

Relatório de Estabilidade Financeira

Dezembro 2019



BANCO DE
PORTUGAL
EUROSISTEMA

Relatório de Estabilidade Financeira

Dezembro 2019

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



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Lisboa, 2019 • www.bportugal.pt

Índice

Apreciação global | 5

I Perspetiva global da estabilidade financeira | 11

1 Vulnerabilidades, riscos e política macroprudencial | 13

1.1 Vulnerabilidades e riscos | 13

1.2 Política macroprudencial | 28

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 | 53

3.1 Administrações públicas | 53

3.2 Setor privado não financeiro | 56

4 Sistema bancário | 78

4.1 Rendibilidade | 79

4.2 Qualidade de Ativos | 84

4.3 Concentração de exposições | 87

4.4 Critérios de concessão de crédito | 89

4.5 Liquidez e financiamento | 92

4.6 Capital | 93

Caixa 1 • Avaliação dos mercados imobiliários residenciais conduzida pelo Comité Europeu do Risco Sistémico | 96

Caixa 2 • Novo regime europeu aplicável às obrigações cobertas (*covered bonds*) | 98

Caixa 3 • A evolução do endividamento do setor privado não financeiro em Portugal e na área do euro nos últimos 30 anos | 102

Caixa 4 • Revisão das expetativas de supervisão do BCE relativamente ao provisionamento, para fins prudenciais, de novas exposições não produtivas | 108

Caixa 5 • Basileia III – o que falta ainda mudar? | 113

II Temas em destaque | 111

Uma revisão da literatura sobre o impacto do aumento dos rácios de capital das instituições financeiras | 121

Metodologias de avaliação dos preços da habitação uma aplicação a Portugal | 143

Apreciação global

A economia portuguesa e o sistema bancário português continuaram, em 2019, a consolidar os progressos que têm vindo a ser observados nos últimos anos. Todavia, e conforme já assinalado no *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2019, os ajustamentos verificados têm vindo a tornar-se gradualmente menos intensos em algumas dimensões.

O enquadramento económico e financeiro caracterizou-se pela manutenção de um crescimento da economia superior ao que se estima ser o do produto potencial e por uma redução adicional das taxas de juro, as quais se situavam já num nível muito reduzido para um espectro alargado de maturidades. O desemprego continuou a reduzir-se e a confiança dos consumidores manteve-se num patamar elevado, tendo retomado no segundo trimestre deste ano um perfil ascendente. Continua a projetar-se um saldo positivo das balanças corrente e de capital para o total do ano de 2019, embora o excedente projetado seja claramente inferior ao observado nos dois anos anteriores. O ajustamento do saldo orçamental tem vindo a prosseguir, embora, quando ajustado do efeito de medidas temporárias, o progresso projetado seja menor que o observado no passado recente. Neste contexto, que ocorre num quadro de aumento do investimento e de redução da poupança do setor privado não financeiro, os níveis de endividamento das empresas não financeiras e particulares, e, em particular, das administrações públicas mantiveram-se elevados, tanto em termos históricos como no quadro da área do euro, apesar da redução observada nos últimos anos. Este facto, que retrata uma das principais vulnerabilidades da economia portuguesa, assume importância acrescida quando associado quer à elevada sensibilidade da economia portuguesa a eventuais choques adversos que ocorram a nível internacional, quer à manutenção de um crescimento potencial da economia relativamente limitado.

No que diz respeito ao sistema bancário, registaram-se, em termos agregados, melhorias em algumas dimensões relevantes no primeiro semestre de 2019. Em primeiro lugar, assistiu-se a um aumento da rendibilidade, refletindo, por um lado, fatores de natureza estrutural, como sejam os esforços de promoção de eficiência do setor e, por outro, desenvolvimentos em parte de cariz mais conjuntural, entre os quais se destaca a redução do custo com provisões e imparidades. Adicionalmente, o rácio de empréstimos *non-performing* (NPL) prosseguiu a trajetória decrescente iniciada em junho de 2016, refletindo essencialmente a redução do volume de NPL em balanço, em linha com as orientações e planos de redução de ativos não produtivos submetidos às autoridades de supervisão e que têm vindo a ser implementados pelos bancos. Neste contexto, é de destacar que na primeira metade do ano a redução dos NPL foi largamente alcançada por via de abates ao ativo, tendo-se observado uma relativa estabilidade do rácio de cobertura de NPL por imparidades. Por fim, realce-se que o sistema bancário continuou a trajetória de reforço dos rácios de capital. O aumento dos fundos próprios resultou essencialmente da evolução dos fundos próprios principais de nível 1 (CET 1), refletindo, em particular, a evolução das componentes de resultados retidos e de outro rendimento integral, mas beneficiou também de algumas emissões de títulos de dívida, com reflexo nos fundos próprios adicionais de nível 1 (AT1) e dos fundos próprios de nível 2 (T2), títulos esses que contribuem também para o cumprimento dos requisitos mínimos de fundos próprios e créditos elegíveis suscetíveis de absorver perdas e contribuir para a recapitalização da instituição em caso de resolução (MREL, no acrónimo inglês).

Relativamente ao último *Relatório de Estabilidade Financeira*, registou-se, ao nível da área do euro, uma revisão em baixa das estimativas de crescimento económico para 2019 e para os anos seguintes, reflexo, em larga medida, de um abrandamento da atividade económica a nível mundial. Esta evolução está associada a fatores de perturbação de natureza geopolítica (e.g. tensões comerciais e *Brexit*). Na eventualidade destes fatores intensificarem os seus efeitos negativos

sobre a atividade económica, o abrandamento da economia a nível global e, em particular na área do euro, poderá revelar-se mais acentuado. Tal tenderia a ter repercussões significativas sobre a economia portuguesa, dada a elevada interligação entre as duas áreas geográficas.

Num contexto de revisão em baixa das projeções de crescimento económico na área do euro e de persistência da inflação abaixo do objetivo, o BCE anunciou em setembro de 2019 um pacote de medidas de estímulo monetário. Considerado no seu conjunto, este pacote traduz-se em taxas de juro mais baixas por um período mais prolongado (o designado *lower-for-longer*). A redução das taxas de juro de médio e longo prazo sinaliza que a Euribor só deverá retomar valores positivos num horizonte consideravelmente mais longo que o antecipado pelos agentes de mercado aquando da elaboração do anterior *Relatório de Estabilidade Financeira*. Neste contexto, muitos países europeus apresentam atualmente *yields* negativas num espetro alargado de maturidades.

O contexto de taxas de juro muito baixas tem-se refletido nos custos de financiamento a nível global, sendo particularmente favorável para os agentes económicos com níveis elevados de endividamento. A redução das taxas de juro permite, por um lado, aliviar o serviço da dívida e, por outro lado, melhorar a capacidade de estes agentes se financiarem a custos mais baixos e/ou em maturidades mais longas, reduzindo também, no curto a médio-prazo, o risco de refinanciamento. Paralelamente, tem-se assistido a uma valorização significativa dos mercados de ativos (acionista, obrigacionista e imobiliário), ainda que sem uma correspondência evidente nos fundamentos económicos, em particular com o crescimento económico e os resultados empresariais.

Em contraste com este quadro de ganhos de curto prazo, a manutenção do ambiente de taxas de juro *lower-for-longer* potencia riscos para a estabilidade financeira, de abrangência nacional e internacional. Os principais riscos resultam, de uma forma geral, dos incentivos para a tomada de risco excessivo (*search-for-yield*), com reflexos também ao nível da deterioração dos critérios de concessão de crédito e do potencial aumento do endividamento para níveis não sustentáveis.

De facto, o prolongamento do ambiente de taxas de juro muito baixas traduz-se em desafios acrescidos na geração de rendibilidade na atividade de intermediação financeira tradicional. Essas dificuldades tendem a adensar-se face à entrada nesta atividade de novos participantes, com acesso a um conjunto alargado de informação e especialização tecnológica na sua gestão e utilização. Os referidos desafios criam um quadro de incentivos para comportamentos de *search-for-yield*, que deriva, por um lado, da rigidez das expectativas dos investidores e acionistas quanto à remuneração das suas aplicações financeiras e, por outro, dos compromissos de remuneração assumidos por alguns intermediários financeiros perante os seus clientes. Este último ocorre de forma mais notória, mas não exclusiva, no setor segurador e nos fundos de pensões que, pela natureza do seu modelo de negócio, têm de assegurar um perfil de rendibilidade estável por períodos longos de tempo.

A pressão para a obtenção de rendibilidade também se tem refletido na composição das carteiras dos fundos de investimento, tendo sido observado, também a nível da área do euro, um aumento da exposição a ativos com menor liquidez e a algumas geografias onde é possível obter rendibilidades ainda positivas, a par de uma maior similaridade nas estratégias de investimento. Este último fator tende a reforçar a interligação e correlação entre diferentes mercados de ativos, potenciando a propagação de choques entre diferentes segmentos de mercado e entre diferentes economias a nível mundial. De salientar que, em contraste com a situação observada na área do euro, onde os fundos de investimento têm vindo a aumentar a sua relevância sistémica, representando cerca de 100% do PIB em junho de 2019, em Portugal este setor representa apenas 9% do PIB na mesma data.

No curto prazo, o comportamento de *search-for-yield* reflete-se numa compressão dos prémios de risco e sustenta valorizações de ativos, financeiros e não financeiros, designadamente imobiliários. Ao nível da economia portuguesa, este contexto contribui também para a valorização de títulos de dívida a taxa fixa (com destaque para os emitidos pelo soberano), de ativos imobiliários e mesmo de NPL, facilitando a sua venda. O atual contexto de *lower-for-longer* e de

custos de financiamento mais baixos tem ainda facilitado a emissão de instrumentos elegíveis para cumprimento do MREL.

Porém, a manutenção de movimentos de *search-for-yield* deixa os mercados financeiros vulneráveis, na medida em que promovam valorizações não adequadas (excessivas) em algumas classes de ativos. A médio e longo prazo, estas situações tenderão a ser corrigidas, existindo uma multiplicidade de eventos, quer económicos, quer geopolíticos, que podem desencadear esse processo. Abrandamentos mais acentuados da atividade económica, se significativos e não antecipados, poderão assumir-se como eventos determinantes a este nível. Porém, tal poderá também decorrer de um evento de crédito de empresas não financeiras a nível internacional, no contexto atual de elevado endividamento. Os custos dessa correção serão tanto maiores quanto maiores os desequilíbrios acumulados no passado e quanto mais abrupto for o caráter dessa correção.

Ao nível da atividade bancária, o contexto de baixas taxas de juro pode também ter consequências indesejáveis para a preservação da estabilidade financeira. Ao constituir um desafio à sustentabilidade da margem financeira dos novos empréstimos, por via do efeito preço desfavorável, reforça os incentivos à expansão da concessão de crédito, visando um efeito quantidade compensador. No curto prazo, o efeito líquido poderá ser positivo sobre a rentabilidade dos bancos. Porém, e na medida em que uma alteração nas condições da oferta de crédito sinalize uma menor restritividade nos critérios de concessão de crédito, pode daí resultar, num horizonte temporal mais alargado, a constatação de uma desadequação das taxas de juro das operações face ao risco assumido.

Contudo, importa referir que, em Portugal, se tem mantido, nos últimos anos, a diferenciação de *spreads* de taxa de juro por classe de risco nos novos empréstimos a sociedades não financeiras pelos principais bancos do sistema. De igual forma, o perfil de risco dos novos créditos a este setor institucional tem vindo progressivamente a melhorar. No caso dos particulares, os novos empréstimos à habitação têm sido igualmente concedidos a mutuários com perfil de menor risco, refletindo também os efeitos da medida de política macroprudencial adotada pelo Banco de Portugal. No entanto, existem sinais de reduzida diferenciação nos *spreads* dos novos empréstimos à habitação de acordo com o risco de crédito dos mutuários, *spreads* esses que se têm vindo a reduzir ao longo do tempo. No segmento do crédito ao consumo dois factos devem ser destacados. Por um lado, o *stock* tem mantido uma taxa de variação anual elevada (próxima de 10%). Por outro lado, os novos créditos ao consumo, com destaque para o crédito pessoal, interromperam a trajetória de abrandamento observado desde meados de 2018. Adicionalmente, tem-se continuado a observar o alongamento dos prazos associados às novas operações de crédito automóvel e crédito pessoal.

Importa realçar que a maturidade é um parâmetro muito relevante na avaliação do risco de crédito. Na perspetiva dos bancos, a extensão de maturidades no crédito ao consumo sinaliza que exposições de crédito, potencialmente sem qualquer colateral associado ou associadas a ativos com menor liquidez e/ou com períodos de depreciação inferiores à maturidade do empréstimo, ficarão expostas a flutuações do ciclo económico por períodos mais longos. Este efeito é especialmente relevante dado o peso significativo das novas operações de crédito ao consumo a mutuários com rendimentos inferiores, potencialmente mais expostas a flutuações do mercado de trabalho. Neste contexto, poderá constituir um fator condicionador da evolução futura dos NPL e, de forma concomitante, do custo do risco de crédito.

