
| Em percentagem do PIB



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Os valores semestrais têm por base as 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.

A necessidade de financiamento deste setor institucional foi suprida primordialmente por um aumento de passivos financeiros, destacando-se o aumento de capital, em particular via ações não cotadas e outras participações. Em sentido contrário, observou-se uma amortização líquida de títulos de dívida e empréstimos das SNF. Simultaneamente, continuou a registar-se um aumento de ativos financeiros na posse deste setor, sobretudo em depósitos (2,1% do PIB). O total de numerário e depósitos detido pelas SNF corresponde a aproximadamente 22,7% do PIB em junho de 2018, um novo máximo da série histórica e um valor próximo ao da média da área do euro em dezembro de 2017 (23,1%). De facto, o aumento do numerário e depósitos das SNF em Portugal tem tido lugar em simultâneo com o ocorrido na generalidade dos países da área do euro. Tal como apontado em edições anteriores deste Relatório, no período 2010-2016 o aumento de numerário e depósitos foi mais significativo em empresas com menores rácios de dívida relativamente ao ativo<sup>69</sup>. Num contexto de baixa remuneração dos depósitos bancários, a acumulação de ativos financeiros líquidos poderá ser motivada pela prevenção de situações adversas de liquidez dado o baixo custo de oportunidade de detenção destes fundos. Em particular, a percentagem de empresas que identificou a rentabilidade dos investimentos como principal fator limitativo no *Inquérito de Conjuntura ao Investimento* aumentou ligeiramente em 2018, após ter diminuído em 2017, sendo idêntico ao registado em 2016 e correspondendo ao máximo registado por este fator desde 2006.<sup>70</sup>

O decréscimo da taxa de poupança das SNF refletiu, quer a diminuição do rendimento empresarial líquido<sup>71</sup> em percentagem do PIB, quer o aumento dos rendimentos distribuídos. No primeiro caso, merece realce o decréscimo observado no excedente bruto de exploração (0,6 pp do PIB), que resultou essencialmente do acréscimo das remunerações pagas, refletindo, em linha com a fase atual do ciclo económico, a recuperação dos salários e do emprego por conta de outrem,

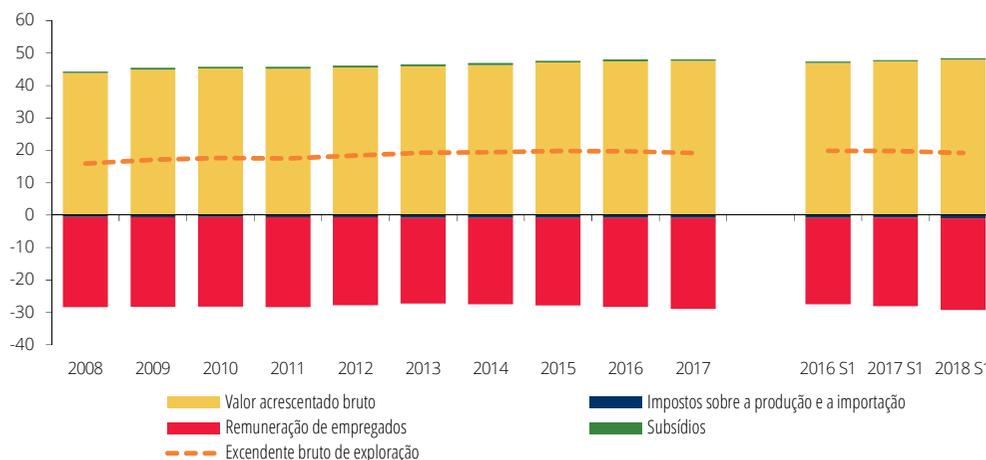
69. Ver o *Relatório de Estabilidade Financeira*, junho de 2018, em particular o gráfico I.3.20.

70. A percentagem de empresas que identificou a rentabilidade dos investimentos como principal fator limitativo ao investimento em 2018 foi de 20,9% que compara com 20,6% em 2017. Os valores do *Inquérito de Conjuntura ao Investimento* são provisórios até ao inquérito de junho do ano seguinte e consideram as empresas que manifestaram limitações ao investimento.

71. Corresponde ao saldo de rendimentos primários adicionado aos empregos relativos a rendimentos distribuídos de sociedades e a resultados reinvestidos de empresas de IDE estrangeiro (rendimento empresarial) e é líquido de impostos sobre o rendimento e o património.

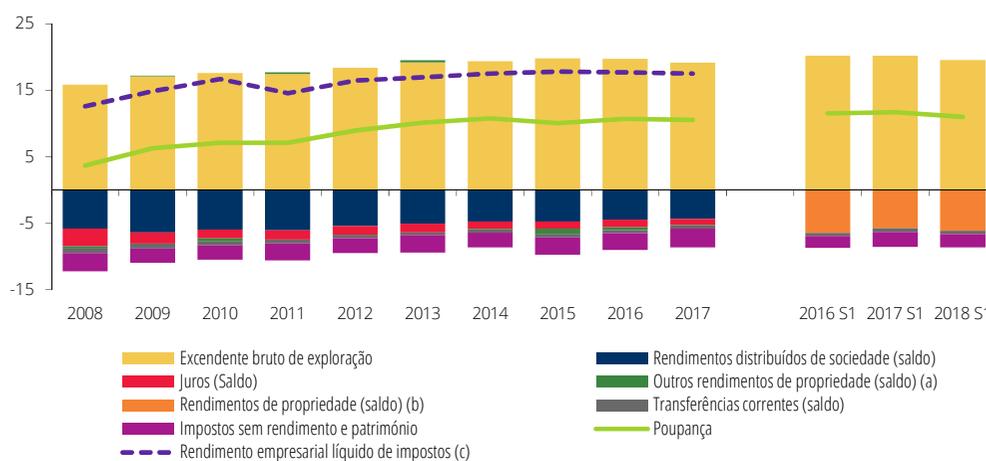
mais do que compensando o crescimento do valor acrescentado bruto das SNF (Gráfico I.3.16 e Gráfico I.3.17). Este aumento dos custos associados ao fator trabalho deverá ser progressivamente refletido no preço dos bens, permitindo a recuperação do rendimento empresarial.<sup>72</sup> Por seu lado, os rendimentos distribuídos de sociedades registaram, no primeiro semestre de 2018, um crescimento significativo, atingindo, em percentagem do rendimento empresarial líquido, o valor mais elevado desde o início do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF), e marginalmente superior ao observado para a área do euro em dezembro de 2017.

**Gráfico I.3.16 • Decomposição do excedente bruto de exploração das SNF | Em percentagem do PIB**



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Os valores semestrais têm por base as contas nacionais trimestrais.

**Gráfico I.3.17 • Aplicação do excedente bruto de exploração das SNF | Em percentagem do PIB**

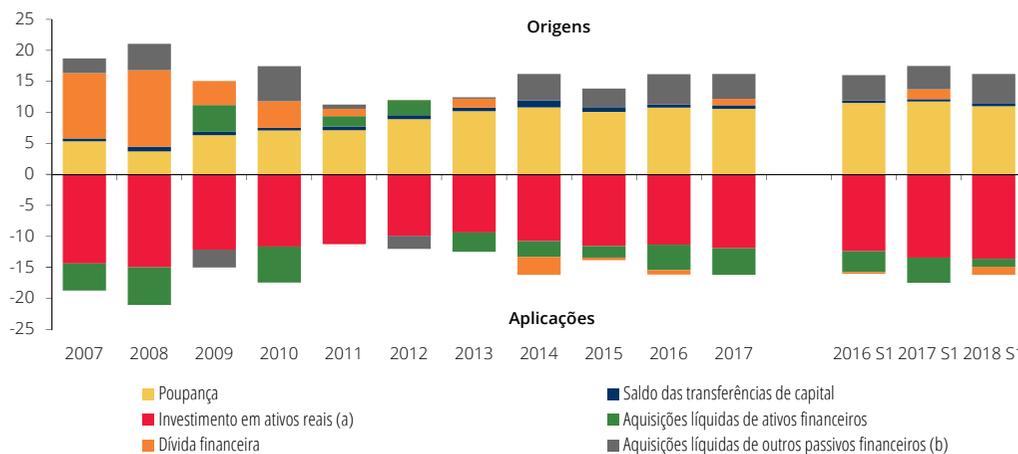


Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Os valores semestrais têm por base as contas nacionais trimestrais. (a) Inclui resultados reinvestidos de empresas de investimento estrangeiro, outros rendimentos de investimentos e rendas. (b) Corresponde a todas as categorias de rendimentos de propriedade (i.e., juros, rendimentos distribuídos de sociedades, resultados reinvestidos de empresas de investimento estrangeiro, outros rendimentos de investimentos e rendas), na ausência de informação semestral detalhada. (c) Corresponde ao saldo de rendimentos primários adicionado aos 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 o património.

72. Destaca-se que a evolução de algumas componentes voláteis associadas ao turismo e às margens de lucro das empresas poderão estar a limitar a pressão dos salários sobre a inflação. Para uma discussão aprofundada das projeções para a economia portuguesa, ver *Boletim económico*, outubro de 2018, em particular, o Capítulo II: Projeções para a economia portuguesa em 2018.

De facto, a redução da poupança das SNF iniciada em 2017 é ainda limitada quando considerados os valores médios da taxa de poupança, quer no período anterior ao da crise económica e financeira, quer no período de crise (Gráfico I.3.18).<sup>73</sup> Durante estes dois períodos, o contributo da distribuição de resultados das empresas foi importante para a evolução da taxa de poupança. Em particular, as variações positivas na distribuição de resultados superaram significativamente as variações positivas do rendimento empresarial líquido no período que antecedeu a crise económica e financeira, o que implicou um aumento da taxa de distribuição de resultados das empresas<sup>74</sup> (Gráfico I.3.19). Esta taxa de distribuição de resultados de SNF superou, em Portugal, o valor observado para a área do euro entre 2005 e 2011 (Gráfico I.3.20).

**Gráfico I.3.18 • Origens e aplicações das SNF | Em percentagem do PIB**



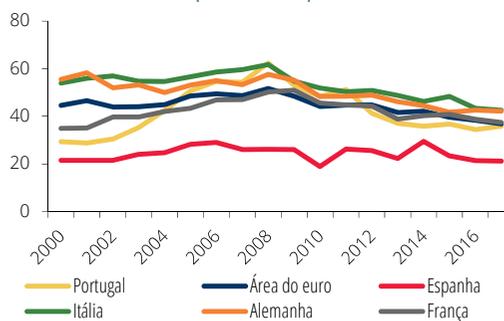
Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: Os valores semestrais têm por base os valores das contas nacionais trimestrais. (a) Corresponde à soma de formação bruta de capital fixo, variação de existências, aquisições líquidas de cessões de objetos de valor e aquisições líquidas de cessões de ativos não financeiros não produzidos. (b) Corrigidas da discrepância entre a capacidade/necessidade de financiamento apurada nos âmbitos das contas nacionais financeiras e não financeiras.

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



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: A taxa de distribuição de resultados das SNF corresponde ao rácio entre os rendimentos distribuídos das sociedades e o rendimento empresarial líquido. Por sua vez, o rendimento empresarial líquido corresponde ao saldo de rendimentos primários adicionado aos empregos relativos a rendimentos distribuídos de sociedades e a resultados reinvestidos de empresas de IDE estrangeiro (rendimento empresarial) e é líquido de impostos sobre o rendimento e o património.

**Gráfico I.3.20 • Taxa de distribuição de resultados das SNF | Em percentagem do rendimento empresarial líquido**



Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: A taxa de distribuição de resultados das SNF corresponde ao rácio entre os rendimentos distribuídos das sociedades e o rendimento empresarial líquido. Por sua vez, o rendimento empresarial líquido corresponde ao saldo de rendimentos primários adicionado aos empregos relativos a rendimentos distribuídos de sociedades e a resultados reinvestidos de empresas de IDE estrangeiro (rendimento empresarial) e é líquido de impostos sobre o rendimento e o património.

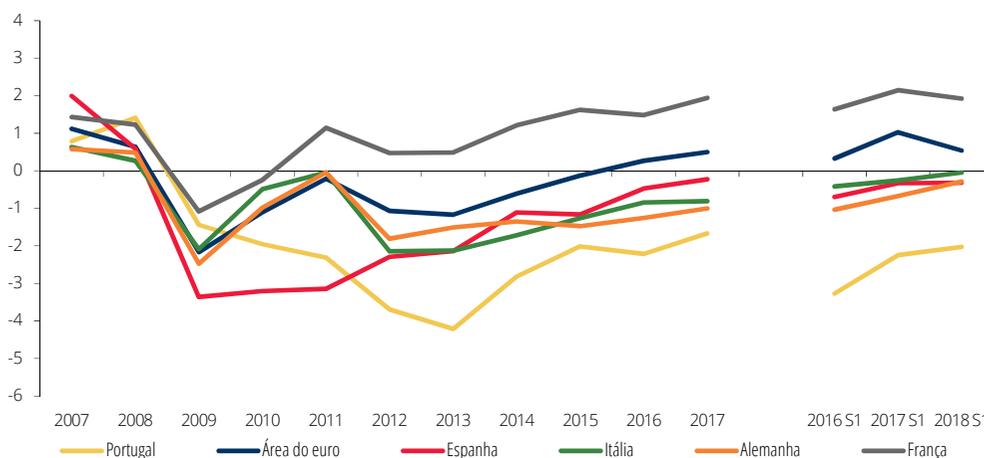
73. A taxa de poupança para o ano acabado no primeiro semestre de 2018 foi de 10,2% do PIB que compara com a taxa de poupança média das SNF de 7,2% e 6,4% para o período compreendido entre 1999 e 2006 e entre 2007 e 2012, respetivamente.

74. A taxa de distribuição de resultados das SNF corresponde ao rácio entre os rendimentos distribuídos das sociedades e o rendimento empresarial líquido. Por sua vez, o rendimento empresarial líquido corresponde ao saldo de rendimentos primários adicionado aos empregos relativos a rendimentos distribuídos de sociedades e a resultados reinvestidos de empresas de IDE estrangeiro (rendimento empresarial) e é líquido de impostos sobre o rendimento e o património.

Refira-se que Portugal foi um dos países em que o rendimento empresarial líquido das SNF mais cresceu desde 2007, atingindo 17,5% do PIB em 2017 que compara com 14,5% em 2007, suportado principalmente no aumento do excedente bruto de exploração. O crescimento do rendimento empresarial líquido, assim como a diminuição registada pelos resultados distribuídos durante o período de vigência do PAEF, contribuíram decisivamente para o aumento da taxa de poupança das SNF observado entre 2009 e 2014. Após uma diminuição em 2015, revertida no ano seguinte, a taxa de poupança das SNF manteve-se relativamente estável, entre 10,6% e 10,8% do PIB, acompanhando a estabilização do excedente bruto de exploração, que, em percentagem do valor acrescentado bruto, se mantém acima da sua média histórica (1999-2017).

Contudo, é fundamental que a recente diminuição da taxa de poupança das SNF seja um fenómeno temporário, de forma a possibilitar o continuar da recuperação do investimento empresarial em simultâneo com a redução do elevado nível de endividamento das empresas. De facto, o investimento empresarial situa-se ainda aquém dos valores médios observados no período 1999-2006 e abaixo do crescimento observado para a área do euro (Gráfico I.3.21).

**Gráfico I.3.21 • Investimento das SNF, diferencial face à média do período 1999-2006**  
| Em pp do PIB



Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: O investimento em ativos reais corresponde à soma da formação bruta de capital e aquisições líquidas de ativos não financeiros não produzidos. Para todos os países considerados, a série semestral corresponde à soma dos dois primeiros trimestres do ano.

## ..... A redução do rácio de dívida financeira em junho de 2018 ..... ocorreu em simultâneo com o aumento da capitalização ..... das empresas

O rácio de dívida financeira das SNF<sup>75</sup> em percentagem do PIB diminuiu 2,5 pp no primeiro semestre de 2018 para 90,8%, refletindo a amortização líquida, quer de títulos de dívida, quer de empréstimos (contributo de -0,6 pp para a variação do rácio), e o crescimento do PIB (contributo de -1,4 pp). Os abates ao ativo<sup>76</sup> contribuíram com 0,5 pp para a variação do rácio de dívida, valor

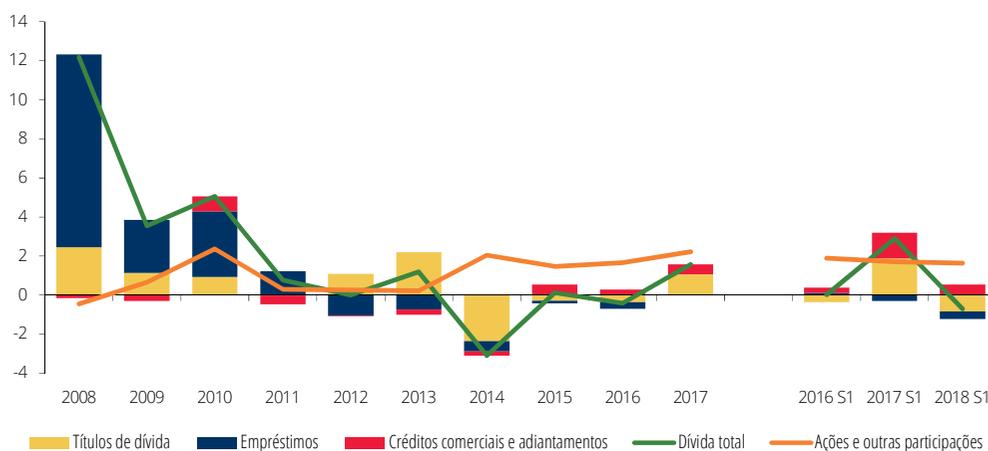
75. A dívida financeira das SNF corresponde à soma de títulos de dívida e dos empréstimos.

76. Corresponde a créditos abatidos ao ativo no balanço de instituições financeiras monetárias residentes.

semelhante ao registado no primeiro de semestre de 2017. A redução da alavancagem das SNF portuguesas tem permitido diminuir a diferença face ao rácio médio de endividamento da área do euro, que foi de aproximadamente 13 pp do PIB em dezembro de 2017, após uma diferença máxima de 37 pp verificada no final de 2012.

Este processo de desalavancagem tem prosseguido em simultâneo com uma continuada capitalização das SNF, a qual teve início no segundo semestre de 2013 e que persistiu no primeiro semestre de 2018.<sup>77</sup> Neste período, as emissões líquidas de ações e outras participações por SNF ascenderam a 1,6% do PIB (Gráfico I.3.22). O aumento do valor do capital das empresas (3,5%) foi também afetado pela valorização registada pelas ações cotadas e ações não cotadas e outras participações, principalmente motivada por incorporação de resultados das empresas.

**Gráfico I.3.22 • Fluxos de financiamento das SNF, passivos financeiros | Em percentagem do PIB**



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: Dívida total corresponde à soma de títulos de dívida, empréstimos e créditos comerciais e adiantamentos.

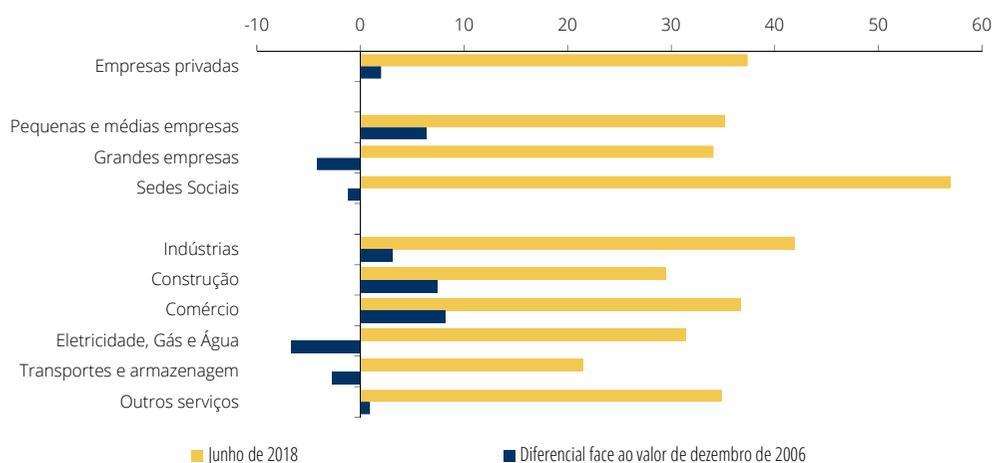
A capitalização das SNF revela alguma heterogeneidade quando se consideram as empresas por dimensão e por setor de atividade, e aponta para alterações estruturais na capitalização de alguns grupos de empresas face aos valores observados antes da crise económica e financeira. Efetivamente, os sucessivos aumentos na capitalização das pequenas e médias empresas implicaram um aumento do seu rácio de capital relativamente ao ativo que ultrapassou de forma significativa o valor observado em dezembro de 2006<sup>78</sup> (Gráfico I.3.23). Em sentido contrário, as grandes empresas e as sedes sociais registaram uma redução deste rácio face a dezembro de 2006, ainda que a diminuição seja inferior para as sedes sociais, cujo rácio tem sido

77. Quando consideradas as operações relativas a ações e outras participações das SNF deverá ser tido em conta o impacto das aquisições de imóveis por não residentes, consideradas como Investimento direto estrangeiro (IDE) de particulares não residentes, nas Contas Nacionais. De acordo com a metodologia de Contas Nacionais (SNA 2008 e SEC2010), os imóveis são sempre considerados ativos da economia onde se localizam. Assim, as transações sobre os mesmos, quando efetuadas por não residentes, são tratadas como aplicações no capital de empresas nacionais residentes que adquirem/detêm esses imóveis (sobre este tópico ver o §11.88 do SNA 2008 e o §3.182(b) do SEC2010). Dado o montante elevado que as transações de não residentes em imóveis localizados em território nacional têm registado nos últimos anos, observa-se uma importância crescente desta parcela nas transações em ações e outras participações no capital de SNF. Ainda assim, excluindo aquela parcela, os fluxos relativos a este instrumento financeiro observados no período recente são positivos, representando, no primeiro semestre de 2018, aproximadamente 40% das transações consolidadas em títulos de capital das SNF.

78. As séries dos indicadores da central de balanços têm frequência trimestral e a primeira observação corresponde a dezembro de 2006.

significativamente superior às restantes empresas ao longo de todo o período considerado.<sup>79</sup> O aumento do rácio de capital relativamente ao ativo, em junho de 2018 face ao mês homólogo de 2017, foi semelhante para as pequenas e médias empresas e para as grandes empresas, em aproximadamente 2 pp. No mesmo período, as sedes sociais aumentaram o seu rácio em 1 pp. Também por setor de atividade se verificam diferenças significativas entre o valor atual do rácio de capital próprio relativamente ao ativo e o valor observado para cada setor de atividade em dezembro de 2006, destacando-se o aumento mais significativo do rácio nos setores do comércio, construção e indústrias.

**Gráfico I.3.23 • Rácio de capital próprio relativamente ao ativo em junho de 2018 e diferencial face ao valor de dezembro de 2006 | Em percentagem e pp**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Informação das estatísticas das empresas não financeiras da central de balanços. Exclui a secção A da CAE – Rev.3: Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca.

A incerteza associada à evolução do comércio internacional, à normalização da política monetária, e à expectativa de um abrandamento da atividade económica enfatiza a importância da continuação do reforço do capital das empresas portuguesas e da redução da respetiva alavancagem, de modo a garantir a sua resiliência de forma sustentável.

### ... A taxa de variação anual dos créditos bancários a SNF ... foi positiva pela primeira vez desde 2011

A taxa de variação anual do crédito total concedido às SNF foi de -0,6% em junho de 2018, inferior à observada em dezembro de 2017, quando se registou um crescimento positivo de 1,3%. A variação negativa em junho de 2018 resultou da diminuição dos empréstimos em -0,5% e de -2,3% dos títulos de dívida.

79. O maior rácio de capital relativamente ao ativo das sedes sociais face aos restantes grupos de empresas verifica-se em toda a série, disponível desde dezembro de 2006.

Contudo, no primeiro semestre de 2018 registou-se um fluxo líquido positivo do crédito concedido por instituições financeiras residentes, para o qual contribuíram quer os bancos, quer outras instituições de crédito. No caso dos bancos, a taxa de variação anual do crédito concedido foi de 1,7%, consequência do crescimento dos empréstimos (1,5% em junho de 2018 que compara com uma variação nula em dezembro de 2017) e dos títulos de dívida detidos pelos bancos (2,8% em junho de 2018, que compara com -5% em dezembro de 2017) (Gráfico I.3.24).<sup>80</sup> Assim, e pela primeira vez desde 2011, a taxa de variação do crédito concedido pelos bancos às SNF foi positiva.

**Gráfico I.3.24 • Taxa de variação anual do crédito concedido às SNF | Em percentagem**

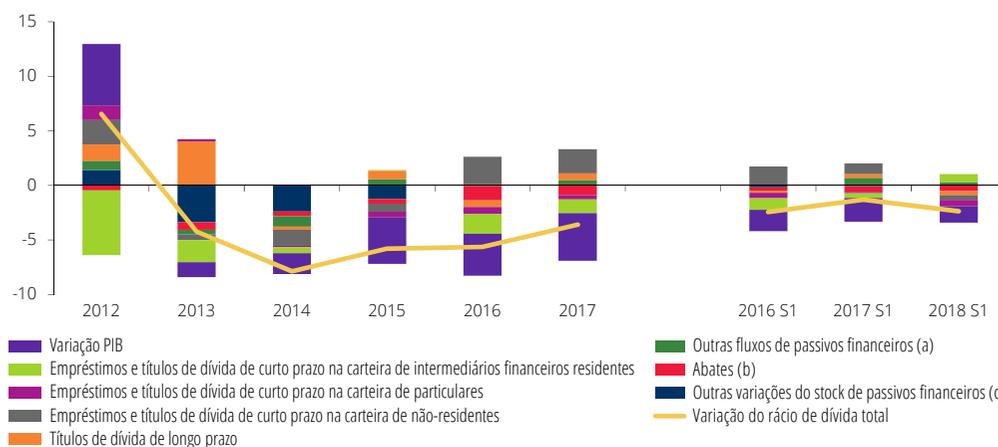


Fonte: Banco de Portugal.

Em sentido inverso, observou-se uma amortização líquida do crédito concedido por setores residentes não financeiros e pelo exterior. Importa notar que o aumento líquido do crédito concedido por instituições financeiras residentes em simultâneo com a redução líquida do crédito concedido pelo exterior contrasta de forma significativa com a evolução observada desde o início da crise económica e financeira. Com exceção do primeiro semestre de 2014, o financiamento das SNF através das instituições financeiras residentes foi progressivamente amortizado em favor de empréstimos e títulos de dívida concedidos por não residentes (Gráfico I.3.25).

80. As taxas anuais de variação de crédito referidas são calculadas com base em valores ajustados de cedências de crédito sem recurso, créditos abatidos ao ativo, reclassificações e da cedência do défice tarifário. Entre dezembro de 2017 e junho de 2018 verificou-se um aumento de, aproximadamente, 53% nos créditos abatidos ao ativo por outras instituições financeiras monetárias. Em comparação com a informação apresentada no Quadro A.9 do *Boletim estatístico* do Banco de Portugal, deverá ser considerada a série empréstimos a SNF ajustados de vendas de carteiras de crédito, ainda que esta série não seja ajustada de cedências do défice tarifário. Segundo esse quadro, a taxa de variação anual dos empréstimos a SNF foi de 0,7% em junho de 2018.

**Gráfico I.3.25 • Contributos para a variação do rácio da dívida total das SNF**  
| Em pontos percentuais do PIB



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: Os contributos semestrais consideram a variação face ao rácio de dívida total de dezembro do ano precedente. (a) Corresponde a fluxos de empréstimos e papel comercial de administrações públicas e sociedades de seguros e fundos de pensões e a fluxos de créditos comerciais e adiantamentos. (b) Corresponde a créditos abatidos ao ativo no balanço de instituições financeiras monetárias residentes. (c) Corresponde a outras variações de volume e de preço que não abates de instituições financeiras monetárias.

## Os novos empréstimos com prazo de fixação da taxa de juro superior a um ano têm aumentado desde 2015, ainda que se observe uma redução marginal do seu peso nos novos empréstimos no primeiro semestre de 2018

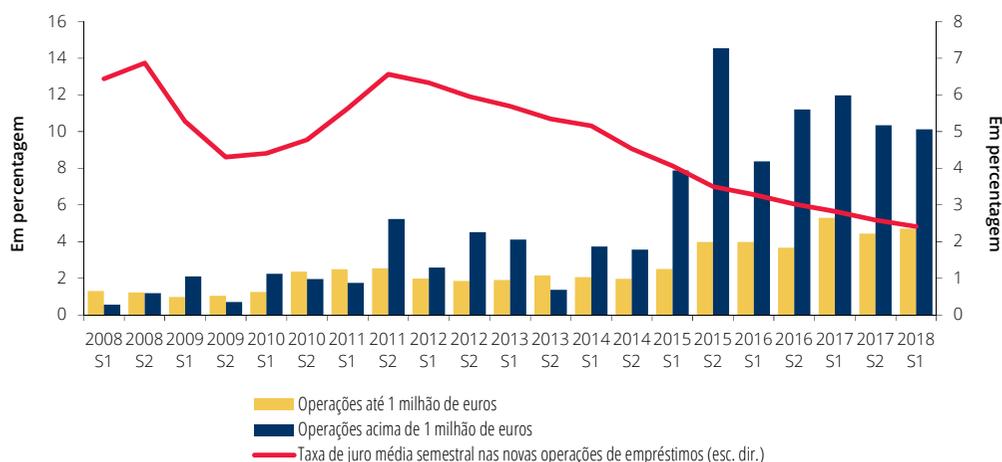
O fluxo bruto de novos empréstimos às SNF aumentou no primeiro semestre de 2018 face ao semestre homólogo em 9%. Neste período, destacou-se o aumento dos fluxos brutos de novos empréstimos ao setor da indústria transformadora e comércio, e a ligeira redução dos fluxos brutos à construção e atividades imobiliárias. Tanto para os setores das indústrias transformadoras como do comércio, os novos fluxos brutos de empréstimos estão maioritariamente associados a empresas em classes de menor risco. Em sentido contrário, a classe de maior risco tem um peso significativo nos novos fluxos de empréstimos a empresas no setor da construção e atividades imobiliárias (Secção 4.3 Critérios de concessão de crédito).

De acordo com os bancos participantes no *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* (na sigla inglesa, BLS – Bank Lending Survey), em junho de 2018, é apontado um ligeiro reforço da procura de novos empréstimos como forma de financiamento do investimento por parte de SNF. Também o nível geral das taxas de juro incentivou as empresas a procurarem empréstimos junto destas instituições. O inquérito mais recente de outubro de 2018 apresenta resultados globalmente semelhantes ao inquérito de junho de 2018, ainda que revelando uma estabilização nas expectativas de todos os fatores de procura de empréstimos das empresas.

Efetivamente, num contexto de baixas taxas de juro, a contratação de novos créditos com prazos de fixação inicial de taxa de juro mais longos poderá limitar a exposição das empresas a potenciais subidas, ainda que graduais, das taxas de juro fruto da normalização da política monetária, assim como de um possível aumento da restritividade nas condições da oferta de crédito.

Desde 2015 que se observa um acréscimo no peso de novas operações com prazo de fixação superior a um ano, em particular, para empréstimos com montantes superiores a um milhão de euros (Gráfico I.3.26). No primeiro semestre de 2018, a proporção de novos empréstimos concedidos com prazo de fixação de taxa de juro superior a 1 ano reduziu-se marginalmente tanto para as operações abaixo de 1 milhão de euros como para as operações acima desse montante face ao semestre homólogo.

**Gráfico I.3.26 • Peso do fluxo bruto de novos empréstimos concedidos com prazo de fixação inicial da taxa de juro superior a 1 ano nas novas operações | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal.

Embora os critérios de concessão de novos empréstimos se tenham mantido globalmente invariáveis no primeiro semestre de 2018, os bancos participantes no BLS sinalizaram que a oferta de crédito bancário a SNF tem sido favorecida pela diminuição dos riscos idiossincráticos das empresas e de cada setor de atividade, assim como pela evolução favorável da economia (Secção 4.3 Critérios de concessão de crédito).

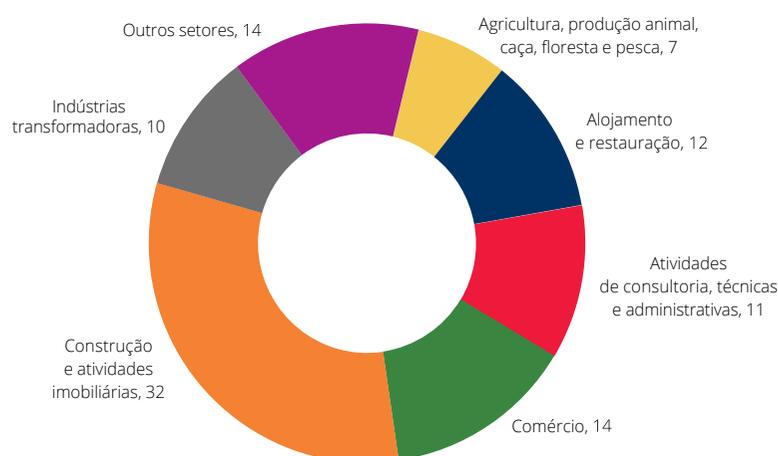
### ..... O setor da construção e atividades imobiliárias tem um peso significativo no total de empréstimos a empresas com início de atividade a partir de 2013

Considerando apenas as empresas que iniciaram a sua atividade a partir de 2013 – isto é, já num período de recuperação da atividade económica – o peso do saldo dos empréstimos concedidos pelo setor financeiro residente às empresas do setor da construção e atividades imobiliárias era, no final de junho de 2018, aproximadamente um terço (Gráfico I.3.27).<sup>81</sup> Também neste setor, o peso do saldo de empréstimos concedidos a empresas mais jovens é superior ao

81. Considerando os empréstimos a empresas que não apresentaram registos na CRC por um período igual ou superior a três meses antes de 2013 (aproximação a empresas que nunca tiveram empréstimos junto do setor financeiro residente), as conclusões seriam globalmente semelhantes, ainda que se observasse uma ligeira redução do peso do setor de alojamento e restauração (10%) e um aumento do peso das atividades de consultoria, técnicas e administrativas (15%). O montante de empréstimos vivos associado a empresas que iniciaram a sua atividade após 2013 corresponde a aproximadamente 68% do montante de empréstimos a empresas que não apresentaram registos na CRC por um período igual ou superior a três meses antes desse ano.

que se observa na generalidade dos outros setores de atividade, com exceção da agricultura e produção animal e do alojamento e restauração: 11% no setor da construção e atividades imobiliárias, que compara com 18% no setor da agricultura e produção animal, 16% no setor do alojamento e restauração, 9% nas atividades de consultoria, técnicas e administrativas, 8% no comércio e 5% na indústria transformadora.

**Gráfico I.3.27 • Saldo dos empréstimos concedidos pelo setor financeiro residente a empresas com início de atividade a partir de 2013, em junho de 2018 | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Informação de empréstimos obtida a partir da central de responsabilidades de crédito. Nenhum dos setores considerados em “Outros setores” apresentou um peso superior aos setores individuais identificados no gráfico.

Ainda que a evolução do crédito concedido aos diferentes setores acompanhe a atual evolução favorável da sua atividade, é necessário que as decisões de investimento e de financiamento tomadas pelas empresas individuais tenham em consideração as suas especificidades e as características cíclicas do setor em que operam, a fim de evitar perdas decorrentes da inversão do ciclo económico e aumento do incumprimento do crédito.

## 4 Sistema bancário

No primeiro semestre de 2018, a rentabilidade do sistema bancário prosseguiu uma trajetória de recuperação. Esta melhoria dos resultados ocorreu num contexto de um menor registo de perdas por imparidade para crédito e de um aumento da eficiência operacional. A redução de empréstimos *non-performing* (NPL) prosseguiu e os rácios de cobertura por imparidade continuaram a aumentar. A posição de liquidez manteve-se em níveis confortáveis. O rácio de fundos próprios totais foi reforçado pela emissão de instrumentos de dívida elegíveis para fundos próprios.

Estes desenvolvimentos ocorreram num enquadramento macroeconómico e financeiro favorável e de valorização dos ativos imobiliários. Porém, o sistema bancário português continua a ser condicionado pelo ambiente de baixas taxas de juro na área do euro, pelo ainda elevado *stock* de NPL, pela necessidade de investimento em infraestruturas tecnológicas para enfrentar os desafios colocados pela digitalização na prestação de serviços financeiros, pela potencial concorrência de empresas especializadas (*Fintech*), pela necessidade de redimensionamento das estruturas de custos operacionais e pela necessidade da emissão de instrumentos de dívida de elevado nível de subordinação elegíveis para fundos próprios regulamentares, com vista ao cumprimento dos requisitos de MREL, no curto/médio prazo.

Neste sentido, por um lado, apesar da atual melhoria da rentabilidade, os desafios que ainda se colocam ao sistema bancário português requerem a adoção de políticas prudentes de aplicação dos resultados gerados, em particular no que concerne à distribuição de dividendos. Por outro lado, os esforços com vista à redução dos custos operacionais não devem comprometer a adoção de políticas adequadas de controlo dos riscos inerentes à sua atividade. Em particular, as instituições deverão assegurar uma adequada avaliação e controlo, não só dos riscos financeiros, como também do risco operacional, nomeadamente no que diz respeito às atividades de combate ao branqueamento de capitais e ao financiamento do terrorismo, bem como, da mitigação do ciber-risco.

Por fim, a adoção da IFRS 9 a 1 de janeiro de 2018, traduziu-se na transição de um modelo de perdas incorridas para um modelo de perdas esperadas, tendo impacto nas imparidades reconhecidas e nos fundos próprios dos bancos. A introdução desta norma leva ao reconhecimento mais rápido das perdas por imparidade, em linha com o risco de crédito dos ativos financeiros. Também neste sentido, a implementação da adenda às orientações do BCE sobre o provisionamento de novos NPL<sup>82</sup> constitui um incentivo importante para o reconhecimento mais atempado de perdas por imparidade nos contratos de crédito que entram na situação de *non-performing*.

Nos últimos anos, as principais instituições do sistema bancário português têm vindo a desenvolver processos de reestruturação e a seguir planos de redução de ativos *non-performing* que, no seu conjunto, têm em vista o aumento da sua rentabilidade futura e resiliência a choques adversos, bem como a melhoria das condições de exercício da sua função de intermediação financeira. Contudo, é de realçar que, em geral, as instituições se encontram em diferentes fases de ajustamento, muito embora se tenha observado uma redução da heterogeneidade dentro do sistema bancário.

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

## 4.1 Rendibilidade

... A rendibilidade do sistema bancário aumentou, refletindo  
... principalmente um menor valor de provisões e imparidades

No primeiro semestre de 2018, os resultados do sistema bancário português aumentaram significativamente em termos homólogos. A rendibilidade do ativo (no acrónimo inglês, ROA) situou-se em 0,7% e a do capital próprio (no acrónimo inglês, ROE)<sup>83</sup> em 7,7% (Quadro I.4.1). No que diz respeito às principais instituições que têm atividade internacional relevante<sup>84</sup>, a evolução da rendibilidade refletiu também um contributo maior dessa atividade, quando comparado com o período homólogo.

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

	Valores anualizados (em milhões de euros)			Em percentagem do ativo médio			Contributo p/ Δ ROA (pp)
	2017 S1	2017	2018 S1	2017 S1	2017	2018 S1	2018 S1
1. Margem financeira	6137	6109	6164	1,59	1,59	1,62	0,01
2. Rendimentos de serviços e comissões líquidos	2777	2853	2921	0,72	0,74	0,77	0,04
3. Resultados de operações financeiras	1087	840	767	0,28	0,22	0,20	-0,08
4. Outros resultados de exploração	-356	1001	-327	-0,09	0,26	-0,09	0,01
5. Custos operacionais	-5838	-5706	-5498	-1,51	-1,48	-1,45	0,09
6. Provisões e imparidades	-3010	-4255	-2022	-0,78	-1,11	-0,53	0,26
7. Outros resultados	362	260	569	0,09	0,07	0,15	0,05
Resultado antes de impostos	1318	1184	2746	0,34	0,31	0,72	0,37
Por memória:							
Resultado de exploração [=1+2+5]	3075	3256	3586	0,80	0,85	0,94	0,13
Produto bancário [=1+2+3+4]	9644	10 803	9523	2,50	2,81	2,50	-0,03
Imparidades para crédito	-1727	-2464	-1232	-0,45	-0,64	-0,32	0,13
Ativo médio	385 467	384 563	380 293				0,01

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

A evolução da rendibilidade decorreu, em especial, de um fluxo de provisões e imparidades substancialmente menor ao observado no mesmo período de 2017. O contributo desta componente para o aumento do ROA foi de 0,26 pp, representando cerca de dois terços deste aumento. Esta dinâmica insere-se num contexto de recuperação da atividade económica em Portugal, que se traduz numa redução do incumprimento no crédito por parte dos mutuários, acompanhada de uma valorização do colateral que lhe está associado. Porém, uma vez que existe evidência de uma relação positiva entre o crescimento económico e a rendibilidade dos bancos devido

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

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

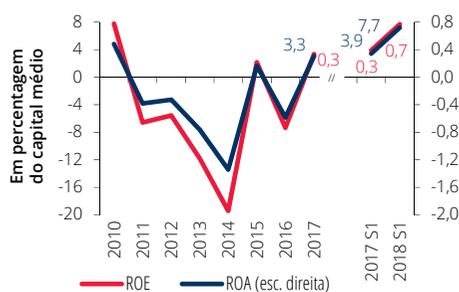
à pró-ciclicidade do registo de imparidades, esta dinâmica poderá estagnar ou inverter-se numa situação de abrandamento da economia.<sup>85</sup> Dado o ainda elevado *stock* de NPL, o reconhecimento de perdas por imparidade deverá prosseguir nos próximos anos, em linha com os planos submetidos às autoridades de supervisão.

A rentabilidade dos sistemas bancários tem implicações importantes ao nível da estabilidade do sistema financeiro, uma vez que a retenção de resultados permite reforçar a solvabilidade das instituições. Assim, apesar da atual melhoria da rentabilidade, os desafios que ainda se colocam às instituições portuguesas requerem a adoção de políticas prudentes de aplicação dos resultados gerados, em particular no que concerne à distribuição de dividendos.

Os menores níveis de alavancagem constituem uma das principais características do ajustamento dos sistemas bancários a nível global nos anos que se seguiram à crise financeira internacional iniciada em 2008, traduzindo-se no aumento da resiliência a choques adversos. Este facto é consistente com a atual relação entre os níveis de ROE e ROA, a qual reflete maiores níveis de capital próprio por unidade de ativo (Gráfico I.4.1).

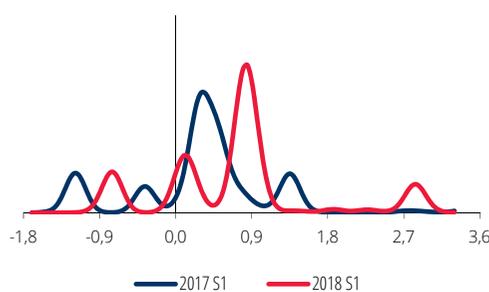
A maior rentabilidade do sistema bancário, em termos agregados, foi acompanhada por uma deslocação da distribuição do ROA para a direita, significando um aumento transversal deste indicador, em particular de algumas das instituições de maior dimensão (Gráfico I.4.2). Adicionalmente, a dissipação do efeito de base negativo causado pelo reconhecimento de reservas cambiais negativas decorrente da desconsolidação do BFA pelo BPI, em junho de 2017, também contribuiu para o aumento do ROA do sistema bancário.<sup>86</sup>

**Gráfico I.4.1 • Rentabilidade do capital próprio (ROE) e do ativo (ROA)**



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

**Gráfico I.4.2 • Rentabilidade do ativo (ROA) – Distribuição empírica | Em percentagem do ativo médio**



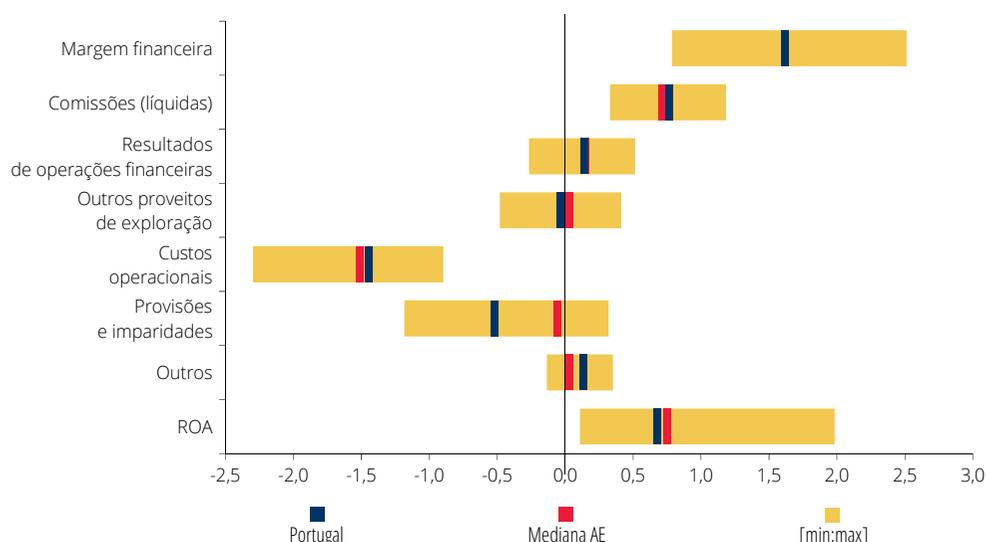
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Distribuição empírica obtida recorrendo a um *kernel* gaussiano que pondera as instituições pelo seu ativo. *Bandwidth*=0,12. A rentabilidade do ativo (ROA) é calculada considerando os resultados antes de impostos, em percentagem do ativo médio. Valores anualizados.

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

86. Para mais detalhes, consultar a Secção 3.4 “Rentabilidade” do *Relatório de Estabilidade Financeira* de dezembro de 2017.

No primeiro semestre de 2018, o ROA do sistema bancário português situou-se ligeiramente abaixo da mediana da área do euro (Gráfico I.4.3). Esta posição relativa continua a dever-se, essencialmente a um maior fluxo de provisões e imparidades registadas pelo sistema bancário português em relação aos seus pares europeus. É de notar que, face à mediana da área do euro, o contributo (negativo) dos custos operacionais para o ROA foi menor.

**Gráfico I.4.3 • ROA – Comparação internacional dos contributos (2018 S1) | Em percentagem do ativo médio**



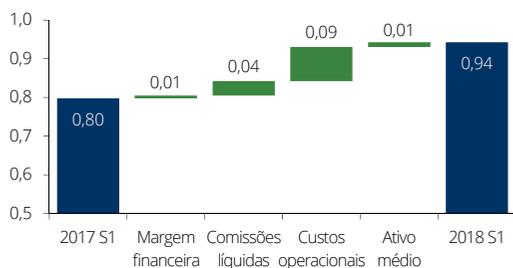
Fonte: Banco Central Europeu (*Consolidated Banking Data*). | Notas: A componente Outros inclui *goodwill* negativo, apropriação de resultados de filiais, *joint-ventures* e associadas e resultados de ativos não correntes classificados como detidos para venda e não qualificados como operações descontinuadas.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

## ⋮ O resultado de exploração melhorou num quadro de redução da heterogeneidade entre instituições

No primeiro semestre de 2018, o contributo do resultado de exploração<sup>87</sup> para o ROA aumentou 0,13 pp (Gráfico I.4.4). Esta dinâmica refletiu o aumento da margem financeira, das comissões líquidas e, em maior grau, da diminuição dos custos operacionais. O aumento observado decorreu de uma melhoria deste indicador por parte das instituições com um resultado de exploração mais baixo (Gráfico I.4.5). No primeiro semestre de 2018, as instituições com um resultado de exploração mais elevado estabilizaram em valores semelhantes aos observados no período homólogo. Assim, no primeiro semestre de 2018, a heterogeneidade entre as instituições diminuiu.

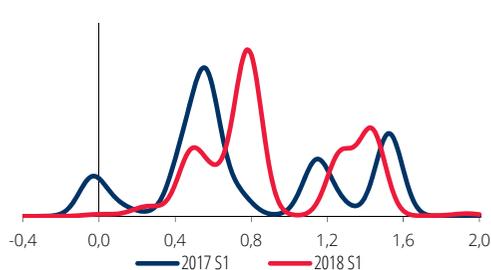
87. O resultado de exploração é definido pelo agregado da margem financeira e das comissões líquidas deduzido dos custos operacionais.

**Gráfico I.4.4 • Resultado de exploração – Nível e contributos para a variação | Em percentagem do ativo médio e pontos percentuais**



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

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

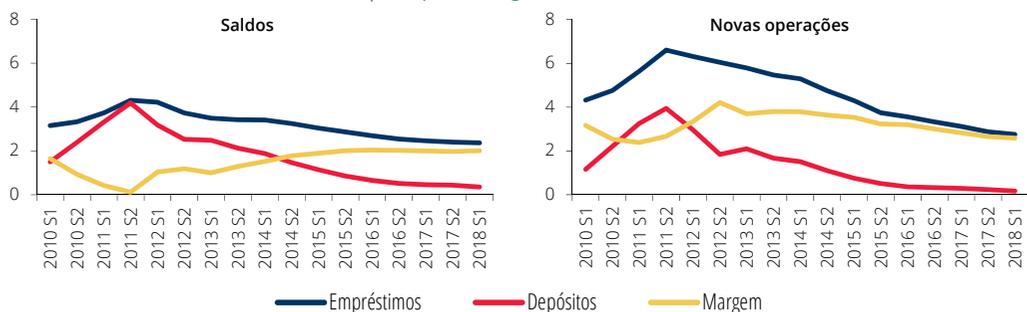


Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Distribuição empírica obtida recorrendo a um *kernel* gaussiano que pondera as instituições pelo seu ativo. *Bandwidth*=0,07. Valores anualizados.

A margem financeira, isto é, a diferença entre os juros totais recebidos e os juros totais pagos, aumentou ligeiramente face ao período homólogo, tendo o contributo desta para o ROA ascendido a 1,62% do ativo médio. Esta evolução resultou de um aumento do diferencial entre as taxas de juro implícitas, tendo a taxa de juro implícita do passivo diminuído mais do que a taxa de juro implícita do ativo. A diminuição da taxa de juro implícita do passivo proveio sobretudo da diminuição do custo implícito de financiamento através de depósitos de clientes e de títulos. No mesmo sentido, a evolução da margem continuou a beneficiar da recomposição da estrutura de financiamento observada nos últimos anos, em favor dos depósitos de clientes e em detrimento de títulos e derivados financeiros detidos para negociação. Em sentido oposto, observou-se uma diminuição da carteira de empréstimos concedidos ao setor privado não financeiro, bem como da taxa de juro implícita associada a esta carteira, concretizando-se numa diminuição dos juros recebidos.

No que diz respeito apenas à margem financeira de clientes, isto é, relativa à concessão de crédito e à captação de depósitos de clientes, ocorreu uma deterioração no primeiro semestre de 2018 em relação ao período homólogo. Esta evolução proveio da diminuição dos juros recebidos, quer pela diminuição da carteira de empréstimos concedidos ao setor privado não financeiro, quer pela diminuição da taxa de juro implícita associada. Este efeito foi parcialmente compensado pela diminuição da taxa implícita dos depósitos de clientes. Na atividade doméstica, a margem entre as taxas de juro das novas operações de empréstimo e depósito com o setor privado não financeiro continuou numa trajetória decrescente, diminuindo o diferencial positivo entre este *spread* e o dos saldos (Gráfico I.4.6).

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



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Inclui empréstimos a SNF e a particulares. Taxas médias semestrais ponderadas pelos saldos (painel esquerdo) e pelas novas operações (painel direito) de empréstimos e depósitos.

Os rendimentos de serviços e comissões líquidos aumentaram 5,2%, em termos homólogos, dado que o aumento das comissões recebidas foi superior ao aumento das comissões pagas. Este aumento concentrou-se nas instituições que apresentavam menores rendimentos de comissões no período homólogo, traduzindo-se numa diminuição da heterogeneidade do sistema bancário. O aumento das comissões recebidas deveu-se, maioritariamente, ao aumento das comissões provenientes de serviços de pagamento que passaram a representar cerca de 41% do total de comissões recebidas.

A atual evolução favorável dos rendimentos de serviços e comissões poderá, por um lado, ser desafiada por pressões concorrenciais acrescidas, principalmente na prestação de serviços de pagamento, com a transposição da PSD 2 para o ordenamento jurídico português<sup>88</sup>, a qual facilitará a entrada de novas empresas no mercado. Porém, ainda não existe evidência de concorrência significativa por parte de empresas *Fintech*, uma vez que a Diretiva apenas entrou em vigor recentemente. Por outro lado, a construção de sinergias entre as instituições incumbentes e os novos prestadores de serviços financeiros por via digital poderá também contribuir para o aumento da eficiência operacional do sistema bancário.

## ⋮ A eficiência do sistema bancário, medida pelo *cost-to-income*, ⋮ continuou a melhorar no primeiro semestre de 2018

O rácio *cost-to-income*<sup>89</sup> diminuiu 2,8 pp no primeiro semestre de 2018, indicando um aumento da eficiência do sistema bancário (Gráfico I.4.7). Esta evolução resultou de uma diminuição dos custos operacionais, dada a ligeira diminuição do produto bancário. No primeiro semestre de 2017, um conjunto de eventos não recorrentes conduziram ao aumento do rácio *cost-to-income*.<sup>90</sup> Quando corrigido destes eventos, este indicador situou-se em cerca de 56%, um valor ligeiramente inferior ao observado no final do primeiro semestre de 2018 quando aplicados os ajustamentos da mesma natureza.

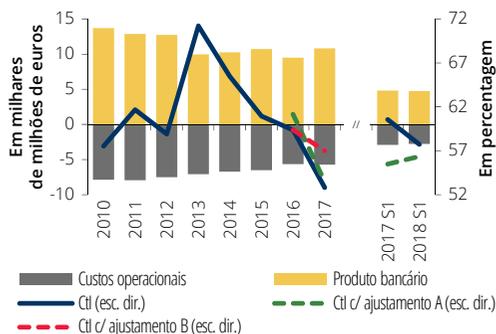
O rácio *cost-to-income* do setor bancário português situou-se abaixo da mediana da área do euro no primeiro semestre de 2018 (Gráfico I.4.8). Este posicionamento decorreu da já referida melhoria da eficiência do sistema bancário português, bem como da deterioração deste rácio noutras geografias.

88. O Decreto-Lei n.º 91/2018, que transpõe a PSD 2 para o Regime Jurídico dos Serviços de Pagamento e da Moeda Electrónica, foi publicado em *Diário da República* no dia 12 de novembro de 2018, tendo entrado em vigor no dia seguinte à sua publicação.

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

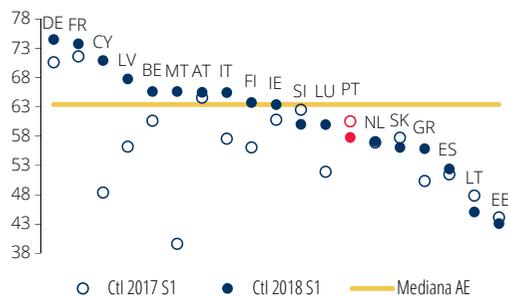
90. Os eventos considerados nos ajustamentos foram: i) as revisões dos Acordos Coletivos de Trabalho, que diminuíram os “custos operacionais” (com impacto em 2017 S1 e 2018 S1); ii) os processos de reestruturação, que aumentaram os “custos operacionais” (2017 S1 e 2018 S1); iii) perda associada à desconsolidação do BFA pelo BPI, com impacto negativo na rubrica de “outros proveitos de exploração” (2017 S1).

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



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O *cost-to-income* com o ajustamento A encontra-se ajustado dos processos de reestruturação, revisão dos ACT, do acionamento do mecanismo de capitalização contingente associado à venda do Novo Banco (observado no segundo semestre de 2017) e da perda associada à desconsolidação do BFA pelo BPI. O rácio com o ajustamento B encontra-se apenas ajustado do acionamento do mecanismo de capitalização contingente associado à venda do Novo Banco.

Gráfico I.4.8 • *Cost-to-income* (CtI) – Comparação internacional | Em percentagem



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

No primeiro semestre de 2018, os custos operacionais diminuíram 5,8% face ao período homólogo, principalmente devido à diminuição dos custos com pessoal. Esta rubrica representa cerca de 57% dos custos operacionais do sistema bancário. Os outros gastos administrativos e as amortizações também diminuíram face ao período homólogo. A redução dos custos operacionais contribuiu para o aumento do ROA em 0,09 pp, sendo que esta diminuição se concentrou nas instituições com maiores custos operacionais por ativo.

Nos últimos anos, a evolução dos custos operacionais de uma grande parte das instituições do sistema bancário português tem sido determinada pelos processos de reestruturação em curso, tendo em vista o incremento da sua eficiência operacional. Em particular, é expectável que os programas de reformas antecipadas, rescisões por mútuo acordo e revisões dos acordos coletivos de trabalho, embora possam continuar a implicar custos acrescidos no momento da sua implementação, contribuam para o aumento da rentabilidade futura do sistema bancário.

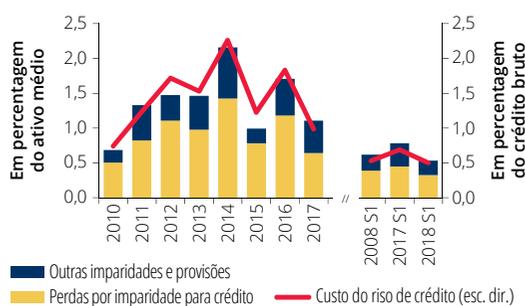
Contudo, os esforços das instituições para a redução dos custos operacionais não deverão comprometer um nível adequado de controlo dos riscos inerentes à sua atividade. Em particular, as instituições deverão assegurar uma adequada avaliação e controlo, não só dos riscos financeiros, como também do risco operacional, nomeadamente no que diz respeito às atividades de combate ao branqueamento de capitais e ao financiamento do terrorismo, bem como, da mitigação do ciber-risco. Por fim, o sistema bancário deverá prosseguir uma política de investimento na digitalização das suas estruturas, com vista à melhoria da sua eficiência operacional e à mitigação de efeitos de uma potencial concorrência por parte das *Fintech*.

## ..... O custo do risco de crédito atingiu o valor mais baixo desde o primeiro semestre de 2008

No primeiro semestre de 2018, o custo do risco de crédito<sup>91</sup> diminuiu 0,2 p.p. em relação ao período homólogo de 2017, situando-se em 0,5%, um valor semelhante ao observado no mesmo período de 2008. Esta evolução refletiu, principalmente, a redução de cerca de 29% do montante de imparidades para crédito (Gráfico I.4.9).

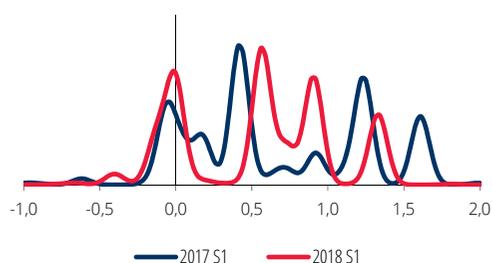
O registo de imparidades para crédito foi heterogéneo entre as instituições do sistema bancário (Gráfico I.4.10). De facto, observa-se uma correlação negativa entre a qualidade da carteira de crédito e o esforço de constituição de imparidades sobre esses ativos.<sup>92</sup> Contudo, a diminuição do custo do risco de crédito foi mais significativa nas instituições para as quais este indicador era mais elevado no primeiro semestre de 2017.

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



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

**Gráfico I.4.10 • Custo do risco de crédito – Distribuição empírica | Em percentagem do ativo médio**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Distribuição empírica obtida recorrendo a um *kernel* gaussiano que pondera as instituições pelo seu ativo. *Bandwidth*=0,06. O custo do risco de crédito corresponde ao fluxo das imparidades para crédito em percentagem do total do crédito bruto médio concedido a clientes. Valores anualizados.

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

91. O custo do risco de crédito corresponde ao fluxo das imparidades para crédito em percentagem do total do crédito bruto médio concedido a clientes.

92. Para mais detalhes, ver a Secção 4.1 “Rendibilidade” do *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2018.

Todavia, como referido anteriormente, existe evidência de uma relação positiva entre o crescimento económico e a redução do fluxo de imparidades, pelo que a atual dinâmica de redução poderá estagnar ou inverter-se em caso de abrandamento da economia. Adicionalmente, os efeitos da aplicação da IFRS 9 e da adenda às orientações do BCE sobre o provisionamento de novos NPL poderão implicar um maior registo de imparidades. Por fim, a convergência dos indicadores de qualidade de ativos para os padrões internacionais exige a continuação do esforço de redução do *stock* de NPL e, em alguns casos, de constituição de imparidades.

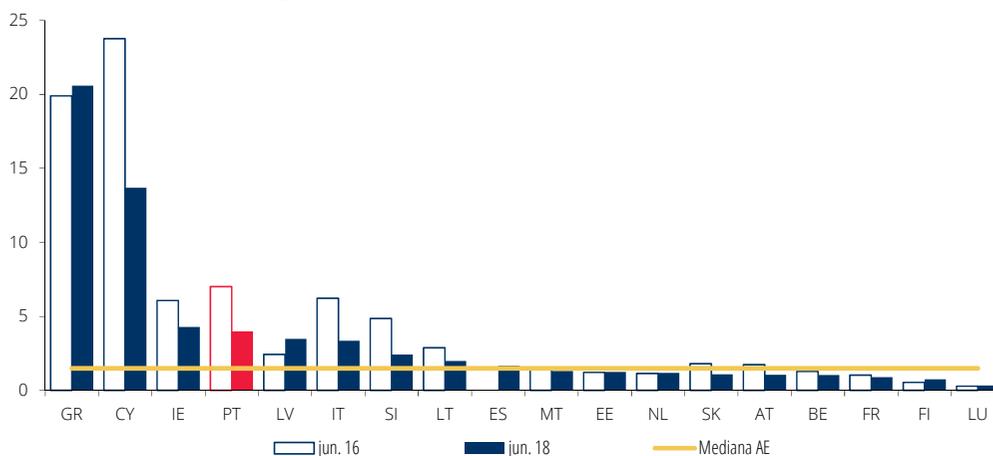
Com vista à aplicação consistente dos princípios contabilísticos previstos na IFRS 9, o Banco de Portugal divulgou, na forma de Carta Circular<sup>93</sup>, o seu entendimento quanto aos critérios de referência e princípios que suportam a avaliação das metodologias de cálculo de perdas de crédito esperadas das instituições sujeitas à sua supervisão.

## 4.2 Qualidade de ativos

### ∴ O rácio de NPL manteve uma trajetória decrescente

O sistema bancário português tem registado progressos assinaláveis ao nível da qualidade média da carteira de crédito, quer por vendas e abatimentos ao ativo, quer por passagem à situação *performing* (curas). O peso dos NPL líquidos de imparidades no total do ativo em Portugal é próximo ao observado na Irlanda e na Itália (Gráfico I.4.11). Porém, o nível de NPL continua a ser significativo e a comparar desfavoravelmente no contexto europeu.<sup>94</sup> Assim, no atual quadro de recuperação da rentabilidade do sistema bancário, as instituições deverão promover a retenção de resultados por forma a aumentar os níveis de capital, melhorando as condições para prosseguir a redução dos ainda elevados níveis de NPL.

**Gráfico I.4.11 • Rácio NPL líquido de imparidades sobre o ativo total – Comparação internacional | Em percentagem**



Fonte: Banco Central Europeu (*Consolidated Banking Data*). | Notas: NPL na definição da Autoridade Bancária Europeia. Alguns países não se encontram representados por indisponibilidade de dados.

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

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

Assim, é importante a prossecução da atual trajetória de redução de NPL e de reconhecimento de perdas nos ativos com menor probabilidade de serem recuperados, de acordo com os planos de redução de ativos não produtivos que foram submetidos às autoridades de supervisão e que têm vindo a ser implementados pelas instituições. Também neste sentido, a implementação da adenda às orientações do BCE sobre o provisionamento de novos NPL e a adoção da IFRS 9 constituem um incentivo importante para o reconhecimento mais atempado de perdas por imparidade nos contratos de crédito que entram na situação de *non-performing*, o que deverá permitir uma saída mais célere destes ativos do balanço das instituições.

Em junho de 2018, o rácio de NPL<sup>95</sup> situou-se em 11,7%, tendo diminuído 1,6 pp desde dezembro de 2017 (Quadro I.4.2). Esta dinâmica deveu-se, fundamentalmente, à redução de cerca de 4,6 mil milhões de euros do *stock* de NPL. A diminuição do rácio de NPL beneficiou sobretudo de fluxos significativos de abatimentos ao ativo e de curas (líquidas de novas entradas no estado de *non-performing*) (Gráfico I.4.12). Estima-se que estes dois fatores tenham contribuído em mais de dois terços para a diminuição observada no rácio de NPL no primeiro semestre de 2018. A informação pública disponível de algumas das principais instituições sugere a continuação da tendência de redução do *stock* de NPL no segundo semestre de 2018.

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

	Notas	Unidades	jun. 2016	dez. 2016	jun. 2017	dez. 2017	jun. 2018	Δ jun. 2016 jun. 2018	Δ dez. 2017 jun. 2018
Todos os setores									
NPL		10 <sup>6</sup> €	50 459	46 361	42 276	37 001	32 468	-17 992	-4533
d.q. <i>Unlikely-to-pay</i>		10 <sup>6</sup> €	18 747	18 046	15 661	14 443	11 946	-6801	-2497
d.q. Vencido		10 <sup>6</sup> €	31 713	28 315	26 615	22 558	20 522	-11 191	-2036
Rácio de NPL	(1) (2)	%	17,9	17,2	15,4	13,3	11,7	-6,2 pp	-1,6 pp
Sociedades não financeiras									
NPL		10 <sup>6</sup> €	33 151	30 160	27 232	24 184	21 123	-12 028	-3061
Rácio de NPL	(2)	%	30,3	29,5	27,5	25,2	22,3	-8,0 pp	-2,9 pp
Particulares									
NPL		10 <sup>6</sup> €	12 865	12 030	11 154	9824	8722	-4 142	-1102
NPL – Habitação		10 <sup>6</sup> €	8297	7929	7232	6297	5329	-2 967	-968
NPL – Consumo e Outros		10 <sup>6</sup> €	4568	4101	3922	3527	3393	-1175	-134
Rácio de NPL	(2)	%	9,2	8,7	8,1	7,1	6,4	-2,8 pp	-0,7 pp
Rácio de NPL – Habitação	(2)	%	7,2	7,0	6,5	5,7	4,9	-2,3 pp	-0,8 pp
Rácio de NPL – Consumo e Outros	(2)	%	19,0	16,2	15,0	13,1	12,6	-6,4 pp	-0,5 pp

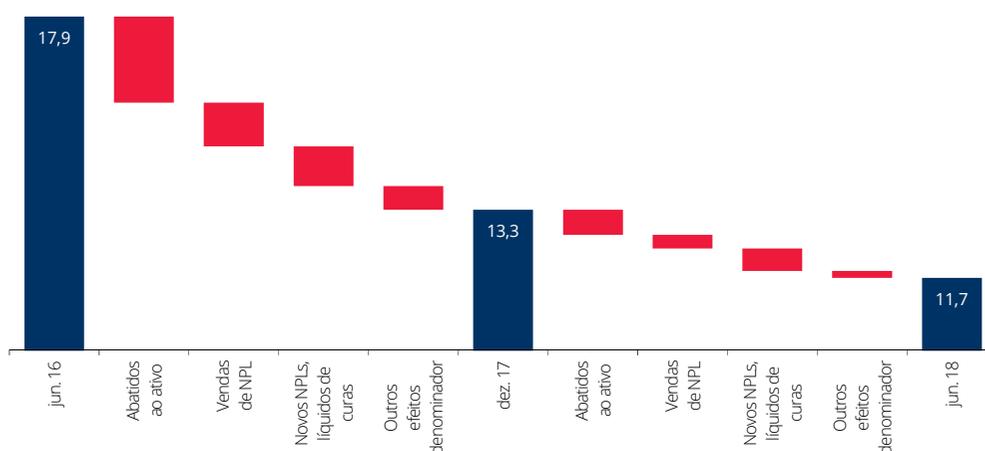
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Valores em fim de período. NPL na definição da EBA. (1) – além dos empréstimos a clientes, inclui as disponibilidades e aplicações em bancos centrais e em outras instituições de crédito; (2) – corresponde ao montante de *non-performing* em relação ao total de empréstimos.

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

Face ao máximo registado em junho de 2016, o rácio de NPL diminuiu 6,2 pp, correspondendo a uma redução de cerca de 18 mil milhões de euros do *stock* de NPL (-36%). Neste período, a variação do *stock* de NPL ficou a dever-se, principalmente, aos abatimentos ao ativo e, em segundo lugar e ao mesmo nível, às vendas e às curas (líquidas) de NPL. Estima-se que estes três fatores, em conjunto, tenham justificado aproximadamente 90% da variação do rácio de NPL desde junho de 2016.

O rácio de NPL das SNF situou-se em 22,3% no final de junho de 2018, tendo diminuído 2,9 pp face a dezembro de 2017. Esta redução do rácio de NPL ficou a dever-se a uma redução de cerca de 3 mil milhões de euros do *stock* de NPL neste segmento, o qual concentra cerca de 65% do montante total de NPL do sistema bancário. A diminuição do rácio de NPL ficou a dever-se em cerca de 60% ao fluxo de empréstimos abatidos ao ativo e às curas de NPL (Gráfico I.4.14). A diminuição acumulada do *stock* de NPL de SNF desde junho de 2016 ascende a 12 mil milhões de euros.

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

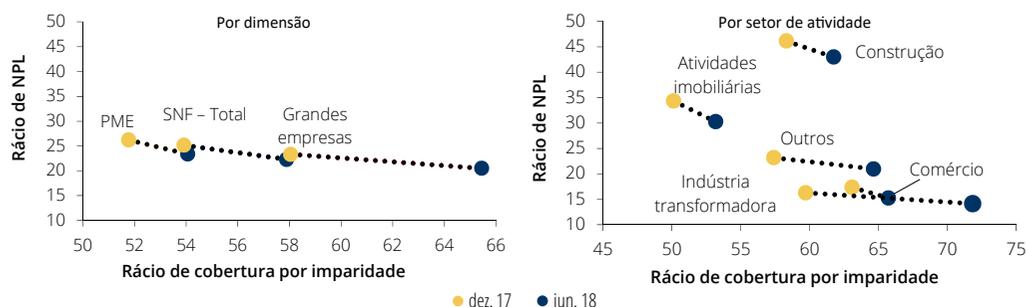


Fonte: Banco de Portugal (cálculos internos). | Notas: NPL na definição da EBA. As vendas de NPL incluem titularizações. A rubrica “Novos NPL, líquidos de curas” reflete todas as entradas e saídas do segmento de NPL por outros motivos que não abatidos ao ativo, vendas e titularizações, designadamente,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

No primeiro semestre de 2018, a redução do rácio de NPL das SNF, conjugada com o reforço do rácio de cobertura de NPL por imparidade, foi transversal às pequenas e médias empresas e às empresas de maior dimensão (Gráfico I.4.13). Contudo, o incremento do rácio de cobertura por imparidade foi superior nas empresas de maior dimensão.

Por setor de atividade, observou-se igualmente uma redução generalizada do rácio de NPL, bem como um aumento do rácio de cobertura por imparidade (Gráfico I.4.13). Na indústria transformadora, o rácio de cobertura aumentou, no primeiro semestre de 2018, a um ritmo superior ao observado nos restantes ramos de atividade.

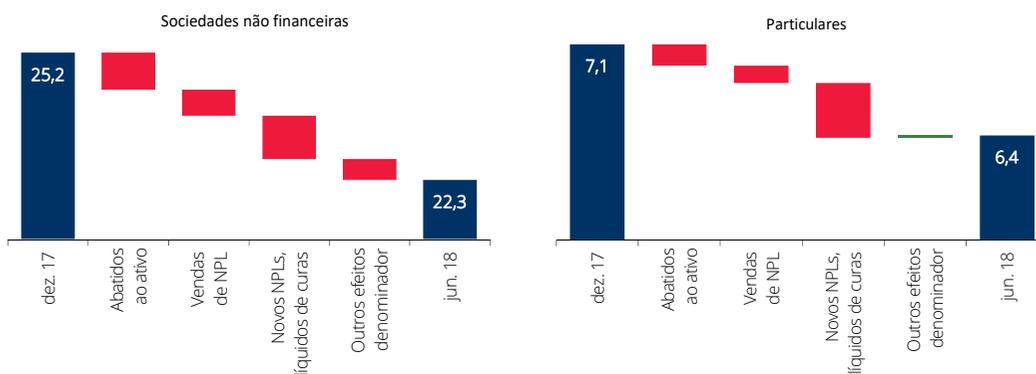
**Gráfico I.4.13 • Rádios de NPL e de cobertura por imparidade das SNF por dimensão e setor de atividade | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: NPL na definição da EBA. O setor Comércio corresponde ao ramo de comércio por grosso e a retalho e reparação de veículos. O setor Outros inclui os ramos de atividade não representados individualmente no gráfico.

Por sua vez, os rácios de NPL do crédito a particulares para habitação e para consumo e outros fins situaram-se, respetivamente, em 4,9% e 12,6%. A diminuição dos rácios de NPL nestes segmentos resultou essencialmente de uma redução de cerca de mil milhões de euros do *stock* de NPL nos empréstimos à habitação e cerca de 134 milhões de euros nos empréstimos ao consumo e outros fins, desde dezembro de 2017. O principal contributo para a redução do rácio de NPL do crédito a particulares foram as curas (líquidas), fator que contribuiu para mais de metade desta variação (Gráfico I.4.14).

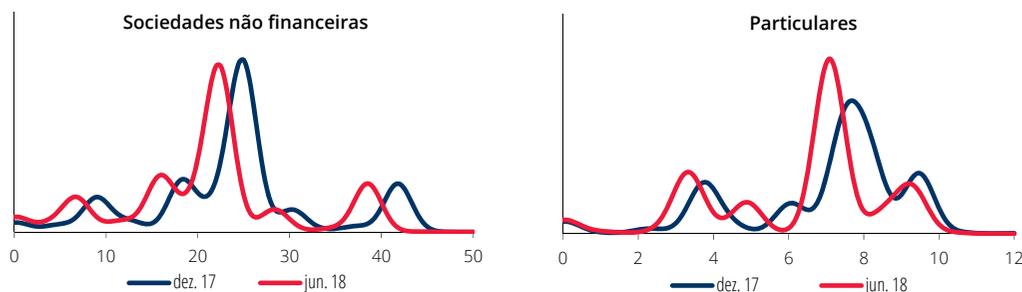
**Gráfico I.4.14 • Rádios de NPL das SNF e dos particulares – Contributos para a evolução no primeiro semestre de 2018 | Em percentagem e pontos percentuais**



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

Entre o final de 2017 e junho de 2018, observou-se uma redução dos rácios de NPL para a generalidade das instituições do sistema bancário (Gráfico I.4.15). Porém, continuou a observar-se uma elevada heterogeneidade entre instituições.

**Gráfico I.4.15 • Rádios de NPL das SNF e dos particulares – Distribuição empírica**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Distribuição empírica obtida recorrendo a um *kernel gaussiano* que pondera as instituições pelo seu ativo. *Bandwidth*=0,7 (SNF) e *Bandwidth*=0,04 (particulares). NPL na definição da EBA.

### ○ O rácio de cobertura por imparidades no segmento das sociedades não financeiras aumentou significativamente

No primeiro semestre de 2018, o rácio de cobertura de NPL por imparidade<sup>96</sup> aumentou 3,5 pp, para 52,8% (Quadro I.4.3). Esta dinâmica refletiu o aumento deste rácio nos segmentos de empréstimos a SNF (4,0 pp) e de empréstimos a particulares para habitação (3,2 pp), ao passo que o rácio de cobertura de NPL por imparidade no segmento de empréstimos a particulares para consumo e outros fins diminuiu (-1,7 pp).

**Quadro I.4.3 • Cobertura dos empréstimos *non-performing* por imparidades, colateral e garantias financeiras**

	Notas	Unidades	jun. 2016	dez. 2016	jun. 2017	dez. 2017	jun. 2018	Δ jun. 2016 jun. 2018	Δ dez. 2017 jun. 2018
Todos os setores									
Rácio de cobertura por imparidade	(1) (2)	%	43,2	45,3	45,9	49,4	52,8	9,7 pp	3,5 pp
Rácio de cobertura total	(1) (3)	%	85,9	87,2	88,5	90,5	92,2	6,3 pp	1,7 pp
Sociedades não financeiras									
Rácio de cobertura por imparidade	(2)	%	46,4	48,9	49,1	53,9	57,9	11,5 pp	4,0 pp
Rácio de cobertura total	(3)	%	84,1	85,0	87,0	89,0	92,9	8,8 pp	3,9 pp
Particulares									
Rácio de cobertura por imparidade	(2)	%	36,7	35,4	36,5	37,1	39,6	2,9 pp	2,5 pp
Rácio de cobertura por imparidade – Habitação	(2)	%	23,9	21,0	21,9	22,8	26,0	2,1 pp	3,2 pp
Rácio de cobertura por imparidade – Consumo e Outros	(2)	%	60,0	63,2	63,5	62,6	60,9	0,9 pp	-1,7 pp
Rácio de cobertura total	(3)	%	97,9	96,3	96,3	95,8	91,6	-6,3 pp	-4,2 pp

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Valores em fim de período. NPL na definição da EBA. (1) – além dos empréstimos a clientes, inclui as disponibilidades e aplicações em bancos centrais e em outras instituições de crédito; (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 financeiras associadas aos empréstimos *non-performing* em relação ao total de empréstimos *non-performing*.

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

A implementação da norma contabilística IFRS 9, a partir de janeiro de 2018, traduziu-se na introdução de um novo modelo para o cálculo de imparidade pelas instituições financeiras.<sup>97</sup> Este novo modelo caracteriza-se pelo reconhecimento de perdas por imparidade numa base de perda esperada, ao invés do conceito de perda incorrida associado ao modelo anterior (IAS 39). A abordagem utilizada introduz três fases, às quais correspondem as seguintes classificações dos ativos financeiros: *performing*, *underperforming* e *non-performing* (Quadro I.4.4).