Na perspetiva dos mutuários, a evolução das maturidades, benéfica do ponto de vista da redução do esforço no serviço da dívida, poderá ter inerente um desajustamento entre a maturidade do crédito e as expectativas de manutenção de um ciclo económico favorável. O risco decorrerá da possibilidade de os consumidores associarem a todo o período de maturidade do crédito o dinamismo atual da economia, não incorporando adequadamente nas suas decisões um quadro de abrandamento económico e o avolumar de riscos descendentes. Este risco é particularmente

relevante no quadro da já referida evolução recente da confiança dos consumidores. Neste contexto, diminuem os incentivos para a redução dos níveis de endividamento do setor.

O Banco de Portugal continuará a acompanhar os desenvolvimentos no mercado de crédito, avaliando, como fator potenciador de vulnerabilidade, nomeadamente no crédito ao consumo, o aumento continuado das maturidades no crédito automóvel e crédito pessoal.

Conforme referido em edições anteriores do *Relatório de Estabilidade Financeira*, o setor bancário português está materialmente exposto a algumas classes de ativos cujo valor é suscetível de ser afetado na eventualidade de uma reavaliação abrupta e significativa dos prémios de risco nos mercados financeiros internacionais, com potencial de afetar negativamente a rendibilidade e o capital do setor. Esses ativos compreendem ativos imobiliários, exposições com garantia imobiliária e títulos de dívida pública, em particular de soberano doméstico mas também de outras geografias europeias cujas valorizações apresentam uma elevada correlação nos mercados. No que se refere à dívida pública, tem-se observado não apenas um aumento da exposição a estes títulos, como também um alargamento das maturidades e da duração média, o que se traduz numa maior sensibilidade a riscos de mercado. Acresce ainda que estes ativos se encontram maioritariamente avaliados a justo valor, com impacto no capital. Desta forma, não obstante o tratamento regulamentar mais favorável desta exposição, é fundamental que os bancos detenham *buffers* de capital adequados à eventual materialização deste risco, que pode ainda ser mitigado através da adoção de medidas de cobertura.

No que diz respeito à exposição a ativos com natureza ou garantia imobiliária, é de referir que a evolução dos preços no mercado imobiliário tem beneficiado da forte dinâmica do turismo e do investimento direto por não residentes, pelo que terá continuado a aumentar a sensibilidade do mercado à atuação de não residentes. Refira-se também que, nos trimestres mais recentes, se manteve a evidência de sobrevalorização no imobiliário residencial em termos agregados, o que aconselha particular prudência na realização de operações que tenham ativos desta natureza como garantia, devendo-se adequar os critérios de concessão de crédito ao risco incorrido.

Outro tipo de exposição que continua a justificar um acompanhamento próximo, dados os riscos associados, relaciona-se com a atividade internacional de alguns bancos em certas geografias, especialmente as que são particularmente sensíveis a um quadro potencial de maior abrandamento económico a nível global, atendendo nomeadamente à sua vulnerabilidade à evolução dos preços das matérias-primas, designadamente do petróleo. A exposição direta a estas geografias é sensível ao risco de crédito, cambial e de mercado. No caso das exposições indiretas, o abrandamento da atividade económica poderá refletir-se na qualidade de crédito dos empréstimos às empresas cuja atividade se encontra particularmente dependente de países mais afetados.

Adicionalmente, os bancos devem ajustar os seus modelos de negócio, em particular por via do investimento em digitalização, de forma a manterem-se tecnologicamente eficientes e competitivos, em especial face à entrada de novos participantes na atividade de intermediação financeira (e.g., *Bigtechs*). Refletindo não apenas os desenvolvimentos tecnológicos associados ao acesso, manutenção e gestão de informação, mas também alterações regulamentares, este investimento será uma via essencial à preservação da utilidade dos operadores tradicionais para o cliente de serviços financeiros e, assim, do valor da sua atividade. O reforço do investimento em tecnologia de informação poderá ser complementado pelo desenvolvimento de parcerias com os novos *players*, que possam acrescentar valor ao desenvolvimento da atividade, por via do aproveitamento de economias de escala, de experiência e de gama. A vertente de segurança tecnológica deve ser adequadamente acautelada (minimizando o ciber-risco, mais suscetível de ocorrer no novo contexto, onde ganharão ascendente as tecnologias de comunicação e informação), bem como a gestão de riscos, de uma forma geral, e o controlo interno.

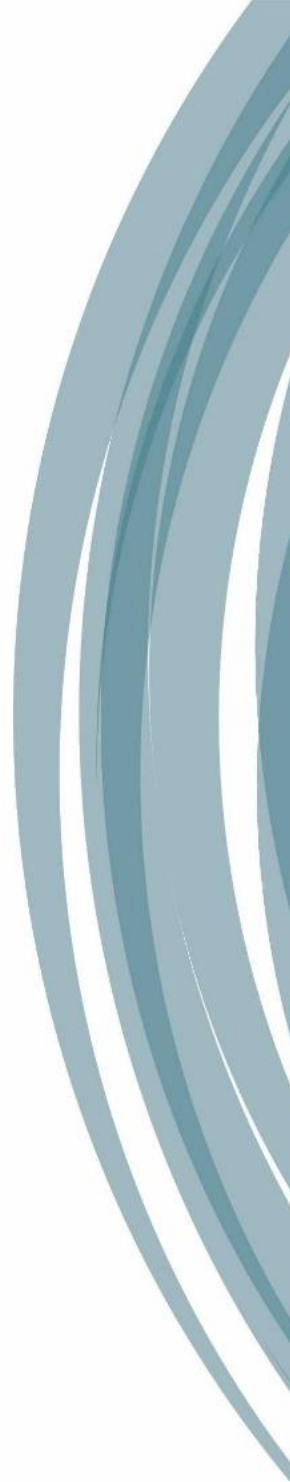
De igual forma, assume bastante importância a adequação dos sistemas de controlo interno afetos à prevenção do branqueamento de capitais e financiamento ao terrorismo. Neste contexto, será de destacar a conclusão, que se antecipa para breve, do exercício que decorre no âmbito

nacional, de atualização da avaliação nacional dos riscos de branqueamento de capitais e de financiamento do terrorismo. Este exercício deverá permitir um mapeamento das principais ameaças nacionais neste domínio, a par de uma avaliação das principais vulnerabilidades e controlos setoriais, com base nas quais se identificarão medidas de resposta para a correção das fragilidades detetadas.

As instituições financeiras devem ainda incorporar na sua atividade a dimensão de risco financeiro associado às alterações climáticas e à transição para uma economia sustentável de baixo carbono. O reconhecimento da intensidade e transversalidade dos desafios colocados pelas alterações climáticas, que exigem respostas à escala global e articuladas em várias dimensões de política económica, tem levado a que este tema tenha vindo a assumir um importante lugar na agenda política internacional e em particular da UE, com destaque para as prioridades definidas para os novos ciclos institucionais da Comissão Europeia e do Banco Central Europeu (BCE). São prováveis alterações regulamentares e fiscais que propiciem uma alteração de incentivos ao comportamento dos vários agentes económicos, que poderão originar consequências macroeconómicas globais e impactos diferenciados. Todos estes desenvolvimentos devem ser acompanhados com proximidade pelas instituições, dado a potencial materialidade do seu impacto na situação e performance financeira do setor.

Por fim, será importante realçar que num quadro internacional propício à acumulação de vulnerabilidades e intensificação de riscos para a estabilidade financeira, continua a ser fundamental a conclusão de uma União Bancária robusta que permita, de forma eficaz, reduzir a fragmentação da arquitetura institucional a nível do setor financeiro na Europa.

Em suma, face ao contexto de incerteza acrescida sobre a evolução da atividade económica e de sobrevalorização de um conjunto alargado de ativos financeiros e reais, incluindo o imobiliário residencial, os agentes económicos residentes devem continuar a promover o ajustamento da sua posição financeira, nomeadamente reduzindo o seu endividamento, de forma a aumentar a sua resiliência a choques futuros. As instituições de crédito, em particular, devem prosseguir políticas cautelosas, seja ao nível do controlo do risco das suas exposições, seja no que se refere ao reforço da sua capacidade para absorver a eventual concretização dos riscos elencados neste Relatório, com implicações na política de distribuição de dividendos.





I Perspetiva global da estabilidade financeira

1 Vulnerabilidades, riscos
e política macroprudencial

2 Enquadramento
macroeconómico e de mercados

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

4 Sistema bancário

1 Vulnerabilidades, riscos e política macroprudencial

1.1 Vulnerabilidades e riscos

Face à anterior edição do Relatório, salienta-se o prolongamento do ambiente taxas de juro muito baixas. Este ambiente traduz-se numa redução dos custos de financiamento, beneficiando a capacidade de serviço de dívida dos agentes económicos, em particular daqueles que apresentam níveis de endividamento mais elevados. No entanto, cria condições propícias à intensificação dos riscos associados ao *search-for-yield*, traduzindo-se potencialmente em comportamentos de tomada de risco excessivo e *mispricing* dos ativos. Neste contexto, a acumulação de vulnerabilidades torna os agentes económicos mais sensíveis a um eventual abrandamento mais acentuado da atividade económica, com impacto na sua capacidade de serviço de dívida. Adicionalmente, poderá ocorrer uma reavaliação abrupta e significativa dos prémios de risco, com consequências para as condições de financiamento nos mercados financeiros internacionais.

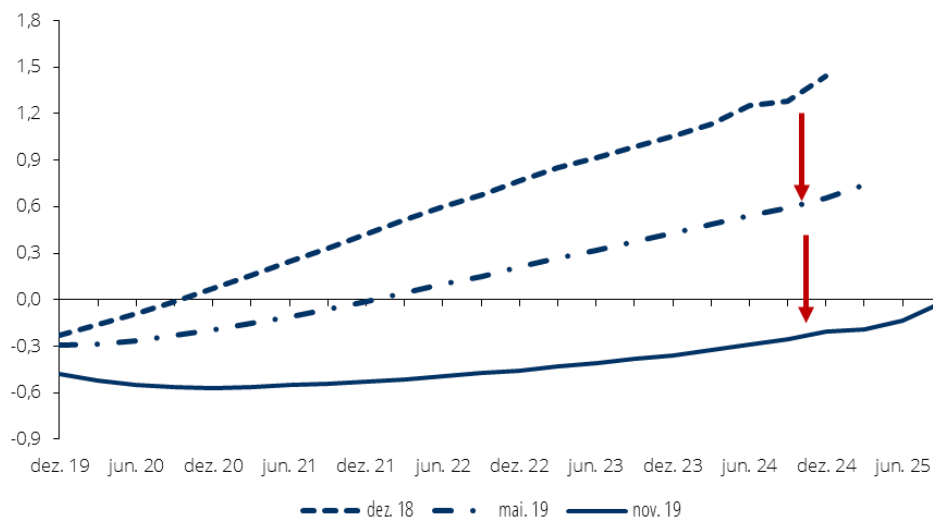
O contexto macrofinanceiro atual é caracterizado por baixas taxas de juro (*lower-for-longer*) e por um abrandamento mais acentuado da atividade económica global

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

Num quadro de perspetivas para a inflação em níveis abaixo dos objetivos fixados pelos bancos centrais, e de um cenário de abrandamento da atividade económica e de elevada incerteza, os principais bancos centrais (BCE e FED) aumentaram o grau acomodatório da política monetária em 2019. Em particular, o BCE anunciou, em setembro de 2019, um novo pacote de medidas de política monetária¹ que contribuiu, *inter alia*, para uma diminuição adicional das *yields* dos soberanos da área do euro. Na sequência das medidas tomadas, em particular durante o último ano, as perspetivas para as taxas de juro de mercado de curto-prazo apontam para uma redução das taxas de juro de referência para níveis ainda mais baixos (negativos) durante um horizonte temporal mais alargado – taxas de juro *lower-for-longer* (Gráfico I.1.1). Este contexto macrofinanceiro tem-se refletido em custos de financiamento mais baixos a nível global.

¹ Para detalhe sobre as medidas de política monetária anunciadas pelo BCE a 12 de setembro de 2019, ver Secção 2.2.

Gráfico I.1.1 • Taxa de juro implícita nos contratos de futuros sobre a Euribor a 3 meses
| Em percentagem



Fonte: Refinitiv. | Notas: Última atualização a 15 de novembro de 2019. A linha correspondente a maio de 2019 ilustra a situação reportada no *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2019.

O agravamento da situação macroeconómica, subjacente às decisões de política monetária, tem-se refletido nas sucessivas revisões em baixa das projeções económicas publicadas pelos principais organismos internacionais, perspetivando, em grande medida a possibilidade de intensificação das tensões comerciais e geopolíticas a nível mundial e o contexto de incerteza subjacente. Para a área do euro², as projeções mais recentes apontam para a desaceleração significativa do PIB em 2019 e uma relativa estabilização no período entre 2020 e 2021 (Gráfico I.1.2). Esta evolução reflete a possibilidade de agravamento dos riscos geopolíticos, principalmente das tensões comerciais, cuja materialização tem já penalizado o comércio internacional e a atividade económica, em particular a indústria transformadora (Gráfico I.1.3). O setor dos serviços mantém-se para já resiliente. No entanto, dada a correlação positiva entre os dois setores, a evolução observada na indústria transformadora tenderá também a ocorrer nos serviços, em particular se a situação persistir.³

O abrandamento da atividade económica a nível global acentua os riscos para a estabilidade financeira

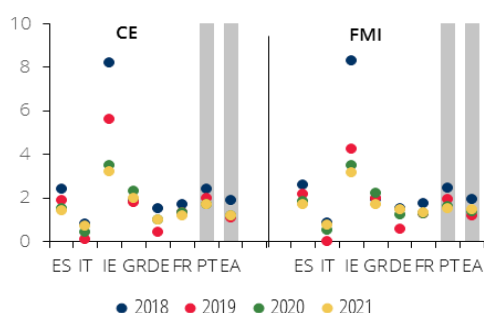
Conforme referido, os desenvolvimentos no comércio mundial permanecem como um fator explicativo predominante no contexto de acrescida incerteza vivido atualmente (Gráfico I.1.4).