#### Quadro I.4.4 • Modelo de imparidade de perda esperada da IFRS 9

	Fase 1	Fase 2	Fase 3
Classificação	<i>Performing</i>	<i>Underperforming</i> (Operações com aumento significativo de risco desde o reconhecimento)	<i>Non-performing</i> ( <i>credit-impaired</i> )
Horizonte temporal utilizado no cálculo da imparidade	12 meses	Até maturidade	Até maturidade
Probabilidade de Incumprimento (PD)	PD 12 meses <i>Point-in-time</i>	PD lifetime <i>Point-in-time</i>	100% <i>Point-in-time</i>
Perda dado o incumprimento (LGD)	<i>Point-in-time</i>	<i>Point-in-time</i>	<i>Point-in-time</i>
Reconhecimento dos juros nos resultados (incidência da taxa de juro)	Sobre o valor bruto	Sobre o valor bruto	Sobre o valor líquido de imparidade

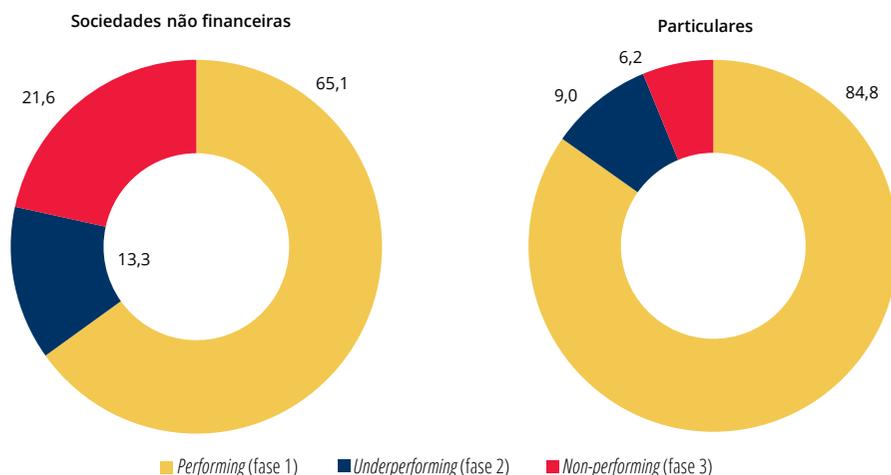
Fonte: Banco de Portugal.

De acordo com a regulamentação europeia sobre exposições *non-performing*<sup>98</sup>, os ativos financeiros em situação de imparidade em conformidade com o normativo contabilístico aplicável devem ser classificados como *non-performing* em termos prudenciais. No caso das instituições que aplicam a IFRS 9, é expectável que a maioria dos ativos classificados como *non-performing* se encontrem na fase 3. De facto, os empréstimos concedidos a SNF e particulares classificados na fase 3 representavam, em junho de 2018, 21,6% e 6,2% do total das respetivas carteiras, valores apenas ligeiramente inferiores aos rácios de NPL nestes segmentos (Gráfico I.4.16).

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

98. EBA/ITS/2013/03/rev1: EBA Final draft Implementing technical standards on supervisory reporting on forbearance and *non-performing* exposures under article 99(4) of Regulation (EU) No. 575/2013, de 24 de julho de 2014, adotado pela Comissão através do Regulamento de Execução (UE) n.º 680/2014 da Comissão, de 16 de abril de 2014, posteriormente alterado pelo Regulamento de Execução (UE) n.º 295/2014 da Comissão, de 9 de janeiro de 2015.

**Gráfico I.4.16 • Classificação dos empréstimos de acordo com o modelo de imparidade da IFRS 9 – junho 2018 | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal.

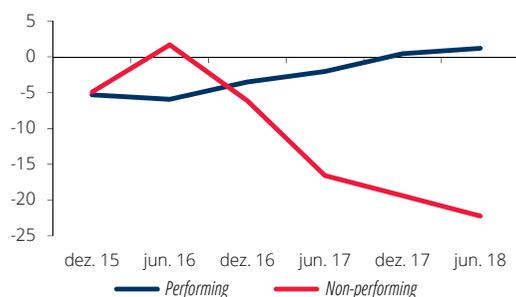
### 4.3 Critérios de concessão de crédito

... No primeiro semestre de 2018, a taxa de variação anual do crédito bancário a SNF foi positiva e a do crédito ao consumo aumentou

O valor da carteira de empréstimos a clientes (líquida de imparidades para crédito) prosseguiu a trajetória decrescente iniciada em 2011, tendo diminuído 1,6% entre dezembro de 2017 e junho de 2018. Esta evolução resultou, principalmente, da diminuição dos empréstimos a SNF e a particulares. Em junho de 2018, esta carteira representava 59% do ativo, o valor mais baixo desde 2008 (início da série temporal), sendo que o segmento de SNF representava cerca de 21% do ativo, o segmento de empréstimos a particulares para habitação 28%, o de particulares para consumo 5% e o de particulares para outros fins 2%. A diminuição do valor da carteira de empréstimos ao setor privado não financeiro está, em parte, associada aos esforços dos bancos na redução do elevado *stock* de NPL, uma vez que se observou um aumento da componente *performing* da carteira de empréstimos (Gráfico I.4.17). Esta evolução teve início no segmento de empréstimos a particulares com a finalidade de consumo e outros fins e, mais recentemente, também no segmento das SNF.

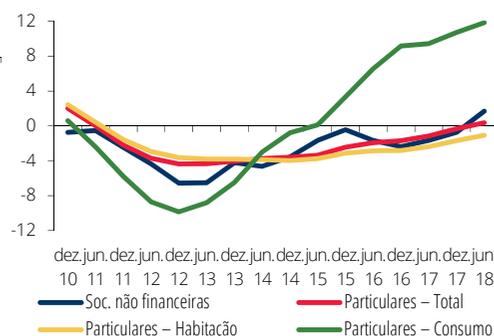
Na atividade doméstica, as taxas de variação anuais ajustadas<sup>99</sup> do crédito bancário a particulares e SNF foram ligeiramente positivas, em junho de 2018 (Gráfico I.4.18). Este facto observou-se após um prolongado período de diminuição dos saldos de empréstimos a estes setores.

**Gráfico I.4.17 • Empréstimos concedidos ao setor privado não financeiro – Taxa de variação homóloga | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Empréstimos *non-performing* (NPL) na definição da EBA.

**Gráfico I.4.18 • Crédito bancário concedido ao setor privado não financeiro – Taxa de variação anual | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Taxas de variação anual ajustadas de operações de titularização, reclassificações, abatimentos ao ativo e reavaliações cambiais e de preço e, quando relevante, ajustadas do efeito de vendas de carteiras de crédito. O crédito bancário a SNF inclui títulos de dívida detidos por bancos. Crédito concedido por instituições financeiras monetárias residentes em Portugal a residentes na área do euro. Atividade em base individual.

O ligeiro crescimento dos empréstimos concedidos a particulares (0,4%) refletiu o aumento dos empréstimos ao consumo, onde se observou uma taxa de variação anual de 11,8%, sendo que os empréstimos à habitação continuaram a reduzir-se, ainda que a uma taxa cada vez menor (-1,1%) (Secção 3.2.2 Sociedades não financeiras). O peso das sete maiores instituições nas novas operações de crédito a particulares para consumo é cerca de 50%, o que compara com cerca de 90% nos outros segmentos. Adicionalmente, uma parte significativa das novas operações de crédito ao consumo é concedida por instituições pertencentes a grupos internacionais.

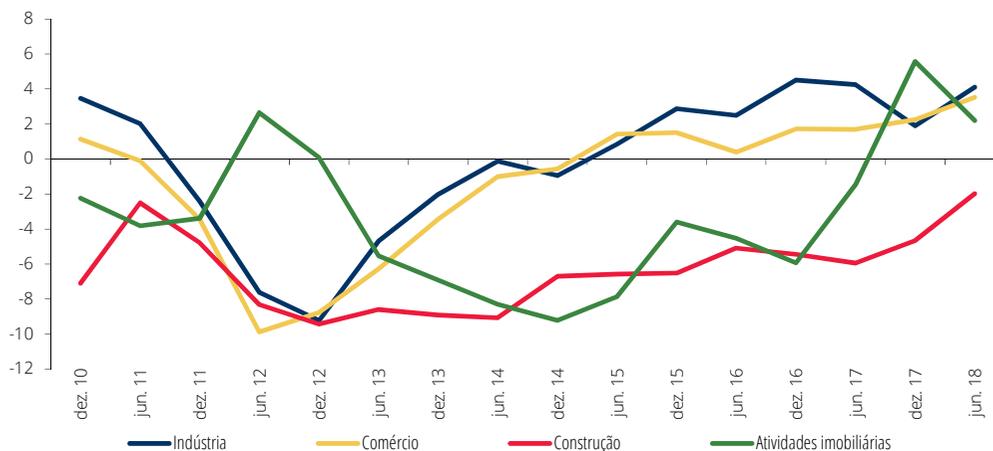
O crédito bancário a SNF (empréstimos e títulos de dívida) aumentou 1,7% face ao período homólogo. Ao nível dos setores de atividade, o crédito bancário a SNF continuou a registar, em junho de 2018, taxas de variação anuais positivas nos ramos da indústria<sup>100</sup> e do comércio<sup>101</sup> (Gráfico I.4.19). O crédito a empresas do ramo das atividades imobiliárias tem registado uma rápida recuperação dos montantes de crédito concedido, embora com um abrandamento em junho de 2018, o que deverá estar associado ao dinamismo do mercado imobiliário. Por sua vez, o crédito concedido a empresas do ramo da construção continua a diminuir, embora a um ritmo cada vez menor.

99. Ajustadas de operações de titularização, reclassificações, abatimentos ao ativo e reavaliações cambiais e de preço. Quando relevante, os valores são ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito.

100. Inclui o ramo das indústrias transformadoras e o ramo das indústrias extrativas.

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

**Gráfico I.4.19 • Crédito bancário concedido às SNF por ramo de atividade – Taxa de variação anual | Em percentagem**

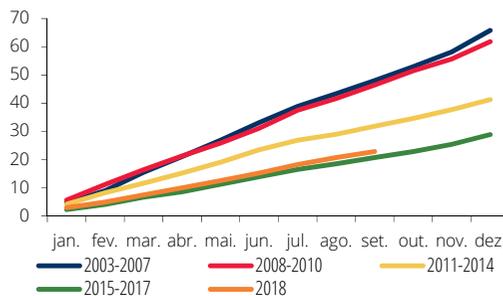


Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Taxas de variação anual ajustadas de operações de titularização, reclassificações, abatimentos ao ativo e reavaliações cambiais e de preço e, quando relevante, ajustadas do efeito de vendas de carteiras de crédito. O crédito bancário a SNF inclui títulos de dívida detidos por bancos. Crédito concedido por instituições financeiras monetárias residentes em Portugal a residentes na área do euro. Atividade em base individual.

Os *spreads* nos novos empréstimos bancários a SNF diminuíram em todas as classes de risco

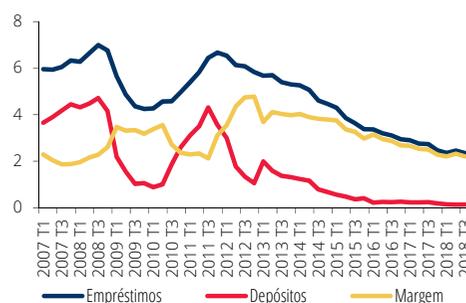
O montante de novos empréstimos bancários a SNF encontra-se em linha com o observado na média dos primeiros nove meses dos anos entre 2015 e 2017. Contudo, estes valores correspondem a níveis substancialmente mais baixos do que os observados no período anterior à crise financeira (Gráfico I.4.20). Adicionalmente, os diferenciais entre as taxas de juro de novas operações de empréstimo e depósito com SNF continuaram a diminuir, aproximando-se dos níveis observados na área do euro (Secção 1.2 Riscos para a estabilidade financeira). No final do terceiro trimestre de 2018, o diferencial cifrou-se em valores semelhantes aos observados antes da crise financeira (Gráfico I.4.21).

**Gráfico I.4.20 • Novas operações de empréstimo a SNF – Fluxos acumulados | Em milhares de milhões de euros**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Fluxos de novas operações realizadas por instituições financeiras monetárias residentes em Portugal (excluindo o banco central) com residentes na área do euro. Atividade em base individual.

**Gráfico I.4.21 • Taxas de juro de novas operações de empréstimo e depósito – SNF | Em percentagem**

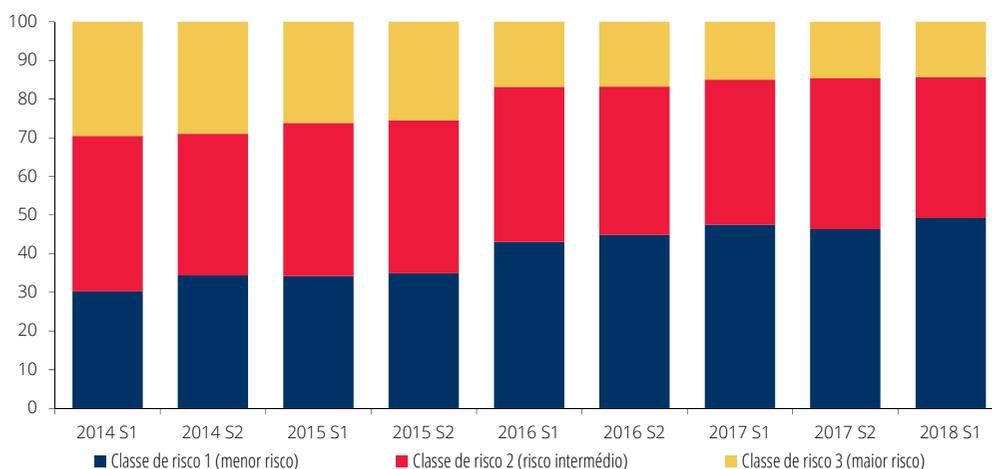


Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Taxas médias trimestrais ponderadas pelos montantes de novas operações. Taxas de juro sobre novas operações realizadas por instituições financeiras monetárias residentes em Portugal (excluindo o banco central) com residentes na área do euro. Atividade em base individual.

De acordo com os resultados do *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* (na sigla em língua inglesa, BLS) em 2018<sup>102</sup>, os critérios de concessão e os termos e condições contratuais no crédito a empresas mantiveram-se, de um modo geral, inalterados. Porém, fatores como a melhoria das condições económicas gerais e setoriais, bem como a concorrência entre instituições, terão contribuído para tornar a política de crédito menos restritiva. Estes fatores terão afetado sobretudo o *spread* aplicado a empresas de risco médio e, em menor medida, às empresas de maior risco. Ao nível da procura de crédito pelas empresas, não têm sido assinaladas alterações de relevo pelas instituições inquiridas.

No primeiro semestre de 2018, o montante de novos empréstimos bancários às SNF continuou a ser superior em empresas de menor risco. Desde 2016 que o peso dos novos montantes de empréstimos é maior para empresas de menor risco, quer por menores reduções, quer por aumentos superiores de novos empréstimos a essas empresas (Gráfico I.4.22). Também a variação total do *stock* de empréstimos concedidos pelo setor financeiro residente continuou, no período em análise, a ser orientado para as empresas que se posicionam nas melhores classes de risco, desenvolvendo o que vem sendo observado desde o primeiro semestre de 2013.<sup>103</sup>

**Gráfico I.4.22 • Novas operações de empréstimos concedidos às SNF por classe de risco**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A atribuição de informação de risco a cada empresa segue a metodologia de Antunes, A. et.al (2016), "Firm default probabilities revisited", *Revista de Estudos Económicos*, Banco de Portugal. Os pesos de cada classe de risco, assim como a série do montante total de novas operações, consideram as novas operações de empresas com informação de risco disponível. A classe de menor risco (classe de risco 1) corresponde às empresas com probabilidade de incumprimento (PD) a um ano inferior ou igual a 1%; a classe de risco 2 corresponde às empresas com PD a um ano superior a 1% e inferior ou igual a 5% e a classe de maior risco (classe de risco 3) corresponde às empresas com PD a um ano superior a 5%. Não foram considerados os montantes de novas operações associados a empresas sem informação de risco, os quais correspondem a aproximadamente 40% em 2014, 30% em 2015, 30% em 2016, 33% em 2017 e 34% no primeiro semestre de 2018. Os montantes associados a empresas que melhoraram a sua classe de risco em cada ano são relativamente constantes, não existindo evidência de uma gestão exclusivamente passiva da concessão de novos empréstimos pelas instituições financeiras monetárias. Fluxos de novas operações realizadas por instituições financeiras monetárias residentes em Portugal (excluindo o banco central) com residentes na área do euro. Atividade em base individual.

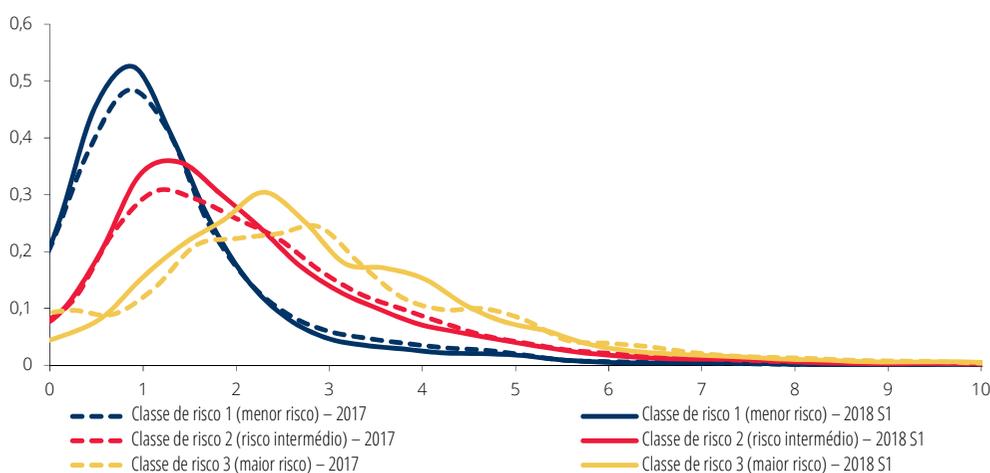
102. Edições de abril, julho, outubro de 2018 do *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*, Banco de Portugal.

103. Para mais detalhe consultar *Boletim Económico* de outubro de 2018, em particular o gráfico I.3.18.

Como referido anteriormente, continuou a observar-se uma heterogeneidade na concessão de novos empréstimos entre setores de atividade. Em particular, a maior afetação de novos empréstimos a empresas na classe de menor risco está associada aos setores da indústria transformadora e do comércio. Em contraste, os novos empréstimos nos setores da construção e das atividades imobiliárias estão, em geral, associados a classes de maior risco.

No primeiro semestre de 2018, continuou a assistir-se a uma diferenciação do nível de *spread* de taxas de juro nos empréstimos a SNF de acordo com o risco de crédito das empresas. No entanto, observou-se uma diminuição generalizada dos *spreads* de taxa de juro nos empréstimos a SNF, tendo esta sido maior para as classes de risco mais elevado (Gráfico I.4.23).<sup>104</sup> O *spread* mediano da classe de risco 1 (menor risco) diminuiu 8 pb, da classe de risco 2 (risco intermédio) diminuiu 10 pb e da classe de risco 3 (maior risco) diminuiu 13 pb. A deslocação para a esquerda das distribuições dos *spreads* tenderá a estar associada à melhoria da situação financeira das empresas, decorrente do enquadramento macroeconómico e financeiro mais favorável. Esta evolução é geralmente consistente com os resultados do BLS de outubro, no qual as instituições indicaram uma ligeira redução dos *spreads* para as empresas de risco médio e, em menor medida, de maior risco.

**Gráfico I.4.23 • Spreads dos novos empréstimos bancários a SNF privadas – Distribuição empírica | Em pontos percentuais**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: *Kernel Epanechnikov* com *Bandwidth*=0,3. Distribuição truncada abaixo de 0 e acima de 10%. Empréstimos concedidos pelos sete maiores grupos bancários a operar em Portugal. *Spreads* ponderados pelos montantes dos empréstimos. A atribuição de informação de risco a cada empresa segue a metodologia de Antunes, A. et.al (2016), "Firm default probabilities revisited", *Revista de Estudos Económicos*, Banco de Portugal. Os pesos de cada classe de risco, assim como a série do montante total de novas operações, consideram as novas operações de empresas com informação de risco disponível. A classe de menor risco (classe de risco 1) corresponde às empresas com probabilidade de incumprimento (PD) a um ano inferior ou igual a 1%; a classe de risco 2 corresponde às empresas com PD a um ano superior a 1% e inferior ou igual a 5% e a classe de maior risco (classe de risco 3) corresponde às empresas com PD a um ano superior a 5%. Não foram considerados os montantes de novas operações associados a empresas sem informação de risco, os quais correspondem a aproximadamente 40% em 2014, 30% em 2015, 30% em 2016, 33% em 2017 e 34% no primeiro semestre de 2018. Taxas de juro sobre novas operações realizadas por instituições financeiras monetárias residentes em Portugal (excluindo o banco central) com residentes na área do euro. Atividade em base individual.

104. O risco de crédito das SNF foi determinado através do *z-score* de acordo com a metodologia definida em Antunes et al. (2016). As empresas foram depois distribuídas por três classes de risco de crédito distintas, de acordo com o risco de incumprimento, sendo que a classe 1 corresponde ao menor risco e classe 3 ao maior risco. Para mais informações, ver o Tema em destaque "A segmentação do risco nos *spreads* implícitos nas taxas de juro dos novos empréstimos bancários a SNF", *Relatório de Estabilidade Financeira* de dezembro de 2017.

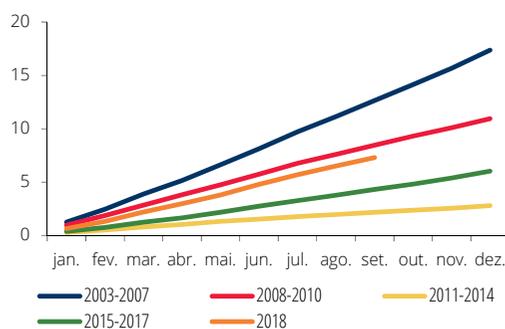
## Num contexto de recuperação da economia e redução do desemprego, as novas operações de crédito ao consumo encontram-se em níveis historicamente elevados

Durante o primeiro semestre de 2018, os critérios de concessão e os termos e condições contratuais no crédito a particulares mantiveram-se estáveis, apesar de as pressões concorrenciais terem sido referidas no BLS como um fator que contribuiu para a redução dos *spreads* nos empréstimos à habitação e, em menor medida, no crédito ao consumo. Porém, na edição de outubro do BLS, os bancos indicaram que os termos e condições aplicados nos novos empréstimos para aquisição de habitação e, em menor medida, nos empréstimos ao consumo, se tornaram mais restritivos no terceiro trimestre. A maior restritividade dos critérios de concessão de crédito a particulares no terceiro trimestre já havia sido prevista pelos bancos no inquérito realizado em julho. A maioria das instituições, no inquérito realizado em outubro, referiu que o fator que contribuiu para a maior restritividade dos critérios foi o cumprimento da Recomendação do Banco de Portugal, no âmbito dos novos créditos à habitação e ao consumo, em vigor desde julho de 2018.

A melhoria da confiança dos consumidores, as perspetivas de evolução no mercado da habitação e o nível geral das taxas de juro continuaram a contribuir para o aumento da procura de crédito pelos particulares.

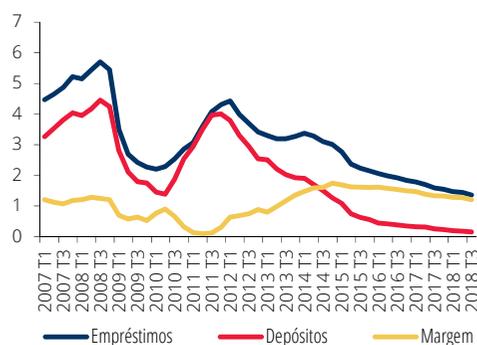
Nos primeiros nove meses de 2018, o montante acumulado de novos empréstimos concedidos a particulares para habitação situou-se, em média, significativamente acima dos valores observados nos primeiros nove meses dos anos posteriores ao início do PAEF. Apesar da rápida recuperação dos volumes de novo crédito neste segmento, as novas operações encontram-se em níveis muito inferiores aos observados antes da crise financeira (Gráfico I.4.24). Adicionalmente, os diferenciais entre as taxas de juro de novas operações de empréstimo a particulares para habitação e de depósito de particulares têm vindo a diminuir desde o final de 2015 (Gráfico I.4.25). Esta diminuição tem conduzido a valores inferiores aos observados na área do euro (Secção 1.2 Riscos para a estabilidade financeira).

**Gráfico I.4.24 • Novas operações de empréstimo a Particulares, finalidade habitação – Fluxos acumulados**  
| Em milhares de milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Fluxos de novas operações realizadas por instituições financeiras monetárias residentes em Portugal (excluindo o banco central) com residentes na área do euro. Atividade em base individual.

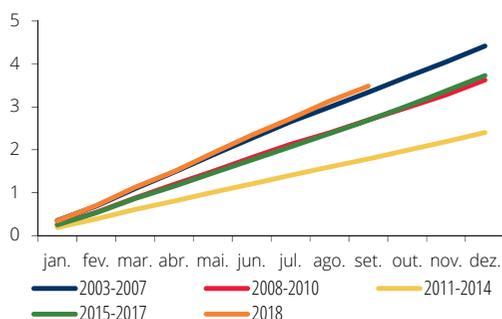
**Gráfico I.4.25 • Taxas de juro de novas operações de empréstimo e depósito – Particulares, finalidade habitação**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Taxas médias trimestrais ponderadas pelos montantes de novas operações. Taxas de juro sobre novas operações realizadas por instituições financeiras monetárias residentes em Portugal (excluindo o banco central) com residentes na área do euro. Atividade em base individual.

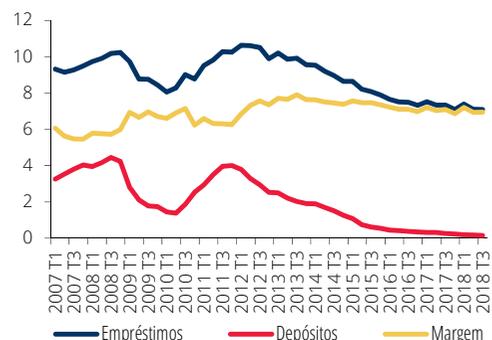
No que diz respeito ao segmento de empréstimos a particulares para consumo, os montantes acumulados de novas operações encontram-se em valores ligeiramente superiores aos observados antes da crise financeira (Gráfico I.4.26). O diferencial entre as taxas de juro de novas operações de empréstimo a particulares para consumo e de depósito a particulares manteve-se estável face ao mesmo período de 2017 (Gráfico I.4.27).

**Gráfico I.4.26 • Novas operações de empréstimo a particulares, finalidade consumo – Fluxos acumulados**  
| Em milhares de milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Fluxos de novas operações realizadas por instituições financeiras monetárias residentes em Portugal (excluindo o banco central) com residentes na área do euro. Atividade em base individual.

**Gráfico I.4.27 • Taxas de juro de novas operações de empréstimo e depósito – particulares, finalidade consumo**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Taxas médias trimestrais ponderadas pelos montantes de novas operações. Taxas de juro sobre novas operações realizadas por instituições financeiras monetárias residentes em Portugal (excluindo o banco central) com residentes na área do euro. Atividade em base individual.

## 4.4 Liquidez e financiamento

### • A posição de liquidez do sistema bancário melhorou devido ao aumento dos ativos líquidos

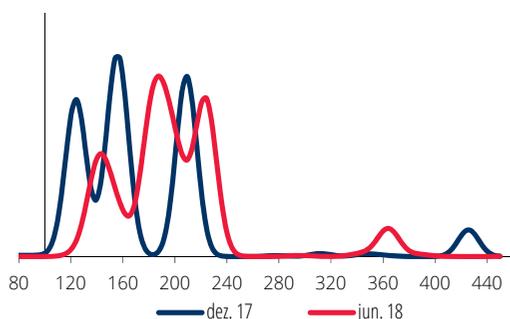
No primeiro semestre de 2018, a liquidez do sistema bancário manteve-se em níveis confortáveis, tendo o rácio de cobertura de liquidez (na sigla inglesa, LCR)<sup>105</sup> aumentado 16 pp, para 190%. O aumento observado concentrou-se nas instituições com um rácio menor, contribuindo assim para a diminuição da heterogeneidade entre as instituições (Gráfico I.4.28). A evolução do LCR deveu-se, essencialmente, ao aumento da reserva de liquidez<sup>106</sup>. Em junho de 2018, o LCR do sistema bancário português encontrava-se acima da mediana da área do euro (Gráfico I.4.30).

A reserva de liquidez aumentou aproximadamente 10%, no primeiro semestre de 2018, sendo essencialmente constituída por dívida pública e reservas em bancos centrais (Gráfico I.4.29). A componente de dívida pública foi a principal responsável pelo aumento da reserva de liquidez, contribuindo em 9 pp para o seu aumento. Note-se que os ativos líquidos de nível 1, como os títulos de dívida emitidos por administrações públicas da UE, não estão sujeitos a ponderação no cálculo da reserva de liquidez, uma vez que são considerados ativos de qualidade de crédito e liquidez extremamente elevadas.

105.O rácio de cobertura de liquidez consiste no rácio entre os ativos líquidos disponíveis e as saídas líquidas de caixa calculadas num cenário adverso com duração de 30 dias.

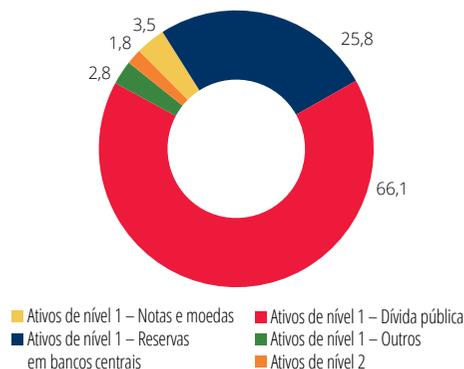
106.A reserva de liquidez consiste no montante dos ativos líquidos detidos pelas instituições de crédito, os quais satisfazem requisitos estabelecidos no Regulamento Delegado (UE) 2015/61 da Comissão de 10 de dezembro de 2014.

**Gráfico I.4.28 • Rácio de cobertura de liquidez – Distribuição empírica**  
| Em percentagem



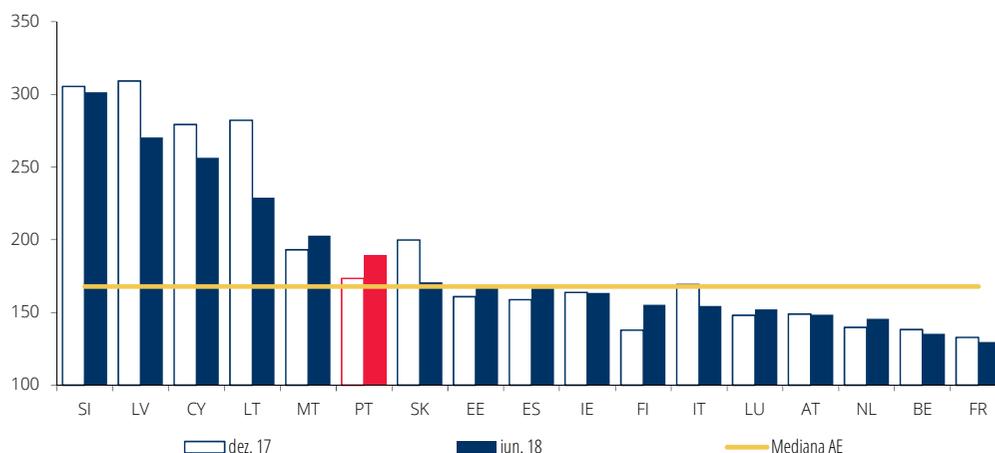
Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico I.4.29 • Reserva de liquidez – Estrutura** | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico I.4.30 • Rácio de cobertura de liquidez – Comparação internacional** | Em percentagem



Fonte: Banco Central Europeu (*Consolidated Banking Data*). | Nota: Alguns países não se encontram representados por indisponibilidade de dados.

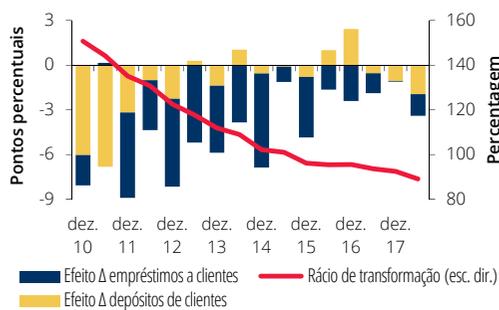
No primeiro semestre de 2018, o rácio de ativos onerados<sup>107</sup> diminuiu 1,5 pp, para 18,8%, o que representa uma maior percentagem de ativos disponíveis para serem utilizados como colateral para a obtenção de liquidez nos mercados financeiros. No mesmo sentido, a percentagem de ativos disponíveis como colateral para operações de política monetária também aumentou<sup>108</sup>.

O rácio de transformação prosseguiu a trajetória decrescente, tendo diminuído 3,4 pp face a dezembro de 2017, situando-se em 89% (Gráfico I.4.31). A diminuição observada resulta de uma queda da carteira de crédito a clientes e, em especial, de um aumento dos depósitos de clientes. A redução da carteira de crédito foi de magnitude semelhante para particulares e SNF (-1,1%). A distribuição do rácio de transformação deslocou-se para a esquerda, observando-se uma redução do valor mediano em 4,7 pp (Gráfico I.4.32).

107.O rácio de ativos onerados mede a proporção do total do ativo (e do colateral recebido) que está a ser utilizada como colateral para a obtenção de liquidez.

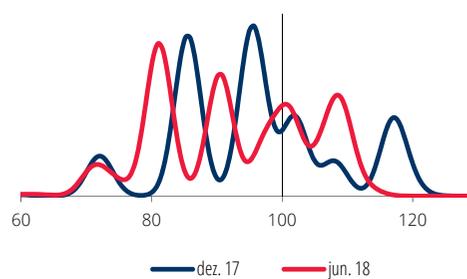
108.Para mais informações sobre indicadores para a avaliação do risco sistémico de liquidez ver o tema em destaque “Monitorização do risco sistémico de liquidez no sistema bancário português – alguns indicadores”, Relatório de Estabilidade Financeira de junho de 2018.

**Gráfico I.4.31 • Rácio de transformação – Contributos**



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico I.4.32 • Rácio de transformação – Distribuição empírica | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal.

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

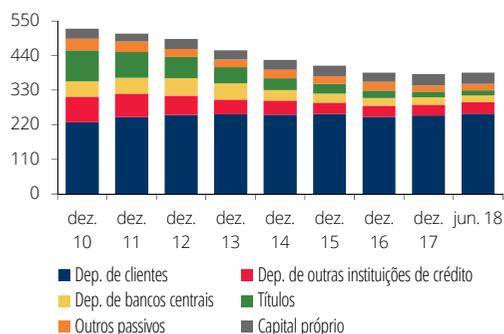
No primeiro semestre de 2018, o passivo do sistema bancário aumentou 1,5% face a dezembro de 2017. Esta evolução refletiu um aumento dos depósitos de clientes e de outras instituições de crédito, e uma diminuição do financiamento junto de bancos centrais e das responsabilidades representadas por títulos (Gráfico I.4.33).

Os depósitos de clientes aumentaram 2,2% face a dezembro de 2017, reforçando a sua importância na estrutura de financiamento (66% do total do passivo e capital próprio). Este aumento foi mais evidente nos depósitos de particulares e de SNF, tendo cada setor contribuído em 1 pp para a evolução dos depósitos de clientes. Simultaneamente, continuou a ocorrer um aumento dos depósitos à ordem e uma diminuição dos depósitos a prazo, refletindo o baixo custo de oportunidade de detenção de liquidez pelos depositantes, num contexto de muito baixas taxas de juro.

Na atividade doméstica, os montantes de novas operações de depósitos de SNF e particulares diminuíram no primeiro semestre face ao período homólogo. Adicionalmente, o custo associado aos novos depósitos também diminuiu (Gráfico I.4.34)<sup>109</sup>. A taxa de juro média semestral dos depósitos de SNF diminuiu 7 pb e a de particulares reduziu-se em 6 pb. A diminuição das taxas de juro das novas operações de depósitos ocorreu num contexto de taxas de juro de mercado historicamente muito baixas ou mesmo negativas, em reflexo da política monetária acomodatória do BCE.

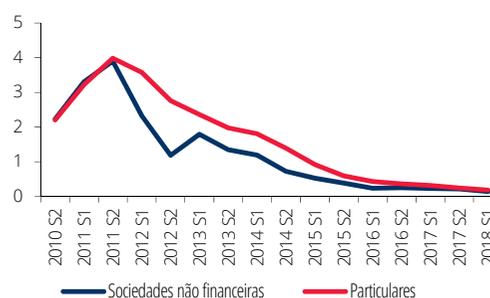
109. Note-se que o ajustamento verificado no período a partir de 2011 refletiu também a atuação do Banco de Portugal, nomeadamente através da introdução de uma dedução aos fundos próprios de base a novas operações de depósito contratadas com taxas de juro superiores a 300 pb acima da Euribor (Instrução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

**Gráfico I.4.33 • Estrutura de financiamento**  
| Em milhares de milhões de euros



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

**Gráfico I.4.34 • Taxas de juro das novas operações aplicadas aos depósitos a prazo**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Taxas médias semestrais ponderadas pelos montantes de novas operações. Taxas de juro sobre novas operações realizadas por instituições financeiras monetárias residentes em Portugal (excluindo o banco central) com residentes na área do euro. Atividade em base individual.

No primeiro semestre de 2018, o financiamento interbancário (líquido de aplicações e disponibilidades em outras instituições de crédito) aumentou 14,2%, para 23,4 mil milhões de euros, representando 6,3% do ativo líquido de aplicações e disponibilidades em instituições de crédito. Este aumento reflete um incremento dos depósitos de outras instituições de crédito e uma estabilização das aplicações e disponibilidades em outras instituições de crédito.

O financiamento obtido junto de bancos centrais diminuiu no primeiro semestre de 2018, atingindo 4,7% do ativo total. Assim, o recurso a esta fonte de financiamento manteve a tendência de diminuição desde o máximo histórico registado durante o PAEF, em junho de 2012 (redução acumulada de cerca de 7 pp do ativo total). Em junho de 2018, o financiamento junto de bancos centrais era constituído, essencialmente, por operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (na sigla inglesa, TLTRO).

O peso das responsabilidades representadas por títulos diminuiu 0,5 pp face a dezembro de 2017, passando a representar 4,2% do ativo, em resultado da diminuição de *covered bonds* em 19%. Esta redução ocorre num contexto em que algumas das principais instituições do sistema bancário emitiram instrumentos elegíveis para fundos próprios e também elegíveis para MREL. No primeiro semestre de 2018, a CGD e o Novo Banco emitiram 500 milhões de euros e 400 milhões de euros em instrumentos elegíveis para fundos próprios de nível 2, respetivamente. Adicionalmente, foi aprovada pelo Conselho de Ministros em 8 de novembro uma proposta de lei que procede à transposição da Diretiva (UE) 2017/2399, relativa à posição dos instrumentos de dívida não garantidos na hierarquia da insolvência. Este tipo de instrumentos é elegível para MREL, mas não é elegível para fundos próprios.

## 4.5 Capital

### ..... O rácio de fundos próprios totais foi reforçado no primeiro semestre de 2018

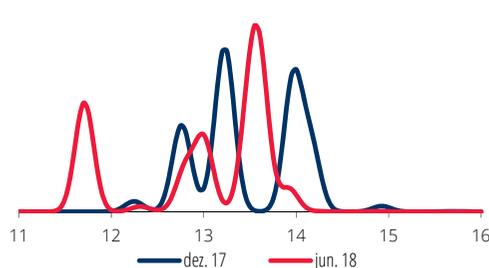
O rácio de fundos próprios principais de nível 1<sup>110</sup> (rácio CET 1) cifrou-se em 13,4% em junho de 2018, o que representa um decréscimo de 0,5 pp face a dezembro de 2017 (Gráfico I.4.35). Esta evolução deveu-se, sobretudo, à redução do CET 1, uma vez que os ativos ponderados pelo risco (RWA) diminuíram marginalmente (dinâmica de balanço e ponderador de risco<sup>111</sup>). A redução do rácio CET 1 foi acompanhada pelo aumento da sua dispersão entre as instituições do sistema bancário (Gráfico I.4.36).

**Gráfico I.4.35 • Rácio de CET 1 – Contributos**  
| Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico I.4.36 • Rácio de CET 1 – Distribuição empírica**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Durante o primeiro semestre de 2018, a evolução dos fundos próprios do sistema bancário português foi influenciada pela aplicação, a partir de 1 de janeiro de 2018, da IFRS 9. A adoção da nova norma contabilística conduziu à reclassificação entre categorias de ativos financeiros e ao aumento das imparidades sobre esses ativos, por força do aumento da perda esperada. Porém, o impacto nos fundos próprios principais do sistema bancário foi atenuado pela adesão de algumas instituições ao regime transitório previsto no Regulamento (UE) n.º 575/2013, o qual permite o reconhecimento gradual ao longo de cinco anos do impacto negativo em CET 1 decorrente da aplicação da referida norma.

O aumento das perdas de justo valor acumuladas na rubrica de outro rendimento integral teve um impacto negativo no rácio CET 1 do sistema bancário de 0,41 pp, sendo este impacto parcialmente justificado pela reclassificação de instrumentos financeiros devido à adoção da IFRS 9.

A eliminação da maioria das disposições transitórias em matéria de fundos próprios, estabelecidas no Regulamento 575/2013 da UE (*Capital Requirements Regulation – CRR*) e na Diretiva 2013/36 da UE (*Capital Requirements Directive – CRD IV*), que terminaram a 1 de janeiro de 2018, teve um impacto negativo no rácio CET 1 de 0,36 pp.

110. Rácio entre os fundos próprios principais de nível 1 e os ativos ponderados pelo risco.

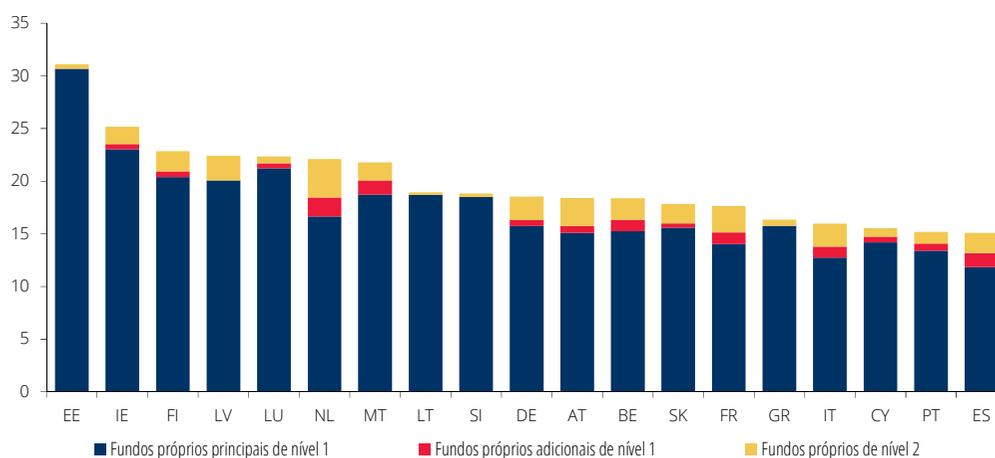
111. O ponderador (médio) de risco corresponde ao rácio entre os ativos ponderados pelo risco (RWA) e o ativo total.

A rubrica “Outras variações de CET 1” teve um contributo positivo de 0,29 pp sobre o rácio CET 1, sendo que metade desse contributo provém de Outras Reservas. No primeiro semestre de 2018, o aumento desta rubrica foi influenciado pelo acionamento do mecanismo de capital contingente previsto nos contratos de venda do Novo Banco, num montante de cerca de 726 milhões de euros. No exercício de 2017, o valor correspondente à ativação do referido mecanismo foi registado como resultado do exercício.

O rácio de fundos próprios<sup>112</sup> totais situou-se em 15,2% em junho de 2018, aumentando 0,1 pp face ao final de 2017. A evolução deste rácio, no primeiro semestre de 2018, deveu-se essencialmente ao aumento dos fundos próprios totais, uma vez que os RWA se mantiveram estáveis. Todavia, o sistema bancário português continua a apresentar um dos rácios de fundos próprios mais baixos da área do euro (Gráfico I.4.37).

**Gráfico I.4.37 • Rácio de fundos próprios totais – Comparação internacional (junho 2018)**

| Em percentagem



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

A evolução díspar entre o rácio de fundos próprios e o rácio CET 1 justifica-se pelo aumento dos fundos próprios adicionais de nível 1 (*Additional Tier 1*) e, sobretudo, dos fundos próprios de nível 2 (*Tier 2*) (Quadro I.4.5). No primeiro semestre de 2018, foram realizadas duas emissões de instrumentos elegíveis para *Tier 2*. A Caixa Geral de Depósitos emitiu 500 milhões de euros em instrumentos de dívida, concluindo o seu plano de recapitalização. O Novo Banco colocou no mercado instrumentos elegíveis para *Tier 2* no valor de 400 milhões de euros. Adicionalmente, o Haitong Bank realizou uma emissão de instrumentos elegíveis para *Additional Tier 1* no montante de 130 milhões de dólares norte-americanos. A emissão destes instrumentos nos mercados financeiros poderá ser relevante no contexto dos futuros requisitos de MREL, uma vez que os referidos instrumentos de *Tier 2* emitidos têm uma maturidade de 10 anos.

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

#### Quadro I.4.5 • Composição dos fundos próprios do sistema bancário | Em milhões de euros

	dez. 2014	dez. 2015	dez. 2016	dez. 2017	jun. 2018	Δ dez. 2014 jun. 2018	Δ dez. 2017 jun. 2018
<b>Fundos próprios totais</b>	29 480	31 083	26 449	30 641	30 756	1276	116
Fundos próprios de nível 1 ( <i>Tier 1</i> )	27 421	29 371	25 230	29 193	28 509	1089	-683
Fundos próprios principais de nível 1 (CET1)	27 150	28 966	24 583	28 062	27 143	-8	-919
Fundos próprios adicionais de nível 1 (AT1)	270	405	647	1131	1367	1097	236
Fundos próprios de nível 2 ( <i>Tier 2</i> )	2060	1712	1220	1448	2247	187	799
<b>Montante total das exposições em risco</b>	240 564	233 242	215 502	202 265	202 208	-38 355	-57
Por memória							
Fundos próprios principais de nível 1 (CET1) – <i>fully phased-in</i>	19 506	24 896	20 778	26 305	25 950	6444	-355

Fonte: Banco de Portugal.

Apesar das supramencionadas emissões de *Additional Tier 1* e de *Tier 2*, a estrutura de fundos próprios das principais instituições (e do sistema) continua a ser essencialmente composta por CET 1 (88%). A nível da área do euro, a prevalência de CET 1 na estrutura de fundos próprios do sistema bancário português situa-se na mediana.

É importante ressaltar, contudo, que os fatores idiossincráticos dos diferentes sistemas bancários, nomeadamente a diferente relevância dos modelos internos de notação de risco de crédito (na sigla inglesa, IRB), afetam as comparações internacionais. Em junho de 2018, a percentagem de exposições originais para as quais são utilizados modelos de IRB para o cálculo das exposições em risco do sistema bancário variava, ao nível da área do euro, entre 81% nos Países Baixos e 0% em Malta, sendo que em Portugal este rácio se situava em 29,1%. Pelo seu elevado grau de flexibilidade e discricionariedade, a utilização de modelos IRB na mensuração do risco das exposições e, por conseguinte, na determinação dos ativos ponderados pelo risco, deve ser tido em conta na comparação dos rácios de fundos próprios das instituições. Adicionalmente, a comparação entre sistemas bancários é ainda dificultada pelos diferentes requisitos macroprudenciais entre jurisdições e pelos diferentes requisitos prudenciais de Pilar 2 entre instituições. 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 2020.<sup>113</sup>

No primeiro semestre de 2018, o rácio de alavancagem diminuiu 0,1 pp, passando a situar-se em 7,7%, muito acima do mínimo de referência definido pelo Comité de Supervisão Bancária de Basileia (3%). A evolução observada refletiu, sobretudo, um aumento da exposição total, bem como a ligeira redução dos fundos próprios de nível 1 do sistema bancário.

### ∴ O ponderador médio de risco do sistema bancário diminuiu

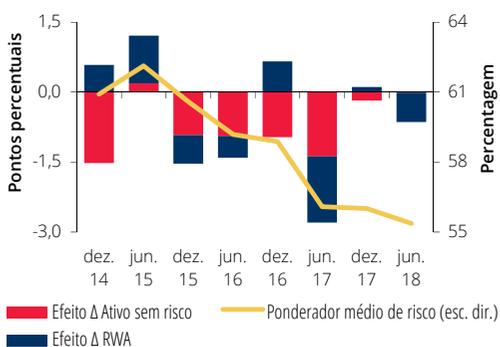
No primeiro semestre de 2018, os RWA mantiveram-se estáveis, dando um contributo praticamente nulo para a variação dos rácios de fundos próprios. Este facto ocorre apesar do aumento do ativo total do sistema bancário, uma vez que esse aumento se baseou na variação da carteira

113. 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>).

de títulos de dívida pública e das disponibilidades em bancos centrais, os quais são ponderados a 0% para o cálculo dos RWA. Assim, o ponderador médio de risco diminuiu face a dezembro de 2017 (Gráfico I.4.38).

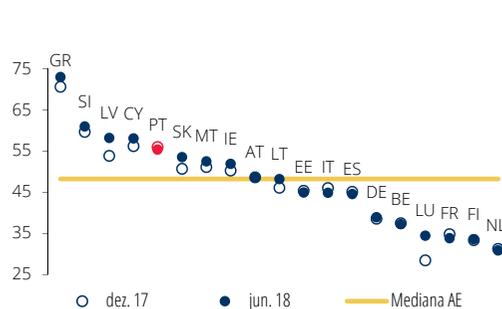
Apesar da melhoria da sua posição relativa a nível internacional, em junho de 2018, o sistema bancário português continuava a apresentar um dos rácios de RWA por unidade de ativo mais elevados da área do euro refletindo o menor recurso a modelos IRB por parte dos bancos portugueses na determinação dos seus requisitos de capital (Gráfico I.4.39). Contudo, importa realçar o elevado grau de flexibilidade e discricionariedade na aplicação dos modelos IRB na mensuração do risco das exposições e, por conseguinte, na determinação dos requisitos de capital.

**Gráfico I.4.38 • Ponderador médio de risco – Contributos**



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

**Gráfico I.4.39 • Ponderador médio de risco – Comparação internacional | Em percentagem**

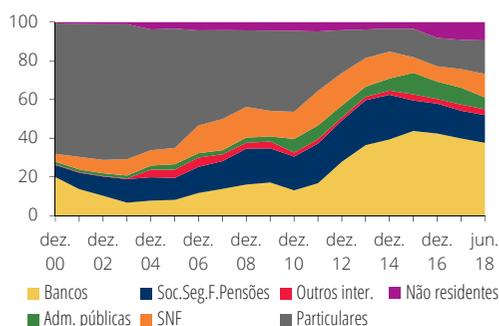


Fonte: Banco Central Europeu (*Consolidated Banking Data*).

### Caixa 1 • Fundos de investimento imobiliário residentes em Portugal<sup>114</sup>

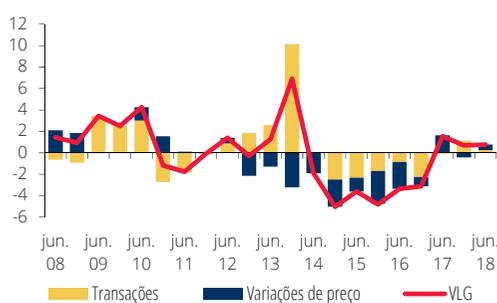
A atividade dos fundos de investimento imobiliário (FII) consiste na gestão de uma carteira de ativos imobiliários, que corresponde essencialmente a edifícios e terrenos, mas que pode igualmente compreender participações em sociedades imobiliárias. A carteira de ativos pode ser diversificada também ao nível da exposição por geografias e países. Conforme referido em edições anteriores deste relatório, fundos de investimento não residentes têm assumido importância determinante nas transações totais no mercado imobiliário comercial português<sup>115</sup>. Na ótica do investidor, a possibilidade de diversificação da exposição ao imobiliário é precisamente uma das principais mais-valias dos FII, a que acresce a possibilidade de não ter que assumir a totalidade dos custos da exposição direta a um imóvel/terreno, nomeadamente custos de renovação e manutenção.

**Gráfico C1.1 • Detentores de unidades de participação (UP) de FII | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Soc.Seg.F.Pensões – Sociedades de Seguros e Fundos de Pensões; Outros inter. – Outros intermediários e auxiliares financeiros; SNF – Sociedades não financeiras.

**Gráfico C1.2 • Unidades de participação – Variação e contributos semestrais | Em percentagem e pontos percentuais**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: VLG - Valor líquido global.

Embora, no período anterior à crise financeira internacional, os particulares tenham sido os principais investidores em FII, detendo em média mais de 60% das unidades de participação (UP), atualmente detém menos de 20% (Gráfico C1.1). Apesar da proporção detida pelos bancos residentes ter vindo a reduzir-se, estes são os maiores investidores em FII, detendo cerca de 40% das UP em junho de 2018. A recuperação do mercado imobiliário, bem como do mercado de arrendamento em Portugal, e o ainda baixo nível das taxas de juro de mercado poderá promover a continuação da trajetória decrescente dos bancos enquanto detentores de UP.

Em Portugal, existe uma significativa ligação entre o setor bancário e os fundos de investimento imobiliário, com cerca de 50% do total do ativo dos FII em dezembro de 2017 a ser gerido por sociedades gestoras pertencentes a grupos financeiros. Esta ligação tornou-se mais evidente em 2012/2013, período durante o qual, face às baixas rendibilidades dos FII, bancos e companhias de seguro adquiriram UP resgatadas por particulares (Gráfico C1.2), de forma a evitar desvalorizações ainda mais acentuadas e o potencial risco reputacional associado (exposição

114. Na definição harmonizada, ao nível da União Europeia, a categoria de fundos de investimento imobiliário inclui os fundos de fundos que investem maioritariamente em outros fundos imobiliários. Embora esta análise não inclua estes fundos, os mesmos assumem uma expressão muito residual no mercado português.

115. Para mais informação consultar secção 3 do *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2018 referente a desenvolvimentos no Mercado Imobiliário.

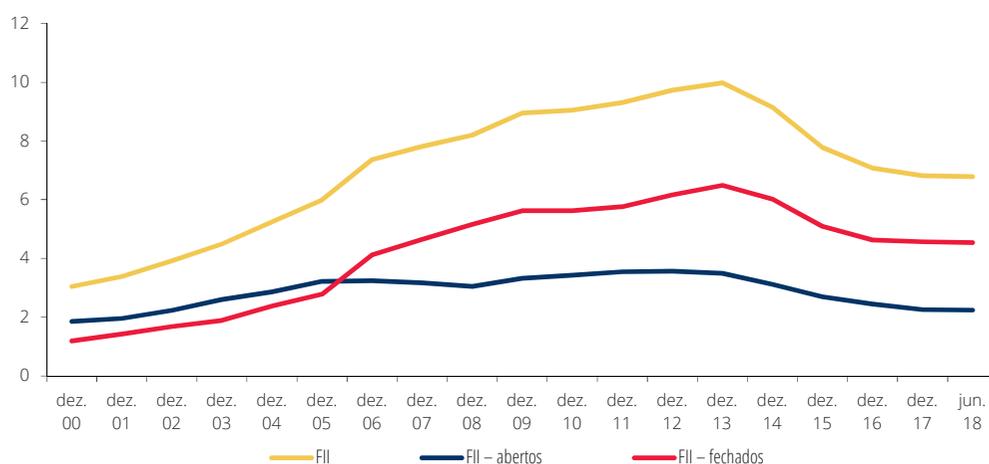
indireta). Esta evolução ampliou os canais de interligação entre os dois setores. Ainda neste período, alguns grupos bancários financiaram a atividade dos FII através de empréstimos bancários. Adicionalmente, na sequência do aumento do incumprimento bancário, os FII revelaram-se igualmente um instrumento para a gestão mais dedicada dos imóveis recebidos em dação pelos bancos.

### Os FII fechados têm dominado a atividade global dos FII em Portugal

A atividade dos FII em Portugal assumiu algum dinamismo até ao final de 2013, altura em que os ativos destes fundos registaram um máximo de 10% do PIB. À semelhança dos FII na área do euro, o dinamismo dos FII nacionais foi essencialmente determinado pelos fundos fechados<sup>116</sup>, que a partir de 2006 passam a representar a maioria dos ativos sob gestão (67% em junho de 2018) e 54% do valor líquido global<sup>117</sup> (64% em junho de 2018). Embora se tenha observado alguma estabilização dos fundos abertos a partir da crise financeira internacional, só a partir de 2013 é que se regista uma redução dos ativos sob gestão dos FII nacionais, motivada pela desvalorização dos imóveis em carteira e por resgates de UP (Gráfico C1.3).

A nível europeu, os FII têm vindo a assumir uma expressão relevante e com tendência crescente nos últimos 10 anos, representando para o conjunto da área do euro, em junho de 2018, cerca de 27,4% do PIB<sup>118</sup>. Contudo, apesar da expressão assumida a nível da área do euro (AE), esta reflete uma elevada concentração geográfica, com 90% do total de ativos dos FII da área do euro a pertencerem a FII residentes em 5 países: Alemanha, Holanda, França, Luxemburgo e Itália<sup>119</sup>.

**Gráfico C1.3 • Ativo dos FII – posições | Em percentagem do PIB**



Fonte: Banco de Portugal.

116. Fundos de investimento cujas unidades de participação são em número fixo. A subscrição de fundos fechados só é possível durante um período pré-definido e o resgate só ocorre na data de liquidação do fundo.

117. O valor líquido global de um fundo corresponde ao valor do seu ativo (devidamente avaliado) deduzido dos encargos efetivos e pendentes.

118. Excluíram-se os seguintes países por ausência de informação: Bélgica, Chipre, Malta e Eslovénia.

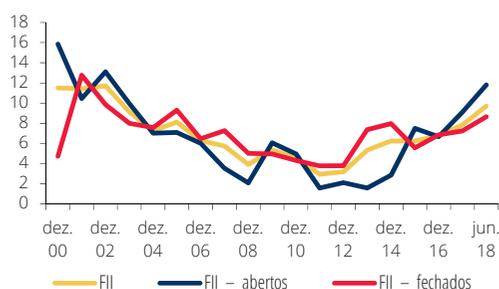
119. Para mais informação consultar publicação do ESRB designada por *EU Shadow Banking Monitor* No. 3/September 2018.

### Com a crise financeira, o aumento da exposição a risco de liquidez e de alavancagem aumentou a vulnerabilidade dos fundos abertos

Os FII estão essencialmente expostos a risco do mercado imobiliário, por via da detenção de ativos imobiliários e de participações em sociedades imobiliárias, que representam, em junho de 2018, 83% e 4% dos ativos dos fundos, respetivamente. Esta realidade difere da verificada na área do Euro, onde os imóveis representam cerca de metade do total dos ativos dos FII, o que é justificado pelo dinamismo do mercado acionista e pela maior detenção de ativos líquidos (depósitos, títulos de dívida pública e ações cotadas).

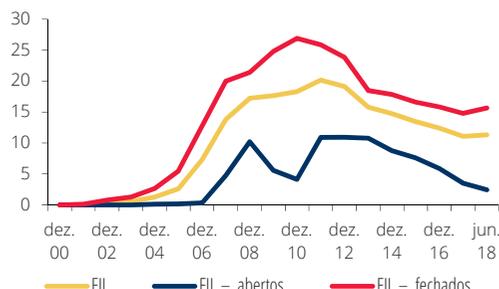
A ausência de ativos suficientemente líquidos para fazer face a resgates não esperados poderá constituir um risco adicional (risco de liquidez) para os fundos abertos. Neste contexto, embora o rácio de liquidez dos fundos abertos se situasse em 12% em junho de 2018 (Gráfico C1.4), o mesmo apresentou uma degradação no período mais agudo da crise financeira, tendo atingido valores em torno de 2%. Estes rácios são ligeiramente inferiores aos apresentados pelo conjunto dos fundos abertos da AE. Contudo, considerando um conceito mais lato de ativos líquidos (depósitos, dívida pública, títulos de dívida emitidos por bancos, ações e UP), o total de FII da AE atinge rácios de liquidez (cerca de 30%) muito superiores aos apresentados pelos FII nacionais, uma vez que tal como já referido no quadro da AE estes fundos detêm uma menor percentagem de imóveis nas suas carteiras.

**Gráfico C1.4 • Rácio de liquidez**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico C1.5 • Rácio de alavancagem financeira**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Tendo em conta a natureza dos ativos envolvidos, é expectável que os FII apresentem alguma dependência do financiamento bancário. Contudo, embora o rácio de alavancagem financeira<sup>120</sup> tenha atingido um máximo de 20% em 2011, atualmente encontra-se em níveis bastante inferiores (11% em junho de 2018) e abaixo do apresentado pelos FII da AE (14% em junho de 2018). Este rácio é essencialmente determinado pelo *leverage* dos FII fechados que se situa em 16% no primeiro semestre de 2018 (Gráfico C1.5).

Após a crise financeira internacional, foram implementadas diferentes medidas legislativas com vista a mitigar o risco sistémico associado à atividade dos fundos de investimento (Tema em destaque sobre “Os fundos de investimento como fonte de risco sistémico”). Contudo estas medidas são, em geral, preventivas e não tanto medidas destinadas a limitar questões relacionadas com o contágio (ver publicação futura do ESRB sobre *The interconnectedness between shadow banks and other parts of the financial system: Mapping the regulatory framework*).

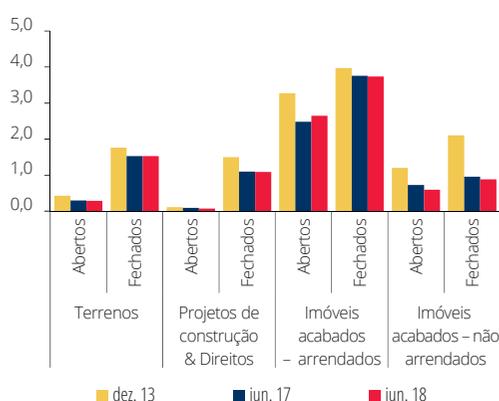
120. O rácio de alavancagem financeira (*leverage*) corresponde ao rácio entre empréstimos e ativo do fundo.

## A maioria dos imóveis dos FII dizem respeito a imóveis arrendados

A recuperação do mercado imobiliário em Portugal é visível no desempenho dos FII nacionais, que registam uma melhoria das suas rendibilidades em junho de 2018 quando comparando com as rendibilidades apresentadas em junho 2017 e março 2018 (de acordo com o Índice APFIPP/IPD de fundos de investimento imobiliário portugueses).

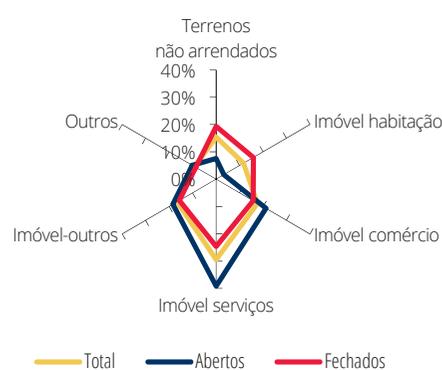
Refira-se que a rendibilidade destes fundos é também afetada pelas condicionantes do mercado de arrendamento, dado que os imóveis arrendados representam cerca de 60% dos ativos imobiliários em junho de 2018 (74% para os FII abertos e 52% para os FII fechados). Os terrenos assumem também alguma expressão nos FII fechados, com cerca de 21% dos ativos imobiliários (Gráfico C1.6).

**Gráfico C1.6 • Características dos imóveis**  
| Em mil milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico C1.7 • Imóveis por finalidade –**  
Composição em junho de 2018  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

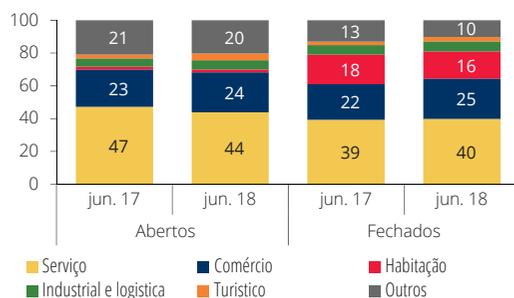
Tendo em conta que a rendibilidade dos FII decorre da evolução do valor dos imóveis em carteira, bem como das rendas geradas pelos mesmos, o aumento dos imóveis arrendados, entre junho de 2017 e junho de 2018, demonstra o aumento da importância relativa das rendas enquanto fonte de rendimento, embora refletindo igualmente o aumento da exposição ao risco de incumprimento decorrente do seu não pagamento. Apesar do município de Lisboa concentrar uma parte significativa da localização geográfica dos imóveis (30% dos imóveis em carteira, seguido dos municípios de Oeiras e do Porto, com 7% e 6%, respetivamente), este aumento encontra-se disperso pelas outras regiões.

Quanto à finalidade dos imóveis (Gráfico C1.7), os detidos por FII em junho 2018 encontravam-se associados a serviços (29%), embora com uma maior concentração no caso dos FII abertos (39%)<sup>121</sup>. Com menor expressão, os imóveis para comércio representavam 21% e 16% da carteira dos FII abertos e fechados, respetivamente. Ao contrário dos fundos abertos, os terrenos não arrendados e os imóveis para habitação apresentam um peso relevante para os fundos fechados, 19% e 16%, respetivamente.

121. Não é possível caracterizar os outros imóveis.

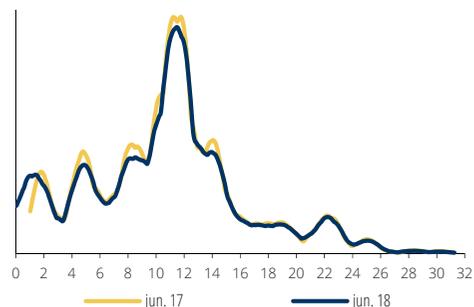
No tocante aos imóveis arrendados, em junho de 2018, estes eram essencialmente compostos por imóveis de serviços e comércio, que representavam respetivamente 42% e 25% do total, tendo o peso dos imóveis de comércio aumentado em termos homólogos (Gráfico C1.8). Os imóveis para habitação mantinham a sua relevância para os fundos fechados, tal como observado na análise por finalidade.

**Gráfico C1.8 • Finalidade dos imóveis arrendados | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico C1.9 • Duração dos imóveis em carteira – Distribuição empírica | Em anos**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: A duração dos imóveis é obtida através da diferença entre o período de aquisição e o período de referência da carteira. Para a comparabilidade dos dois períodos acrescentou-se 1 ano à duração dos imóveis em carteira em junho de 2017. Distribuição empírica obtida recorrendo a um *kernel* Epanechnikov que pondera os imóveis pelo seu valor.

### No último ano constatou-se alguma estabilidade dos imóveis em carteira

No último ano existiu alguma permanência dos imóveis em carteira dos FII, principalmente dos mais antigos. De facto, analisando a duração<sup>122</sup> média dos imóveis com base na distribuição empírica (Gráfico C1.9) para dois períodos no tempo, junho de 2017 e junho de 2018, e ajustando para o efeito da passagem do tempo entre os dois períodos<sup>123</sup>, constata-se que o efeito de compras e vendas de imóveis é reduzido<sup>124</sup>, uma vez que as distribuições encontram-se praticamente sobrepostas. Esta situação é consistente com o facto dos imóveis arrendados representarem a maior parte dos que integram a carteira.

Os FII abertos revelam uma maior permanência dos imóveis em carteira comparativamente com os FII fechados. No entanto, no período mais recente, os fundos fechados convergem para um nível semelhante ao dos FII abertos.

Em suma, apesar da recente melhoria dos indicadores de risco e de rentabilidade associados aos FII resultante da evolução do mercado imobiliário, a sua exposição a este mercado torna-os vulneráveis a desenvolvimentos desfavoráveis que possam vir a verificar-se no futuro. A tal acrescentam ainda riscos específicos dos fundos de investimento, em particular o risco de interligação com o setor financeiro.

122. Duração medida através da diferença entre o período de aquisição e o período de referência da carteira.

123. Acrescentou-se 1 ano à duração dos imóveis em junho de 2017.

124. O efeito de compras e vendas corresponde à diferença entre linhas, com as compras de imóveis a justificar os valores inferiores a 1 da duração.

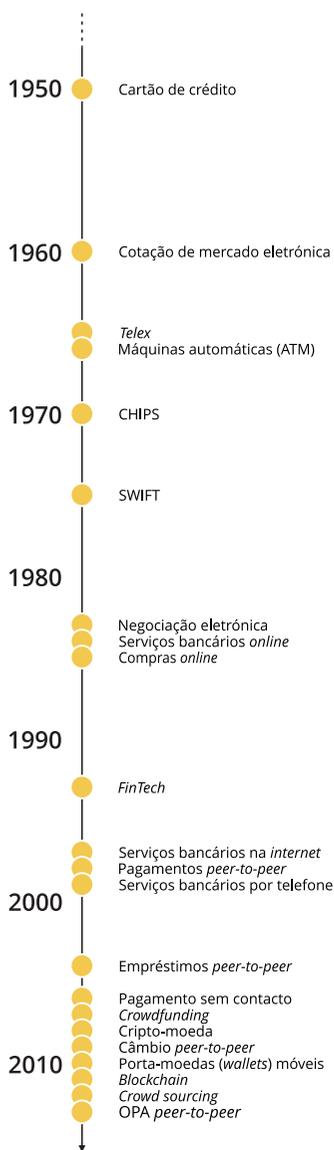
## Caixa 2 • *Fintech* – perspetiva da estabilidade financeira<sup>125</sup>

*Fintech* (acrónimo inglês para tecnologia financeira) define-se como a inovação tecnológica nos serviços financeiros que pode resultar em novos modelos de negócio, aplicações, processos ou produtos, com um efeito material na prestação de serviços financeiros.<sup>126</sup> Note-se que o desenvolvimento do sistema financeiro tem vindo a ser acompanhado de diversos episódios marcantes de evolução tecnológica, como é exemplo a introdução e uso de cartões de crédito (Figura C2.1). O termo *fintech* remete para a atual vaga de inovação tecnológica, que se distingue dos episódios anteriores devido à rapidez com que a inovação tem ocorrido e à perceção do vasto impacto potencial sobre os modelos de negócio, incluindo sobre a prestação e o acesso aos serviços financeiros (sendo a evolução do denominado crédito *fintech*<sup>127</sup> um exemplo disso mesmo (Gráfico C2.1)).

A aceleração do ritmo de inovação na atividade financeira tem sido sustentada pela massificação da utilização das tecnologias de informação e processamento de dados (e.g. *internet*, inteligência artificial, *big data*) e catalisada pelas exigências dos consumidores de serviços financeiros, em especial associados ao setor bancário, por ineficiências do mercado de serviços financeiros e pelo novo enquadramento regulatório e de supervisão.<sup>128</sup>

Nesta caixa é desenvolvida uma abordagem conceptual às *fintech*, focando nas implicações sobre a intermediação financeira que delas decorrem e nos principais riscos para a estabilidade financeira.

Figura C2.1 • Inovação tecnológica nos serviços financeiros



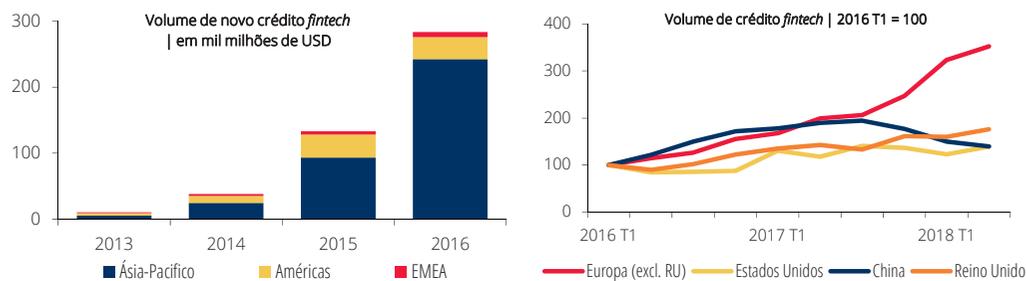
Fonte: FMI (2017).

125. Na presente caixa serão utilizados alguns termos em inglês de uso corrente no âmbito das *fintech*. Para apoio, ver glossário em Comité de Estabilidade Financeira (2017).

126. Definição de acordo com Comité de Estabilidade Financeira (2017). O termo *fintech* pode referir-se a entidades que desenvolvem e fornecem serviços financeiros baseados em tecnologias inovadoras ou às próprias tecnologias utilizadas por essas entidades, por bancos ou por outras entidades do sistema financeiro.

127. Crédito *Fintech* compreende o crédito facilitado por plataformas eletrónicas que promovem o contacto direto entre devedores e credores. Inclui atividades habitualmente designadas por “crowdfunding” e “peer-to-peer” (P2P).

128. Designadamente, o pacote legislativo CRR/CRD IV que materializa uma maior exigência regulatória sobre o setor bancário e poderá espolpear oportunidades de negócio a diversos níveis, e a nova diretiva europeia de serviços de pagamento (PSD 2, sigla para a Diretiva (UE) 2015/2366 do Parlamento Europeu e do Conselho de 25 de novembro de 2015 relativa aos serviços de pagamento no mercado interno, aplicável a partir de 13 de janeiro de 2018, e transposta para o enquadramento jurídico nacional pelo Decreto-Lei n.º 91/2018 de 12 de novembro) que confere uma maior abertura neste segmento.

Gráfico C2.1 • Evolução do crédito *fintech*

Fonte: Banco de Pagamentos Internacional (2018) | Notas: EMEA inclui Europa, Médio Oriente e África.

Impacto das *fintech* na intermediação financeira

A exploração de oportunidades de melhoria de eficiências de mercado tem sido um dos motivos subjacentes à criação de muitas *fintech*, pelo que a nova vaga de inovações tecnológicas e de intervenientes no mercado de serviços financeiros terá necessariamente implicações na sua estrutura e funcionamento. Estas alterações são potenciais e poderão assumir diversas formas, sendo que a sua efetiva materialização irá depender, entre outros fatores, de características do próprio sistema e das instituições financeiras.

- Estrutura de mercado

As implicações das *fintech* sobre a estrutura de mercado do setor financeiro não são certas. Por um lado, o efeito mais referido é a redução dos custos associados à prestação de alguns serviços financeiros e, por esta via, a redução das barreiras à entrada de novos atores e a promoção de uma maior descentralização e diversificação na prestação desses serviços<sup>129</sup>. Tal acontece em áreas de negócio como a concessão de crédito ou a gestão de ativos, que têm beneficiado dos avanços ao nível da utilização de inteligência artificial e da gestão e processamento de grandes quantidades de informação (*big data*)<sup>130</sup>.

O desenvolvimento das *fintech* pode também implicar uma maior concorrência em áreas de negócio em que as instituições financeiras beneficiem de um maior poder de mercado. Neste caso, poderá, pelo contrário, observar-se uma maior concentração, dependendo da forma como as grandes empresas tecnológicas (designadas em inglês por *bigtech*<sup>131</sup>) participem no mercado de serviços financeiros uma vez que estas empresas têm uma base de clientes significativa e capacidade de absorver a restante concorrência.

Um cenário provável poderá ser a evolução do sistema financeiro no sentido de beneficiar dos desenvolvimentos tecnológicos quer em termos de funções de apoio e *back-office* quer em termos de relacionamento com o cliente bancário, sendo os contornos e materialização dessa evolução diferenciados de acordo com o segmento de mercado de serviços financeiros, refletindo o papel desempenhado pelos diversos intervenientes (autoridades, *fintechs* e incumbentes)<sup>132</sup>.

129. Comité de Estabilidade Financeira (2017) e FMI (2018).

130. A título de exemplo, poderá referir-se os avanços observados ao nível dos modelos de avaliação de risco de crédito.

131. Neste contexto assumem particular relevância as designadas GAFA (acrónimo para Google, Apple, Facebook, e Amazon).

132. C.f. WEF (2017).

- Eficiência

Há diversas *fintech*, focadas na prestação de serviços a instituições do sistema financeiro, que aplicam a inovação tecnológica na otimização de funções de suporte e de *back-office*<sup>133</sup>. São exemplo disso as entidades e atividades designadas *regtech*<sup>134</sup> e as *fintechs* que desenvolvem modelos de avaliação de risco de crédito ou de deteção de fraude tendo por base a exploração de grandes quantidades de informação, o que permite às instituições financeiras beneficiar de significativos ganhos de eficiência e de eficácia.

- Acesso mais alargado a serviços financeiros

As *fintech* podem promover um acesso mais fácil e generalizado aos serviços financeiros, quer por via da redução dos custos associados a esses serviços, quer por via da diversificação das formas de acesso a esses serviços. Estes ganhos serão proporcionais às barreiras que existiam antes da introdução das várias inovações, sendo provável que os maiores benefícios se observem em regiões com menor acessibilidade a serviços financeiros prestados de forma mais tradicional ou junto de clientes com um nível de sofisticação financeira menor. Um exemplo é o impacto da utilização de serviços de *mobile banking* em países da África Subsariana. Outro exemplo no contexto dos países desenvolvidos, está associado à gestão de patrimónios com base em aplicações (*Apps*) que recorrem à inteligência artificial, permitindo que mais famílias e pequenas empresas possam beneficiar deste serviço, o qual lhes estava anteriormente vedado por exigir investimentos iniciais avultados e/ou comissões elevadas. As plataformas coletivas de empréstimos e investimentos podem ter um efeito semelhante.

### ***Fintech* como potencial risco e factor amplificador de choques**

Os impactos acima referidos estão habitualmente associados a um alargamento da oferta de serviços financeiros<sup>135</sup> a uma base mais ampla de clientes a um custo menor, o que se deverá traduzir em ganhos para a economia. Contudo, na perspetiva da estabilidade financeira, a avaliação do potencial impacto das *fintech* reveste-se de uma maior complexidade pela interação com outros fatores exógenos como sejam: i) a diluição das fronteiras entre intermediários, mercados e fornecedores de serviços financeiros promovida pelas *fintech*, ii) as características das instituições financeiras (e.g. *governance*, planeamento estratégico, posicionamento perante a inovação), iii) as características do sistema financeiro (e.g. interligações, concentração, níveis de concorrência)<sup>136</sup> e, associados a estes dois últimos fatores, iv) os canais de propagação dos riscos. É assim essencial considerar todas estas dimensões, bem como as interligações entre os potenciais riscos e benefícios associados a cada *fintech*, de forma a compreender como promover a inovação sem comprometer a estabilidade do sistema financeiro.