² Veja-se as projeções do *ECB staff macroeconomic projections for the euro area* de setembro de 2019, do *World Economic Outlook* do FMI de outubro de 2019 e as previsões económicas do outono da Comissão Europeia de novembro de 2019.

³ “Development in the services sector and its relationship with manufacturing”, *ECB Economic Bulletin* Issue 7, novembro de 2019. Em Portugal, observa-se alguma desaceleração no setor dos serviços no 2.º trimestre de 2019. No entanto, a componente de comércio, transportes e armazenagem, alojamento e restauração manteve um crescimento sustentado.

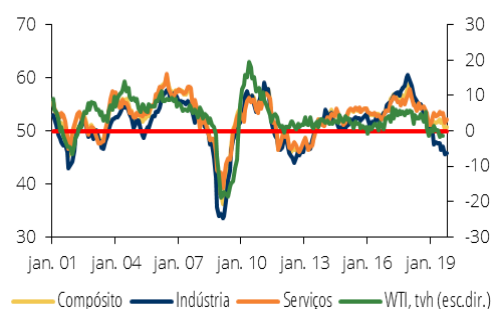
Em particular, as externalidades negativas decorrentes do processo de negociação comercial entre os EUA e a China têm impacto, quer sobre as decisões de investimento dos agentes económicos e sobre a atividade económica à escala global, quer sobre os mercados financeiros internacionais. Na primeira metade de 2019, continuou a observar-se uma tendência de redução acentuada nas importações e exportações e uma diminuição dos fluxos de investimento direto estrangeiro (IDE) a nível mundial. A desaceleração do comércio internacional constitui um dos principais riscos descendentes para as projeções económicas. Nos mercados financeiros, os sucessivos desenvolvimentos, impasses e notícias sobre o processo negocial entre os EUA e a China refletiram-se em episódios de volatilidade e movimentos de acrescida perceção de risco (Secção 2.2).

Gráfico I.1.2 • Crescimento do PIB em 2018, projeções para o intervalo 2019-2021
| Em percentagem



Fontes: Comissão Europeia (CE) e Fundo Monetário Internacional (FMI). | Nota: *European Economic Forecasts – Autumn 2019* (CE) e *World Economic Outlook* de outubro de 2019 (FMI).

Gráfico I.1.3 • PMI da área do euro e índice de comércio global
| Em percentagem



Fontes: IHS Markit e CPB World Trade Monitor. | Notas: *Purchasing Managers Index* (PMI) – Compósito, indústria e serviços –, em níveis abaixo (acima) do limiar (PMI=50) consideram-se em contração (expansão) face ao período anterior. WTI refere-se ao *World Trade Index* ou Índice de Comércio Global. Dados corrigidos de sazonalidade. Última observação: agosto de 2019 para o WTI e outubro de 2019 no caso dos PMI.

Adicionalmente, permanecem alguns focos de tensão política a nível global, destacando-se, no contexto europeu, a incerteza sobre o desfecho do processo de saída do Reino Unido da União Europeia (*Brexit*), apesar da probabilidade do cenário de saída sem acordo ter diminuído após a última extensão do prazo – *flexextension* – até dia 31 de janeiro de 2020⁴, e alguma instabilidade política em certos Estados-Membros da área do euro. No contexto mundial, sublinham-se os episódios de tensão em Hong Kong e no Médio-orient.

Um potencial abrandamento adicional da atividade económica na área do euro tenderia a ter repercussões significativas sobre a economia portuguesa, dada a correlação cíclica entre as duas áreas geográficas⁵, ainda que o cenário central a curto e médio-prazos para Portugal se apresente relativamente benigno, projetando-se a manutenção de uma taxa de crescimento superior à média da área do euro pelo menos até 2021⁶ (Gráfico I.1.2 e Secção 2.1). Contudo, a evolução do

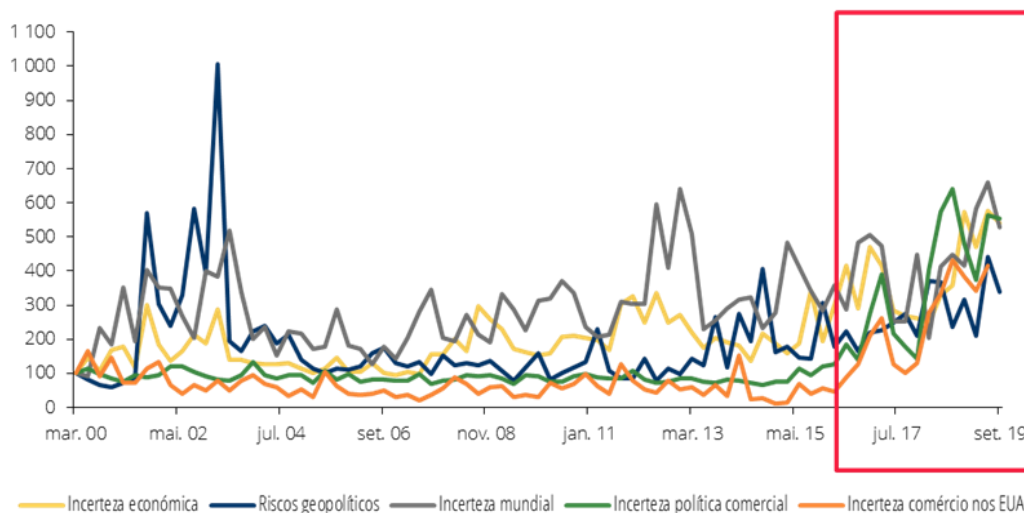
⁴ No entanto, o Reino Unido poderá abandonar antes a UE se chegar a acordo quanto aos termos de saída. Note-se que este acordo com a UE exclui qualquer negociação das futuras relações entre a UE e o Reino Unido até ao *Brexit* ser formalizado.

⁵ Caixa 9 “Sincronização cíclica entre Portugal e a área do euro na última década”, *Boletim Económico* do Banco de Portugal de maio de 2018.

⁶ Ver previsões económicas do outono da Comissão Europeia para Portugal disponível em: https://ec.europa.eu/economy_finance/forecasts/2019/autumn/ecfin_forecast_autumn_2019_pt_en.pdf.

PIB em Portugal tem refletido, desde o segundo semestre de 2017, um menor dinamismo da procura externa, à semelhança da área do euro, refletindo o enfraquecimento do comércio internacional.

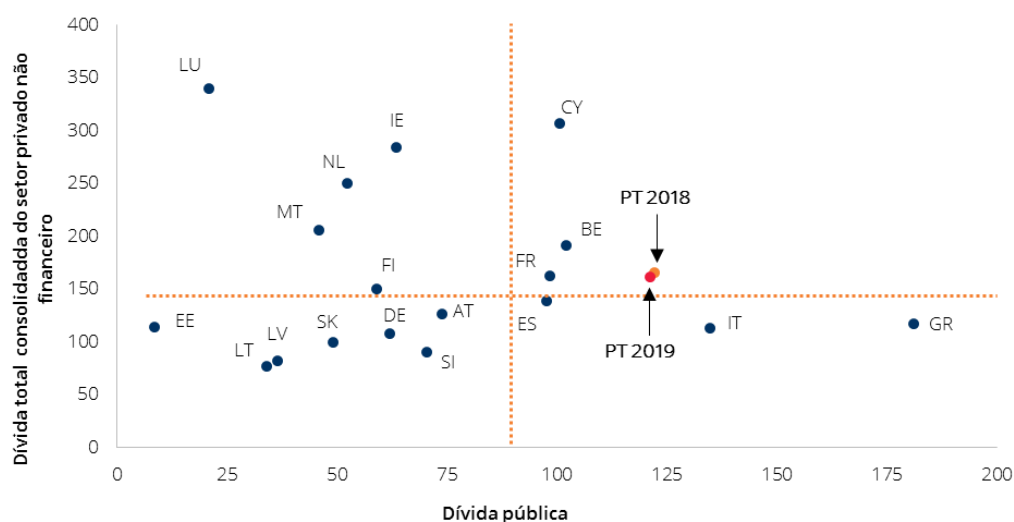
Gráfico I.1.4 • Índices de incerteza | Índice 2000T1 = 100



Fonte: *Site Economic Policy Uncertainty*. | Notas: Os índices identificados são baseados na frequência com que determinadas palavras ou expressões, relacionadas com o tema, ou artigos contendo essas palavras e expressões são publicados em jornais de referência. Índice de incerteza económica (global) baseado no artigo Davis (2016) "An Index of Global Economic Policy Uncertainty,". Índice de riscos geopolíticos construído a partir do artigo Caldara e Iacoviello (2017), "Measuring Geopolitical Risk". Índice de incerteza mundial baseado no artigo de Ahir, Bloom e Furceri (2018) "World Uncertainty Index". Índice de incerteza política comercial baseado no artigo Caldara, Iacoviello, Molligo, Prestipino, e Raffo (2019) "The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty,". Índice de incerteza do comércio nos EUA construído a partir do artigo Baker, Bloom e Davis (2016) "Measuring Economic Policy Uncertainty".

Perante este enquadramento, reforça-se a necessidade de continuar a trajetória de redução do endividamento dos setores público e privado não financeiro em Portugal, de forma a aumentar a resiliência a uma potencial situação macroeconómica menos favorável. A economia portuguesa continua a apresentar níveis elevados de endividamento, no contexto da área do euro (Gráfico I.1.5), apesar dos processos de desalavancagem encetados pelos setores privado não financeiro e, em menor grau, pelo setor público, no período após a crise financeira. O setor privado não financeiro apresenta uma redução acentuada do rácio de endividamento face ao máximo observado no final de 2012 (Caixa 3), enquanto o setor público manteve uma trajetória de diminuição do rácio iniciada em 2015. Note-se, contudo, que, o elevado endividamento destes setores, combinado com níveis de poupança baixos, com destaque para os particulares, contribui para uma menor capacidade de absorção de potenciais choques adversos sobre o rendimento, numa situação de eventual abrandamento mais forte da atividade económica.

Gráfico I.1.5 • Dívida dos setores privado não financeiro e público em 2018 | Em percentagem do PIB



Fontes: Banco de Portugal e Eurostat. | Notas: PT 2019 corresponde ao valor dos rácios no primeiro semestre de 2019. As linhas a tracejado referem-se à média da área do euro em 2018 para cada um dos setores institucionais. A dívida do setor privado não financeiro inclui empréstimos, títulos de dívida e créditos comerciais em base consolidada. A dívida pública é calculada de acordo com a definição utilizada no Procedimento dos Défices Excessivos (Regulamento (CE) 479/2009, 25 de maio), isto é, dívida bruta consolidada das administrações públicas ao valor facial, denominada dívida de Maastricht.

O ambiente de taxas de juro *lower-for-longer* tem contribuído para a manutenção de custos de financiamento baixos na economia

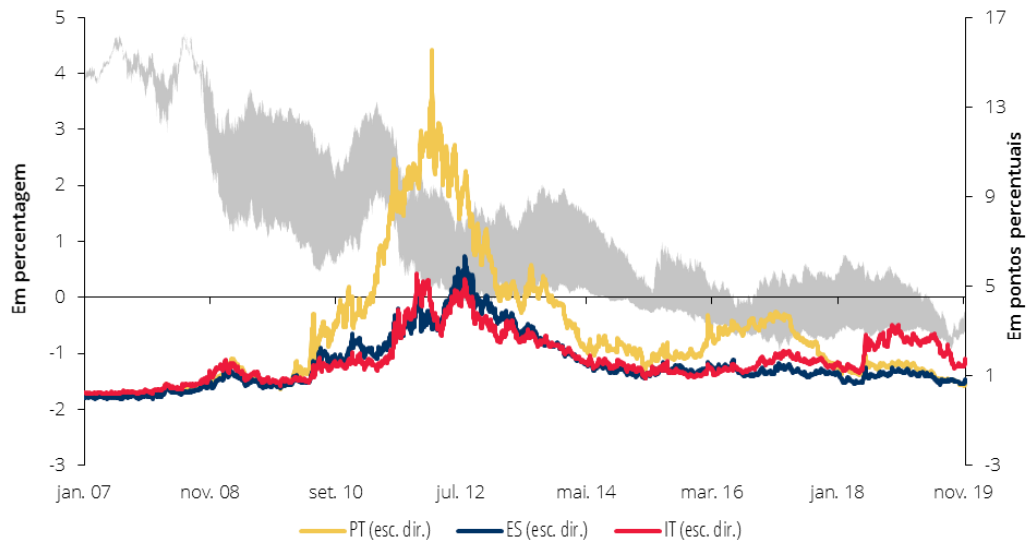
O ambiente de taxas de juro muito baixas tem-se refletido nos custos de financiamento a nível global. Na Europa muitos países apresentam *yields* negativas num espetro alargado de maturidades⁷. No caso da Alemanha, a generalidade das maturidades da curva de rendimentos encontra-se abaixo de zero, ao mesmo tempo que se observa uma compressão da diferença entre as taxas de longo e curto prazos. Igualmente, é também observável uma diminuição dos *spreads* das *yields* a 10 anos face à Alemanha, para países como Espanha, Portugal e Itália (Gráfico I.1.6).