Seguidamente são descritas as fontes de risco sistémico (e fatores amplificadores do impacto de fontes pré-existentes) que podem potencialmente ser originadas pela transformação do sistema financeiro espoletada pelas *fintech*.

- Risco reputacional e de contágio

A confiança entre as entidades que prestam serviços financeiros e os seus clientes é crucial para a estabilidade financeira. As *fintech* podem influenciar esta relação através de diversos canais.

133. Estas inserem-se num grupo mais lato de entidades e atividades *fintech* que não são diretamente oferecidas ao cliente de serviços financeiros (habitualmente designadas por B2B, sigla do termo inglês *business to business*, ou B2B2C, sigla do termo inglês *business to business to customer*), por oposição ao segmento B2C (sigla do termo inglês *business to customer*) em que as *fintech* se relacionam diretamente com o cliente.

134. *Fintechs* aplicadas no cumprimento de requisitos regulatórios e de *compliance*.

135. Este alargamento reflete-se no tipo de serviços financeiros e na maior diversidade de entidades que os prestam.

136. Ver Comité de Estabilidade Financeira (2017) para uma discussão mais detalhada das características do sistema e das instituições financeiras, relacionando-as com os potenciais riscos e benefícios para a estabilidade financeira.

Desde logo, na medida em que as *fintech* possam não estar reguladas ou possam estar abrangidas por regimes regulatórios e de supervisão menos exigentes, não estando sujeitas ao mesmo escrutínio.<sup>137</sup> Tal pode refletir-se numa gestão de risco ineficiente e menos conservadora (e.g. excesso de confiança em processos automáticos, sem os devidos mecanismos de controlo) ou numa conduta desadequada (e.g. no relacionamento com os clientes ou no tratamento de informação confidencial). As perdas incorridas por clientes de uma *fintech* podem minar a confiança em todas as *fintech* percecionadas como semelhantes ou mesmo em grande parte do setor financeiro, principalmente se aquelas perdas afetarem clientes de retalho (famílias e pequenas empresas). Estes clientes podem não ter uma clara perceção do risco associado aos ativos financeiros em que investem nem fazer uma distinção entre serviços financeiros prestados por instituições reguladas e supervisionadas e empresas *fintech* que estejam a intermediar ou facilitar esses serviços.

Note-se que uma ineficiente gestão de risco por parte de *fintechs* pode também contaminar o sistema financeiro por via indireta, na medida em que muitas instituições financeiras reguladas sejam também clientes dessas *fintechs* ou as tenham integrado no seu modelo de negócio.

- Prociclicidade e crescimento excessivo de crédito

Algumas *fintech* podem acentuar a prociclicidade na medida em que facilitem que entidades não financeiras acedam ou ofereçam serviços financeiros anteriormente oferecidos ou intermediados, em grande medida, por instituições financeiras. São exemplo disso as plataformas de crédito e outras atividades de crédito *fintech*, que propiciam que entidades fora do setor financeiro desenvolvam de uma forma não profissional a atividade de concessão de crédito, ou as plataformas e aplicações de gestão de ativos, que podem estimular agentes não qualificados a investir diretamente em ações e outros ativos financeiros associados a um maior risco. Na medida em que o comportamento das entidades que investem através das *fintechs* possa ser mais suscetível a reagir de forma semelhante à informação veiculada pelas plataformas e aplicações (*Apps*) de investimento, a existência de *fintechs* poderá contribuir para acentuar a dinâmica procíclica dos mercados e setores financeiros. Em casos extremos, algumas *Apps* de investimento têm autonomia para iniciar ordens de mercado. O movimento pode ser intensificado por muitas *Apps* terem por base algoritmos semelhantes, que geram reações correlacionadas por parte dos investidores. O sistema financeiro pode ser afetado na medida em que esteja direta ou indiretamente exposto aos agentes ou setores económicos afetados por estes movimentos.

O crescimento excessivo do crédito é uma fonte de risco para a estabilidade financeira. Neste enquadramento, o crédito *fintech* representa um novo modelo de negócio que pode ser desenvolvido fora do conjunto de instituições autorizadas a conceder crédito de forma profissional, podendo constituir uma vulnerabilidade relevante caso o montante de crédito *fintech* assuma proporções significativas, contribuindo para níveis não sustentáveis de endividamento dos clientes. Adicionalmente, os instrumentos de política macroprudencial atualmente definidos para mitigar o crescimento excessivo do crédito não abrangem a maioria do crédito *fintech*.

137. Segundo o inquérito apresentado em EBA (2017), apenas 9% das *fintech* inquiridas são instituições de crédito de acordo com a CRD, 18% são instituições de pagamento de acordo com a diretiva de sistemas de pagamentos e 11% são instituições de investimento de acordo com a diretiva sobre mercados de instrumentos financeiros. 39% não estão sujeitas a qualquer regime ou estão sujeitos a regimes indefinidos.

- Volatilidade

Uma das características partilhada por muitas *fintechs* é a rapidez, o que as torna propensas a contribuir para aumentar a volatilidade do mercado. Tal é particularmente provável em *fintechs* de negociação eletrónica, que têm por base algoritmos que reagem rapidamente a alterações nas condições de mercado, acentuando a volatilidade dos preços. Adicionalmente, as *fintech* que operam na área de pagamentos facilitam e tornam mais rápida a movimentação de fundos dentro do sistema bancário, o que pode aumentar a volatilidade dos depósitos, especialmente em situações de maior tensão nos mercados financeiros e escassez de liquidez.

- Relevância sistémica

Há determinados fornecedores de serviços financeiros ou infraestruturas de mercado que não constituem instituições de importância sistémica na aceção da política macroprudencial, mas que no contexto das *fintech* podem assumir uma relevância sistémica, devido à sua utilização generalizada por parte das instituições financeiras ou dos clientes de serviços financeiros. Esta relevância é acentuada nos novos modelos de negócio das entidades *fintech* que em muitos casos têm uma dependência acrescida e por vezes total face a algumas infraestruturas tecnológicas.

Este pode ser o caso das tecnologias de computação em nuvem (*cloud*), que têm uma utilização cada vez mais generalizada e cujo número de fornecedores é relativamente limitado. Esta potencial dependência da prestação de serviços financeiros num número limitado de fornecedores torna-os sistemicamente relevantes. O risco associado a estas situações é acrescido perante a possibilidade desta interligação entre as instituições financeiras não estar identificada e acautelada, e de os fornecedores desses serviços estarem fora do perímetro da regulação prudencial.

Numa outra perspetiva, as *fintech* podem contribuir para o uso generalizado de algumas infraestruturas tecnológicas alternativas que desafiam as opções mais tradicionais (e.g. DLT, sigla em inglês para *distributed ledger technology*, que pode ser aplicada na compensação de ativos mobiliários), o que poderá constituir um risco sistémico dependendo i) da capacidade do sistema financeiro de resistir a uma disrupção nessa infraestrutura e ii) da existência de mecanismos de regulação e monitorização dessas infraestruturas.

Importa também destacar a importância crescente das grandes bases de dados e de fontes de dados não estruturados (e.g. redes sociais, *websites* de notícias) no âmbito das *fintech*. Na medida em que alguns destes dados podem não ser controlados nem validados na origem, e são por isso mais passíveis de ruturas e erros, podem constituir um risco sistémico.

- Ciber-risco e riscos operacionais

A crescente dependência do sistema financeiro na tecnologia acentuou a relevância do ciber-risco, que apresenta algumas características que lhe conferem uma particular relevância: i) a diversidade de pontos suscetíveis a ciber-ataque, ii) a existência de diversos canais, diretos e indiretos, de propagação de um ciber-ataque ao sistema financeiro e à atividade económica; e iii) a elevada ocorrência de ataques, sem limitação de barreiras geográficas.

Adicionalmente, os sistemas de informação podem falhar por outros motivos, sendo a disrupção causada por esta falha potencialmente mais impactante num contexto em que as *fintech* promovem a dependência e interligação dos sistemas de informação e a maior dependência face a fornecedores de serviços externos à instituição.

## Considerações finais

É particularmente importante atingir um equilíbrio que permita tirar partido da inovação tecnológica sem comprometer a estabilidade do sistema financeiro. Neste equilíbrio é essencial a salvaguarda da confiança no sistema financeiro, peça central na preservação da sua estabilidade, independentemente da forma e dos intervenientes que assegurem a atividade de intermediação financeira e o financiamento da atividade económica. É assim necessário avaliar e acompanhar as *fintech* na perspetiva da estabilidade financeira, o que constitui um desafio em face da diversidade de dimensões interrelacionadas que devem ser consideradas.

Na medida em que as *fintech* originam uma diluição das fronteiras entre instituições e jurisdições, é necessário assegurar uma adequada articulação entre diferentes autoridades, nacionais e internacionais. Todavia, dado o acelerado ritmo de inovação e a escassez de informação quantitativa sobre estas entidades e atividades, a mensuração da sua relevância e, assim, a quantificação dos riscos associados, é complexa<sup>138</sup>.

Refira-se também que a avaliação destes riscos deverá ser desenvolvida tendo por referência uma estrutura conceptual focada no tipo de serviço financeiro prestado, tendo presente a tecnologia subjacente, secundarizando o tipo de instituição que o presta.<sup>139</sup>

Até ao momento, não há evidência da adoção, em escala significativa, de tecnologias particularmente sofisticadas no sistema financeiro europeu,<sup>140</sup> nem a materialização de riscos para a estabilidade financeira com origem nas *fintech*.<sup>141</sup>

Adicionalmente, considerando uma perspetiva histórica, o setor bancário tem revelado uma capacidade de adaptação à inovação tecnológica nos serviços financeiros, internalizando-a de forma a reter e fortalecer a sua base de clientes. Contudo, a atual vaga de inovação ocorreu quase em simultâneo com a crise económica e financeira (ou num período em que grande parte das instituições financeiras na Europa se encontravam ainda a recuperar da crise), o que poderá estar associado à relevância e crescimento dos novos intervenientes de mercado,<sup>142</sup> em contraste com episódios de inovação anteriores que ocorreram, no essencial, internamente nos bancos. Não obstante, o sistema bancário tem sido um interveniente ativo nos atuais desenvolvimentos, quer como investidor nas *fintech*<sup>143</sup> quer como parceiro ou cliente destas entidades, podendo inclusive vir a beneficiar desta interação em termos da estrutura de custos. Assim, mesmo no segmento de serviços financeiros em que as *fintech* estejam vocacionada para o cliente final,<sup>144</sup> não parece provável que o seu crescimento comprometa a viabilidade do sistema bancário considerado como mais tradicional. Contudo, as *fintech* exigem (ou aceleram) a evolução e adaptação dos modelos de negócio e a forma como o sistema bancário considerado como mais tradicional se relaciona com o cliente de serviços financeiros. Neste contexto, será também relevante o posicionamento das grandes empresas tecnológicas neste mercado.

138. Na maioria das situações a informação é obtida através de inquéritos não regulares, a que estão associados um custo mais elevado e um maior desfasamento temporal na disponibilização dos resultados.

139. Ver Comité de Estabilidade Financeira (2017) e FMI (2018) para propostas concretas de classificação de inovações tecnológicas seguindo este racional.

140. Cf Autoridade Bancária Europeia (2018).

141. Cf Comité de Estabilidade Financeira (2017) e WEF (2017).

142. De acordo com o inquérito desenvolvido por Autoridade Bancária Europeia (2017) há atualmente na Europa um número significativo e crescente de *fintechs* a operar numa vasta diversidade de serviços financeiros. KPMG (2018) refere que o investimento em *fintechs* registado nos primeiros 6 meses de 2018 superou os resultados registados em 2017.

143. KPMG (2018), WEF (2017).

144. De acordo com Autoridade Bancária Europeia (2017), a maioria das *fintech* estará vocacionada para o cliente final.

**Referências:**

- Autoridade Bancária Europeia (2017), "Discussion Paper on the EBA's approach to financial technology (FinTech)", EBA/DP/2017/02, 4 agosto 2017.
- Autoridade Bancária Europeia (2018), "EBA Report on the prudential risks and opportunities arising for institutions from fintech", 3 julho 2018.
- Banco de Pagamentos Internacionais (2018), Quarterly Review, setembro de 2018.
- Comité de Estabilidade Financeira (2017), "Financial stability implications from FinTech: Supervisory and regulatory issues that merit authorities' attention".
- DNB, De Nederlandsche Bank (2016), "The implications of technological innovation for financial stability", Overview of Financial Stability, janeiro de 2016.
- Fundo Monetário Internacional (2017), "Fintech and financial services: initial considerations", IMF Staff discussion note, junho 2017.
- KPMG (2018), "The pulse of fintech 2018".
- World Economic Forum (2017), "Balancing financial stability, innovation, and economic growth", *White paper*.
- World Economic Forum (2018), "The global financial and monetary system in 2030", Global future council on financial and monetary systems.

### Caixa 3 • Implementação na União Europeia da reserva contracíclica de fundos próprios

A atual conjuntura, caracterizada por uma expansão dos ciclos económico e de crédito, em particular o crescimento dos preços do imobiliário, tem sido a justificação apontada para que um maior número de autoridades macroprudenciais tenha optado pela ativação da reserva contracíclica no período recente.<sup>145</sup> Esta situação tem motivado diversos países a adotar medidas macroprudenciais baseadas em reservas de capital (designadas na língua inglesa por *capital-based measures*). Estas medidas distinguem-se das que procuram atuar sobre critérios de concessão de crédito (designadas na língua inglesa por *borrower-based measures*).

Relativamente aos instrumentos baseados em capital, e com o objetivo de mitigar o risco cíclico sistémico, destacam-se a reserva contracíclica de fundos próprios e a alteração dos ponderadores de risco aplicados aos ativos das instituições de crédito para efeitos de cálculo de capital.<sup>146</sup>

Face aos sinais de inversão do ciclo financeiro/crédito, observa-se que um conjunto de países da UE tem optado, como medida de capital, pela ativação da reserva contracíclica de fundos próprios (doravante reserva contracíclica). A utilização desta reserva tem em conta o seu reconhecido papel na mitigação do risco sistémico associado ao crescimento excessivo de crédito, que é um dos objetivos intermédios da política macroprudencial identificados pelo CERS. Assim, o crescente recurso a este instrumento, por parte das autoridades macroprudenciais nacionais de diversos Estados-Membros, justifica a sua análise, à semelhança do realizado no anterior *Relatório de Estabilidade Financeira*, relativamente às medidas macroprudenciais sobre os critérios de concessão de crédito a particulares.<sup>147</sup>

Estes instrumentos são de utilização harmonizada e de atuação generalizada sobre o crédito. Estas medidas contrastam com as medidas que abrangem apenas alguns tipos de crédito, discriminando entre diferentes exposições, e que não são harmonizadas entre os diversos países, como por exemplo medidas que têm como base o rácio entre o montante do(s) empréstimo(s) garantido(s) pelo mesmo imóvel e o valor do ativo (LTV, acrónimo na língua inglesa para *loan-to-value*), e o rácio entre o serviço da dívida e o rendimento (DSTI, acrónimo na língua inglesa para *debt-service-to-income*).

Recorde-se que a reserva contracíclica tem como objetivo reforçar a resiliência do setor bancário a perdas nos períodos de desaceleração económica que se sigam a períodos de crescimento excessivo do crédito ao setor privado não financeiro. Adicionalmente, como efeito indireto, a imposição de requisitos de capital adicionais ao longo do ciclo financeiro/crédito poderá contribuir também para mitigar a prociclicidade das políticas de concessão de crédito dos bancos, comum em ciclos de expansão económica e financeira. Por fim, esta reserva deverá ser reduzida quando ocorrer a materialização dos riscos, facilitando a manutenção de um adequado fluxo de financiamento da economia.<sup>148</sup> É da responsabilidade de cada Autoridade Macroprudencial

145. Para maior detalhe consultar o *Relatório de Estabilidade Financeira* do Banco Central Europeu, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr201805.en.pdf>.

146. “Estratégia e Instrumentos da Política Macroprudencial”, artigo publicado no *Relatório de Estabilidade Financeira* de maio de 2014.

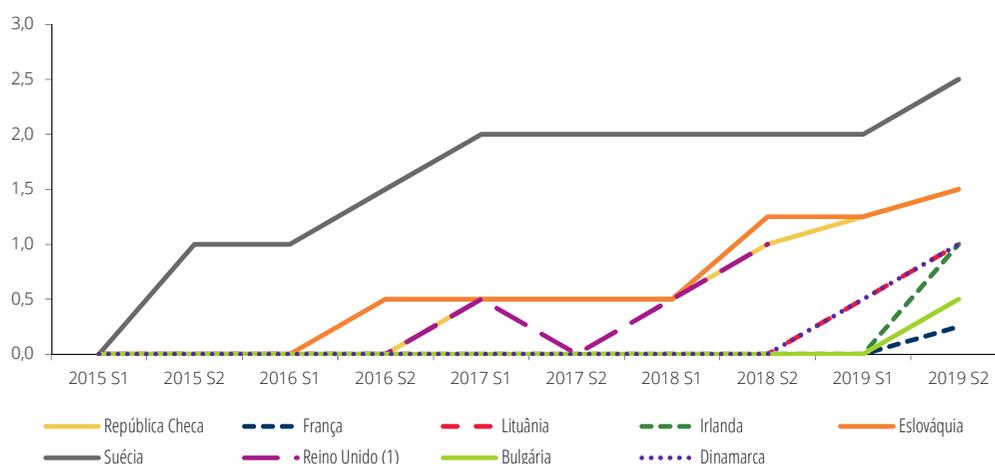
147. Para um maior detalhe sobre estas medidas no contexto europeu, consultar a Caixa 1 “Implementação, a nível europeu, de instrumentos macroprudenciais direcionados aos critérios de concessão de crédito a particulares” do *Relatório de Estabilidade Financeira* do Banco de Portugal, de junho de 2018, [https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/ref\\_06\\_2018\\_pt.pdf](https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/ref_06_2018_pt.pdf).

148. Para um maior detalhe sobre todas as reservas de fundos próprios introduzidas após a crise financeira de 2008, que fizeram parte do pacote legislativo designado por CRD IV e CRR, ver caixa 4 “Iniciativas sobre o reforço de reservas de fundos próprios” publicada no *Relatório de Estabilidade Financeira* do Banco de Portugal em novembro de 2015, assim como os documentos metodológicos disponíveis no sítio da internet do Banco de Portugal, <https://www.bportugal.pt/page/reserva-contraciclica>.

nacional definir e anunciar trimestralmente a percentagem da reserva contracíclica a ser implementada às exposições domésticas ao setor privado não financeiro. O valor desta percentagem encontra-se num intervalo entre 0% e 2,5% do montante total das posições em risco, podendo em situações devidamente justificadas ultrapassar 2,5%, valor a partir do qual não é exigido o reconhecimento obrigatório por outras autoridades macroprudenciais da UE. Esta reserva é calibrada em múltiplos de 0,25 pontos percentuais.

Refira-se que a Suécia foi um dos primeiros países da UE a ativar a reserva contracíclica, sendo esta efetivada em 2015, devido à elevada expansão de crédito e ao significativo endividamento do setor privado não financeiro que se tem observado neste país. Entre o início de 2017 e novembro de 2018, nove autoridades de Estados-Membros da UE anunciaram o aumento da reserva contracíclica (Eslováquia, Reino Unido, República Checa e Suécia) ou a aplicação, pela primeira vez, de uma reserva diferente de zero por cento (Bulgária, França, Dinamarca, Irlanda e Lituânia) (Gráfico C.3.1)<sup>149</sup>. Até ao momento, nenhum país da UE ultrapassou o valor de reserva contracíclica de 2,5%, sendo expectável que a Suécia venha a atingir esta percentagem no segundo semestre de 2019, de acordo com o anunciado no último trimestre pela respetiva Autoridade Macroprudencial nacional.

**Gráfico C3.1 • Evolução da reserva contracíclica para um conjunto de países membros da UE**  
| Em percentagem do montante total das posições em risco



Fonte: Comité Europeu de Risco Sistémico | Notas: Os valores correspondentes ao primeiro e segundo semestres de 2019 referem-se a valores anunciados, pelas respetivas autoridades macroprudenciais nacionais, para o período em causa, mas ainda não implementados. Os restantes valores são referentes ao seu momento de implementação. (1) O valor referente ao primeiro semestre de 2017 não foi integralmente implementado, tendo a reserva sido reduzida antes de terminado o período de 12 meses após o anúncio de incremento.

À presente data, todos os países têm fixado a data de efetivação das reservas contracíclicas de acordo com o padrão previsto pela CRD IV (acrónimo na língua inglesa para *Capital Requirements Directive*), ou seja, 12 meses após a data do anúncio de incremento da reserva. É possível que este período seja inferior, justificando esta redução com circunstâncias excecionais.

No que respeita à metodologia existente para implementar a reserva contracíclica, a generalidade das autoridades segue as orientações emitidas pelo Comité de Supervisão Bancária de Basileia (BCBS, acrónimo na língua inglesa para *Basel Committee on Banking Supervision*) e pelo CERS (Recomendação CERS/2014/1), as quais recomendam, como métrica principal para a

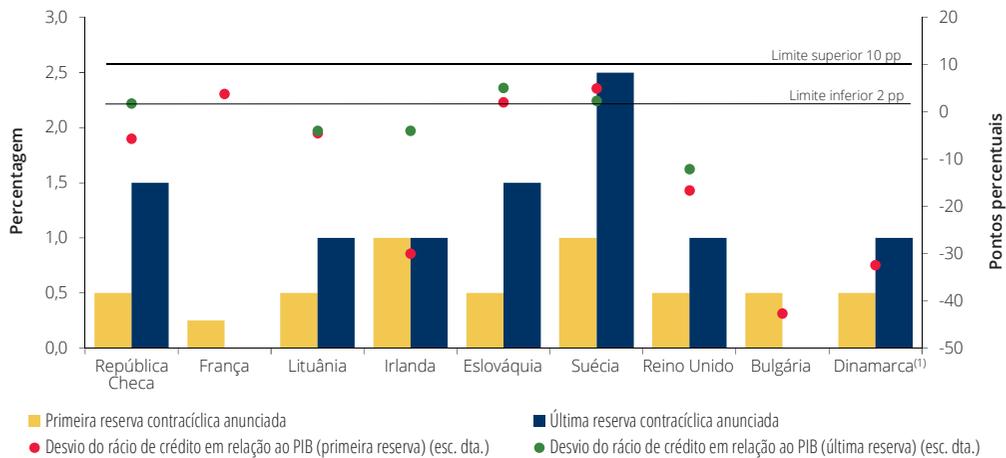
149. Para maior detalhe sobre a ativação desta reserva nos diferentes países, consultar a listagem das decisões anunciadas pelas autoridades macroprudenciais europeias no sítio da internet do CERS, [https://www.esrb.europa.eu/national\\_policy/ccb/all\\_rates/html/index.en.html](https://www.esrb.europa.eu/national_policy/ccb/all_rates/html/index.en.html).

identificação de risco sistémico cíclico e consequente calibração da reserva contracíclica, o desvio do rácio do crédito em relação ao PIB relativamente à sua tendência de longo prazo (também conhecido como desvio de Basileia). De acordo com o BCBS, a reserva contracíclica deverá aumentar linearmente de 0% a 2,5% do valor das posições em risco quando o rácio entre o crédito e o PIB excede a sua tendência de longo prazo em 2 pontos percentuais, atingindo o limite superior quando este desvio atinge 10 pontos percentuais.

Porém, de forma a captar as especificidades de cada Estado-Membro, a Recomendação do CERS permite que, na decisão de cada autoridade, esta exerça os seus poderes discricionários, utilizando para o efeito informação quantitativa e qualitativa adicional, o que o CERS designa por “discricionariedade orientada”. De facto, tal como se pode observar no Gráfico C.3.2, as economias da maioria das autoridades que ativaram a reserva contracíclica apresentavam um desvio de Basileia negativo ou inferior ao limite mínimo de 2 pontos percentuais, limite utilizado como referência para sinalizar a necessidade de ativar a reserva contracíclica.

O desvio do rácio de crédito em relação ao PIB pode, em certos casos, subestimar a sinalização da acumulação de riscos sistémicos cíclicos, em particular após períodos prolongados de crescimento excessivo do crédito. Isto deve-se ao facto de estes períodos, em particular se prolongados, contaminarem a tendência de longo prazo que é utilizada no cálculo da referida métrica. Para além disso, os valores mais recentes do desvio do rácio entre o crédito e o PIB são revisitos substancialmente sempre que observações adicionais ficam disponíveis e, por esse motivo, podem levar a decisões de política menos precisas.<sup>150</sup> De facto, verifica-se, por exemplo, que no caso da Lituânia o aumento da reserva foi decidido sem que houvesse uma aproximação significativa do desvio do rácio de crédito face ao PIB ao intervalo de ativação. Este efeito é também claro nos casos da Bulgária, Dinamarca e Irlanda onde o desvio do rácio do crédito em relação ao PIB não foi o único parâmetro tido em conta para a tomada de decisão de ativação da reserva.

**Gráfico C3.2 • Relação entre as percentagens de reserva contracíclica anunciadas e o desvio do rácio do crédito em relação ao PIB**



Fontes: Comité Europeu de Risco Sistémico e Banco de Pagamentos Internacionais | Notas: A primeira reserva contracíclica anunciada corresponde à primeira subida desta reserva de capital para valores diferentes de 0%. As linhas horizontais correspondem aos limites de referência recomendados pelo BCBS e o CERS para a ativação da reserva, entre 2 pp e 10 pp. Os valores do desvio do rácio do crédito em relação ao PIB correspondem aos reportados/publicados pelas autoridades macroprudenciais de cada país. (1) Não existem dados disponíveis sobre o desvio do rácio do crédito em relação ao PIB referentes à última decisão sobre a percentagem da reserva.

150. Para um maior detalhe ver *Relatório de Estabilidade Financeira* do Banco Central Europeu, publicado em maio de 2017.

Assim sendo, apresentam-se de seguida as metodologias e indicadores utilizados por algumas autoridades macroprudenciais para nortear as decisões de ativação e desativação da reserva contracíclica.

Em relação aos indicadores utilizados para ativação e desativação desta reserva, a maioria das autoridades nacionais cumpre a recomendação do CERS (CERS/2014/1)<sup>151</sup> que estabelece, como complemento ao desvio do rácio do crédito em relação ao PIB, sete grupos de variáveis indicativas de acumulação de risco associado a períodos de crescimento excessivo do crédito<sup>152</sup>.

Em algumas autoridades, como na Eslováquia e na República Checa, as decisões sobre o nível da reserva contracíclica assentam num indicador compósito. No caso da Eslováquia este indicador designa-se por “ciclograma” e agrega um conjunto de indicadores macroeconómicos e financeiros considerados chave “core” com um conjunto de indicadores suplementares. Como indicadores *core* consideram o desvio do crédito em relação ao PIB, a taxa de variação do crédito, a evolução dos empréstimos em incumprimento e os indicadores de endividamento dos particulares e SNF. A metodologia aplicada pela autoridade da República Checa também se baseia num indicador compósito, designado por “indicador agregado do ciclo financeiro”, e no desvio do rácio do crédito face ao PIB ajustado às especificidades da economia checa, tendo este por base séries temporais mais reduzidas face ao método de Basileia. Esse indicador agregado inclui um conjunto de seis indicadores que cobrem, nomeadamente, o crescimento de crédito, as condições de concessão de crédito, o endividamento do setor privado não financeiro, os preços de ativos (financeiros e de imóveis) e o défice da balança corrente em percentagem do PIB.

Alguns outros países utilizam testes de esforço para fixar o nível da percentagem de reserva contracíclica, de forma a que esta seja suficiente para absorver as perdas associadas a um cenário adverso. São disso exemplo o Reino Unido<sup>153</sup> e a França<sup>154</sup>.

Outra questão, que merece alguma reflexão, é o momento em que as autoridades macroprudenciais decidem ativar a reserva: numa fase de recuperação do ciclo de crédito, quando apenas existem sinais moderados de acumulação de risco sistémico cíclico, ou numa fase mais avançada do ciclo, associada ao crescimento acelerado do crédito ao setor privado não financeiro. Para as autoridades da Lituânia, Reino Unido e República Checa, o nível da reserva contracíclica adequado a um ambiente de risco moderado deverá ser 1% e não 0%. Este argumento tem justificado o aumento da reserva para um nível de 1% tanto nos casos da Lituânia (junho de 2018), do Reino Unido (novembro de 2017) e da República Checa (maio de 2017)<sup>155</sup>.

151. O Banco de Portugal, enquanto autoridade nacional responsável pela política macroprudencial, segue e efetiva a recomendação do CERS, fazendo uso dos indicadores recomendados, assim como dos poderes discionários previstos por esta recomendação para o uso de indicadores complementares. Para um maior detalhe sobre a metodologia e indicadores utilizados pelo Banco de Portugal ver “A reserva contracíclica de fundos próprios em Portugal”, publicado em dezembro de 2015 no sítio da internet do Banco de Portugal, [https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/ccb\\_%20portugal\\_pt\\_0.pdf](https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/ccb_%20portugal_pt_0.pdf).

152. Os grupos de variáveis referidas são listados no ponto 2 da Recomendação C, e correspondem, nomeadamente, a medidas de: (a) potencial sobrevalorização dos preços dos imóveis, (b) evolução do crédito, (c) desequilíbrios externos, (d) solidez do balanço dos bancos, (e) serviço da dívida do setor privado, (f) potencial valorização incorreta do risco, e (g) medidas derivadas de modelos que combinam o diferencial do crédito em relação ao PIB com uma seleção das medidas anteriormente referidas.

153. A análise sobre a estratégia de política macroprudencial é detalhada no sítio do Bank of England, em particular no Policy Statement “The Financial Policy Committee’s approach to setting the countercyclical capital buffer”, <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/statement/2016/the-financial-policy-committees-approach-to-setting-the-countercyclical-capital-buffer.pdf?la=en&hash=DE1BDDA9A8628694A5881D6559DE782AFF3A7B1>.

154. A análise sobre a estratégia de política macroprudencial é detalhada no *Working Paper* “An analytical framework to calibrate macroprudential policy”, disponível para consulta no sítio da internet do Banque de France, <https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/wp648.pdf>.

155. Para maior detalhe sobre as metodologias utilizadas pelas autoridades ver Special Feature B “Use of the countercyclical capital buffer – a cross-country comparative analysis” do documento “A Review of Macroprudential Policy in the EU” publicado pelo CERS em abril de 2018, disponível através do seu sítio da internet: [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report180425\\_review\\_of\\_macroprudential\\_policy.en.pdf?4b6e5f604e78b7d772b788f2f81fc0c8](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report180425_review_of_macroprudential_policy.en.pdf?4b6e5f604e78b7d772b788f2f81fc0c8).

Por último, a fase do ciclo de crédito deverá ser tida em conta no que se relaciona com a escolha do tipo de instrumentos a ativar, ou seja, instrumentos baseados em capital (*capital-based*) ou instrumentos que incidem sobre as condições de concessão de crédito (*borrower-based*), uma vez que a mesma contribui para a maior ou menor eficácia de cada um dos instrumentos na mitigação de risco sistémico.

De acordo com a experiência internacional (Quadro C.3.1), a eficácia dos instrumentos *borrower-based* poderá ser otimizada se a sua implementação ocorrer numa fase inicial de acumulação de risco sistémico, perdendo eficácia se a sua implementação ocorrer numa fase mais avançada do ciclo de crédito. Nesta fase, considera-se mais adequado a ativação de instrumentos *capital-based*, de forma a dotar o sistema financeiro de reservas de capital que o tornem suficientemente resiliente para absorver perdas resultantes da materialização dos riscos, numa fase posterior.

**Quadro C3.1 • Instrumentos *borrower-based* utilizados pelas diferentes autoridades macroprudenciais nacionais que ativaram a reserva contracíclica**

	Medidas de Rendimento (1)	LTV	Maturidade	Reserva contracíclica
República Checa	✓	✓	✓	✓
França				✓
Lituânia	✓	✓	✓	✓
Irlanda	✓	✓		✓
Eslováquia	✓	✓	✓	✓
Suécia	✓	✓		✓
Reino Unido	✓			✓
Bulgária	✓	✓	✓	✓
Dinamarca	✓	✓		✓

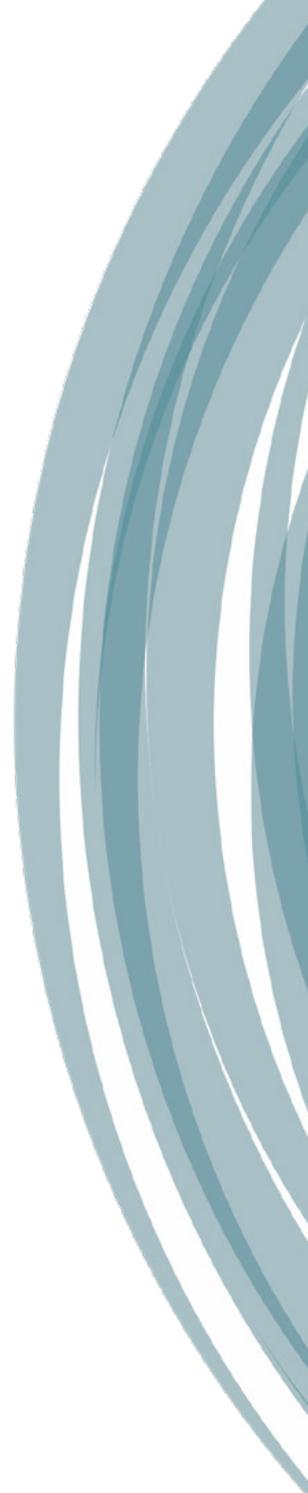
Fonte: Comité Europeu de Risco Sistémico | Notas: As medidas *borrower-based* apresentadas no quadro podem ser analisadas com maior detalhe no Relatório de Estabilidade Financeira de junho de 2018 (Nota de rodapé 143.). (1) As quais se incluem DSTI, DTI, LSTI e LTI (acrónimos na língua inglesa para os rácios *debt-service-to-income*, *debt-to-income*, *loan-service-to-income* e *loan-to-income*, respetivamente).

De facto, observa-se que a grande maioria das autoridades que ativaram a reserva contracíclica haviam ativado, numa fase anterior do ciclo de crédito, instrumentos *borrower-based* maioritariamente dirigidos ao crédito concedido a particulares. Isto poderá evidenciar que estes instrumentos, que atuam apenas sobre os mutuários que apresentam um perfil de risco mais elevado, podem não ter sido suficientes para mitigar a acumulação de risco sistémico associado ao aumento excessivo do crédito concedido ao setor privado não financeiro. Terá existido, assim, a necessidade de conferir ao sistema financeiro um aumento da sua resiliência, de forma a absorver os choques que poderão advir da materialização dos riscos, neste caso em particular, das perdas resultantes de um crescimento excessivo do crédito. Por seu turno, enquanto os instrumentos *borrower-based* são dirigidos apenas a determinados segmentos de crédito e, geralmente, às novas operações, a reserva contracíclica é aplicada a todas as exposições ao setor privado não financeiro, pelo que se pode também justificar a sua ativação simultânea pela complementariedade que poderá existir entre os dois tipos de instrumentos.

Em conclusão, o desvio do rácio do crédito em relação ao PIB, no atual contexto europeu, mantém-se, para a generalidade dos países da UE, abaixo do limite inferior de 2 pontos percentuais, o que poderá sugerir a não ativação da reserva contracíclica. No entanto, tendo em conta a aparente inversão do ciclo de crédito em alguns Estados-Membros da UE, este indicador não tem sido um fator preponderante na tomada de decisão sobre a reserva contracíclica por

parte das várias autoridades macroprudenciais. Assim, e com um objetivo preventivo, tendo em consideração a fase positiva dos ciclos económico e financeiro, observa-se uma tendência crescente para a utilização deste instrumento de política macroprudencial. Como recomendado pelo CERS, as decisões têm por base vários indicadores ao nível da evolução de crédito, da sobrevalorização de ativos, dos desequilíbrios externos, do endividamento do setor privado não financeiro, entre outros, assim como factores qualitativos.

Assim, é expectável que no futuro, num cenário de prolongamento da atual fase do ciclo de crédito, se observe a ativação da reserva contracíclica num ainda maior número de países europeus, com essas decisões baseadas num conjunto alargado de indicadores macroeconómicos e financeiros e outras informações qualitativas que reflitam as especificidades nacionais.





## II Temas em destaque

Os fundos de investimento  
como fonte de risco sistémico

Revisão da CRD IV-CRR:  
o que há de novo?



# Os fundos de investimento como fonte de risco sistémico

## 1 Introdução

Após a crise financeira global de 2007-2008, a transferência da atividade de intermediação financeira do setor bancário para os intermediários financeiros não bancários (*Shadow Banking*)<sup>1</sup> cresceu significativamente, na sequência do aumento de requisitos regulamentares aplicados aos bancos e dos custos de *compliance* associados e.g. a Basileia III, que provocaram restrições no crescimento da atividade bancária ou mesmo desencadearam um processo de desalavancagem no setor bancário (Fundo Monetário Internacional (FMI), 2015).

De acordo com o relatório de *Larosiére* de 2009 (Comissão Europeia, 2009), o crescimento da atividade de intermediação financeira por entidades não bancárias é apontado como um dos fatores originadores da crise de 2007 e, possivelmente, potenciador de risco sistémico. O Conselho de Estabilidade Financeira (CEF, designado na língua inglesa como Financial Stability Board (FSB)) identifica as seguintes entidades como algumas das que integram o *Shadow Banking*, bem como os potenciais riscos que as mesmas acarretam para a estabilidade financeira e respetivos canais de transmissão:<sup>2</sup>

- entidades que se destinam à captação de fundos com características próximas às dos depósitos bancários. As unidades de participação (doravante UP) nestas entidades, designadamente dos fundos de investimento, são, muitas vezes, percecionadas pelos seus detentores como depósitos à ordem. Uma desvalorização nas UP não antecipada pelos agentes de mercado poderá originar resgates avultados dessas mesmas UP, o que, por sua vez, poderá desencadear vendas forçadas (na língua inglesa, *fire sales*) nas carteiras dos ativos dos fundos de investimento com o objetivo de satisfazer os referidos resgates, afetando negativamente o preço desses ativos;
- entidades que promovam a transformação de liquidez ou de maturidade: o risco (ou transformação) de liquidez refere-se ao investimento em ativos pouco líquidos, por parte de entidades que permitem o desinvestimento/resgate com pré-aviso muito curto. O desinvestimento/resgate com pré-aviso reduzido faz-se com recurso à venda dos ativos. Porém, como os ativos tendem a ter maturidades superiores ao pré-aviso necessário para o resgate, a venda destes antes do vencimento é tipicamente efetuada com desconto, gerando perdas (risco de maturidade);
- entidades que utilizam de forma recorrente a alavancagem como fonte de financiamento dos seus investimentos com a finalidade de maximizar o retorno do capital investido (Singh et al., 2018). As operações de crédito colateralizado ou de empréstimo e de recompra são alguns dos instrumentos que podem expor as entidades a perdas significativas. Quando existem

1. *Shadow Banking* na terminologia em língua inglesa designava as entidades (ou atividades) que desempenhassem intermediação de crédito fora do tradicional sistema bancário ([http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_110412a.pdf](http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_110412a.pdf)). Actualmente, o FSB passou a usar a designação de intermediários financeiros não bancários. Ao longo deste tema em destaque, serão usadas de forma equivalente as duas terminologias. Com base numa medida mais lata, o *Shadow Banking* compreende, os fundos de mercado monetário, os fundos de investimento (que não fundos de mercado monetário) e Outros Intermediários e Auxiliares Financeiros (OIAFA) (que não fundos de investimento).