Na primeira metade de 2019 observou-se também um aumento significativo do montante de títulos de dívida com *yields* negativas, em especial a dívida pública emitida pelo Japão e países da área do euro (Gráfico I.1.7). Neste último caso, este fenómeno também assume alguma expressão para as empresas⁸. Note-se que, na Europa, os títulos de dívida com *yield* negativa apresentam um grande peso no total do montante vivo dos títulos de dívida soberana (Gráfico I.1.8).

⁷ Portugal, a partir do final de maio de 2019, passou a apresentar *yields* negativas até à maturidade de 5 anos.

⁸ Em outubro de 2019, cerca de 38% do total do saldo vivo de títulos de dívida em euros que apresentava *yields* negativas tinha sido emitido por *corporates*.

Gráfico I.1.6 • Curva de rendimentos da Alemanha (DE) e *spreads* face às *yields* DE a 10 anos



Fonte: *Refinitiv* (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: A curva de rendimentos da Alemanha é representada pela área a cinzento (aproximada pela diferença entre as *yields* a 10 anos e a 2 anos). Última atualização: 15 de novembro de 2019.

Gráfico I.1.7 • Títulos de dívida associada a *yields* negativas | Bilhões de euros

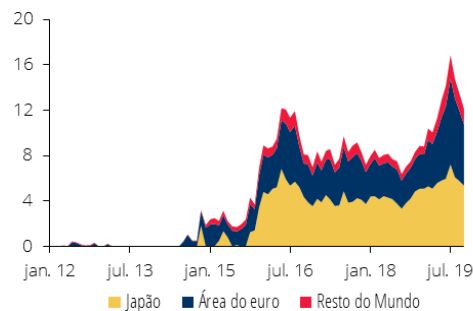
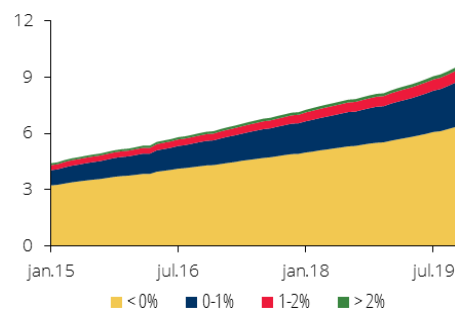


Gráfico I.1.8 • Dívida soberana titulada por intervalo de *yield-to-maturity* – Europa | Bilhões de euros



Fonte: *Bloomberg* (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Dados mensais. Os valores correspondem ao saldo dos títulos de dívida em cada período. Última atualização: 15 de novembro de 2019.

O atual contexto é particularmente favorável para os agentes económicos com níveis elevados de endividamento. A redução dos encargos com juros permite, por um lado, aliviar as condições de serviço da dívida e, por outro lado, melhorar a capacidade de estes agentes acederem aos mercados para se financiarem a custos mais baixos ou em maturidades mais longas reduzindo, assim, no curto a médio-prazo o risco de refinanciamento. Porém, a manutenção do ambiente de taxas de juro *lower-for-longer*, poderá traduzir-se em incentivos para o aumento do endividamento para níveis não sustentáveis, uma menor restritividade dos critérios de concessão de crédito e tomada de risco excessivo.

O *search-for-yield*, e a consequente valorização excessiva observada em algumas classes de ativos, tem contribuído para a acumulação de vulnerabilidades e riscos para a estabilidade financeira a nível global

O prolongamento do ambiente de taxas de juro muito baixas traduz-se em dificuldades acrescidas na geração de rendibilidade na atividade de intermediação financeira, o que, face à remuneração requerida pelos investidores e acionistas, poderá conduzir ao aumento dos estímulos para comportamentos de *search-for-yield*. Estes comportamentos refletem-se numa maior compressão dos prémios de risco.

No decorrer de 2019, observou-se uma valorização significativa do mercado acionista e obrigacionista, sem uma correspondência dos fundamentos económicos, em particular crescimento económico, confiança ou resultados empresariais (Gráfico I.1.9)⁹. Esta tendência de valorização histórica deixa os mercados financeiros vulneráveis, em particular na medida em que estas reflitam situações de *mispricing* em algumas classes de ativos, contribuindo, assim, para a acumulação de riscos e vulnerabilidades para a estabilidade financeira, que se poderão acentuar face às perspetivas atuais de persistência por um período prolongado deste enquadramento.¹⁰

Enquanto os investidores institucionais têm beneficiado da tendência de valorização no mercado acionista e obrigacionista, a rendibilidade implícita das obrigações com taxa de cupão fixa tem vindo a reduzir-se nos últimos anos¹¹, colocando desafios adicionais aos investidores de longo prazo na área do euro. Esses desafios serão particularmente relevantes para o setor segurador e dos fundos de pensões que, pela natureza do seu modelo de negócio, têm de assegurar um perfil de rendibilidade estável por um período mais longo. Nesse sentido, e de modo a garantir a correspondência entre a rendibilidade dos seus ativos e pagamentos subjacentes às suas obrigações, estes dois setores, a nível da área do euro, têm aumentado a sua exposição a ativos de menor qualidade creditícia e com maior remuneração esperada, alguns dos quais localizados fora da área do euro, tornando assim as suas carteiras de investimento especialmente sensíveis aos riscos de crédito e cambial e, em alguns casos, aos preços do imobiliário. Este comportamento reflete a necessidade de obtenção de rendibilidade face à diminuição sucessiva das taxas de desconto consideradas para a valorização dos passivos destas instituições financeiras, que se repercutem num acréscimo do valor atual das responsabilidades das empresas de seguro, em especial das que exploram o ramo vida, e numa contração dos níveis de financiamento dos fundos de pensões, que cobrem planos de benefício definido.

Também na área do euro, tem-se observado uma redução dos ativos de elevada liquidez (HQLA, na sigla inglesa) nas carteiras dos fundos de investimento¹². Esta tendência resulta, por um lado,

⁹ Ver também Secção 2.2.

¹⁰ Ver a este propósito a intervenção de abertura do Governador do Banco de Portugal, Carlos da Silva Costa, na "*Banco de Portugal's 2019 Conference on Financial Stability*": <https://www.bportugal.pt/intervencoes/intervencao-de-abertura-do-governador-carlos-da-silva-costa-na-banco-de-portugals-2019-0>.

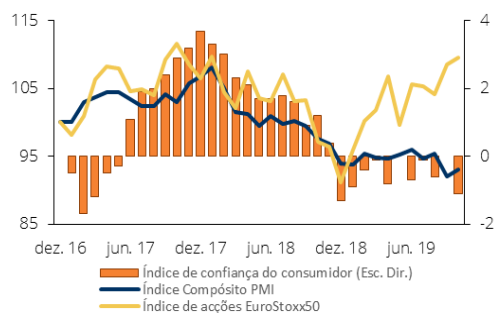
¹¹ ECB *Financial Stability Report*, novembro de 2019.

¹² A proporção de obrigações líquidas (*highly liquid*) nas carteiras dos fundos de investimento na área do euro reduziu de 40%, em 2013, para apenas 30%, em junho de 2019.

dos custos associados aos depósitos e, por outro, do ambiente prolongado de baixas taxas de juro que tem reduzido as taxas de rentabilidade de ativos habitualmente considerados como substitutos, como sejam os *repos* e títulos de dívida soberana de curto prazo. Em conjunto, na procura por rentabilidade, estes dois efeitos têm contribuído para o aumento da exposição a ativos com menor liquidez. Esta tendência é particularmente visível em determinados segmentos dos fundos de investimento (e.g., *fixed-income*), nos quais se observa um aumento da exposição a ativos de determinadas geografias com rentabilidades ainda positivas. A redução nos níveis de liquidez deste setor e a similaridade nas estratégias de investimento introduzem uma potencial prociclicidade no sistema financeiro da área do euro, deixando as suas carteiras de investimento particularmente vulneráveis a correções abruptas nos preços de mercado e resgates¹³.

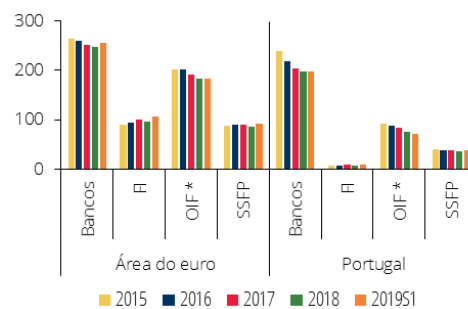
De facto, ao criar um canal de propagação de choques entre diferentes segmentos de mercado e economias mundiais, a interligação e correlação resultantes da similaridade de estratégias de investimento poderão contribuir para uma reavaliação dos prémios de risco que assuma uma dimensão sistémica, com um impacto direto e imediato sobre os custos de financiamento da dívida soberana e privada na área do euro. Importa, contudo, frisar que a probabilidade de uma venda repentina e generalizada de ativos nos mercados financeiros (*fire-sale*) permanece, para já, relativamente baixa. Em particular, enquanto a generalidade dos investidores esperar que as taxas de juro se mantenham em níveis historicamente baixos. Adicionalmente, refira-se que em Portugal, e em contraste com a área do euro, o peso dos fundos de investimento não aumentou nos últimos anos, continuando a apresentar uma importância menor no sistema financeiro (Gráfico I.1.10).

Gráfico I.1.9 • Purchasing Managers Index, mercado acionista e confiança dos consumidores na área do euro | Índice



Fonte: Refinitiv. | Notas: A evolução do índice de confiança do consumidor é apresentada por diferença face a dezembro de 2016. Última observação: outubro de 2019.

Gráfico I.1.10 • Composição do sistema financeiro – Área do euro e Portugal | Em percentagem do PIB



Fonte: Banco Central Europeu. | Nota: FI – Fundos de investimento, OIF* – Outros intermediários financeiros (excluindo fundos de investimento) e SSFP – Sociedades de seguro e fundos de pensões.

¹³ De facto, dado o compromisso de liquidez e resgate imediato pelos participantes, uma situação de *stress* nos mercados financeiros internacionais poderá espolatar ou reforçar uma possível desvalorização generalizada dos ativos com maior qualidade creditícia de modo a obter a liquidez necessária para fazer face a resgates, *collateral haircuts* e *margin calls*.

A adoção de estratégias de investimento, associadas à procura de rentabilidade, pode resultar num aumento da exposição do setor financeiro a agentes com perfil de risco mais elevado, sem que a remuneração reflita adequadamente o risco. O recente dinamismo do mercado dos *Leveraged loans*¹⁴ a nível internacional é um exemplo desta tendência e, apesar de se observar, no período mais recente, uma diminuição de emissões deste tipo de ativo por parte do setor não bancário na Europa, a quase totalidade dos novos empréstimos concedidos são *covenant-lite*¹⁵, evidenciando uma deterioração das condições de concessão deste tipo de empréstimos.

Ao desenvolvimento deste mercado a nível global, acresce ainda o facto de uma parte significativa destes empréstimos serem titularizados através de *Collateralized Loan Obligations* (CLO). Não obstante as diferenças entre as CLO e outros instrumentos financeiros que estiveram por detrás da crise financeira de 2007 (como as *Collateralized Debt Obligations* (CDO)), nomeadamente a menor complexidade associada¹⁶, este permanece como um mercado suscetível de aumentar as interligações dentro do sistema financeiro, em particular pelo acréscimo verificado na detenção destes ativos pelo setor não-bancário (incluindo fundos de investimento abertos). Apesar deste mercado não constituir uma vulnerabilidade direta para Portugal, a materialização dos riscos associados a estes instrumentos financeiros poderá traduzir-se em episódios de maior volatilidade nos mercados financeiros internacionais, com impacto nas condições de financiamento da economia portuguesa, em particular dado os níveis elevados de endividamento.

A procura de rentabilidade pelos investidores internacionais, aliada ao ambiente de taxas de juro *lower-for-longer*, também se tem refletido na melhoria das condições de financiamento externo das economias em desenvolvimento através do aumento expressivo das emissões de dívida em mercado (principalmente denominada em dólares) e a taxas de juro mais baixas. No entanto, o número de economias em risco elevado de incumprimento de dívida tem apresentado uma trajetória ascendente desde 2016, evidenciando alguns sinais de deterioração da sua capacidade de serviço da dívida¹⁷.

De salientar, ainda, a procura acrescida que se tem observado por outros ativos, como seja imobiliário comercial ou residencial na área do euro. Apesar da natureza distinta deste tipo de ativo, quer face à maior fragmentação observada nestes mercados quer pelos enquadramentos fiscais distintos entre os Estados-Membros, o papel dos investidores não residentes tem vindo a acentuar-se. Estes investidores tendem a ser mais sensíveis a alterações das condições relativas nos mercados internacionais e a ajustar mais rapidamente o seu *portfolio*, potenciando correções abruptas nos preços dos ativos em que investem. No caso do imobiliário comercial, sublinha-se o aumento do investimento de não residentes, em particular dos fundos de investimento, cuja evidência aponta para comportamentos de procura de rentabilidade, com reflexo na dinâmica dos preços e no aumento das transações na área do euro¹⁸. No imobiliário residencial destaca-se a análise que tem vindo a ser conduzida pelas autoridades macroprudenciais europeias face aos

¹⁴ Definidos, de uma forma geral, como empréstimos concedidos a empresas com endividamento elevado e rácios de cobertura de juros baixos.