2. A análise apresentada centra-se na ótica de entidades, já abordada em edições anteriores do *Relatório de Estabilidade Financeira*, ver a caixa do *Relatório de Estabilidade Financeira* do Banco de Portugal de maio de 2014 (“Delimitação do perímetro de *Shadow Banking* (ótica de entidades)” Banco de Portugal (2014a). De referir, porém, que a caracterização deste setor pelo FSB inclui também a ótica de atividades ([http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_130829c.pdf](http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130829c.pdf))(CEF, 2013).

condições de tensão nos mercados, o valor dos ativos que integram o colateral tenderá a descer e as margens associadas a operações de empréstimos e de recompra a subir, originando potencialmente a desalavancagem súbita da carteira através de vendas forçadas de ativos.

No final de 2017, ao nível da União Europeia (UE), o *Shadow Banking* representava cerca de 40% dos ativos financeiros do sistema financeiro, tendo a sua dimensão duplicado desde 2010, representando os fundos de investimento cerca de um terço (Comité Europeu de Risco Sistémico, CERS, 2018).<sup>3</sup> Em Portugal, no final de 2017, o *Shadow Banking* detinha apenas cerca de 20% dos ativos financeiros, dos quais os fundos de investimento representavam cerca de 13%. No período em questão, e contrariamente ao verificado na UE, os ativos financeiros do *Shadow Banking*, em Portugal, registaram uma redução de cerca de 27% no seu valor.

A forte expansão de ativos sob gestão dos fundos de investimento nalguns países da UE<sup>4</sup>, na última década, num contexto de taxas de juros muito baixas, esteve associada à procura de títulos com maior rendibilidade, porém, eventualmente, menos líquidos. Os fundos de investimento tornaram-se, assim, participantes de relevo no mercado financeiro, em geral, e no mercado de títulos de dívida, em particular, constituindo, como tal, uma fonte de financiamento importante do setor privado não financeiro. Porém, a reversão abrupta e acentuada dos prémios de risco, ou simplesmente a materialização repentina de menos valias nos títulos dos fundos, poderão desencadear resgates dos participantes nestes, fazendo com que esta fonte de financiamento possa ser mais sensível à perceção de risco dos investidores. Os desajustamentos entre os ativos e o perfil de resgate dos investidores em fundos de investimento de tipo aberto, no que concerne a liquidez e maturidade, poderão acentuar o volume de vendas a efetuar pelos fundos. Estas vendas, em especial se ocorrerem em períodos de incerteza no mercado financeiro, poderão ter impacto significativo no preço dos ativos, afetando não só os participantes do mercado financeiro que detêm os mesmos ativos mas também os que detêm ativos cujo preço esteja estreitamente correlacionado com os ativos dos fundos. Este movimento poderá afetar de forma significativa a resiliência do sistema financeiro, se os fundos de investimento detiverem uma grande proporção de ativos financeiros com uma liquidez reduzida e/ou possuam alavancagem elevada. Para além destes canais de contágio, os fundos de investimento podem propagar risco através do comportamento dos respetivos investidores, constituindo um potencial canal de transmissão dos choques sobre outras instituições.

Assim, apesar de contribuírem para a diversificação das fontes de financiamento do setor privado não financeiro, importa perceber se o aumento da intermediação financeira através dos fundos de investimento pode contribuir para a amplificação do risco sistémico no sistema financeiro ou, num cenário extremo, afetar a resiliência do sistema financeiro como um todo.

3. Outros intervenientes no mercado financeiro que podemos abranger sob a insígnia de *Shadow Banking* além dos fundos de investimento são: as sociedades gestoras de participações sociais do setor financeiro, as sociedades de *leasing*, as sociedades de *factoring*, os veículos especiais de investimento e as instituições financeiras de crédito.
4. Os fundos de investimento distinguem-se dos fundos de mercado monetário sobretudo de um ponto de vista estatístico. De acordo, com a Caixa "Sistema Financeiro Português: da Classificação Estatística à Abordagem Prudencial" do *Relatório de Estabilidade Financeira* de novembro de 2013, a classificação estatística do Banco de Portugal para os fundos de mercado monetário insere-se nas "Outras Instituições Financeiras Monetárias", pelo seu papel de captação de fundos com características semelhantes a depósitos e de transmissão de política monetária (Banco de Portugal, 2013). Assim, dado que o seu risco de liquidez e de maturidade é baixo (investem em ativos de curto prazo e como tal são muito líquidos), e apesar de os fundos de mercado monetário estarem abrangidos pela categorização do FSB, não serão o foco principal desta análise. Porém, são formalmente organismos de investimento coletivo ou seja, são um tipo particular de fundos de investimento mobiliário.

Neste tema em destaque, descrevem-se as características mais relevantes dos fundos de investimento, a forma como estas entidades poderão contribuir para a amplificação de riscos no sistema financeiro e avalia-se a dimensão dos fundos de investimento na UE e em Portugal. Finalmente, são identificados alguns instrumentos para prevenir ou mitigar essas fontes de risco sistémico previstos na Recomendação CERS/2017/6.<sup>5</sup>

## 2 O que é um fundo de investimento?

Os fundos de investimento são organismos de investimento coletivo<sup>6</sup>, ou seja, são entidades constituídas com o propósito de gerir ativos, criando valor para os detentores das suas UP. As UP são valores mobiliários que representam o capital detido pelos participantes no fundo, conferindo aos seus titulares os mesmos direitos e deveres. Cada participante é titular de uma parte no fundo de investimento correspondente ao investimento que realizou. Neste sentido, os participantes são os detentores dos ativos, e do respetivo rendimento, na proporção do seu investimento em UP. Os fundos constituem-se então de forma autónoma, sendo geridos por uma sociedade gestora designada por sociedade gestora de ativos, que pode gerir vários fundos.<sup>7</sup> Esta sociedade gere de forma independente a carteira de ativos do(s) fundo(s) nas diversas vertentes: gestão de ativos, gestão de risco, gestão de liquidez e de prevenção de conflitos de interesses e cumprimento das regras e regulamentos aplicáveis, entre outros (Figura 1).

Figura 1 • Relação entre fundos de investimento e a sociedade gestora de ativos



Fonte: Banco de Portugal, adaptado de FMI (2015).

5. O presente tema em destaque não analisa os potenciais efeitos decorrentes de alterações no volume de investimento por não residentes nos fundos de investimento sediados em Portugal. Adicionalmente, o impacto da desalavancagem dos fundos de investimento no financiamento do setor privado não financeiro não faz parte do objetivo deste tema em destaque.
6. Em Portugal, os fundos de investimento mobiliário, os fundos de investimento imobiliário, os fundos de capital de risco, os fundos de investimento alternativo e os fundos de pensões são exemplo de organismos de investimento coletivo. Os fundos de mercado monetário são um tipo particular de fundo de investimento. Porém, dada a diferença na classificação estatística, quando, no presente tema em destaque, se refere fundos de investimento, estar-se-á a considerar fundos de investimento mobiliário, fundos de investimento imobiliário, fundos de capital de risco e fundos de investimento alternativo. Os fundos de pensões não se inserem na categoria de *Shadow Banking*, não estando portanto incluídos no que se designa neste tema em destaque por fundo de investimento.
7. No caso das Sociedades de Investimento de Capital Variável (SICAV), estas podem escolher entre a auto-gestão ou a delegação da função a uma sociedade gestora de ativos

Do ponto de vista do participante (detentor de UP), os fundos de investimento possuem algumas vantagens: (i) diversificação do risco, ao possibilitar o investimento num conjunto mais alargado de ativos; (ii) acesso a uma gestão profissional dos ativos; (iii) redução dos custos de transação e de custódia, dado que o participante pagará apenas as comissões associadas aos fundos; (iv) investimento em mercados ou títulos não disponíveis para aplicações de montante reduzido; e (v) fácil desmobilização do capital investido, sob a forma de regate das UP, geralmente com poucos dias de pré-aviso.<sup>8</sup> No entanto, existe assimetria de informação, uma vez que ao escolherem investir sob a forma de um fundo de investimento, os participantes não têm ao seu dispor informação individual e completa sobre os ativos que constituem o fundo. O investimento indireto através de um fundo de investimento transfere a discricionariedade das decisões de investimento para a respetiva sociedade gestora de ativos. Porém, apesar de não conhecerem a constituição da carteira de ativos a cada momento, os participantes têm oportunidade de avaliar o prospeto do fundo, nomeadamente no momento de subscrição inicial, antes de tomarem a decisão de investimento. É através do prospeto que são transmitidas antecipadamente ao potencial participante as características dos ativos que poderão integrar o fundo no que concerne, nomeadamente o tipo (ex.: ações, obrigações, imóveis), à maturidade e o emitente. Pode-se, assim, concluir que existe um *trade-off* implícito entre informação e diversificação da carteira para o participante ao investir através de fundos: a decisão sobre a constituição dos fundos é transferida para a sociedade gestora de ativos e, em troca, o participante consegue um investimento diversificado e profissional. O custo dessa “troca” para o participante está embutido nas comissões cobradas pela sociedade gestora.

No Quadro 1 apresentam-se, embora de forma não exaustiva, as características mais representativas dos fundos.

8. No caso dos fundos abertos.

## Quadro 1 • Características dos principais fundos

### Quanto à variabilidade de capital

<b>Fundo aberto</b>	Nos fundos abertos, os investidores podem subscrever e resgatar as UP em qualquer momento (o número e valor de UP depende da procura). Habitualmente, é possível subscrever ou resgatar com frequência elevada. A carteira é normalmente composta por títulos bastante líquidos.
<b>Fundo fechado</b>	Nos fundos fechados, o número de UP é fixo, podendo os investidores proceder à sua subscrição e resgate num determinado período temporal, descrito previamente no prospeto que rege o fundo.

### Quanto à forma de remuneração

<b>Fundo de rendimento</b>	Fundos que distribuem periodicamente os rendimentos gerados aos participantes.
<b>Fundo de capitalização</b>	Fundos que não distribuem os rendimentos, existindo um reinvestimento no fundo dos rendimentos gerados na carteira de ativos.

### Quanto à política de investimento ou tipo de ativos em carteira

<b>Fundo do mercado monetário</b>	Fundos que investem em títulos de dívida de curto prazo e, como tal, espera-se que tenham elevada liquidez. Devido a estes fatores, podem ser classificados como fundos de risco baixo e com algumas características semelhantes aos depósitos bancários.
<b>Fundos de tesouraria</b>	Fundos que investem sobretudo em ativos de elevada liquidez, à semelhança dos fundos de mercado monetário. Contudo, a duração dos ativos em carteira é geralmente mais longa do que nos fundos de mercado monetário. Os resgates, caso seja um fundo aberto, são normalmente concedidos com alguns dias de pré-aviso e não no próprio dia, como habitualmente sucede nos fundos de mercado monetário. Estes fundos não podem ter ações ou títulos com características semelhantes a ações.
<b>Fundos de obrigações</b>	Fundos cuja carteira é composta maioritariamente por títulos de dívida, pública ou privada, vulgo obrigações. Assumem maior risco do que os fundos de mercado monetário ou os fundos de tesouraria, em geral, pelas maturidades superiores dos títulos de dívida que compõem a carteira. Os fundos de obrigações podem ainda distinguir-se entre: fundos de taxa indexada, quando investem sobretudo em obrigações com cupão determinado segundo um indexante, ou fundos de taxa fixa quando investem em obrigações com cupão determinado segundo uma taxa fixa à data de emissão.
<b>Fundos de ações</b>	Fundos cuja carteira é composta maioritariamente por ações.
<b>Fundos de fundos</b>	Fundos cuja carteira é composta maioritariamente por unidades de participação de outros fundos.
<b>Fundos de índices</b>	Fundos que tentam replicar, integral ou parcialmente, em termos da composição da carteira e subsequentemente a sua rentabilidade, um índice de valores mobiliários.
<b>Fundos mistos</b>	Fundos que investem em ações e em obrigações, podendo investir predominantemente numa classe de ativos ou noutra.
<b>Fundos imobiliários</b>	Fundos que investem fundamentalmente em ativos imobiliários.
<b>Fundos Poupança Reforma/Educação</b>	Fundos que financiam Planos Poupança Reforma/Educação (PPR/E).
<b>Fundos Poupança Ações</b>	Fundos que financiam o investimento do seu participante em Planos Poupança em Ações (PPA).

### Quanto ao regime legal que estão sujeitos

<b>Fundos harmonizados</b>	São fundos de investimento que obedecem à legislação nacional que transpõe a diretiva 85/611/CEE do Conselho, de 20 de dezembro de 1985, a primeira versão da chamada diretiva UCITS (na língua inglesa <i>Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities</i> ). Em Portugal, estes fundos são designados por Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários (OICVM).
<b>Fundos não harmonizados</b>	Os fundos de investimento não harmonizados são os que não são constituídos segundo a legislação nacional que transpõe a diretiva 85/611/CEE. Os fundos de investimento não harmonizados compreendem os fundos de investimento mobiliários não harmonizados, fundos de investimento imobiliário, fundos de capital de risco e os fundos de investimento alternativos. Os fundos de investimento alternativos (FIA) ou Organismos de Investimento Alternativo foram inicialmente designados no enquadramento jurídico nacional como Fundos Especiais de Investimento ou Organismos Especiais de Investimento. Genericamente, têm como objetivo o investimento coletivo em valores mobiliários ou outros ativos financeiros, à exceção de ativos imobiliários, com alguns elementos similares aos <i>Hedge Funds</i> . <sup>9</sup>

Fontes: Comissão de Mercado de Valores Mobiliários e Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios. | Notas: A diretiva 85/611/CEE do Conselho de 20 de dezembro de 1985, coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns OICVM. O objetivo principal desta diretiva foi a criação de um mercado único europeu para fundos de investimento de retalho, que assegurasse a proteção do investidor. Estes fundos podem ser comercializados livremente na UE, uma vez que seja aprovado pela autoridade de supervisão do seu país de origem. O regime legal aplicável atualmente aos OICVM resulta, na generalidade, da transposição da diretiva 2009/65/EC. As regras específicas em relação a limites de investimento e alavancagem estão descritas no capítulo VII desta diretiva. A classificação aqui apresentada baseou-se nas fontes referidas, podendo não haver uma correspondência direta com a classificação estatística efetuada pelo Banco de Portugal.

9. Fundos que investem em diferentes ativos com o objetivo de obterem o maior retorno possível para um dado nível de risco, fazendo uso de qualquer estratégia de mercado sem restrições na respetiva estratégia.

### 3 Fontes de risco sistémico associadas aos intermediários financeiros não bancários

De acordo com o CERS, existem várias fontes de risco sistémico relacionadas com o financiamento através dos intermediários financeiros não bancários (CERS, 2016b) (Quadro 2).

#### Quadro 2 • Potenciais riscos e vulnerabilidades provenientes do financiamento por parte dos intermediários financeiros não bancários

- 
- I. Desfasamentos excessivos de maturidade e de liquidez
  - II. Interligações entre as entidades do sistema financeiro e o risco de contágio associado
  - III. Crescimento excessivo do crédito ao setor privado não financeiro, com níveis de alavancagem elevados
- 

Fonte: Adaptado do Comité Europeu de Risco Sistémico.

De referir que os potenciais riscos e vulnerabilidades apresentados no quadro acima apresentam significativas interações, sendo difícil avaliar os efeitos de cada um deles *per se*, em particular num contexto global de muito baixas taxas de juro e caracterizado pela procura de maior rentabilidade, mesmo que resultem do investimento em carteiras com ativos menos líquidos e com pior qualidade creditícia (*search for yield*).

A primeira fonte de risco sistémico prende-se com o facto de os fundos de investimento serem encarados, pelos detentores de UP, como organismos que oferecem produtos de poupança geradores de rentabilidade. Neste sentido, existem incentivos para os gestores dos fundos procurarem obter essa rentabilidade, quer por investimento em ativos com maturidades superiores às do pré-aviso requerido para o resgate, quer recorrendo a estratégias de alavancagem. Existe uma troca implícita de rentabilidade por liquidez: ao investir em ativos com rentabilidades e maturidades superiores ao pré-aviso mínimo exigido para resgates, o fundo de investimento terá maior dificuldade para reembolsar um nível inesperadamente elevado dos mesmos.

Numa situação de tensão dos mercados, e caso o fundo recorra à alavancagem, os ativos do fundo de investimento terão de absorver, não só a própria oscilação de valor, mas também a variação de valor associada a ativos usados como colateral e as chamadas de margem adicional associadas a operações de empréstimos e de recompra. Estas chamadas de margem e o desconto adicional associados aos ativos utilizados para alavancagem da carteira poderão gerar movimentos procíclicos, ampliando os movimentos de valor dos ativos, e como tal, poderão desencadear vendas forçadas destes. Assim, a utilização de alavancagem potencia a possibilidade de vendas forçadas de ativos dos fundos de investimento a preços sucessivamente mais baixos, criando eventualmente uma espiral de queda de preços no mercado (fenómeno que na língua inglesa se designa por *negative feedback loop*).

Acresce que os participantes terão um incentivo a resgatar o mais rapidamente possível quando temerem a desvalorização do seu investimento, designando-se este fenómeno como a “vantagem de ser o primeiro a agir”.<sup>10</sup> Num momento de redução acentuada da liquidez ou de acréscimo de volatilidade nos mercados de ativos, e tendo presente que os fundos de investimento

10. Os participantes têm um incentivo a pedir resgate ao primeiro indício de turbulência nos mercados financeiros, uma vez que os custos da liquidação dos ativos que gerarão liquidez para fazer face ao resgate serão suportados pelos restantes participantes que permaneçam no fundo, admitindo que o valor ativo líquido (valor representativo do valor do fundo para os participantes) é estável. Nos fundos com valor ativo líquido variável, essa vantagem também está presente, devido à tendência dos gestores de fundos venderem ativos mais líquidos primeiro, deixando os ativos com maior risco de liquidez, e portanto com maior potencial de queda de valorização, no fundo com os participantes restantes. Para um maior detalhe ver OICV (2012) e Hannam (2013).

operam com desfasamento de maturidades entre ativo e passivo, os participantes podem ser incentivados a resgatar as suas UP, nos fundos abertos, tendo acesso aos capitais investidos. Este tipo de comportamento promove também a venda forçada de ativos, criando uma pressão negativa sobre os seus preços.

Os efeitos na dinâmica da queda dos preços poderá ser exacerbado caso os fundos invistam em ativos ilíquidos e/ou se estiverem alavancados amplificando os efeitos de contágio, com repercussões materiais nas carteiras de instituições detentoras dos mesmos ativos ou ativos cuja remuneração se encontra fortemente correlacionada com os primeiros. De facto, os fundos de investimento alavancados que possuam ativos líquidos poderão fazer ajustamentos rápidos da sua carteira, caso tenham chamadas adicionais de margens associadas a instrumentos derivados ou a operações de empréstimo e de recompra. Mesmo numa altura de tensão no mercado, em que o fundo tenha que vender ativos a desconto para fazer face a resgates súbitos e haja alterações aos custos associados à alavancagem, os ativos líquidos serão um potencial mitigante contra uma situação de liquidez frágil do fundo. Assim, é desejável que exista uma adequada proporção de ativos líquidos nas carteiras do fundo, sobretudo quanto maior forem os níveis de alavancagem observados.

A segunda fonte de risco sistémico identificada pelo CERS prende-se com as interligações entre as entidades do sistema financeiro e o risco de contágio associado. O contágio entre os fundos de investimento e os bancos ocorre através de diferentes canais. Por um lado, por via direta, através (i) da detenção pelos bancos de participações nos fundos de investimento, (ii) dos depósitos dos fundos de investimento nos bancos, (iii) de transações com instrumentos derivados, empréstimos e de operações de empréstimo e de recompra de valores mobiliários entre os fundos de investimento e os bancos. Deste tipo de canais, os mais comuns são os depósitos de fundos de investimento nos bancos e os empréstimos de bancos a fundos de investimento, uma vez que em termos de requisitos de capital é oneroso para os bancos deterem UP de fundos de investimento, o que desincentiva a sua detenção. No caso dos depósitos de fundos de investimento em bancos, os quais poderão desempenhar, em muitos casos, um papel relevante no financiamento destes últimos, a sua volatilidade poderá acarretar riscos para a estabilidade financeira, os quais tendem a ficar patentes num momento de tensão no mercado, em que os fundos de investimento terão de mobilizar os depósitos para fazer face a possíveis resgates de UP. Por outro lado, o contágio também poderá ocorrer por via indireta, o qual passa (i) pela detenção de títulos de dívida ou ações de bancos por fundos de investimento, (ii) pelas exposições comuns nas carteiras dos fundos de investimento e bancos e (iii) pelo comportamento por parte dos participantes/investidores nos fundos. Este último torna-se visível, sobretudo, quando os participantes não conseguem resgatar as suas UP: estes investidores poderão refletir essa necessidade de liquidez insatisfeita no resgate de UP de outro fundo ou até desinvestir em títulos que sejam detidos igualmente por um banco, afetando indiretamente a sua carteira de títulos.

Adicionalmente, existe evidência de que os investidores/participantes dos fundos de investimento exibem movimentos de “manada” (na língua inglesa *herding behaviour*). Este efeito de “manada” significa que os investidores tomam decisões baseadas nas decisões de investimento de outros investidores e não baseadas em medidas mensuráveis (FMI, 2015). A existência de comportamentos procíclicos dos participantes dos fundos é referida também na literatura, uma vez que estes tendem a resgatar as suas UP quando os fundos de investimento apresentam uma rendibilidade baixa e a subscrever quando exibem rendibilidades elevadas (Baranova et al., 2017). O comportamento dos investidores acaba, por sua vez, por influenciar o comportamento dos gestores dos fundos incentivando-os a investirem em ativos com maior rendibilidade, de forma a serem mais apelativos aos potenciais participantes nos fundos, agravando desta forma os efeitos procíclicos já referidos (FMI, 2015).

A terceira fonte de risco sistémico, mencionada no Quadro 2, prende-se com o papel dos fundos de investimento na concessão de crédito, em particular ao setor privado não financeiro. Um período prolongado de taxas de juro baixas tem vindo a gerar uma procura acrescida por títulos de dívida de empresas não financeiras de maior risco. Refira-se que a oferta do mercado de títulos de dívida emitida por parte das empresas não financeiras também aumentou, fruto quer do baixo custo de financiamento, quer da desalavancagem das instituições bancárias, como consequência da crise financeira e eventualmente da maior exigência regulamentar. Desta forma, outros intermediários financeiros substituíram os bancos na concessão de crédito a empresas não financeiras. Importa assim analisar, do ponto de vista da estabilidade financeira, quais os impactos que poderão decorrer da subida dos prémios de risco associados a um período prolongado de baixas taxas de juro.

A subida dos prémios de risco ou um episódio de volatilidade acrescida nos mercados financeiros poderá originar resgates generalizados por parte dos participantes, propagando este choque a outras instituições financeiras e não financeiras. Desta forma, a elevada sensibilidade dos participantes à volatilidade nos mercados financeiros amplifica os fluxos quer de subscrição quer de resgates nos fundos de investimento. Paralelamente, a subida dos prémios de risco, e como tal das taxas de juro, poderá ter reflexos na capacidade das empresas não financeiras em cumprirem o serviço da dívida. É expectável que tal tenha impacto na avaliação de risco e de rentabilidade futura destas empresas, podendo levar a que os vários intermediários nos mercados financeiros vendam os títulos de dívida destas empresas, originando queda dos respetivos preços com potencial propagação a outros intervenientes nos mercados financeiros.

Os fundos de investimento têm investido e participado no crescimento do crédito titulado. No caso dos fundos, uma vez que existe o potencial desajustamento de maturidades entre ativos e passivos, nomeadamente no que concerne a dissonância de liquidez entre os títulos do ativo e do passivo, importa identificar quais seriam os fundos mobiliários<sup>11</sup> que mais poderão incorrer no risco de liquidez. De acordo com o CERS, os fundos de obrigações e os fundos mistos e, em determinada medida, os fundos de mercado monetário são os que mais incorrem neste risco (CERS, 2018). Os fundos de mercado monetário podem ser afetados por risco de liquidez devido a possibilitarem resgates diários. Por sua vez, os fundos de obrigações, enquanto entidades com a maioria da sua carteira investida em títulos de dívida, são os mais sujeitos a risco de maturidade e a risco de crédito. Vários autores recolheram evidência de que o mercado de dívida a nível global, sobretudo o de dívida de empresas não financeiras, se tornou menos líquido e de menor dimensão após a crise financeira, aumentando ainda mais a sensibilidade dos fundos de obrigações ao risco de liquidez (CERS, 2016a), (Banco de Inglaterra, 2016), (OICV, 2017)). Os fundos de ações e fundos mistos, por investirem em ações – as quais são normalmente transacionadas em mercados de maior liquidez e dimensão, relativamente ao mercado de balcão (na língua inglesa *over the counter*) onde tipicamente são transacionados os títulos de dívida – terão menor risco de liquidez.

11. Os fundos imobiliários investem em activos que tradicionalmente são classificados como ilíquidos. Contudo, espera-se a definição ao nível europeu por parte da Autoridade Europeia de Valores Mobiliários (na sigla inglesa, ESMA) de uma lista de ativos menos líquidos que confirme ou não esta assunção. De referir, também, que, em junho de 2018, os fundos de investimento imobiliário apresentavam um rácio de liquidez de cerca de 10%, valor próximo do valor registada antes da crise financeira (Caixa 1 "Fundos de investimento imobiliário residentes em Portugal").

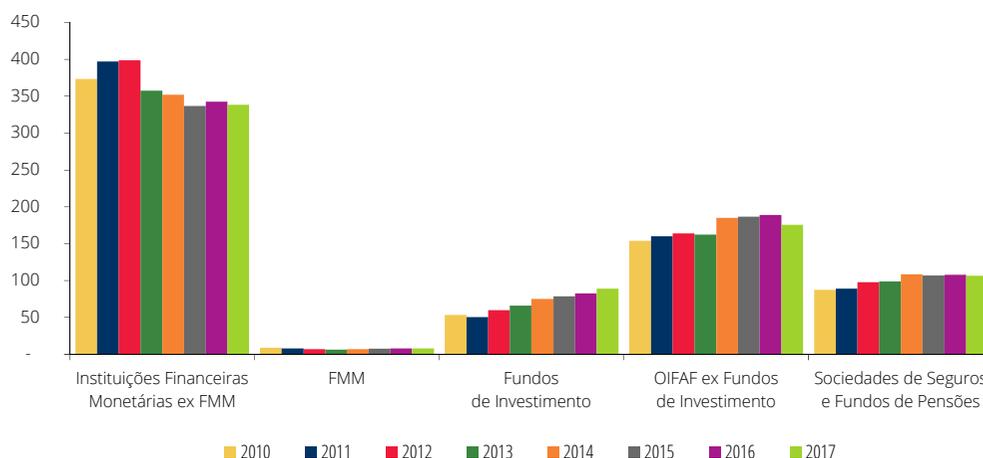
## 4 Os fundos de investimento em Portugal

Os fundos de investimento são um veículo de captação de recursos, em que existe facilidade de investimento e desinvestimento (resgate) e a possibilidade de investir numa carteira diversificada com gestão especializada e com relativo baixo custo. No período de 2010 a 2017, caracterizado por um fenómeno de procura de rendibilidade (*search for yield*), num contexto de taxas de juro muito baixas, observou-se um aumento significativo da relevância dos fundos de investimento da UE, os quais mais do que duplicaram os ativos financeiros sob gestão, enquanto o total de ativos financeiros do sistema bancário<sup>12</sup> aumentou apenas 8,4%.

Entre 2010 e 2017, verificou-se que o *Shadow Banking*<sup>13</sup> assumiu um papel cada vez mais relevante no sistema financeiro da UE, com um crescimento de cerca de 50% nos seus ativos financeiros. No final de 2017, o *Shadow Banking* representava perto de 40% do total dos ativos financeiros do sistema financeiro da UE, com mais de 42 biliões de euros de ativos, cerca de 273% do PIB (Gráfico 1). Comparativamente, no mesmo momento do tempo, os fundos de investimento na UE representavam cerca de um terço do *Shadow Banking* total na UE (CERS, 2018) e cerca de 89% do PIB gerado em 2017.

O *Shadow Banking* em Portugal, contudo, registou uma evolução bastante distinta da observada por este tipo de instituições na UE. Entre 2010 e 2017, ocorreu uma redução do valor dos ativos financeiros do *Shadow Banking* português de cerca de 27%. Assim, no final de 2017, o *Shadow Banking* em Portugal detinha cerca de 20% do total dos ativos financeiros do sistema, correspondendo a cerca de 73% do PIB português (Gráfico 2).

**Gráfico 1 • Total dos ativos financeiros do sistema financeiro da UE | Em percentagem do PIB**

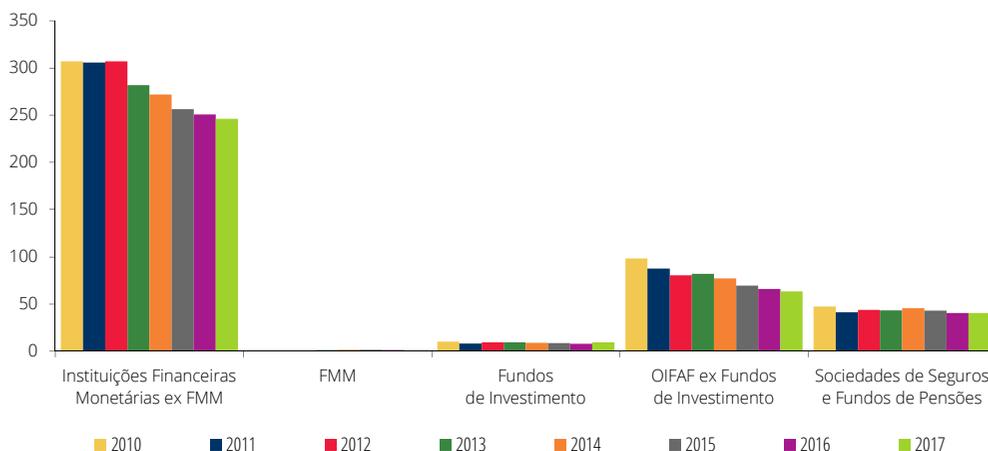


Fontes: Banco Central Europeu e cálculos do Comité Europeu de Risco Sistémico e do Banco de Portugal. | Notas: Os ativos financeiros correspondem principalmente às aplicações em bens que não imóveis. A amostra inclui países da área do euro e Bulgária, Croácia, Dinamarca, Polónia, República Checa, Reino Unido, Roménia e Suécia. A composição dos países da área do euro é variável no período em análise. Para Bulgária, Polónia e Roménia foi efetuada uma estimativa do PIB anual de 2017. Para a Croácia foi efectuada uma estimativa do PIB anual de 2013. FMM designa fundos do mercado monetário. OIAF designa Outros Intermediários Financeiros e Auxiliares Financeiros. A rubrica Instituições Financeiras Monetárias ex FMM integra Bancos Centrais além de Instituições Financeiras Monetárias, mas exclui os fundos de mercado monetário.

12. Inclui também balanço dos bancos centrais.

13. Ver nota de rodapé 1.

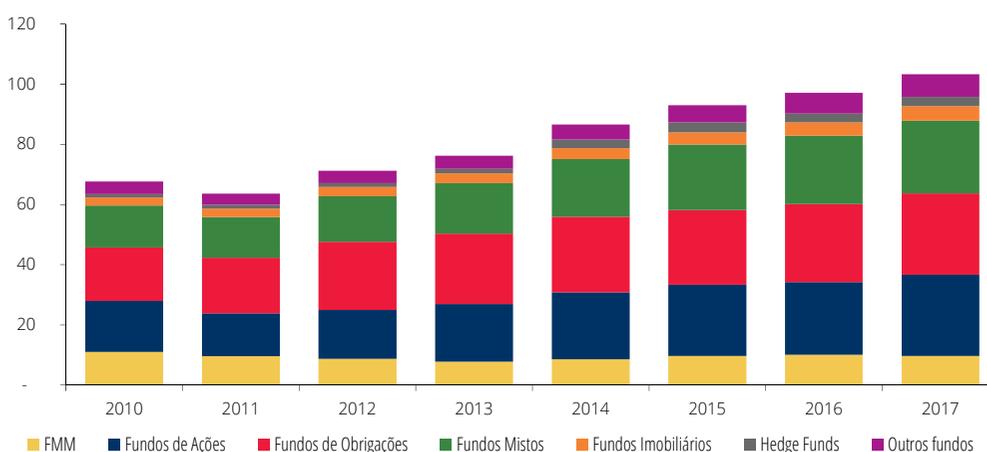
**Gráfico 2 • Total do ativos financeiros do sistema financeiro português | Em percentagem do PIB**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os ativos financeiros correspondem principalmente às aplicações em bens que não imóveis. OIFAF designa Outras Intermediários Financeiros e Auxiliares Financeiros. FMM designa fundos do mercado monetário. A rubrica Instituições Financeiras Monetárias ex FMM inclui o Banco Central e exclui os fundos de mercado monetário.

Na UE, os *Hedge Funds*, apesar da sua reduzida dimensão (3,1% do PIB em 2017), registaram um crescimento de 218% no valor das unidades de participação, entre 2010 e 2017. Neste período, os fundos de investimento imobiliário e fundos mistos também registaram um crescimento significativo, mais do que duplicando o valor das unidades de participação emitidas. Por seu turno, os fundos de obrigações e ações registaram um menor crescimento relativo do valor das unidades de participação emitidas, com incrementos de cerca de 80% e 87%, respetivamente (Gráfico 3). Na UE, estes eram os principais tipos de fundos, medidos pelo valor das UP em percentagem do PIB, no final de 2017, representando cada uma das categorias 27%. Os fundos mistos são a terceira maior categoria representando 24% do PIB no final de 2017 e com um crescimento do valor das UP de 104% no período entre 2010 e 2017.

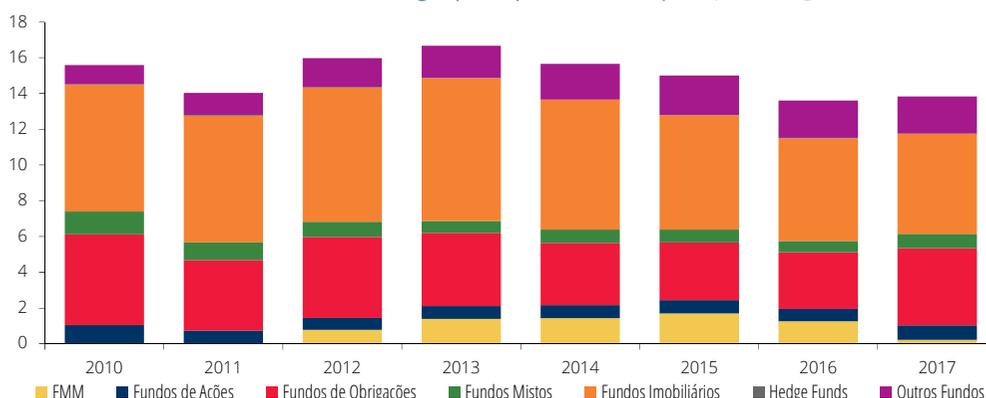
**Gráfico 3 • Valor das unidades de participação dos fundos de investimento e fundos de mercado monetário da UE por tipo de fundo | Em percentagem do PIB**



Fontes: Banco Central Europeu e cálculos do Comité Europeu de Risco Sistémico e do Banco de Portugal. | Notas: O valor das unidades de participação corresponde ao valor do ativo líquido e inclui os montantes aplicados pelo fundo de investimento acrescidos de ativos diversos e abatidos de empréstimos e de passivos diversos. Dados da Bulgária, Croácia, Dinamarca, Suécia e Reino Unido não estão incluídos. Durante 2016, alguns *Hedge Funds* foram reclassificados como "Outros Fundos". A classificação aqui apresentada é efetuada de acordo com o manual de estatísticas de fundos de investimento do Banco Central Europeu, harmonizada ao nível da UE. De acordo com esta classificação, os fundos são categorizados tendo por base o tipo de ativos em que investem maioritariamente. No caso português, os fundos de capital de risco são classificados na categoria "Outros fundos" e os fundos de fundos são classificados conjuntamente com o tipo de fundos em que investem maioritariamente. FMM designa fundos de mercado monetário.

Enquanto na UE existe uma clara tendência de crescimento dos fundos de investimento em relação ao PIB, em Portugal esse crescimento não se verificou no período compreendido entre 2010 e 2017. Em Portugal, e no período entre 2010 a 2017, a categoria “Outros Fundos”<sup>14</sup> foi a única que aumentou o valor das unidades de participação emitidas (Gráfico 4). O crescimento neste período dos fundos de capital de risco explica em parte o aumento de 108% dos “Outros fundos”. Contudo, o aumento desta categoria em termos de percentagem do PIB é de cerca de 1 pp. No final de 2017, os maiores fundos de investimento sediados em Portugal em termos de dimensão relativa face ao PIB, foram os fundos imobiliários e os fundos de obrigações.

**Gráfico 4 • Valor das unidades de participação dos fundos de investimento e fundos do mercado monetário sediados em Portugal por tipo de fundo | Em percentagem do PIB**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O valor das unidades de participação corresponde ao valor do ativo líquido e inclui os montantes aplicados pelo fundo de investimento acrescidos de ativos diversos e abatidos de empréstimos e de passivos diversos. A classificação aqui apresentada é efetuada de acordo com o manual de estatísticas de fundos de investimento do Banco Central Europeu, harmonizada ao nível da UE. De acordo com esta classificação, os fundos são categorizados tendo por base o tipo de ativos em que investem maioritariamente. No caso português, os fundos de capital de risco são classificados na categoria “Outros fundos” e os fundos de fundos são classificados conjuntamente com o tipo de fundos em que investem maioritariamente. FMM designa fundos de mercado monetário.

Após se ter observado que os fundos de investimento no contexto português evoluíram de forma bastante diferente quando comparado com o europeu, nomeadamente na pequena dimensão que os fundos de investimento têm em relação ao PIB e na ausência de crescimento do valor de unidades de participação emitidas no período contido entre 2010 e 2017, importa analisar, do ponto de vista da estabilidade financeira, de que forma as fontes de risco sistémico associadas aos fundos de investimento (descritas no Quadro 2) evoluíram em Portugal. Paralelamente, avalia-se no enquadramento português quais as dinâmicas associadas aos maiores tipos de fundos (fundos imobiliários e fundos de obrigações) e as fontes de risco identificadas anteriormente.