¹⁵ *Covenant-lite* são empréstimos com cláusulas que oferecem menor proteção para os credores e cláusulas menos restritivas para os devedores, o que aumenta o risco e reduz significativamente a qualidade da carteira de crédito. Ver o Gráfico 2.4.2. do *Global Financial Stability Report* do FMI de outubro de 2019.

¹⁶ Box B “Structured finance then and now: a comparison of CDOs and CLOs”, *BIS Quarterly Review*, setembro de 2019.

¹⁷ FMI, *Global Financial Stability Report*, outubro de 2019. A lista com identificação dos países em sobreendividamento (*debt distress*) é apresentada em: <https://www.imf.org/external/Pubs/ft/dsa/DSAlist.pdf>.

¹⁸ Box 1 “Explaining cross-border transactions in euro area commercial real estate markets” do *Financial Stability Review* do BCE, novembro de 2019.

desenvolvimentos recentes neste mercado, em particular o crescimento dos preços observado em vários Estados-Membros, ainda que com graus de intensidade distintos, e a expansão do crédito à habitação. Ainda que o ambiente de taxas de juro baixas possa ter contribuído para esta evolução, a heterogeneidade de situações verificada pode refletir outras características e/ou vulnerabilidades de cada país analisado (Caixa 1).

Os bancos Portugueses devem intensificar os seus esforços de redução dos empréstimos *non-performing*, beneficiando de uma conjuntura económica ainda favorável

No caso do setor bancário, a manutenção do ambiente de taxas de juro *lower-for-longer* constitui um desafio à sustentabilidade da margem financeira dos novos empréstimos, reforçando os incentivos à expansão da concessão de crédito. Uma menor restritividade nos critérios de concessão de crédito pode resultar no desajustamento do *pricing* das operações face ao risco assumido, constituindo um risco para a estabilidade financeira. Realce-se, contudo, que em Portugal, nos últimos anos, tem vindo a observar-se um fenómeno de diferenciação de *spreads* por classe de risco nos novos empréstimos concedidos às sociedades não financeiras nos principais bancos do sistema bancário (Secção 4.4). Adicionalmente, os novos empréstimos têm sido concedidos a devedores com um perfil menos arriscado, quer nas sociedades não financeiras, quer nos particulares, nestes últimos refletindo também o efeito da medida macroprudencial adotada pelo Banco de Portugal (Secção 1.2)¹⁹. Contudo, os *spreads* do crédito à habitação têm vindo a diminuir, não se observando uma diferenciação muito significativa no *spread* dos novos empréstimos à habitação de acordo com o risco de crédito dos mutuários (Secção 4.4).

Refira-se, ainda, que no caso do crédito ao consumo, em particular do crédito pessoal, o aumento das novas operações no 3.º trimestre de 2019 interrompeu o abrandamento observado desde meados de 2018. Continuou, também, a observar-se o alongamento dos prazos associados às novas operações de crédito automóvel e crédito pessoal, reforçando a tendência registada desde 2012 (Secção 3.1.1). Salienta-se que a expansão do crédito ao consumo traduz-se no acréscimo da exposição do sistema bancário a mutuários que tendem a apresentar uma menor resiliência a uma possível deterioração das condições do mercado de trabalho. Face ao aumento das maturidades médias, esta evolução poderá constituir uma vulnerabilidade adicional para as instituições financeiras, nomeadamente num contexto de perspetivas de desaceleração da atividade económica.

Apesar dos desafios associados a comportamentos de *search-for-yield*, estes têm-se refletido num enquadramento favorável à venda de empréstimos *non-performing* (NPL, na sigla inglesa). Estas operações têm sido um fator importante para a redução do *stock* de NPL, facilitando o cumprimento dos planos de redução de NPL submetidos às autoridades de supervisão (Secção 4.2). Adicionalmente, importa que os bancos avaliem adequadamente a sensibilidade cíclica da qualidade do crédito, de forma a incorporarem esse risco no seu *pricing*. Só assim será

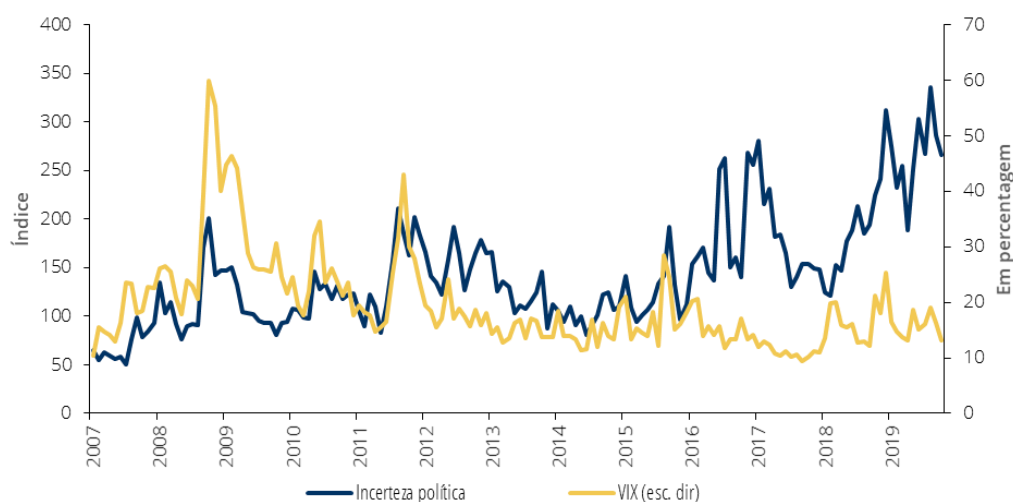
¹⁹ Refira-se que o nível geral de taxas de juro terá contribuído para o aumento da procura por crédito à habitação, de acordo com o *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* do Banco de Portugal de outubro de 2019.

possível não comprometer, a médio-prazo a manutenção da trajetória de diminuição do *stock* de NPL, principalmente dado o risco de abrandamento mais acentuado da atividade económica que poderá ter um impacto negativo sobre o fluxo de novos NPL.

Um possível abrandamento mais forte da atividade económica, num contexto de *search-for-yield*, poderá promover episódios de reavaliação abrupta dos prémios de risco nos mercados financeiros internacionais

Apesar do efeito mitigante dos estímulos monetários, um potencial abrandamento mais forte da atividade económica poderá relançar a incerteza quanto à sustentabilidade da dívida pública e privada. Os custos de financiamento mais baixos têm permitido mitigar os principais riscos no mercado de dívida soberana. No entanto, e dado o contexto de elevado endividamento observado em alguns países na área do euro, eventos de incerteza política e económica poderão promover episódios de diferenciação e reavaliação significativa dos prémios de risco soberano nos mercados financeiros (Gráfico I.1.11). Este contexto é particularmente relevante para países como Portugal que, apesar da redução observada nos últimos anos, continua a registar elevados níveis de endividamento.

Gráfico I.1.11 • Incerteza política e volatilidade implícita nos mercados acionistas



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

Num quadro de elevada liquidez e de oportunidades de concessão de crédito limitadas pelo ainda elevado nível de endividamento do setor privado não financeiro, tem-se assistido ao aumento da exposição a dívida pública pelo setor bancário, em particular de soberano doméstico, acompanhada do aumento da duração média da carteira, também reflexo do alongamento de maturidades das emissões. No conjunto da primeira metade de 2019, a evolução da exposição a dívida pública no

sistema bancário português traduziu-se principalmente em aquisições líquidas, embora o efeito da valorização e outras variações de valor tenham também sido positivos.²⁰

Note-se que um aumento da exposição a títulos de dívida pública, combinado com o alargamento das maturidades e da duração média, traduz-se numa maior sensibilidade a riscos de mercado, podendo amplificar o impacto de uma evolução adversa dos prémios de risco destes ativos, nomeadamente nas exposições contabilizadas a justo valor. Embora o setor bancário português tenha procurado diversificar a base geográfica dos títulos de dívida pública desde a crise do soberano, o investimento noutras jurisdições tem sido dirigido principalmente para Espanha e Itália (Secção 4.3), cujas *yields* tendem a estar positivamente correlacionadas com as *yields* da dívida pública doméstica em situações de *stress* financeiro, podendo assim limitar os ganhos de diversificação. A análise de sensibilidade, conduzida pelo Banco de Portugal, mostra que uma eventual subida de 100 pb das *yields* da dívida pública em Portugal, Espanha e Itália, teria um impacto negativo de cerca de 73 pb no rácio CET 1 dos principais bancos portugueses. Contudo, o impacto deste choque depende do modelo de gestão de carteira de títulos a taxa fixa de cada banco, com consequências para a classificação destes ativos e da adoção de estratégias de *hedging*. Desta forma, não obstante o tratamento regulamentar mais favorável desta exposição, é fundamental que os bancos detenham *buffers* de capital adequados à eventual materialização deste risco.

A redução dos custos de financiamento tem também promovido um aumento da alavancagem das sociedades não financeiras na área do euro, deixando este setor particularmente vulnerável aos riscos subjacentes a uma desaceleração da atividade económica. Este efeito, em conjunto com a deterioração das perspetivas de rendibilidade, poderá conduzir a um aumento e reavaliação do risco de crédito, o que, em particular para as empresas mais alavancadas, poderá introduzir dificuldades acrescidas na renovação das suas fontes de financiamento (*rollover risk*). Adicionalmente, importa destacar que um evento de crédito de empresas não financeiras a nível internacional, no contexto atual de endividamento elevado, poderá também desencadear uma reavaliação dos prémios de risco a nível global. Em Portugal, a alavancagem das sociedades não financeiras tem vindo a reduzir-se no período pós-crise e os níveis de liquidez têm vindo a aumentar (Caixa 3). No entanto, o nível de endividamento das empresas permanece elevado no contexto europeu.

Para as famílias, e apesar do ainda elevado nível de endividamento observado em alguns países na área do euro, a capacidade de fazer face ao serviço de dívida tem melhorado em alguns Estados-Membros, incluindo Portugal. Contudo, um potencial abrandamento mais acentuado da atividade económica, com consequência negativa para o mercado de trabalho, poderá reduzir o rendimento das famílias e colocar uma pressão adicional sobre a sua capacidade de serviço da dívida.

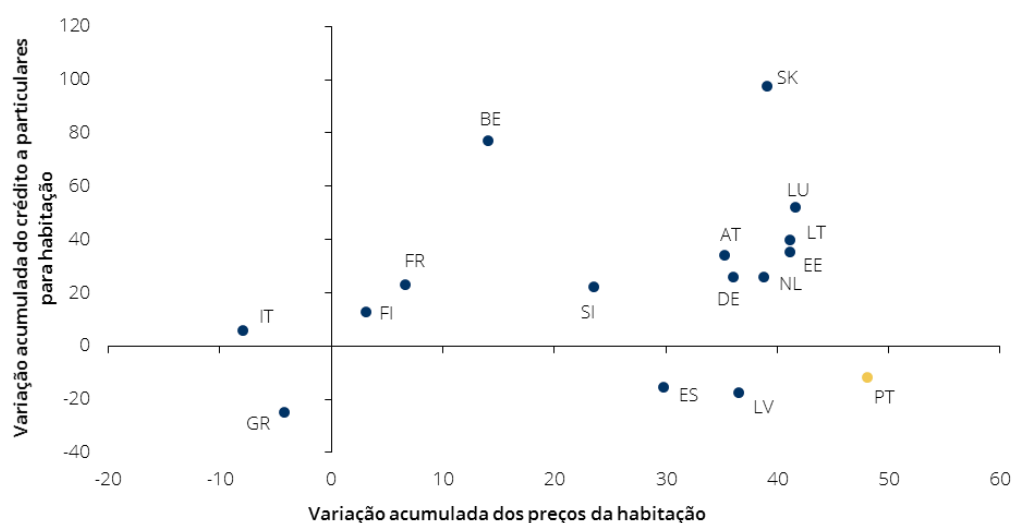
Os preços do imobiliário residencial continuam a evidenciar sinais de sobrevalorização no mercado, no entanto, o *stock* de crédito à habitação permanece em queda

A dinâmica de aumento dos preços do imobiliário residencial tem sido partilhada por muitos países europeus, observando-se, em alguns casos, um forte crescimento do crédito para aquisição

²⁰ Para análise dos possíveis determinantes da exposição de dívida pública do sistema bancário português ver Campos, Mateus e Pina (2019) "Sovereign exposures in the Portuguese banking system: determinants and dynamics", Banco de Portugal *working papers*.

de habitação (Gráfico I.1.12). No caso de Portugal, nos trimestres mais recentes, os preços do imobiliário residencial mantiveram a trajetória de crescimento o que continua a traduzir-se numa sobrevalorização no mercado em termos agregados (ver o primeiro Tema em destaque neste Relatório). Esta dinâmica tem sido justificada pela elevada procura de não residentes, pelo dinamismo do turismo, pelos elevados níveis de confiança dos consumidores, mas também pelo ambiente prolongado de baixas taxas de juro e elevada liquidez, o qual reforça, conforme já referido, comportamentos de procura por rendibilidade por parte dos agentes económicos (Secção 2.3). No entanto, importa salientar que, no segundo trimestre de 2019, o crescimento dos preços foi acompanhado por uma queda no valor total e, de forma mais acentuada, no número de transações de alojamentos familiares.