Os fundos de investimento imobiliários apresentam uma elevada percentagem de ativos relativamente pouco líquidos (imóveis). No final de 2017, os fundos de investimento imobiliário detinham 41% do total das unidades de participação emitidas em Portugal. Esta relevância não está dissociada da crise económica e financeira, a qual teve reflexo no elevado nível de incumprimento no setor da construção e das atividades imobiliárias. De facto, os bancos portugueses detinham uma elevada exposição ao setor imobiliário através da concessão de empréstimos

14. A classificação dos fundos de investimento efetuada pelo Banco de Portugal é a definida pelo Banco Central Europeu (BCE) no manual de estatísticas de fundos de investimento: [http://ec.europa.eu/eurostat/ramon/statmanuals/files/ECB\\_investment\\_fund\\_statistics\\_2017\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/eurostat/ramon/statmanuals/files/ECB_investment_fund_statistics_2017_en.pdf). De modo genérico, o manual de estatísticas de fundos de investimento define “Outros fundos” como uma categoria residual (ou seja, fundos de investimento que não fundos de obrigações, fundos de ações, fundos mistos, fundos imobiliários ou *Hedge Funds*). O manual especifica ainda que os critérios para classificar fundos de investimento derivam do prospecto público, regras do fundo, estatutos, documentos de subscrição ou contratos de investimento, documentos de marketing ou qualquer outra declaração com efeito similar.

garantidos por imóveis e a empresas dos setores da construção e da promoção imobiliária. Na sequência da crise, os bancos foram forçados a executar as garantias associadas a parte destes créditos, aumentando os imóveis recebidos em dação. Parte destes imóveis foram transferidos para fundos de investimento imobiliário pelos bancos, o que explica que estes sejam, na sua maioria, fundos fechados. Neste sentido, apesar de a reduzida liquidez dos ativos imobiliários, este tipo de fundos não está sujeito ao risco de desfasamento de maturidade, não constituindo, assim, por si mesmo uma fonte de risco sistémico para o sistema financeiro português.

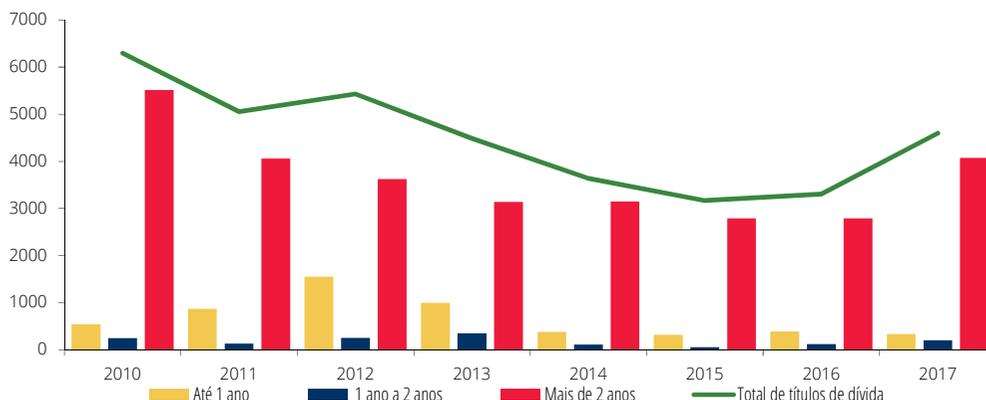
Por seu turno, os fundos de obrigações, além de operarem tradicionalmente com desfasamento de maturidade entre o ativo e o passivo, investem no mercado de títulos de dívida, num contexto de menor liquidez deste mercado (Banco de Inglaterra, 2016). Assim, estes fundos incorrem simultaneamente em risco de maturidade e de liquidez. No final de 2017, os fundos de obrigações<sup>15</sup> sediados em Portugal representavam cerca de 32% do total dos ativos sob gestão em fundos de investimento. Refira-se, ainda, que em termos de variabilidade de capital (Quadro 1), no final deste ano, a maioria dos fundos de obrigações sediados em Portugal era aberto.

No período em análise, importa aferir se os fundos de obrigações abertos aumentaram ou não a exposição a títulos de dívida com maturidades mais longas, fazendo subir o potencial risco de liquidez dos fundos, tal como é expectável no movimento de “search for yield”. Entre 2010 e 2015, observou-se que os fundos de obrigações abertos sediados em Portugal apresentaram uma tendência de redução da exposição a títulos de dívida (Gráfico 5), revertendo parcialmente esta tendência até 2017. Entre 2010 e 2017, a redução da exposição a títulos de dívida por parte dos fundos de obrigações abertos foi de cerca de 27%. Comparativamente, o valor das unidades de participação destes fundos reduziu-se cerca de 7,5%, o que poderá indiciar uma redução da exposição destes fundos ao mercado de dívida.<sup>16</sup> Em termos de exposição por maturidade, de 2010 até 2012, os fundos de obrigações abertos aumentaram a exposição a títulos de curto prazo (até 1 ano), tendo a exposição a títulos de dívida mais longa (superior a 2 anos) apenas registado um aumento significativo no final de 2017. Assim, dado que a exposição destes fundos a títulos de dívida, em geral, e com maiores maturidades, em particular, é menor do que em 2010, considera-se que o potencial desajustamento de maturidade e de risco de liquidez que poderá advir destes fundos terá decrescido.

15. Excluindo fundos de mercado monetário. Recorde-se que os fundos de mercado monetário podem incorrer no risco de liquidez devido a estarem sujeitos a resgates diários, os quais podem não ter correspondência total com ativos no curto prazo. Contudo, no final de 2017, por tipo de fundo sediado em Portugal, as UP dos fundos de mercado monetário apenas representavam 1,6% do total das UP emitidas.

16. No início de 2017 houve a alteração de política de investimento, e consequentemente reclassificação estatística, de um fundo de mercado monetário em fundo de obrigação, o que poderá afetar parcialmente a análise. Não considerando este fundo como fundo de obrigações aberto, o valor das unidades de participação dos fundos de obrigação abertos teria apresentado uma redução de cerca de 19%.

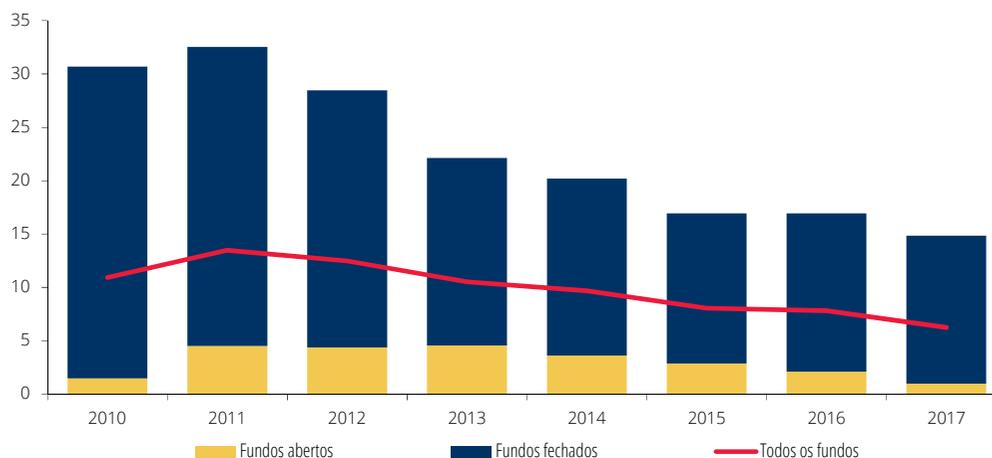
**Gráfico 5 • Aplicações dos fundos de investimento de obrigações abertos sediados em Portugal em títulos de dívida por maturidade original | Em milhões de Euros**



Fonte: Banco de Portugal.

Entre 2010 e 2017, o rácio máximo de alavancagem observou-se em 2011, atingindo cerca de 28% para os fundos fechados e de 4,5% para os fundos abertos (Gráfico 6), tendo-se observado, a partir desta data, uma trajetória decrescente. Os fundos fechados registaram sempre níveis de alavancagem bastante superiores aos dos fundos abertos. De destacar que a alavancagem nos fundos fechados encontra-se sobretudo nos fundos de investimento imobiliário.<sup>17</sup> Os fundos de investimento imobiliário abertos apresentavam um rácio de alavancagem<sup>18</sup> de apenas 2% em junho de 2018 (Caixa 1 “Fundos de investimento imobiliário residentes em Portugal”). De um ponto de vista de estabilidade financeira, o risco decorrente de uma excessiva alavancagem é mitigado pelo facto desta estar concentrada nos fundos fechados.

**Gráfico 6 • Rácio de endividamento dos fundos de investimento sediados em Portugal | Em percentagem**



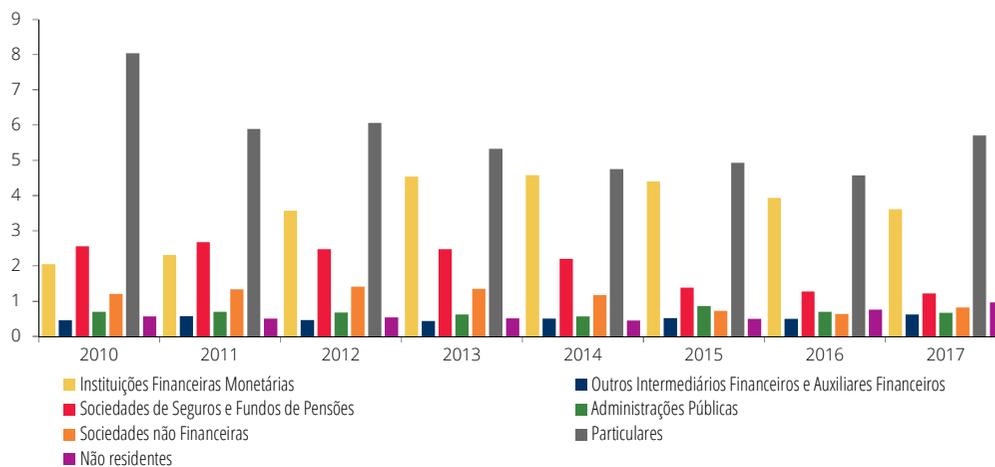
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O rácio de endividamento (ou alavancagem) é calculado como empréstimos concedidos ao fundo sobre valor das unidades de participação emitidas. Este rácio de endividamento é uma *proxy* para a alavancagem total, uma vez que não inclui os valores de instrumentos derivados. Apenas os fundos de investimento são considerados, excluindo-se os fundos de mercado monetário.

17. Em 2017, 64% dos fundos fechados eram fundos de investimento imobiliário.

18. O rácio de alavancagem é calculado como o rácio entre os empréstimos e o valor das unidades de participação emitidas.

As interligações e o risco de contágio entre entidades do sistema financeiro é uma segunda fonte de risco sistémico. Entre 2010 e 2017, verifica-se que os bancos e os particulares permaneceram como os setores mais expostos aos fundos de investimento. No período que antecedeu a crise financeira, os particulares foram o setor institucional que mais investiu nos fundos de investimento sediados em Portugal (Gráfico 7).<sup>19</sup> Na sequência da crise económica e financeira, o investimento dos particulares nos fundos de investimento reduziu-se significativamente (para cerca de 6% do PIB em 2011, e cerca de 4,8% do PIB em 2014) tendo os bancos substituído os particulares como maior participante nos fundos de investimento. Tal pode ser explicado no contexto da crise soberana, pela falta de acesso do setor bancário português aos mercados financeiros internacionais de dívida por grosso e consequentemente da necessidade da captação de recursos de clientes, designadamente através da integração no balanço de recursos de clientes que se encontravam fora do perímetro de consolidação bancário, como os montantes aplicados em fundos de investimento, levando a uma redução da exposição dos particulares aos fundos de investimento. Por seu turno, num período de registo de menos valias nos preços dos ativos financeiros, os bancos precisaram de adquirir unidades de participação dos fundos de investimento, sobretudo dos abertos, para evitar vendas forçadas e realização de menos valias de ativos, o que, dada a estreita relação dos grupos bancários portugueses e sociedades gestoras de ativos em Portugal, poderia ter tido efeitos reputacionais. No período mais recente, a exposição dos bancos aos fundos tem-se vindo a reduzir, permanecendo em qualquer dos casos mais elevada do que antes da crise financeira. As sociedades de seguros e fundos de pensões e as sociedades não financeiras apresentam, no período considerado, uma tendência decrescente de exposição aos fundos de investimento residentes. Ao invés, os não residentes e a administração pública demonstram uma maior exposição aos fundos no final do período considerado (2017), representando contudo apenas cerca de 1% do PIB.

**Gráfico 7 • Valor investido das unidades de participação por setor institucional nos fundos de investimento sediados em Portugal | Em percentagem do PIB**

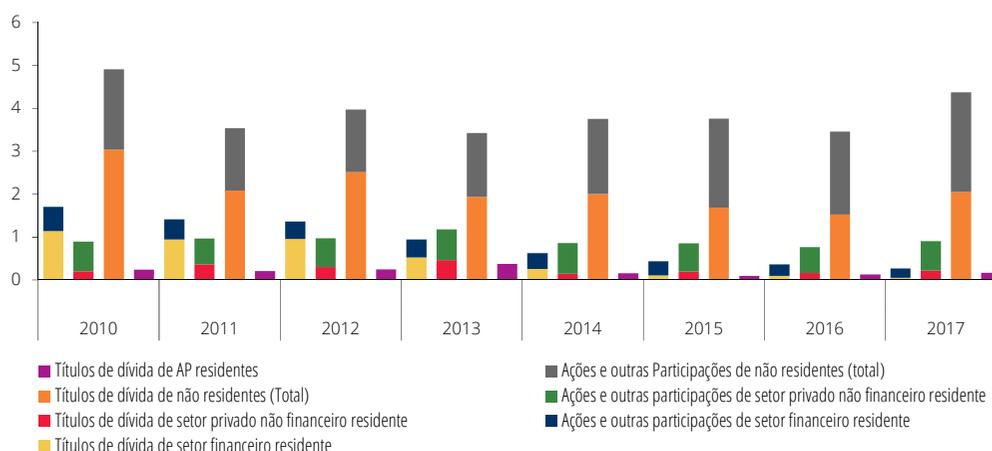


Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A rubrica Instituições Financeiras Monetárias agrega bancos, genericamente, e fundos de mercado monetário. A rubrica Outros Intermediários Financeiros e Auxiliares Financeiros (OIFAF) agrega outros intermediários financeiros e auxiliares financeiros, entre os quais fundos de investimento. Apenas é considerada a exposição dos setores institucionais aos fundos de investimento e não aos fundos de mercado monetário.

19. Apesar do gráfico 7 identificar a rubrica Instituições Financeiras Monetárias, a qual contem também os fundos de mercado monetário, devido à sua pequena dimensão em Portugal, o movimento da rubrica em questão é maioritariamente devido aos bancos.

Adicionalmente, importa analisar mais detalhadamente as relações entre os fundos de investimento e outros setores da economia, dado o potencial de interligações e contágio entre as suas carteiras. Entre 2010 e 2017, a exposição dos fundos a ativos emitidos por não residentes, apesar de ter registado oscilações, manteve-se elevada e relativamente inalterada no final face ao início do período, contrastando com a exposição a ativos emitidos por residentes que registou uma diminuição/recomposição (Gráfico 8). Observou-se uma redução da exposição ao setor financeiro residente, em especial a títulos de dívida, e, em menor dimensão, a ações e outras participações, que foi parcialmente compensada por um aumento da exposição a ativos emitidos pelo setor privado não financeiro, sobretudo sob a forma de ações e outras participações. A exposição dos fundos de investimento a títulos de dívida pública portuguesa apresenta três períodos distintos: aumentou até 2013, decrescendo desde então até ao final de 2015, e aumentou nos últimos dois anos. Porém, em 2017, a exposição dos fundos de investimento a títulos de dívida pública portuguesa era menor do que no início do período analisado e manteve-se em níveis muito baixos ao longo de todo o período em análise.

**Gráfico 8 • Aplicações dos fundos de investimento sediados em Portugal | Em percentagem do PIB**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O setor financeiro residente integra as rubricas Instituições Financeiras Monetárias e Outros Intermediários Financeiros e Auxiliares Financeiros (OIFAF). O setor privado não financeiro integra sociedades não financeiras e particulares. AP designa administrações públicas. Apenas os fundos de investimento são considerados, excluindo-se os fundos de mercado monetário.

Em síntese, no final de 2017, o tipo de fundos sediados em Portugal mais relevante, quando medido em termos de ativo líquido, eram os fundos de investimento imobiliários e os fundos de obrigações. Os primeiros são maioritariamente fechados, não estando assim sujeitos a resgates não antecipados dos participantes, o que mitiga a probabilidade de incorrer em volume de vendas significativos num mercado com liquidez reduzida. Acresce que todas as categorias de fundos de investimento abertos, de imobiliário ou outras, apresentam níveis de alavancagem contidos. Os fundos de obrigações revelaram, desde 2015, um aumento de exposição em títulos de maior duração, apesar de registarem uma tendência, no período em análise, de menor detenção relativa de títulos de dívida. Por fim, o risco de contágio entre fundos de investimento e outros setores residentes também parece ser limitado.

## 5 Atuação da política macroprudencial nos fundos de investimento

Na perspectiva do CERS existem vários instrumentos que podem prevenir ou atenuar as fontes de risco sistémico identificadas (CERS, 2016b). Em relação à liquidez, concluiu que na legislação regulamentar, além de existirem requisitos mínimos de liquidez para os OICVM, estes estavam sujeitos a regras pormenorizadas em matéria de elegibilidade de ativos. Paralelamente, os OICVM devem realizar testes de esforço numa base regular. Quanto aos fundos de investimento alternativos, concluiu que estes devem adotar políticas de resgate que sejam compatíveis com o perfil de liquidez da sua estratégia de investimento e realizar testes de esforço regulares, tanto em condições de liquidez normais como em condições de liquidez adversas. Relativamente à alavancagem, o trabalho do CERS concluiu que já existem limites mitigadores de alavancagem excessiva para os OICVM. Contudo, para os fundos de investimento alternativo, constatou que, apesar de as autoridades microprudenciais poderem impor medidas corretivas de alavancagem excessiva, existe maior discricionariedade. Nesse sentido, a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (AEVM) (na língua inglesa *European Securities and Markets Authority* – ESMA), poderá adicionalmente determinar se a alavancagem utilizada por um gestor de fundos de investimento alternativos (GFIA) ou por um grupo de GFIA constitui ou não um risco considerável para a estabilidade e integridade do sistema financeiro, podendo emitir recomendações às autoridades competentes, especificando as medidas corretivas a tomar, incluindo a fixação de limites de alavancagem.<sup>20</sup>

Posteriormente, em 2017, no seguimento do seu trabalho sobre a definição de *Shadow Banking*, o FSB publicou 14 recomendações dirigidas às autoridades relevantes sobre as vulnerabilidades anteriormente identificadas no setor da gestão de ativos (CEF, 2017). Relativamente aos fundos de investimento, as recomendações incidiram sobre a prevenção ou mitigação do possível desajustamento de liquidez e como melhorar a sua gestão. A este propósito, o FSB recomendou o aumento da informação disponível e da transparência sobre a liquidez dos fundos, quer para as autoridades quer para os investidores, e o desenvolvimento de ferramentas de gestão de liquidez, principalmente em períodos de maior volatilidade, mitigando o efeito “vantagem do primeiro a agir”. Adicionalmente, abordou a necessidade de desenvolver testes de esforço mais abrangentes que captem os efeitos das vendas coletivas pelos fundos e testem a resiliência dos mercados financeiros e do sistema financeiro em geral. Por último, o FSB advogou sobre a necessidade de criar medidas de alavancagem consistentes que possibilitem a comparação direta entre os diferentes fundos.

Neste contexto, o CERS publicou, em 2017, cinco recomendações dirigidas à ESMA, dado o seu papel de coordenação entre autoridades nacionais competentes (ANC), e à Comissão Europeia.<sup>21</sup>

A Recomendação A alerta para a necessidade de criar um conjunto diversificado de ferramentas de gestão de liquidez dos fundos em todos os Estados-Membros, em particular em momentos de resgates em montante significativo, fruto de momentos de tensão no mercado. Foi solicitado à Comissão Europeia que formule um quadro legal comum ao espaço europeu que assegure um vasto leque de ferramentas adicionais específicas de gestão da liquidez que possa ser accionado, em particular, em condições de tensão no mercado. Além disso, a Recomendação A solicita também às ANC que prestem mais esclarecimentos sobre o uso da possibilidade de suspensão de resgates.

20. Diretiva 2009/65/CE (e revisões subsequentes) e Diretiva 2011/61/UE.

21. <https://www.esrb.europa.eu/mppa/recommendations/html/index.en.html>.

A Recomendação B destina-se a prevenir os possíveis desajustamentos de liquidez nos FIA abertos. Em particular, estabelece a necessidade destes fundos demonstrarem, de forma contínua, a capacidade de manter a sua estratégia de investimento. Dado que alguns FIA investem uma grande proporção da sua carteira de ativos em títulos menos líquidos<sup>22</sup>, é solicitado à Comissão Europeia que conceda à ESMA a capacidade de criar e atualizar uma lista de ativos intrinsecamente menos líquidos e que legisle sobre a obrigatoriedade dos gestores dos fundos de investimento alternativos abertos demonstrarem à ANC a capacidade de manter a sua estratégia de investimento em condições previsíveis de mercado.

A Recomendação C destina-se à ESMA, seguindo a elaboração de orientações harmonizadas sobre os parâmetros de testes de esforço de liquidez ao nível dos fundos de investimento. Apesar dos testes de esforço serem já um requisito para os OICVM e os FIA<sup>23</sup>, de momento existe uma grande heterogeneidade ao nível dos parâmetros, da frequência e do grau de sofisticação destes. Desta feita, a ESMA deverá definir os cenários a utilizar nos testes de esforço de liquidez, qual o uso interno dos resultados destes testes e quais os momentos e frequências apropriadas para a sua condução.

A Recomendação D destina-se a estabelecer um regime de reporte harmonizado para os OICVM em toda a UE. Atualmente, não existe um reporte harmonizado destes fundos. Embora alguns Estados-Membros tenham obrigações de informação sobre os OICVM, estas diferem amplamente em termos de frequência e dados reportados. Assim, a Comissão Europeia deverá fazer alterações legislativas que permitam também a comparação entre fundos, dado que é necessária uma avaliação e monitorização do potencial contributo dos OICVM para os riscos para a estabilidade financeira. Também se solicita à Comissão Europeia que crie um enquadramento regulatório que possibilite a disponibilização de informações às ANC de outros Estados-Membros, à ESMA e ao CERS.

A Recomendação E apresenta orientações sobre a elaboração de um quadro de avaliação dos riscos da alavancagem que permita a conceção, calibração e implementação de um instrumento macroprudencial para limitar a alavancagem nos fundos de investimento alternativos.<sup>24</sup> Em concreto, propõe-se o desenvolvimento duma abordagem comum de utilização deste instrumento pelas autoridades competentes.

Até 2021 é expectável a definição de instrumentos macroprudenciais específicos que possam sobretudo mitigar os efeitos provenientes de cenários adversos de liquidez e a utilização excessiva da alavancagem pelos fundos de investimento alternativos, que prevejam a melhor forma de atuação em cenários ou situações macroeconómicas adversas e melhorem a qualidade de informação disponível quer para as autoridades competentes quer para os gestores de ativos por forma a mitigar os potenciais riscos provenientes dos fundos de investimento.

22. A recomendação da CERS nomeia como títulos menos líquidos: imóveis, os títulos mobiliários não cotados, os empréstimos e outros ativos alternativos.

23. Excepto para os FIA fechados que não tenham uma estratégia de investimento baseada em alavancagem ou para os OICVM para os quais não seja considerado necessário.

24. Genericamente, o Artigo 25 da Diretiva 2011/61/UE.

## 6 Conclusões

A política macroprudencial tem como objetivo promover a estabilidade financeira, através do reforço da resiliência do sistema financeiro (Banco de Portugal, 2014b). Os fundos de investimento merecem especial relevo no âmbito da política macroprudencial, não só pelas suas características particulares de propagação de risco, mas também pelo forte crescimento de ativos sob gestão na UE na última década.

A análise efectuada ao *Shadow Banking* português evidencia que este não acompanhou o crescimento observado a nível europeu. Em particular, os fundos de investimento têm uma dimensão pequena no contexto do sistema financeiro nacional, tendo diminuído de relevância na sequência da crise económica e financeira e não tendo ainda chegado a recuperar para os níveis atingidos antes da crise. Os fundos de investimento de obrigações abertos, mais susceptíveis de gerarem risco sistémico no sistema financeiro português, não apresentam exposições crescentes a mercados de dívida ou a títulos neste mercado com maturidades mais longas e, como tal, com maior potencial de provocar desajustamento de liquidez ou maturidade. Em relação à alavancagem, verifica-se que esta se encontra maioritariamente concentrada em fundos de investimento imobiliário fechados, com menor possibilidade de propagar eventuais riscos de liquidez. Relativamente ao potencial de interligação e de transmissão de riscos a outras partes do sistema financeiro, a análise demonstra que os canais directos e indirectos de contágio se mantêm limitados.

Considera-se que a utilização do conjunto de instrumentos que decorrerão das recentes recomendações do CERS (CERS/2017/6) contribuirá para mitigar o potencial risco sistémico que deriva da atividade dos fundos. Contudo, conclui-se que, ao nível nacional, não existe, atualmente, a necessidade de se equacionarem medidas para fazer face a potenciais riscos para o sistema financeiro proveniente dos fundos de investimento. Em particular, destaca-se a recomendação D que quando implementada contribuirá para harmonizar o reporte de dados dos OICVM, da maioria dos fundos sediados em Portugal, bem como as recomendações B e C que contribuirão para a identificação explícita de listas de ativos intrinsecamente menos líquidos e para uma maior harmonização dos testes de esforço a efetuar pelos fundos, auxiliando dessa forma a sinalização antecipada dos riscos para o sistema financeiro e contribuindo, em última análise, para a estabilidade financeira nacional.

## 7 Bibliografia

Banco de Inglaterra (2016), "Market liquidity and review of leverage Direction". *Financial Stability Report No. 39* (Box 2).

Banco de Portugal (2013), *Relatório de Estabilidade Financeira*, novembro 2013.

Banco de Portugal (2014a), *Relatório de Estabilidade Financeira*, maio 2014.

Banco de Portugal (2014b), "A política macroprudencial em Portugal: objetivos e instrumentos", [https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/politicamacprudencialemportugal\\_2.pdf](https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/politicamacprudencialemportugal_2.pdf)

Baranova, Y.; Coen, J.; Lowe, P.; Noss, J.; Silvestri, L. (2017), "Simulating stress across the financial system: the resilience of the corporate bond market and the role of investment funds", Bank of England, *Financial Stability Paper No. 42*.

Comissão Europeia (2009), "Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU chaired by Jacques de Larosière".

Conselho de Estabilidade Financeira (2013), "Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking-Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities".

Conselho de Estabilidade Financeira (2017), "Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities".

Comité Europeu de Risco Sistémico (2016a), "Market liquidity and market making".

Comité Europeu de Risco Sistémico (2016b), "Macroprudential policy beyond banking: an ESRB strategy paper".

Comité Europeu de Risco Sistémico (2017), "Recomendação do Comité Europeu de Risco Sistémico sobre os riscos de liquidez e de alavancagem nos fundos de investimento".

Comité Europeu de Risco Sistémico (2018), "EU Shadow banking Monitor, No. 3/September 2018".

Fundo Monetário Internacional (2015), "Global financial Stability Report: Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks" (Capítulo 3), pp 93-135.

Hannam M., (2013), "Money Market Funds, Bank Runs and the First-Mover Advantage". Associação de Fundos de mercado monetário Institucional.

Organização Internacional das Comissões de Valores (2012), "Policy Recommendations for Money Market Funds".

Organização Internacional das Comissões de Valores (2017), "Regulatory Reporting and Public Transparency in the Secondary Corporate Bond Markets".

Singh M., Alam Z., (2018), "Leverage – A Broader View". *Fundo Monetário Internacional Working Paper*.

# Revisão da CRD IV-CRR: o que há de novo?

## 1 Enquadramento

A 23 de novembro de 2016, a Comissão Europeia publicou as propostas legislativas<sup>1</sup> para revisão da CRD IV<sup>2</sup> e do CRR<sup>3</sup>, para a revisão da BRRD<sup>4,5</sup> e para a revisão do SRMR<sup>6,7</sup>. Estas propostas enquadram-se nos objetivos de desenvolvimento e adoção de medidas adicionais de redução de risco no setor bancário e de atenuação do vínculo entre os bancos e as respetivas entidades soberanas (a chamada vertente de “redução do risco”), anunciados pela Comissão<sup>8</sup> aquando da apresentação da proposta legislativa relativa ao Sistema Europeu de Seguro de Depósitos (na sigla inglesa, EDIS – European Deposit Insurance Scheme, designada a vertente de “partilha de risco”)<sup>9</sup>. As propostas respondem, também, ao Conselho para os Assuntos Económicos e Financeiros (na sigla inglesa, ECOFIN – Economic and Financial Affairs Council) que instou à apresentação de iniciativas legislativas nesse domínio com o fito último de se completar a União Bancária<sup>10</sup>, em resultado das ações desenvolvidas para responder à crise financeira com início em 2007-2008.

As medidas de redução de risco visam fortalecer a resiliência das instituições e do sistema bancário Europeu, bem como a confiança dos diversos agentes de mercado, tendo em consideração os desenvolvimentos dos *standards* internacionais na matéria.

A proposta legislativa original da Comissão Europeia engloba três grandes blocos de matérias:

- a) Atualização do quadro regulatório prudencial mediante a adoção de vários *standards* do Comité de Supervisão Bancária de Basileia (na sigla inglesa, BCBS – Basel Committee on Banking Supervision)<sup>11</sup>, entretanto finalizados até essa data no âmbito do chamado

1. Ver a proposta legislativa em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=COM%3A2016%3A0850%3AFIN>.
2. Sigla inglesa para a Diretiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento.
3. Sigla inglesa para o Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento.
4. Sigla inglesa para a Diretiva 2014/59/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, que estabelece um enquadramento para a recuperação e a resolução de instituições de crédito e de empresas de investimento.
5. Ver proposta legislativa em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=COM%3A2016%3A0852%3AFIN>.
6. Regulamento (UE) n.º 806/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de julho de 2014, que estabelece regras de procedimento uniformes para a resolução de instituições de crédito e de certas empresas de investimento no quadro de um Mecanismo Único de Resolução e de um Fundo Único de Resolução bancária.
7. Ver proposta legislativa em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?qid=1491993170238&uri=CELEX%3A52016PC0851>.
8. Comunicação «Rumo à conclusão da União Bancária»: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0587&from=EN> (vide, em concreto, parte 5).
9. Ver proposta legislativa em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?qid=1539251888511&uri=CELEX:52015PC0586>.
10. Ver conclusões do Conselho Europeu acerca do plano para completar a União Bancária: <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2016/06/17/conclusions-on-banking-union/pdf>.
11. Os chamados *standards* de Basileia são acordos em matéria de regulação e supervisão, emitidos pelo Comité de Supervisão Bancária de Basileia. Estes acordos não constituem obrigações legais, dependendo a sua aplicação de decisão nesse sentido por parte dos legisladores das respetivas jurisdições. Adicionalmente, os *standards* são direcionados à regulação e supervisão de bancos de grande dimensão e internacionalmente ativos, pelo que a sua aplicação a outras instituições de menor dimensão ou de diferente natureza depende das opções seguidas nas jurisdições que os incorporam nos seus ordenamentos.

acordo de Basileia III. Face às datas em causa, são excluídas desta proposta de revisão a generalidade das reformas acordadas pelo BCBS em dezembro de 2017, com exceção da reserva de fundos próprios adicional que tem por base o rácio de alavancagem e se aplica às instituições de importância sistémica global (na sigla inglesa e na terminologia da União Europeia, G-SII – Global Systemically Important Institutions).

Neste domínio, tendo em consideração determinadas especificidades do setor bancário da União Europeia, são propostos (i) alguns ajustamentos face aos *standards* originais do BCBS; (ii) a introdução de maior proporcionalidade para certos tipos de instituições ou modelos de negócio (v.g., manutenção de metodologias mais simples de cálculo de determinados requisitos de fundos próprios, designadamente, para risco de crédito de contraparte e risco de mercado, para instituições de menor dimensão, ou mesmo exclusão de certos modelos de negócio do cumprimento de alguns requisitos) e (iii) um alinhamento com outros *standards* já adotados na União Europeia sobre a mesma matéria (v.g., assegurando a coerência entre o rácio de cobertura de liquidez já implementado e o proposto rácio de financiamento líquido estável).

- b)** Adoção do *standard* do Financial Stability Board (FSB) relativo à capacidade de absorção total de perdas (na sigla inglesa, TLAC – *total loss-absorbing capacity*), o qual se aplica às G-SII, e a respetiva articulação com o requisito da BRRD relativo a fundos próprios e passivos elegíveis, (na sigla inglesa, MREL – *minimum requirements for own funds and eligible liabilities*).
- c)** Alteração de vários outros aspetos do atual quadro regulamentar, tais como: (i) a revisão do elenco de instituições isentas do cumprimento dos requisitos estabelecidos no pacote de regulação bancária (CRD-CRR); (ii) a imposição de um requisito de sujeição a autorização de holdings que sejam empresas-mãe e que tenham como subsidiárias, maioritariamente, instituições de crédito ou empresas de investimento; (iii) a previsão de um requisito de constituição de *holdings* na União Europeia para certos grupos com empresas-mãe sedeadas em países terceiros, mas com filiais estabelecidas na União Europeia; (iv) introdução de alterações ao quadro legal relativo ao Pilar 2<sup>12</sup>; (v) alterações à derrogação relativa ao cumprimento de requisitos de fundos próprios em base individual por parte de filiais, de modo a permitir a sua concessão numa base transfronteiriça (situação que atualmente não é permitida); (vi) alterações no fator de ajustamento de requisitos de fundos próprios para risco de crédito quanto a exposições perante pequenas e médias empresas e quanto ao financiamento de projetos de infraestruturas essenciais, como forma de fomento de financiamento a atividades económicas consideradas estruturantes na União Europeia; (vii) a introdução de disposições transitórias no cálculo dos fundos próprios para fasear o impacto da aplicação, a partir de 1 de janeiro de 2018, da Norma Internacional de Relato Financeiro 9 “Instrumentos Financeiros” (IFRS 9) quanto às provisões para perdas de crédito esperadas.

A negociação desta proposta legislativa acabou por abranger não só as matérias constantes da proposta inicial da Comissão como ainda propostas adicionais, como as alterações ao regime macroprudencial, introduzidas pelos dois legisladores europeus, o Conselho Europeu e o Parlamento Europeu. O texto final do pacote legislativo resultará do processo negocial podendo, portanto, vir ainda a sofrer alterações.

12. A arquitetura de supervisão definida no acordo de Basileia II assenta em três pilares que se reforçam mutuamente. O Pilar I contempla os requisitos de fundos próprios para o risco de crédito, o risco de mercado e o risco operacional. O Pilar II diz respeito ao processo de revisão e avaliação pelo supervisor. Finalmente, o Pilar III contempla regras sobre a informação que os bancos devem publicar, o qual é habitualmente designado por pilar da disciplina de mercado.

Neste tema em destaque apresentam-se e analisam-se algumas das alterações ao nível da CRD e CRR face à sua relevância para o sistema bancário português. Contudo, o texto não abrange as alterações ao regime de resolução (TLAC e MREL) e os temas relativamente aos quais já foi adotada legislação (os regimes transitórios relativos aos impactos da introdução da IFRS 9 e, em sede de limites aos grandes riscos, para certas exposições a soberanos/entidades do setor público denominados em moeda que não a doméstica).<sup>13</sup>

## 2 Entrada em vigor

A definição do calendário de aplicação da nova CRD V e do novo CRR II, resultantes da revisão da CRD IV e do CRR, é crucial para permitir uma adequada preparação, quer das instituições supervisionadas, quer dos supervisores. A incerteza das datas em causa, associada à complexidade do calendário, gera um desafio a todas as partes interessadas. Contudo, este calendário apenas será completamente clarificado com a finalização das negociações. Assim, caso estas ainda terminem em 2018 estima-se que a data de aplicação para a maior parte das disposições se situe em 2020-2021 (entre um e meio a dois anos após a publicação e respetiva entrada em vigor). Por seu turno, caso se prolonguem durante os meses iniciais de 2019, estima-se que a referida data de aplicação passe para 2021<sup>14</sup>.

Este período de tempo é importante para que as instituições comecem a preparar-se para a introdução dos novos requisitos, seja através de estudos de impacto que ponham em perspetiva as novas regras, seja desenvolvendo as metodologias necessárias à aplicação dos novos conceitos e requisitos, de forma a garantir que se encontrarão habilitadas para o seu cumprimento.

## 3 Finalização da adoção dos *standards* de Basileia III

O quadro seguinte apresenta sumariamente as principais matérias a adotar pela União Europeia nesta revisão, em termos dos *standards* de Basileia III, os quais se revelam fundamentais no pacote de redução de riscos desenvolvido após a crise financeira. Espera-se que algumas especificidades europeias sejam salvaguardadas face ao previsto nestes *standards*, conforme analisado pela Autoridade Bancária Europeia (na sigla inglesa, EBA – European Banking Authority), a fim de garantir que as soluções criadas são tecnicamente coerentes e adequadas ao *Single Rule Book*<sup>15</sup>.

13. As propostas relativas a estes regimes transitórios foram autonomizadas da proposta original tendo dado origem ao Regulamento (UE) 2017/2395 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de dezembro de 2017, em aplicação desde 1 de janeiro de 2018.

14. Conseguindo-se um acordo no primeiro semestre de 2019, será ainda necessário o subseqüente processo de tradução e revisão linguística, entrando os textos legais em vigor 20 dias após a respetiva publicação.

15. Designação inglesa de um enquadramento legal caracterizado por um sistema único de regras prudenciais harmonizadas, as quais se aplicam a todas as instituições de crédito e empresas de investimento autorizadas a operar na União Europeia.

## Quadro 1 • Âmbito da revisão da CRD IV - CRR

Matéria	Bases da proposta legislativa
<p><b>Risco de crédito (<i>equity investment funds</i>)</b></p> <p>Proposta de revisão do CRR quanto ao cálculo dos requisitos de fundos próprios para risco de crédito quanto a exposições detidas, indiretamente, através de fundos</p>	BCBS <i>standard</i> (dezembro de 2013)
<p><b>Rácio de alavancagem (<i>Leverage ratio</i> – LR)</b></p> <p>Proposta de introdução do LR no CRR como requisito de Pilar 1 com um nível mínimo de 3%</p>	BCBS <i>standard</i> (janeiro de 2014) Relatório da EBA - <i>EBA Report on the leverage ratio requirements under Article 511 of the CRR, EBA-Op-2016-13</i> (agosto de 2016)
<p><b>Risco de crédito de contraparte</b></p> <p>Proposta de revisão do CRR quanto aos requisitos de fundos próprios para risco de crédito de contraparte determinados de acordo com métodos padrão</p>	BCBS <i>standard</i> (de março de 2014) Relatório da EBA - <i>Response to the European Commission's CJA on Standardised Approach for Counterparty Credit Risk and Own Funds Requirements for Market Risk, EBA-Op-2016-19</i> (novembro de 2016)
<p><b>Requisitos para exposições a contrapartes centrais (<i>Central Clearing Counterparties</i> – CCP)</b></p> <p>Proposta de revisão do CRR quanto aos requisitos de fundos próprios para exposições perante CCP</p>	BCBS <i>standard</i> (abril de 2014)
<p><b>Regime dos grandes riscos</b></p> <p>Proposta de revisão do CRR quanto às regras relativas aos limites aos <i>Grandes Riscos</i>, em concreto quanto à definição dos fundos próprios de referência para a sua determinação e às diversas isenções previstas no CRR</p>	BCBS <i>standard</i> (de abril de 2014) Relatório da EBA - <i>Review of the large exposures regime: the EBA's response to the European Commission's Call for Advice, EBA-Op-2016-17</i> (outubro de 2016)
<p><b>Rácio de Financiamento Líquido Estável (<i>Net Stable Funding Ratio</i> – NSFR)</b></p> <p>Proposta de introdução do NSFR no CRR como requisito de Pilar 1 e um nível mínimo de 100%</p>	BCBS <i>standard</i> (de outubro de 2014) Relatório da EBA - <i>EBA Report on Net Stable Funding Requirements under Article 510 of the CRR, EBA-Op-2015-22</i> (dezembro de 2015)
<p><b>Pilar 3 (divulgação de informação)</b></p> <p>Proposta de revisão do CRR quanto aos requisitos de divulgação pública de informação por parte das instituições de crédito e empresas de investimento</p>	BCBS <i>standard</i> (janeiro e junho de 2015)
<p><b>Risco de mercado</b></p> <p>Proposta de revisão do CRR quanto aos requisitos de fundos próprios para risco de mercado, resultantes do <i>Fundamental Review of the Trading Book</i></p>	BCBS <i>standard</i> (de janeiro de 2016) Relatório da EBA - <i>Response to the European Commission's CJA on Standardised Approach for Counterparty Credit Risk and Own Funds Requirements for Market Risk, EBA-Op-2016-19</i> (novembro de 2016)

É de realçar que, em junho de 2017 e março de 2018, o BCBS comunicou a continuação de trabalhos sobre a reforma do *standard* de risco de mercado (*Fundamental Review of the Trading Book*) mediante a colocação em consulta pública de alterações ao *standard* de 2016<sup>16</sup>, o que suscitou dúvidas sobre qual seria a data de aplicação das respetivas propostas de reforma. Assim, as soluções a considerar no contexto da revisão legislativa em curso podem passar pela consagração de períodos transitórios mais alargados ou por impor apenas um requisito de reporte nesta matéria, até à finalização dos trabalhos do BCBS.