Gráfico I.1.12 • Variação acumulada dos preços da habitação e do crédito a particulares para habitação nos países da área do euro | Em percentagem



Fontes: Banco Central Europeu e Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE). | Notas: Variação acumulada entre 2013T4 e 2019T2. Chipre e Malta são excluídos da amostra por ausência de dados. A variação acumulada do crédito (-8,7%) e dos preços da habitação (68,7%) para a Irlanda não são apresentados no gráfico para facilitar a leitura da informação. Variação acumulada dos *stocks* de empréstimos a particulares para finalidade habitação.

A atual dinâmica no mercado imobiliário pode, contudo, ser interrompida por um conjunto de fatores, como sejam, a materialização de eventos de tensão geopolítica e/ou de abrandamento mais acentuado da atividade económica a nível global, que poderão limitar ou reduzir a procura externa dirigida a Portugal, bem como alterações no quadro fiscal nacional sobre o mercado imobiliário. A menor procura por não-residentes poderá dever-se, por um lado, ao impacto sobre o setor do turismo e, por outro, à alteração das condições de financiamento e de confiança dos investidores não residentes que tendem a apresentar um ritmo de ajustamento mais rápido. Em conjunto, a potencial ocorrência destes eventos poderá conduzir a um ajustamento significativo dos preços, com impacto sobre os detentores deste tipo de ativos e sobre alguns setores de atividade (e.g., setor imobiliário).

Em termos prospetivos, espera-se que o abrandamento da atividade económica, a redução na procura de imóveis para alojamento local e o aumento da oferta contribuam para a moderação do crescimento dos preços dos imóveis residenciais em 2019. Contudo, o prolongamento de um ambiente de taxas de juro muito baixas a nível global pode criar incentivos para a sustentação do crescimento dos preços neste mercado.

Neste contexto, ganha importância a Recomendação macroprudencial do Banco de Portugal, que mitiga estes riscos ao reduzir a interação entre os novos contratos de crédito às famílias e os preços do imobiliário. No último *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*²¹, a maioria das instituições reportou critérios de concessão de crédito relativamente inalterados, apesar do ligeiro aumento da procura de crédito para habitação. Deste modo, é importante garantir que a política de *pricing* dos novos empréstimos é adequada ao risco de crédito dos mutuários, permitindo mitigar as perdas num contexto de materialização de cenários mais adversos e consequente redução da capacidade de serviço da dívida dos mutuários.

O enquadramento atual representa desafios adicionais ao sistema bancário português

A exposição do setor bancário português, seja direta ou indireta²², à atividade internacional em certas geografias continua a assumir relevância, em especial as que são particularmente sensíveis a um quadro potencial de maior abrandamento económico a nível global. A exposição direta a estas geografias é particularmente sensível ao risco de crédito (*rating* soberano e *default*), cambial e de mercado (preço das matérias-primas). Por um lado, dada a estreita ligação entre a atividade económica destes países e os preços das matérias-primas, episódios de volatilidade e materialização de risco de mercado, em particular uma queda acentuada do preço do petróleo, poderão resultar num contágio e deterioração imediata da qualidade creditícia das contrapartes nestes países. Por outro lado, estas exposições registam um custo de risco significativamente superior, observando-se rácios de NPL significativamente superiores aos valores inerentes à atividade doméstica. Deste modo, o desempenho económico destas economias e respetiva evolução das exposições deverão continuar a ser atentamente monitorizadas. No caso das exposições indiretas, o abrandamento da atividade económica, em particular com um carácter transversal e mundial, poderá refletir-se na qualidade de crédito dos empréstimos às empresas cuja atividade se encontra particularmente dependentes de países mais afetados.

Os bancos devem procurar ajustar os seus modelos de negócio, em particular o investimento em digitalização, de forma a manterem-se tecnologicamente eficientes e competitivos, em especial, face à entrada de novos participantes na atividade de intermediação financeira. Adicionalmente, este ajustamento deverá ser realizado sem colocar em causa os investimentos necessários para as funções de gestão de riscos e de controlo interno, em particular branqueamento de capitais e financiamento ao terrorismo e ciber-riscos.

Ainda, e face à última edição do *Relatório de Estabilidade Financeira*, continuam a subsistir riscos para a estabilidade financeira associados (i) à transição do sistema bancário para o novo quadro regulamentar, em particular associados ao desafio colocado pelo cumprimento do requisito mínimo de fundos próprios e créditos elegíveis suscetíveis de absorver perdas e contribuir para a recapitalização da instituição em caso de resolução (MREL) e (ii) à fragmentação da arquitetura

²¹ Disponível em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/results_out2019_pt.pdf.

²² Exposição do sistema bancário a empresas residentes em Portugal com relações com outras geografias, seja por via de atividade comercial, seja por via de relações de capital.

institucional europeia, relacionada fundamentalmente com a incompletude da União Bancária. No entanto, o atual contexto de *lower-for-longer* e de custos de financiamento mais baixos tem facilitado a emissão de instrumentos elegíveis para cumprimento do MREL (Secção 2.1 e Gráfico 2.2.7).

Adicionalmente, consolidou-se a perceção acerca da importância dos riscos financeiros associados às alterações climáticas e à transição para uma economia sustentável de baixo carbono, e por conseguinte do seu potencial impacto na estabilidade financeira²³. Reflexo da subjacente alteração de paradigma e do reconhecimento da intensidade e transversalidade dos desafios colocados pelas alterações climáticas, que exigem respostas à escala global - onde se inclui naturalmente o processo transformacional e de adaptação que impende sobre a atividade do setor financeiro - está o facto de o tema ter escalado a um lugar preponderante na agenda política internacional e em particular da UE, com destaque para as prioridades definidas para os novos ciclos institucionais da Comissão Europeia e do Banco Central Europeu.

Desde junho de 2019, foram várias as iniciativas em torno da promoção do financiamento sustentável, das quais se destaca a criação, em 18 de outubro, no âmbito das Reuniões Anuais do Fundo Monetário Internacional/Banco Mundial em Washington, da 'Plataforma Internacional para o Financiamento Sustentável'. Trata-se de uma iniciativa promovida pela UE, integrando países de todo o mundo, e que se enquadra nos esforços internacionais com vista ao cumprimento das metas definidas no Acordo de Paris. Face aos avultados recursos financeiros (públicos e privados) necessários para alcançar as metas climáticas, a Plataforma tem como objetivo promover o investimento e redirecionar os fluxos de capital na escala necessária para a transição para uma economia sustentável de baixo carbono, pretendendo-se também que atue como um fórum para facilitar a troca de experiências e coordenação de esforços em iniciativas no âmbito da promoção do financiamento sustentável.

O Banco de Portugal tem vindo a concretizar o seu compromisso de contribuir, no âmbito do seu mandato, para o esforço global de promoção dos objetivos ambientais e, em particular, para o combate às alterações climáticas. No âmbito das iniciativas adotadas refira-se a adesão do Banco de Portugal, em dezembro de 2018, à *Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System* (NGFS). Criada em 2017, esta *network* tem o objetivo central de definir e promover as boas práticas a serem implementadas no sistema financeiro e conduzir ou comissionar trabalho analítico sobre o financiamento sustentável, visando apoiar a transição para uma economia sustentável.

As recentes iniciativas europeias no combate ao branqueamento de capitais realçam a elevada criticidade da matéria e a importância das iniciativas levadas a cabo pelo Banco de Portugal neste âmbito

Em cumprimento do plano de ação do Conselho da União Europeia, de dezembro de 2018, com o intuito de reforçar a supervisão preventiva do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo, verificou-se o aprofundamento das iniciativas europeias destinadas a evitar o surgimento de novos casos de branqueamento de capitais associados a bancos europeus.

²³ Relativamente aos riscos para a estabilidade financeira associados às alterações climáticas, ver a última edição do *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2019, designadamente Caixa 2 "Riscos para a estabilidade financeira decorrentes das alterações climáticas".

Neste contexto, a Comissão Europeia adotou, em 24 de junho de 2019, uma comunicação com o intuito de promover uma melhor resposta por parte das autoridades europeias e nacionais aos riscos de branqueamento de capitais e de financiamento do terrorismo, que dá nota da aprovação de quatro relatórios sobre as seguintes matérias:

- Atualização da avaliação supranacional dos riscos de branqueamento de capitais e de financiamento do terrorismo no mercado interno;
- Avaliação e *lessons learned* retiradas dos casos recentes de branqueamento de capitais no espaço europeu;
- Análise dos mecanismos de cooperação entre Unidades de Informação Financeira;
- Estudo sobre a interconexão de registos centrais de contas bancárias.

No que importa para o sistema financeiro, a comunicação da Comissão propõe o incremento da cooperação entre os diversos *stakeholders* relevantes e que se equacione um maior nível de harmonização na legislação e quadro institucional europeus sobre esta matéria, designadamente através da criação de um Regulamento da União Europeia e da criação de uma autoridade de supervisão supranacional que se foque especialmente nos grupos financeiros com operações transfronteiriças.

No plano nacional, deu-se continuidade ao exercício de atualização da avaliação nacional dos riscos de branqueamento de capitais e de financiamento do terrorismo, cuja conclusão se prevê tenha lugar a breve trecho. Espera-se que o exercício em apreço permita um mapeamento das principais ameaças nacionais neste domínio, a par de uma avaliação das principais vulnerabilidades e controlos setoriais, com base nas quais se identificarão medidas de resposta para a correção das fragilidades detetadas.

Do ponto de vista da ação supervisa do Banco de Portugal em matéria de prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo, foram realizadas, no ano de 2019, diversas inspeções de natureza transversal e um ciclo de inspeções temáticas, em matéria de políticas de grupo e controlos adotados pelas instituições supervisionadas relativamente à atividade internacional que desenvolvem, com particular enfoque nas sucursais e filiais no exterior. Adicionalmente, o Banco de Portugal prosseguiu, no contexto do tradicional acompanhamento *off-site* das instituições supervisionadas, a avaliação dos sistemas de controlo interno afetos à prevenção do BC/FT, com particular destaque para a aferição do cumprimento das medidas de supervisão anteriormente emitidas.

1.2 Política macroprudencial

Para assegurar a resiliência do sistema financeiro, o Banco de Portugal, na sua competência de autoridade macroprudencial nacional, tem ao dispor vários instrumentos que poderão ser utilizados de forma isolada ou em conjunto, consoante o tipo de risco sistémico de natureza cíclica ou estrutural que se pretenda mitigar.

Aumento da reserva de O-SII do Banco Comercial Português de 0,75% para 1,00%

Na segunda metade de 2019, o Banco de Portugal procedeu à identificação das instituições de importância sistémica a nível doméstico e avaliou a adequação da calibração da reserva de O-SII (sigla inglesa para *Other Systematically Important Institution*), estabelecida em 2018. Este instrumento

macroprudencial é utilizado na mitigação do risco sistémico estrutural associado à tomada excessiva de risco por instituições cuja falência pode ter um impacto significativo no sistema financeiro e na economia. A percentagem de reserva é revista anualmente ou caso ocorra um processo de reestruturação significativo, nomeadamente uma fusão ou uma aquisição.

A identificação das O-SII é realizada considerando o nível mais elevado de consolidação das instituições para efeitos de supervisão e segue de perto a metodologia proposta pela Autoridade Bancária Europeia (EBA - *European Banking Authority*).²⁴ Esta metodologia consiste no cálculo de uma pontuação (*score*), que mede a importância sistémica relativa de cada instituição. O *score* tem por base quatro critérios de avaliação da importância sistémica que compreendem (i) a dimensão das instituições; (ii) a sua importância para a economia do Estado-Membro em causa ou da União Europeia; (iii) a complexidade do modelo de negócio bem como a atividade transfronteiriça; e (iv) a interligação da instituição com o resto do sistema financeiro. As instituições com um *score* acima do limiar de 350 pb são identificadas como O-SII.²⁵ Em 2019, a lista de instituições identificadas como O-SII em Portugal inclui seis instituições: a Caixa Geral de Depósitos (CGD), o Banco Comercial Português (BCP), o Santander Totta, a LSF Nani Investments, o Banco BPI (BPI) e a Caixa Económica Montepio Geral (CEMG). Esta lista coincide com a publicada em 2018, exceto no que respeita ao Novo Banco (NvB) que foi substituído pela LSF Nani Investments na sequência da alteração na estrutura acionista em outubro de 2017.