De seguida, são apresentadas as alterações relativas à adoção de alguns dos *standards* de Basileia.

16. Documentos consultivos disponíveis em: <https://www.bis.org/bcb/publ/d408.pdf> e <https://www.bis.org/bcb/publ/d436.pdf>.

### 3.1 Rácio de alavancagem: requisito de Pilar 1 com nível mínimo de 3%

Nos anos que antecederam a crise financeira, verificou-se um aumento generalizado da alavancagem de instituições financeiras que nem sempre foi adequadamente capturado pelos requisitos regulatórios existentes, determinados com base em metodologias sensíveis ao risco, situação que fragilizou essas instituições e o próprio sistema financeiro. Embora a atividade de intermediação das instituições financeiras justifique um grau significativo de alavancagem, a crise demonstrou a necessidade de medidas regulamentares de prevenção a uma alavancagem excessiva.<sup>17</sup>

Neste contexto, o BCBS desenvolveu o rácio de alavancagem, apresentando-o como uma medida simples, transparente e não sensível ao risco, de modo a complementar o regime de rácios de adequação de fundos próprios existente. O rácio de alavancagem foi incluído na versão em vigor do pacote CRDIV-CRR, e tal como em Basileia, como obrigação de reporte e publicação. Na presente revisão do CRR está em discussão a calibração do rácio de alavancagem tendo em vista a sua introdução como uma medida obrigatória do Pilar 1 para todas as instituições abrangidas pelo referido pacote legislativo. Neste momento, existe um consenso para que o nível mínimo obrigatório deste rácio seja 3%, o que significa que uma instituição deverá manter um nível mínimo de fundos próprios de nível 1 (*Tier 1* capital em inglês), correspondente a pelo menos 3% do total das suas exposições relevantes (incluindo os ativos em balanço, derivados e ativos extrapatrimoniais).

$$\text{Rácio de alavancagem} = \frac{\text{Fundos próprios de nível 1}}{\text{Exposição total}} \geq 3\%$$

Desta forma, será imposto um limite máximo ao balanço da instituição face ao respetivo *Tier 1* capital, independentemente dos ponderadores de risco aplicáveis para efeitos de cálculo dos atuais requisitos de fundos próprios.<sup>18</sup>

### 3.2 Rácio de financiamento líquido estável: requisito de Pilar 1 com nível mínimo de 100%

Em dezembro de 2010, o BCBS anunciou a introdução nos seus *standards* de um rácio de cobertura de liquidez (na sigla inglesa, LCR – *liquidity coverage ratio*) e de um rácio de financiamento líquido estável (na sigla inglesa, NSFR – *net stable funding ratio*) a implementar em 2015 e 2018, respetivamente. Estas novas medidas regulamentares pretenderam, no domínio da gestão do risco de liquidez, dar resposta a reservas de liquidez insuficientes perante cenários adversos e a estruturas de financiamento que se revelaram desequilibradas face à duração média dos ativos, situações que levaram a que a liquidez e o financiamento das instituições tenham sido gravemente atingidos durante a crise financeira. Na realidade, estas fragilidades prolongaram-se por um longo período de tempo, gerando incerteza nos mercados e levando a que muitas

17. Ver por exemplo, Altunbas, Manganelli and Marquez-Ibanez (2011): Bank risk during the financial crisis: Do business models matter?, *ECB Working Papers* No. 1394; Batista e Karmakar (2017) O Rácio de Alavancagem em Basileia III: Uma Discussão, Banco de Portugal, *Revista de Estudos Económicos*, 4, volume III; Beltratti and Stulz (2012): The credit crisis around the globe: Why did some bank perform better?, *Journal of Financial Economics* 105, 1-17; Blundell-Wignall and Roulet (2012): Business models of banks, leverage and the distance-to-default, *OECD Journal: Financial Market Trends* 2012/2; Gambacorta e Karmakar (2016): Leverage and Risk and Weighted Capital Requirements, *BIS Working Papers* No. 586; Haldane, A (2015): Multi-polar regulation, *International Journal of Central Banking*, Volume 11(3); Kalemli-Ozcan, Sorensen and Yesiltas (2011): Leverage across firms, banks, and countries, *NBER Working Papers* No. 17354.

18. Para um maior detalhe sobre as componentes que compõem o rácio ver tema em destaque “Rácio de alavancagem dos bancos – o caso português”. *Relatório de Estabilidade Financeira* do Banco de Portugal (dezembro de 2017).

instituições retivessem liquidez, o que prejudicou a situação financeira de outras instituições com necessidades de liquidez. Tornou-se necessário, em certos casos, a intervenção dos Estados, mediante a disponibilização de linhas específicas de liquidez ou da concessão de garantias na emissão de dívida<sup>19</sup>, para impedir a ocorrência de situações de incumprimento e eventuais falências daí decorrentes, com todos os custos associados, em particular para a estabilidade financeira e para o financiamento da atividade económica.<sup>20</sup>

Como referido acima, a revisão do CRR introduz o NSFR, com um nível mínimo obrigatório de 100%, que funciona como requisito estrutural de prazo mais alargado (horizonte temporal de 1 ano) para mitigar os desfasamentos de liquidez que decorrem naturalmente da atividade bancária. O NSFR requer que as instituições mantenham uma estrutura de financiamento estável no longo prazo face à composição do seu ativo e rubricas extrapatrimoniais. O numerador e denominador do rácio são calculados através da multiplicação de componentes individuais por fatores definidos no CRR, de modo a refletir o grau de estabilidade e liquidez desses componentes.

$$NSFR = \frac{\text{Financiamento estável disponível}}{\text{Financiamento estável requerido}} \geq 100\%$$

Note-se que atualmente o CRR consagra uma derrogação relativa ao cumprimento dos requisitos liquidez em base individual, numa base transfronteiriça, para subgrupos de liquidez únicos. Assim sendo, com a introdução do NSFR, as instituições que já beneficiam da derrogação do cumprimento do LCR, em base individual, também poderão ser autorizadas pela respetiva autoridade de supervisão a beneficiar da derrogação do cumprimento do NSFR, em base individual (em linha com proposta da EBA<sup>21</sup>).

## 4 Derrogações aos requisitos prudenciais em base individual

A proposta<sup>22</sup> de introdução de derrogações, numa base transfronteiriça, do cumprimento de requisitos de capital em base individual e da flexibilização da atual derrogação de cumprimento de requisitos liquidez (LCR) em base individual revelou-se bastante polémica, relançando a discussão relativa ao equilíbrio entre os poderes atribuídos às autoridades de supervisão do país de origem da empresa-mãe do grupo a que uma instituição pertence (*home country*) e os poderes atribuídos às autoridades de supervisão do país onde esse grupo opera através de filial (*host country*). Esta proposta sustenta-se no princípio da possibilidade de afetação mais eficiente de capital e de liquidez em grupos com atividade transfronteiriça ao nível da União Europeia e seria um corolário da visão da União Bancária como uma única jurisdição, tendo sido particularmente bem acolhida pelo BCE, cujas responsabilidades como supervisor consolidante ao nível do Mecanismo Único de Supervisão

19. À semelhança do que ocorreu noutros países, o Estado português emitiu garantias pessoais a favor das instituições bancárias, as quais se prolongaram entre 2009 e 2014, permitindo que estas efetuassem algumas operações de financiamento.

20. Ver, por exemplo, International Monetary Fund (IMF) – Francisco Vazquez and Pablo Federico: Bank Funding Structures and Risk: Evidence from the Global Financial Crisis (2012); Huang and Ratnovski (2011): The dark side of bank wholesale funding; Dagher and Kazimov (2013): Banks' Liability Structure and Mortgage Lending During the Financial Crisis; Lallour and Mio (2015): The impact of liquidity Regulation on Banks.

21. <https://www.eba.europa.eu/-/eba-recommends-introducing-the-nsfr-in-the-eu>.

22. Artigos 7.º e 8.º do CRR. Atualmente, o CRR permite que o rácio de cobertura de liquidez (LCR) possa ser cumprido com base em subgrupos de liquidez formados por entidades do mesmo grupo estabelecidas em diferentes Estados-Membros, isto é, permite que uma filial num Estado-Membro não cumpra esse requisito em base individual, cumprindo o LCR apenas a nível sub-consolidado ou consolidado ao nível da empresa-mãe, mesmo que esta última esteja localizada noutro Estado-Membro. Esta possibilidade não existe hoje no CRR quanto aos rácios de adequação de fundos próprios, cujo cumprimento em base individual não pode ser isento caso a empresa-mãe dessa filial esteja noutro Estado-Membro.

dão elevada ênfase à gestão eficiente das instituições ao nível do grupo a que pertencem. Contudo, esta proposta não se enquadra numa lógica de medidas de redução de risco na atual situação da União Bancária e apenas se justificaria no âmbito de uma União Bancária considerada “completa”. Assim, a generalidade dos Estados-Membros rejeita a proposta de introdução de derrogações dos requisitos de capital e da flexibilização da atual derrogação de liquidez numa base transfronteiriça, dada a incompletude da União Bancária. De facto, a imposição de condições para a atribuição das referidas derrogações não é considerada suficiente (v.g., existência de garantia colateralizada em 50% por parte da empresa-mãe) para mitigar os riscos em causa num quadro de uma União Bancária ainda incompleta, em que os custos resultantes das decisões de supervisão e resolução tomadas a nível europeu continuam a residir nas “redes de segurança” dos Estados-Membros.

Com efeito, o terceiro pilar da União Bancária está por concluir, designadamente o EDIS. Neste contexto, embora as decisões de supervisão e resolução sejam, na sua maioria, europeias, o último garante da estabilidade financeira permanece na esfera nacional, potencialmente influenciando as finanças públicas nacionais. Este desfasamento pode dar origem à existência de objetivos e interesses desalinhados e potencia situações de assimetria, com sérias consequências para os sistemas financeiros nacionais.

A possibilidade de derrogação de cumprimento de requisitos de capital, em base individual, numa base transfronteiriça no atual enquadramento de incompletude da União Bancária, criaria, adicionalmente, novos canais de contágio de risco sistémico ao nível da União Europeia sem que estejam consagradas ainda as adequadas ferramentas para salvaguarda da estabilidade financeira, não só a nível da União Europeia como de cada Estado-Membro, num sentido que seria oposto à criação de medidas de redução do risco, propósito que, como se referiu, motivou a atual revisão legislativa<sup>23</sup>. Para mais detalhe sobre esta e outras medidas de índole nacional justificáveis no atual contexto, veja-se a secção 1.2 Riscos para a estabilidade financeira.

Embora, em circunstâncias normais, se verifiquem ganhos de eficiência estrutural mediante a centralização da gestão de capital e de liquidez ao nível do grupo bancário, quando, por hipótese, a empresa-mãe sofre uma deterioração financeira e deixa de estar em condições de apoiar financeiramente as suas filiais, coloca-se em causa a continuidade destas últimas. Neste sentido, a aplicação de requisitos individuais de capital ao nível das filiais é fundamental para preservar a estabilidade financeira, a nível interno e externo, assegurando condições de concorrência equitativas.

O recente exemplo da resolução do Banco Popular Español espelha a necessidade de aplicação exigente e criteriosa de regras a filiais. Em particular, é fundamental uma avaliação cuidada da concessão de derrogações transfronteiriças de requisitos prudenciais em base individual, no que concerne (i) a aceitação de políticas de gestão centralizada de capital e liquidez; (ii) a possibilidade de concentração do financiamento do grupo; (iii) o nível de integração da decisão e gestão de risco; e (iv) a aceitação de uma redução da posição em risco por meio de garantias concedidas pela sua empresa-mãe. Se o Banco Popular Español tivesse efetivamente sido liquidado, o fundo de garantia de depósitos português teria de reembolsar os depositantes na filial em Portugal, apesar de as autoridades portuguesas não terem poderes, quer em termos da supervisão, quer da resolução desta instituição.<sup>24</sup>

23. Também no sentido da necessidade de completar a União Bancária para permitir uma atividade transfronteiriça no setor bancário, ver Lorenz EMTER, Martin SCHMITZ, Marcel TIRPÁK, ECB, *Working Paper Series*, n.º 2130, fevereiro 2018, p. 14.

24. Carlos da Silva Costa (2018). “Ten years after the 2008 financial crisis – where are we heading now?” International Finance and Banking Society Conference 2018. Porto Business School. <https://www.bportugal.pt/intervencoes/intervencao-de-abertura-do-governador-carlos-da-silva-costa-na-international-finance>. No mesmo sentido, Elisa Ferreira (2018). “Banking Union at a crossroads” CIRS Annual International Conference 2018. <https://www.bportugal.pt/intervencoes/intervencao-da-vice-governadora-elisa-ferreira-na-cirsf-annual-international-conference>.

## 5 Pilar 2

Os requisitos de Pilar 2 (na sigla inglesa, P2R – *Pillar 2 Requirements*), designados como “medidas e poderes de supervisão”, constituem um dos três elementos da arquitetura de supervisão definida no acordo de Basileia II<sup>25</sup>, através do qual as autoridades de supervisão avaliam os riscos específicos da instituição e os respetivos mecanismos de controlos implementados e, com base nessa avaliação e se necessário, impõem medidas específicas à instituição, incluindo requisitos adicionais de fundos próprios.

As alterações ao nível do Pilar 2 visam mitigar discrepâncias na sua aplicação na União Europeia e tornar este instrumento mais transparente. Para o efeito salientam-se três áreas de alterações. Primeiro, propõem-se clarificações sobre a aplicação do Pilar 2, depois especifica-se a sua natureza microprudencial removendo-se para este efeito a possibilidade de ser definido um requisito único para conjuntos de instituições com perfis de risco similares (vertente macroprudencial) e, por fim, introduz-se formalmente o conceito de orientação de pilar 2 (na sigla inglesa, P2G – *Pillar 2 Guidance*).

### 5.1 Clarificações aos requisitos de pilar 2 (P2R): flexibilidade e transparência

Nas discussões sobre os requisitos de Pilar 2 visa-se um equilíbrio entre a flexibilidade atribuída aos supervisores na aplicação destas medidas, no âmbito do processo de revisão e avaliação pelo supervisor (na sigla inglesa, SREP – *supervisory review and evaluation process*) e a definição de regras para a respetiva determinação, incluindo no que concerne a exigências adicionais de fundos próprios.

Face às preocupações emergentes quanto à prestação de contas (*accountability*) dos supervisores nesta matéria, justifica-se a exigência de uma maior fundamentação por parte das autoridades de supervisão quanto à imposição destas medidas às instituições. As regras previstas na CRD IV para a aplicação de medidas de Pilar 2 constituem princípios basilares que foram complementados por Orientações da EBA<sup>26</sup> que concretizam e detalham esses princípios, tendo a Comissão Europeia proposto avançar para um quadro legal comum, baseado em atos legislativos.

Neste sentido, a proposta inicial de revisão da Comissão Europeia visava a diminuição da flexibilidade do regime de Pilar 2 (*constrained flexibility*), com as referidas propostas para a elaboração de atos legislativos e uma enumeração taxativa (lista fechada) de medidas que poderiam ser tomadas pelo supervisor no contexto do Pilar 2. Contudo, no âmbito do processo de negociação do pacote legislativo, têm surgido alterações à proposta inicial com vista à preservação da flexibilidade de atuação dos supervisores no âmbito do SREP para permitir, entre outros: (i) a avaliação dos riscos tendo em consideração a situação específica de cada instituição, (ii) a imposição das medidas mais adequadas a cada caso, (iii) pedidos de informação ad-hoc e (iv) a possibilidade de definir a composição dos fundos próprios adicionais impostos, incluindo o seu cumprimento unicamente através de CET1 (na sigla inglesa para *common equity Tier 1*, que designa os fundos próprios principais de nível 1).

25. Ver nota de rodapé número 12.

26. <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/supervisory-review-and-evaluation-srep-and-pillar-2/guidelines-for-common-procedures-and-methodologies-for-the-supervisory-review-and-evaluation-process-srep-and-supervisory-stress-testing>.

## 5.2 Natureza microprudencial do Pilar 2

O Pilar 2 tem, por princípio, uma natureza microprudencial, estando a sua aplicação normalmente associada à avaliação dos riscos idiossincráticos de cada instituição.

A atual redação da CRD IV prevê, porém, a possibilidade do supervisor determinar uma medida única de Pilar 2 para um conjunto de instituições que tenham um perfil de risco semelhante, disposição que a proposta legislativa apresentada pela Comissão propõe revogar (através da eliminação do Artigo 103 da CRD IV). O desenvolvimento de um quadro regulatório macroprudencial, com a criação de autoridades próprias para a respetiva implementação, tem como corolário a necessidade de uma melhor clarificação das fronteiras entre os instrumentos regulatórios que estão à disposição das autoridades de supervisão macroprudenciais e das autoridades de supervisão microprudenciais. Desta forma, justifica-se vedar a utilização de medidas de Pilar 2 para fazer face a riscos sistémicos.

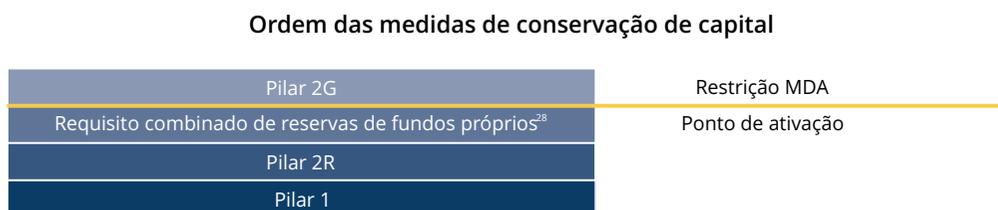
Embora o princípio geral da separação entre os instrumentos regulatórios atribuídos às autoridades de supervisão microprudenciais e os instrumentos regulatórios atribuídos às autoridades macroprudenciais não suscite dúvidas em termos conceptuais, na prática, origina algumas questões, em particular nos Estados-Membros com uma tradição mais acentuada de integração de uma visão sistémica na avaliação individual de cada instituição. Neste sentido, justifica-se que esta revisão da CRD-CRR procure aperfeiçoar o regime macroprudencial, de modo a compensar a impossibilidade de se utilizar medidas de Pilar 2 para fins macroprudenciais (Ponto 6.).

## 5.3 Orientação de pilar 2 (P2G)

As orientações de Pilar 2 são expectativas de fundos próprios adicionais que as autoridades de supervisão podem comunicar a cada instituição, as quais são estimadas com base, em grande medida, na aplicação de testes de esforço que têm subjacentes cenários improváveis mas plausíveis. Estas orientações são adicionais aos requisitos de Pilar 1, às imposições de acréscimos de fundos próprios em sede de requisitos de Pilar 2 e ao requisito combinado de reservas de fundos próprios (Figura 1). Desta forma, o P2G constitui um objetivo a alcançar pelas instituições, sendo de sublinhar que, em termos legais o respetivo incumprimento não implica restrições automáticas, por exemplo, em termos de distribuição de dividendos<sup>27</sup>. No entanto, se a instituição incumprir repetidamente o P2G, o supervisor poderá adotar medidas adicionais, incluindo a conversão das orientações num requisito adicional de fundos próprios, no âmbito do P2R.

27. Ou seja, não reduzem o montante que as instituições podem distribuir aos detentores de capital e dívida (na sigla inglesa, MDA – *maximum distributable amount*).

Figura 1 • Medidas de conservação de capital



Notas: A escala não é real. Os requisitos de MREL/TLAC não são considerados neste esquema.

A consagração formal do P2G enquadra-se no objetivo de aumento da transparência e previsibilidade dos mecanismos de supervisão a que as instituições estão sujeitas, incluindo uma aplicação consistente e comparável das regras. De facto, embora as expectativas de fundos próprios adicionais que as autoridades de supervisão comunicam às instituições já constituam uma prática regular, faltava a sua consagração formal num texto legislativo.

No decorrer deste processo legislativo, um aspeto em discussão prendeu-se com a divulgação pública do P2G, em concreto, sobre a obrigatoriedade dessa divulgação por poder tratar-se de informação relevante para os agentes de mercado ou se, contrariamente, se deveria por princípio vedar ou não obrigar a essa divulgação. Neste domínio, importa assegurar que com a consagração formal do P2G este instrumento não perde a natureza de “Orientação”. De facto, a divulgação das orientações de capital que sejam comunicadas a cada instituição pelo supervisor pode comprometer esse propósito, na medida em que tal divulgação pode ser incorretamente percecionada pelo mercado como um requisito obrigatório.

## 6 Enquadramento da Política Macroprudencial

Na sequência das alterações introduzidas na proposta legislativa relativa ao Pilar 2, a eficácia e eficiência dos instrumentos macroprudenciais é assegurada mediante uma maior flexibilização dos mesmos, vertente cuja discussão foi introduzida neste pacote legislativo pelo Conselho e Parlamento Europeu. Alguns destes instrumentos não foram objeto de revisões conceptuais relevantes, pelo que não serão abordados autonomamente.

Na identificação das G-SII é introduzida uma avaliação adicional que não considera no contexto das exposições transfronteiriças aquelas perante outros Estados-Membros incluídos no Mecanismo Único de Supervisão, reduzindo o índice de importância sistémica de algumas destas instituições. Contudo, não pode um grupo, por esta via, deixar de ser identificado como G-SII. Esta alteração sustenta-se nos avanços já alcançados na União Bancária, mas tendo em conta a sua incompletude, esta opção aparenta ser prematura.

28. O requisito combinado de reservas de fundos próprios é composto pela reserva de conservação de capital + reserva contracíclica de capital + Max (reserva para instituições com importância sistémica (G-SII/O-SII); reserva para risco sistémico), excetua-se o caso em que a reserva para risco sistémico seja aplicada apenas às posições em risco domésticas, situação em que os dois requisitos passam a ser aditivos. Para uma descrição das diversas reservas de capital e do cálculo do requisito combinado de reservas, quer no enquadramento legal em vigor, quer em termos de propostas de revisão, ver o ponto 6 deste tema em destaque.

Ainda no que concerne às G-SII, dada a introdução de um requisito mínimo de 3% para o cumprimento do rácio de alavancagem e tendo em vista manter o alinhamento com os desenvolvimentos de Basileia, a revisão do pacote regulamentar prevê a introdução de uma reserva de fundos próprios de nível 1 associada a este requisito, exclusivamente imposta às G-SII, a qual corresponde a 50% da respetiva reserva de G-SII.

## 6.1 Reserva para outras instituições de importância sistémica (O-SII)

A reserva de O-SII tem como objetivo compensar o risco mais elevado colocado por estas instituições ao sistema financeiro, devido à sua dimensão, importância para a economia do Estado-Membro (EM) em causa ou da União Europeia (UE), complexidade ou grau de interligação com outras instituições do setor financeiro e, no caso de insolvência, o potencial contágio destas instituições ao resto dos setores financeiro e não-financeiros. Este requisito adicional, ao reforçar a capacidade de absorção de perdas destas instituições, reduz a respetiva probabilidade de incumprimento e mitiga os incentivos à tomada de risco por estas instituições.

De acordo com o enquadramento atual a nível europeu, esta reserva é fixada entre 0 e 2% do montante total das posições em risco, devendo ser calibrada em função do risco sistémico colocado pela instituição. Adicionalmente, o requisito colocado à filial de um grupo bancário europeu, estabelecida na União Europeia, não pode exceder o máximo entre (i) a reserva G-SII ou a reserva O-SII aplicada a esse grupo numa base consolidada; e (ii) 1% do montante total das posições em risco da filial.

A existência destes limites máximos tem como objetivo manter a integridade do mercado único Europeu, assegurando que as instituições cumprem requisitos comparáveis, independentemente do Estado-Membro onde se encontram estabelecidas ou exercem a respetiva atividade. No entanto, a sua existência pode condicionar as decisões das autoridades macroprudenciais nacionais quanto ao que seria a calibração ótima do instrumento, nos casos específicos em que esses limites sejam inferiores aos requisitos que as referidas autoridades considerassem adequado aplicar. Adicionalmente, o limite específico colocado às filiais pode colocar em causa o tratamento equitativo entre instituições estabelecidas no mesmo Estado-Membro, exclusivamente devido à origem do seu capital. Consequentemente, algumas autoridades macroprudenciais têm usado outros instrumentos, como a reserva para risco sistémico (na sigla inglesa, SRB – *Systemic risk buffer*) ou os requisitos de Pilar 2, a fim de impor níveis de fundos próprios mais elevados, quando o considerem necessário.

Em termos do processo negocial, encontra-se neste momento acordado um aumento do limite superior da reserva de O-SII para 3% do montante total das posições em risco, prevendo-se ainda a possibilidade da Autoridade Macroprudencial determinar uma percentagem superior, mediante autorização da Comissão Europeia. No que se refere às filiais da União Europeia, o requisito de O-SII não poderá exceder o mínimo entre (i) a reserva G-SII ou a reserva O-SII aplicada a esse grupo numa base consolidada, adicionado de 1%; e (ii) 3% do montante total das posições em risco da filial.

## 6.2 Reserva para risco sistémico (SRB)

No enquadramento atual, o SRB destina-se a mitigar riscos sistémicos ou macroprudenciais, não cíclicos de longo prazo, podendo essa reserva ser diferenciada por subgrupos de instituições e aplicada à totalidade das posições em risco ou apenas às exposições domésticas.

Na proposta de revisão do enquadramento macroprudencial foi aumentada a flexibilidade inerente a este instrumento: a referência a riscos não cíclicos de longo prazo foi retirada e a reserva poderá ser aplicada apenas a um conjunto pré-definido de subsetores de exposições domésticas. Esta alteração do SRB possibilita que os riscos sistémicos que têm origem num determinado subsetor sejam mitigados de forma direcionada. Por seu turno, o SRB não deverá ser aplicado a riscos mitigados pela reserva de G-SII ou pela reserva de O-SII ou pela reserva contracíclica (na sigla inglesa, CCyB – *Countercyclical capital buffer*).

De acordo com o atual texto legal, o SRB deve ser utilizado para mitigar riscos que não possam ser mitigados mediante a utilização de outros instrumentos como sejam o agravamento dos requisitos de fundos próprios para crédito hipotecário<sup>29</sup>, medidas de Pilar 2 ou outras reservas de fundos próprios de natureza macroprudencial. Da atual revisão deverá resultar a possibilidade do SRB ser imposto antes do agravamento dos requisitos de fundos próprios para crédito hipotecário ou de medidas de Pilar 2.

## 6.3 Cálculo do requisito combinado de reservas de fundos próprios (CBR)

Os diversos instrumentos macroprudenciais devem ser utilizados para mitigar de forma efetiva os riscos que motivaram a sua criação, evitando-se sobreposições. Assim, ao aumentar-se o limite máximo da reserva máxima de O-SII para 3%, pretende-se que o SRB deixe de ser aplicado para mitigar riscos decorrentes da importância sistémica das instituições.

No atual texto legal, uma instituição está sujeita ao cumprimento do máximo entre a reserva de G-SII/O-SII aplicável e o SRB que tenha sido determinado para a totalidade das suas posições em risco<sup>30</sup>. Com a revisão do enquadramento macroprudencial, perspectiva-se que esses dois instrumentos passem a cobrir conjuntos de riscos disjuntos, pelo que deixa de se justificar a regra do maior entre os dois requisitos, passando a justificar-se a sua adição. Esta alteração na regra de cálculo do requisito combinado de reservas de fundos próprios (na sigla inglesa, CBR – *Combined buffer requirement*) será acompanhada pelo estabelecimento de um limite máximo ao valor agregado desses dois requisitos, em 5% do total das posições em risco, o qual só poderá ser excedido mediante autorização da Comissão Europeia.

Salienta-se que os estudos empíricos conduzidos com o objetivo de determinar o nível de capital ótimo de uma instituição financeira monetária não são conclusivos. Por um lado, a maioria destes estudos<sup>31</sup> concluem que, até determinado nível de requisitos mínimos de fundos próprios, os benefícios que se traduzem na redução da probabilidade de falência das instituições mediante o aumento da sua resiliência são superiores aos custos da redução do crédito e impacto no PIB, em consequência da possível redução da sua capacidade de intermediação financeira. Adicionalmente, os

29. Artigos 124.º e 164.º do CRR.

30. Excetua-se o caso em que o SRB seja aplicado apenas às posições em risco domésticas, situação em que os dois requisitos passam a ser aditivos.

31. Ver, por exemplo, Brooke, M., Bush, O, Edwards, R, Ellis, J, Francis, B, Harimohan, R, Neiss, K and Siegert, C, "Measuring the macroeconomic costs and benefits of higher UK bank capital requirements, Bank of England Financial Stability Paper No. 35 – December 2015; Miles, D, J Yang and G Marcheggiano (2013): "Optimal bank capital", *The Economic Journal*, vol 123, pp 1–37, March e BIS (2010): "An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements".

benefícios do aumento dos requisitos mínimos de capital ocorrerão apenas no médio/longo prazo, enquanto os custos serão sentidos no curto prazo. Por outro lado, na determinação do capital ótimo é necessário levar em consideração os efeitos das alterações regulatórias mais recentes ou ainda por implementar integralmente, *inter alia*, a introdução dos regimes de resolução e os requisitos mínimos de MREL/TLAC, bom como do rácio de alavancagem. Verifica-se ainda que na prática é difícil fazer uma correspondência direta entre os requisitos de capital e os riscos que estes pretendem mitigar, podendo haver alguma sobreposição destes requisitos. Assim, a existência do limite ao requisito de capital acumulado pelas reservas O-SII/G-SII e SRB afigura-se adequada.

#### 6.4 Agravamento dos requisitos de fundos próprios para crédito hipotecário

De acordo com o atual texto legal, a autoridade de supervisão microprudencial pode agravar os ponderadores de risco aplicáveis ao crédito hipotecário para cálculo de requisitos mínimos de fundos próprios de acordo com o método padrão ou restringir as condições em que esses mesmos ponderadores podem ser aplicados, bem como elevar a percentagem mínima de perda dado o incumprimento (na sigla inglesa, LGD – *Loss given default*), a aplicar pelas instituições que utilizam o método de notações internas. O uso deste instrumento pela autoridade de supervisão pode ser justificado com base nas perdas históricas ou na evolução prospetiva do mercado imobiliário, mas pode também ser justificado unicamente com base em considerações de estabilidade financeira.

Na atual proposta de revisão, o legislador nacional passa a dispor da opção de atribuir a ativação destas medidas à autoridade de supervisão microprudencial, à semelhança do que sucede atualmente, ou em alternativa designar uma outra autoridade para o efeito, designadamente, a Autoridade Macroprudencial nacional. A proposta de revisão prevê, também, a coordenação entre as duas autoridades.

A nova redação vem clarificar a possibilidade de a autoridade responsável pela ativação destas medidas determinar requisitos diferenciados por área geográfica dentro de uma mesma jurisdição.

### 7 Proporcionalidade

A complexidade da regulamentação foi reconhecida pelos co-legisladores, em particular pelo Parlamento Europeu, e tem sido um dos aspetos mais debatidos no âmbito desta revisão da CRD-CRR. Como resposta, medidas adicionais de proporcionalidade e simplificação para certos segmentos do setor financeiro serão introduzidas no novo texto legislativo.

A noção de proporcionalidade não é nova, nem na supervisão, nem na regulamentação bancária. De facto, a proporcionalidade encontra-se, de forma implícita, já presente em algumas áreas da atual regulação, permitindo que diferentes tipos de instituições e diferentes tipos de atividades tenham tratamentos diferenciados em determinadas matérias, em função da sua natureza ou complexidade (p. ex. a possibilidade de usar métodos mais simples para calcular os requisitos de capital e o reporte de uma menor quantidade de dados quando o modelo de negócio é mais simples ou a atividade mais reduzida). No entanto, as instituições têm vindo a salientar os desafios acrescidos na leitura, compreensão e aplicação da regulação. De facto, muitos dos representantes do setor financeiro associam esses desafios não só a uma maior complexidade da regulação resultante da crescente complexidade do negócio, mas também à contínua proliferação de novas regras, com inúmeras interligações entre si.

Por um lado, tem sido apontado que a aplicação dos princípios de Basileia, desenvolvidos para bancos de grande dimensão e internacionalmente ativos, é desadequada para alguns tipos de instituições, em especial instituições pequenas, sem importância sistémica e/ou com modelos de negócios simples. Por outro lado, o problema poderá não estar no cumprimento dos requisitos regulamentares, mas na dificuldade em compreender quais os requisitos que têm de ser cumpridos e quais os que podem ser dispensados, colocando assim o foco da discussão nos custos associados ao cumprimento das regras (*compliance costs*). Bancos considerados de grande dimensão e internacionalmente ativos argumentam que uma simplificação das regras é imperativa para todo o tipo de instituições e não apenas relativamente àqueles que são considerados de menor dimensão ou menos complexos. Uma instituição, mesmo que local e pequena a nível europeu, encontra-se muitas vezes interligada com outras instituições, podendo assim ganhar importância sistémica na jurisdição em que se encontra estabelecida. Todos os representantes do setor financeiro parecem concordar que o reporte aos supervisores e as obrigações de divulgação são indevidamente complexos, custosos e desproporcionais.<sup>32</sup>

Esta discussão é particularmente relevante para as instituições portuguesas que, devido ao seu tamanho ou tipo de atividade, poderão beneficiar das medidas de proporcionalidade ou simplificação que venham a ser introduzidas na CRD-CRR. É neste contexto de heterogeneidade dos sistemas bancários nacionais dentro da União Europeia e de diversidade de instituições em cada Estado-Membro, que os legisladores tentam simplificar a aplicação da CRD-CRR, tornando-a mais proporcional e garantindo, ao mesmo tempo, que as regras prudenciais não perdem a sua eficácia. De facto, os objetivos de estabilidade financeira, solidez do sistema bancário e proteção dos depositantes, têm de prevalecer e ser atingidos mesmo no caso de regras simplificadas para instituições que se consideram ter menos importância sistémica e/ou com modelos de negócios com menor risco.

Para instituições que cumpram certos critérios ou cuja atividade se encontre abaixo de certos limiares, a revisão do CRR propõe a simplificação dos requisitos de reporte aos supervisores e dos requisitos de divulgação no âmbito do Pilar 3 e também prevê metodologias mais simples para o cálculo de requisitos de fundos próprios para risco de crédito de contraparte e risco de mercado. Adicionalmente, estão a ser discutidas alterações às regras de remuneração, que permitam mais proporcionalidade quanto aos requisitos para o pagamento de remuneração variável, bem como quanto à redução dos custos de cumprimento da regulamentação.

Na revisão legislativa em curso prevê-se a introdução de uma definição de instituição pequena e não-complexa (*small and non complex institution*)<sup>33</sup>, que poderá beneficiar de diversas simplificações e isenções. Os principais critérios, cumulativos, tidos em conta na referida classificação, são apresentados na figura seguinte.

32. Tem sido ainda argumentado (ver, por exemplo, Fundo Monetário Internacional (FMI), 2015)) que a complexidade da regulação bancária, constituindo uma barreira à entrada, pode levar à transferência da atividade de intermediação financeira do setor bancário para os intermediários financeiros não bancários (*Shadow Banking*), cuja dimensão tem aumentado significativamente no período subsequente à crise financeira global com início em 2007-2008.

33. Na revisão em curso discute-se também a definição de "instituição grande" ("large institution"), que poderá ser qualquer instituição que cumpra pelo menos um dos seguintes critérios: i) foi identificada como G-SII ou O-SII; ii) é uma das 3 maiores instituições, em total de ativos, no seu Estado-Membro; iii) o seu total de ativos em base individual ou base consolidada (quando aplicável) é maior ou igual a Eur 30 bn. Como resultado, haverá uma diferenciação entre as regras a aplicar a "instituições grandes", a "instituições pequenas e não complexas" e às restantes instituições que não se incluem em nenhuma destas categorias.

Figura 2 • Requisitos de classificação de “Instituição pequena e não complexa”



No entanto, a simplificação de cálculos e metodologias poderá conduzir a resultados menos sensíveis ao risco, os quais devem ser compensados por uma maior exigência ao nível do cumprimento dos requisitos de capital.

## 8 Conclusão

A presente reforma legislativa tem como objetivo fundamental aumentar a resiliência das instituições e do sistema financeiro, esperando-se benefícios no médio/longo prazo. No entanto, os custos de curto prazo, de capital e operacionais, necessários a uma adequada implementação destas reformas constituem um desafio para as instituições, os quais têm de ser adequadamente considerados. Os respetivos órgãos de gestão devem estar atentos a estas alterações, começando a preparar internamente a implementação das novas regras, a avaliar os respetivos impactos e a planear atempadamente as decisões necessárias para os acomodar.

A implementação das novas regras não abarca o processo integral de reformas em curso, dado que os *standards* do BCBS concluídos em dezembro de 2017 serão integrados posteriormente na regulação europeia. Estes *standards*, designados por “Basel III: *Finalising post-crisis reforms*”<sup>34</sup>, pretendem aumentar o equilíbrio entre a simplicidade, a comparabilidade e a sensibilidade ao risco e abrangem (i) a revisão dos regimes de risco de crédito, risco operacional e risco de ajustamento da avaliação de crédito (*Credit Valuation Adjustment*); (ii) a introdução de um *output floor* de 72,5%, o qual designa a relação entre os requisitos de capital obtidos através da utilização do método de notações internas e os requisitos resultantes da aplicação do método padrão (desta forma, os primeiros não poderão ser inferiores a 72,5% dos segundos); (iii) a revisão da definição de exposições do rácio de alavancagem e (iv) uma reserva adicional de rácio de alavancagem aplicável às G-SII. Tal como exposto atrás, na presente revisão da CRDIV-CRR, apenas se considera incorporar a reserva adicional ao rácio de alavancagem. Assim, a extensão das alterações a introduzir posteriormente não é despicienda, face à sua importância e impacto expectável<sup>35</sup>, sendo esta nova revisão já indicada como Basileia IV em alguma literatura.

34. Ver em: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d424.pdf>.

35. Gregory J. LYONS, Aatif AHMAD, and Chen XU (2017). “Prudential Regulation in an Age of Protectionism”. Banking & Financial Services Policy Report, vol. 36, n.º 1, January, p. 8.