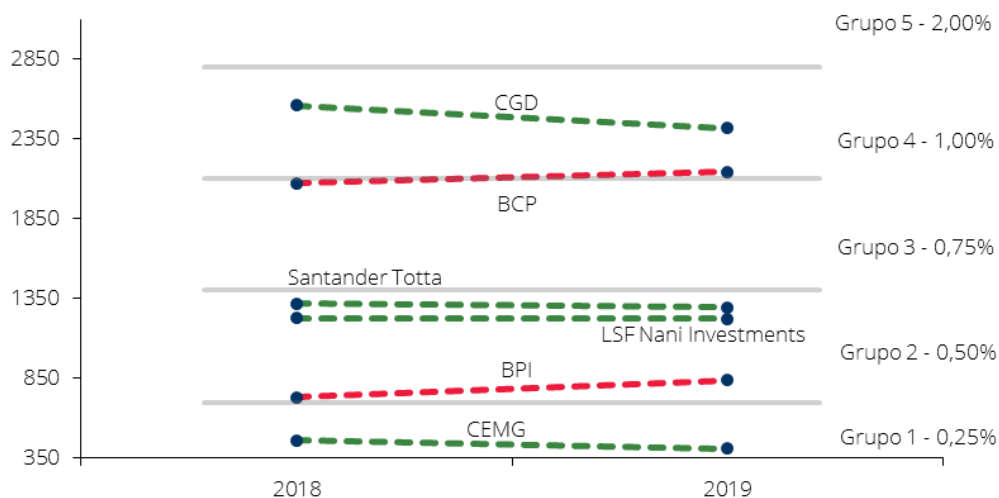
A calibração da reserva de O-SII baseia-se na metodologia de *clusters*, que consiste na afetação de cada uma das O-SII de acordo com o seu *score* a um grupo. Foram definidos cinco grupos, aos quais está associada uma percentagem de reserva de O-SII. Às instituições com maiores *scores* é exigido um nível de reserva mais elevado. Nenhuma instituição é considerada no quinto grupo para permitir que as instituições que se tornem sistemicamente mais importantes no futuro possam transitar para o último intervalo.

Entre 2018 e 2019, duas das seis instituições aumentaram a sua importância sistémica relativa, medida em termos do seu *score*, enquanto as restantes quatro instituições reduziram a sua importância sistémica relativa (Gráfico I.1.13). Adicionalmente, realça-se o aumento do *score* do BCP que implica a sua transição do terceiro grupo para o quarto grupo, o que se traduz num aumento de 0,25 pp no requisito de reserva de O-SII exigido.

²⁴ Para mais detalhes, ver EBA/GL/2014/10 “Orientações relativas aos critérios de determinação das condições de aplicação do artigo 131.º, n.º 3, da Diretiva 2013/36/UE (CRD), no que se refere à avaliação de outras instituições de importância sistémica (O-SII)”, disponível em: https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1045622/EBA-GL-2014-10_PT_GL+on+O-siis.pdf.

²⁵ Para mais detalhes, ver o documento metodológico “Identificação de outras instituições de importância sistémica (O-SII) e calibração da reserva de O-SII”, disponível no site do Banco de Portugal: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/doc_osii_pt_0.pdf.

Gráfico I.1.13 • Evolução do score das instituições designadas como O-SII | Em pontos base



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Para esta análise consideram-se os scores do Novo Banco em 2018 e da LSF Nani Investments em 2019. A linha verde indica uma diminuição da importância sistémica relativa da O-SII, enquanto a linha vermelha indica um aumento. As linhas a cinzento identificam os limites inferiores de quatro dos cinco grupos definidos na metodologia de *clusters*. Junto à designação de cada grupo apresenta-se a respetiva reserva de O-SII expressa em termos do montante total das posições em risco.

O Banco Comercial Português terá um ano adicional, relativamente ao período de implementação gradual definido em 2017, para cumprir o acréscimo de 0,25 pp, ou seja, a reserva de O-SII para esta instituição deverá estar constituída na íntegra a partir de 1 de janeiro de 2022 (Quadro I.1.1). Para os restantes grupos bancários, mantém-se a percentagem de reserva de O-SII e o período de implementação gradual definido em 2017.

Quadro I.1.1 • Reserva para outras instituições de importância sistémica | Em percentagem do montante total das posições em risco

O-SII	Reserva de O-SII	Data de implementação		
		1 janeiro 2020	1 janeiro 2021	1 janeiro 2022
Caixa Geral de Depósitos	1,000	0,750	1,000	1,000
Banco Comercial Português	1,000	0,563	0,750	1,000
Santander Totta	0,500	0,375	0,500	0,500
LSF Nani Investments	0,500	0,375	0,500	0,500
Banco BPI	0,500	0,375	0,500	0,500
Caixa Económica Montepio Geral	0,250	0,188	0,250	0,250

No contexto do Mecanismo Único de Supervisão foram atribuídas ao BCE competências em matéria macroprudencial relativamente a medidas e instrumentos previstos na legislação europeia, designadas por medidas harmonizadas. Assim, o Conselho do BCE pode objetar às decisões das autoridades macroprudenciais nacionais relativas a instrumentos harmonizados, explicando as razões da sua discordância, ou decidir impor requisitos mais elevados ou medidas mais exigentes do que as aplicadas pelas autoridades macroprudenciais (poderes de top-up). Neste contexto, o BCE em colaboração com as autoridades macroprudenciais nacionais,

desenvolveu uma metodologia para avaliar as decisões nacionais sobre a reserva de O-SII. Esta metodologia, denominada metodologia *floor*, estabelece um valor mínimo de reserva que deve ser exigido às O-SII com base no *score* obtido por estas na fase de identificação.²⁶ A calibração da reserva de O-SII pelo Banco de Portugal tem em consideração estes valores mínimos.

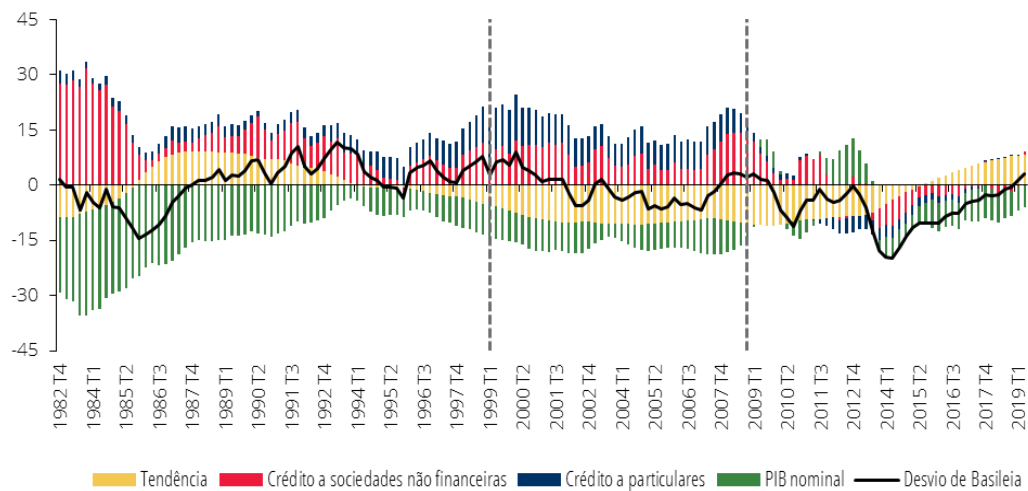
O Banco de Portugal manteve inalterada a reserva contracíclica em 0% do montante total das posições em risco

A reserva contracíclica tem como objetivo aumentar a capacidade do sistema bancário em absorver perdas durante a fase descendente do ciclo financeiro, contribuindo para atenuar as suas tendências procíclicas. No terceiro trimestre de 2019, momento em que se tomou a decisão sobre a reserva contracíclica a vigorar no último trimestre do mesmo ano, a informação quantitativa e qualitativa disponível apontava para a manutenção da reserva contracíclica em zero por cento, apesar da evolução observada no mercado imobiliário residencial.

O desvio do rácio do crédito em relação ao PIB relativamente à sua tendência de longo prazo, comumente designado como desvio de Basileia permanece negativo. Verifica-se, porém, que a variação homóloga do desvio de Basileia, desde o segundo trimestre de 2014, tem sido cada vez menos negativa, influenciada principalmente pela desalavancagem mais lenta do setor privado não financeiro e pelo ajustamento da tendência de longo prazo (Gráfico I.1.14). Este ajustamento, que consiste na diminuição da tendência de longo prazo, reflete a persistência de taxas de crescimento do PIB nominal muito superiores às taxas de crescimento do crédito ao setor privado não financeiro, desde o segundo trimestre de 2013. De realçar que a variação homóloga do desvio é positiva desde o início de 2019 e que os contributos positivos do crédito ao setor privado não financeiro, que foram bastantes relevantes em períodos anteriores, não se verificam desde o terceiro trimestre de 2011.

²⁶ Para mais detalhes, ver capítulo 1 “ECB floor methodology for setting the capital buffer for an identified Other Systemically Important Institution (O-SII)”, ECB *Macroprudential Bulletin*, junho 2017.

Gráfico I.1.14 • Variação homóloga do desvio de Basileia e contributos das respetivas componentes | Em pontos percentuais



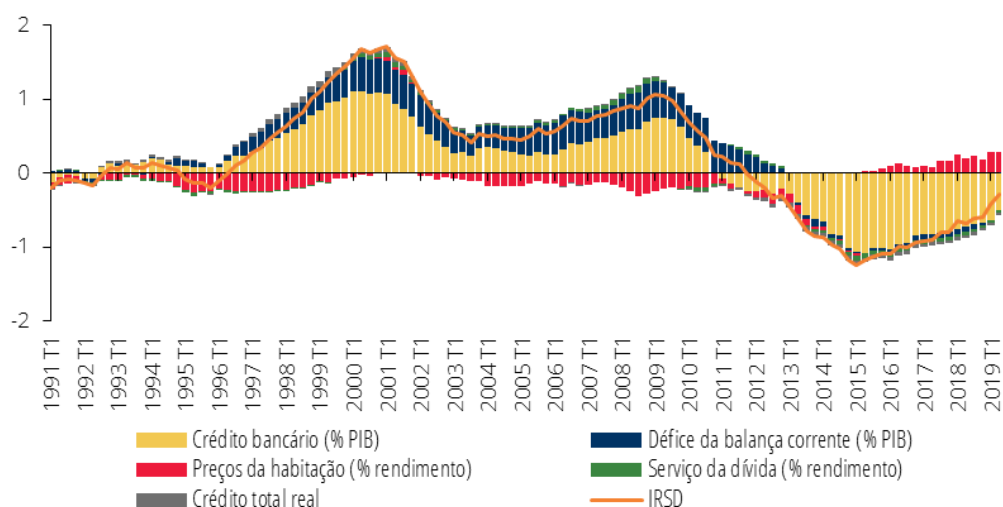
Fontes: Banco de Portugal e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Última observação: 2019T2. As linhas verticais a tracejado sinalizam as datas de início de crise financeiras sistémicas em Portugal tal como identificadas para a *ESCB Heads of Research Group's banking crises database*.

Adicionalmente, o indicador compósito de risco sistémico doméstico (IRSD) manteve, no primeiro semestre de 2019, a trajetória de recuperação iniciada em 2015 (Gráfico I.1.15).²⁷ O indicador agrega vários subindicadores com propriedades de sinalização de acumulação de vulnerabilidades cíclicas antes da ocorrência de crises bancárias sistémicas que são normalizados utilizando a mediana e o desvio padrão do conjunto de países da área do euro. Assim, a trajetória de recuperação do indicador implica que, em média, todos os subindicadores se estão a aproximar da sua mediana histórica. Para esta recuperação, realça-se a evolução dos preços da habitação que desde o segundo trimestre de 2015 tem contribuído para a acumulação de vulnerabilidades de natureza cíclica. Este contributo reflete principalmente um aumento persistente dos preços da habitação em relação ao rendimento disponível dos particulares residentes, num contexto de crescimento da atividade económica, de manutenção de custos de financiamento em níveis baixos e de forte aumento do turismo e da procura por habitação por parte de não residentes.²⁸ Como referido anteriormente, o processo de desalavancagem do setor privado não financeiro manteve-se, mas a um ritmo cada vez mais lento. Este desenvolvimento repercute-se num contributo cada vez menor do rácio entre o crédito bancário e o PIB para a redução do nível de risco sistémico cíclico. Contudo, o IRSD ainda permanece negativo, não sinalizando portanto a acumulação de risco sistémico cíclico.

²⁷ Para mais detalhes, ver Caixa 3 “Um indicador de risco sistémico cíclico em Portugal” do Relatório de Estabilidade Financeira de junho de 2019.

²⁸ Para mais detalhe sobre os desenvolvimentos no mercado imobiliário residencial ver Secção 2.3.

Gráfico I.1.15 • Evolução do IRSD e decomposição dos contributos dos subindicadores | Desvios padrão em relação à mediana



Fontes: Banco Central Europeu e Banco de Pagamentos Internacionais (BIS) (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Última observação: 2019T2. O contributo de cada subindicador para a evolução do IRSD é obtido a partir da multiplicação entre o valor observado do subindicador e o seu ponderador.

A percentagem de reserva contracíclica específica de cada instituição corresponde a uma média ponderada das percentagens de reserva aplicáveis nos países onde as exposições da instituição estão localizadas. Assim, a percentagem desta reserva depende não só das decisões do Banco de Portugal (relativamente a exposições domésticas ou a exposições a países terceiros²⁹ identificados como relevantes), mas também das decisões das autoridades macroprudenciais de outros países. A relevância da reciprocidade e reconhecimento das decisões sobre a reserva contracíclica tem vindo a aumentar à medida que as autoridades macroprudenciais de Estados-Membros da UE e de países terceiros ativam esta reserva. De facto, nove países pertencentes à UE³⁰ e um país terceiro membro do Comité de Basileia (Hong-Kong) já implementaram uma percentagem de reserva contracíclica superior a zero por cento.

Os riscos associados ao crescimento excessivo do crédito nos países terceiros relevantes para o sistema bancário português são monitorizados regularmente pelo Banco de Portugal. Assim, o Banco de Portugal divulga anualmente a lista de países terceiros relevantes para o sistema bancário português. Durante o primeiro semestre de 2019, o Banco de Portugal identificou como país terceiro relevante a República de Angola, a República de Moçambique e a Região Administrativa Especial de Macau da República Popular da China. As alterações a esta lista dependem de critérios de inclusão e exclusão, definidos pelo Banco de Portugal com base na evolução do montante relativo das posições em risco sobre um país terceiro.³¹ Em 2019, os três países terceiros identificados como relevantes coincidem com os identificados em 2018 uma vez

²⁹ País terceiro refere-se a qualquer jurisdição fora do Espaço Económico Europeu. O Espaço Económico Europeu inclui os Estados-Membros da União Europeia, a Islândia, o Liechtenstein e a Noruega.

³⁰ Os países da UE que já implementaram a reserva contracíclica são a Bulgária, Dinamarca, Eslováquia, França, Irlanda, Lituânia, Noruega, República Checa e Suécia.

³¹ Para mais detalhes, ver o documento metodológico "Reserva contracíclica específica da instituição", disponível no *site* do Banco de Portugal: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/documentos-relacionados/reserva_contracíclica_especifica_da_instituicao.pdf.

que estes não ultrapassaram os valores de referência que orientam a sua exclusão da lista e nenhum outro país terceiro satisfaz os critérios que determinam a inclusão na lista. O Banco de Portugal analisa regularmente um conjunto de indicadores macroeconómicos e financeiros de modo a avaliar a necessidade de definir uma percentagem de reserva contracíclica aplicável às posições em risco relevantes sobre esses países.

Os instrumentos de política macroprudencial acima referidos têm como objetivo tornar as instituições mais resilientes à absorção de perdas com origem em choques negativos não antecipados através do aumento dos requisitos de capital. No entanto, a utilização destes instrumentos pode também ter custos dependendo, entre outros fatores, das estratégias utilizadas pelas instituições para cumprir com os aumentos dos requisitos de capital, tal como discutido em detalhe no Tema em destaque “Uma revisão da literatura sobre o impacto do aumento dos rácios de capital das instituições financeiras”.

Observou-se uma convergência para os limites estabelecidos na Recomendação macroprudencial relativa aos novos créditos ao consumo e à habitação e uma melhoria do perfil de risco dos mutuários

O Banco de Portugal tem vindo a aferir o grau de implementação da Recomendação macroprudencial no âmbito de novos contratos de crédito a consumidores³² (doravante a Recomendação). Desde a sua implementação e até setembro de 2019 observa-se, para uma amostra de 13 instituições,³³ uma tendência de convergência significativa para os limites estabelecidos.³⁴

No que diz respeito ao rácio LTV³⁵ (acrónimo na língua inglesa para *loan-to-value*) verifica-se que, apesar do rácio LTV médio das novas operações de crédito se manter em torno de 75%, desde a entrada em vigor da Recomendação, a percentagem de novas operações de crédito concedido à habitação com rácio LTV superior a 90% reduziu-se de 22%, em julho de 2018, para 2% em setembro de 2019. O intervalo do rácio para o qual se verifica um maior aumento dos créditos concedidos é o intervalo entre 80% a 90% (Gráfico I.1.16).

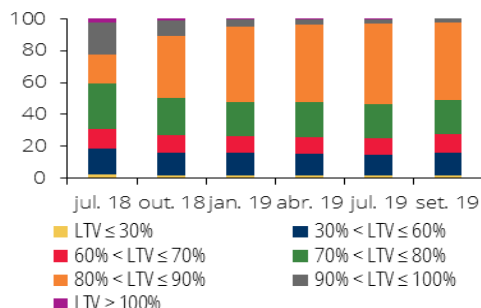
³² Para uma análise detalhada sobre a Recomendação do Banco de Portugal no âmbito dos novos contratos de crédito celebrados com consumidores consultar o *site* do Banco de Portugal <https://www.bportugal.pt/page/limites-ao-racio-ltv-ao-dsti-e-maturidade>.

³³ Representativa de cerca de 93% das novas operações de crédito às famílias.

³⁴ O Banco de Portugal publicou o primeiro *Relatório de acompanhamento da Recomendação macroprudencial sobre novos créditos a consumidores*, a 29 de maio de 2019. Este encontra-se disponível no *site* do Banco de Portugal. Os primeiros meses de implementação da Recomendação foram afetados pela existência de operações de crédito cuja avaliação de solvabilidade do mutuário foi realizada antes da sua entrada em vigor, sendo esta situação particularmente evidente no crédito à habitação. Assim sendo, considera-se que em julho de 2018, também devido a algumas dificuldades inerentes à implementação operacional da Recomendação por parte das instituições, o crédito contratualizado teve, na sua maioria, critérios de solvabilidade não coincidentes com os previstos na Recomendação. Desta forma, os dados referentes a julho de 2018 foram utilizados como ponto de partida para aferir a evolução do perfil de risco do mutuário ao longo do período em análise.

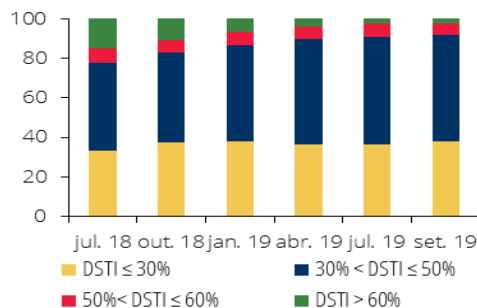
³⁵ Entende-se por rácio LTV o rácio entre o montante total dos contratos de crédito garantidos por um determinado imóvel e o mínimo entre o preço de aquisição ou o valor da avaliação do imóvel dado em garantia para crédito(s) à habitação e crédito(s) com garantia hipotecária ou equivalente, calculado nos termos do Artigo 3.º da Recomendação.

Gráfico I.1.16 • Distribuição das novas operações de crédito à habitação por rácio LTV | Em percentagem do total das novas operações de crédito à habitação



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Com base em informação reportada por uma amostra de 13 instituições. Rácio LTV calculado conforme definido nos artigos 2.º e 3.º da Recomendação.

Gráfico I.1.17 • Distribuição das novas operações de crédito por limites ao rácio DSTI | Em percentagem do total das novas operações de crédito



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Com base em informação reportada por uma amostra de 13 instituições. Rácio DSTI calculado conforme definido nos artigos 2.º e 4.º da Recomendação.

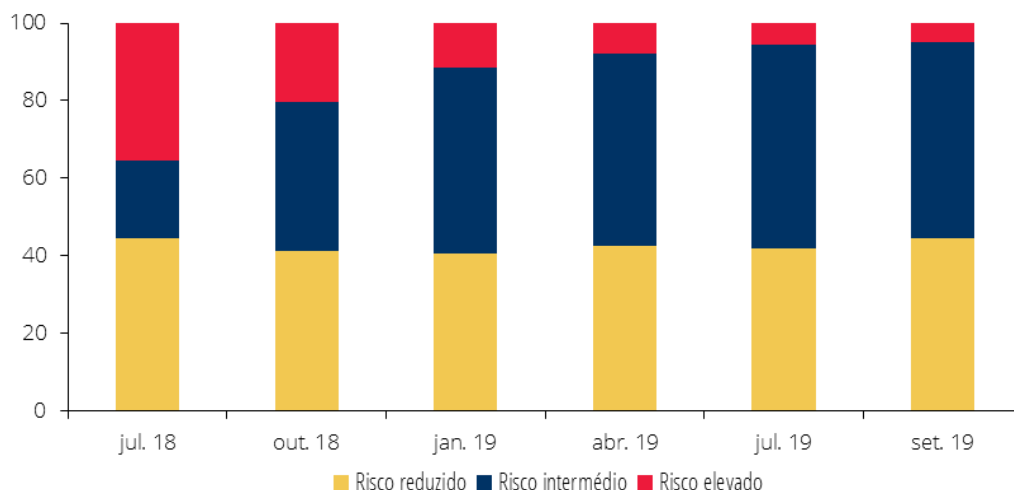
Relativamente ao rácio DSTI (acrónimo na língua inglesa para *debt service-to-income*), em setembro de 2019, cerca de 87% das novas operações de crédito à habitação e ao consumo foram concedidas a mutuários com um rácio DSTI inferior ou igual a 50%.³⁶ A percentagem de crédito concedido para habitação e para consumo com um rácio DSTI superior a 60% reduziu-se de 16% para cerca de 3%, entre julho de 2018 e setembro de 2019, ou seja, para um valor inferior a 5% previsto para as exceções. Adicionalmente, em setembro de 2019, apenas 6% do total de novas operações de crédito à habitação e ao consumo foram concedidas a mutuários com um rácio DSTI entre 50% e 60%, valor muito abaixo da exceção, no valor de 20%, prevista na Recomendação (Gráfico I.1.17). Em relação aos limites para a maturidade (máximo de 40 anos para créditos com garantia hipotecária ou equivalente e de 10 anos para contratos de crédito ao consumo), estes foram, de uma forma geral, respeitados nos dois tipos de crédito. A maturidade média ponderada por montante de crédito atingiu 32,9 anos no caso do crédito à habitação e 7,9 anos no caso do crédito ao consumo, em setembro de 2019. No caso do crédito à habitação, é recomendado que a maturidade média do conjunto dos novos contratos de crédito à habitação, crédito com garantia hipotecária ou equivalentes concedidos durante cada ano por cada instituição convirja gradualmente, para 30 anos até 2022. Por fim, relativamente ao requisito de pagamentos regulares de capital e juros, registou-se um elevado grau de conformidade com a Recomendação.³⁷ A Recomendação terá contribuído para a redução da percentagem de crédito à habitação concedido a mutuários com perfil de risco mais elevado, uma vez que existe uma maior percentagem do crédito concedido a mutuários com um menor rácio DSTI e um menor rácio LTV (Gráfico I.1.18). Em resultado, espera-se um aumento da resiliência das instituições a

³⁶ Por rácio DSTI entende-se o rácio entre o montante da prestação mensal calculada com todos os empréstimos do(s) mutuário(s) e o(s) seu(s) rendimento(s) mensal(ais). Para efeitos de cálculo, as prestações do novo contrato de crédito devem assumir-se constantes e deve ser considerado, para este contrato, o impacto de um aumento da taxa de juro, de acordo com o definido em Instrução do Banco de Portugal. No caso do(s) mutuário(s) em que a idade no termo previsto do contrato for superior a 70 anos e que não se encontre(m) já em situação de reforma deve ser considerada uma redução do rendimento de, pelo menos, 20% ponderada pelo rácio entre o número de anos de vigência do contrato em que a idade do(s) mutuário(s) é superior a 70 anos e a maturidade total do contrato. Para mais detalhes ver o Artigo 4.º da Recomendação.

³⁷ Para maior detalhe ver documento "Acompanhamento da Recomendação macroprudencial sobre novos créditos a consumidores" publicado no site do Banco de Portugal (https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/acompanhamento_recomendacao_macroprudencial_2019.pdf).

uma possível deterioração das condições económicas e a diminuição das suas potenciais perdas face a uma possível redução do preço dos colaterais imobiliários.

Gráfico I.1.18 • Evolução do perfil de risco dos mutuários nas novas operações de crédito à habitação | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Com base em informação reportada por uma amostra de 13 instituições. Risco reduzido: $DSTI \leq 50\%$ e $LTV \leq 80\%$; Risco intermédio: $50\% < DSTI \leq 60\%$ e $80\% < LTV \leq 90\%$; Risco elevado: $DSTI > 60\%$ e $LTV > 90\%$. Rácio LTV é o rácio entre o montante total dos contratos de crédito garantidos por um determinado imóvel e o mínimo entre o preço de aquisição ou o valor da avaliação do imóvel dado em garantia para crédito(s) à habitação e crédito(s) com garantia hipotecária ou equivalente. DSTI é o rácio entre o montante da prestação mensal calculada com todos os empréstimos do(s) mutuário(s) e o(s) seu(s) rendimento(s) mensal(ais).

O Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS) considerou a Recomendação macroprudencial como adequada e suficiente para mitigar os riscos identificados no mercado imobiliário residencial português (Caixa 1).

O Banco de Portugal decidiu reciprocitar a medida imposta pela autoridade macroprudencial da Suécia

Desde 31 de dezembro de 2018 que a autoridade macroprudencial da Suécia (Finansinspektionen) tem em vigor uma medida macroprudencial que impõe um requisito mínimo de 25% relativamente ao ponderador de risco médio das exposições a clientes de retalho residentes na Suécia e colateralizadas por imóveis residenciais. O Banco de Portugal avaliou as exposições de cada uma das instituições de crédito em Portugal abrangidas e concluiu que estas não são materialmente relevantes. Não obstante, decidiu aplicar a reciprocidade desta medida macroprudencial.

2 Enquadramento macroeconómico e de mercados

2.1 Situação macroeconómica e perspetivas a curto prazo

No primeiro semestre de 2019 a economia portuguesa desacelerou ligeiramente

No primeiro semestre de 2019, a economia portuguesa cresceu 2% em termos homólogos, o que compara com um crescimento de 2,4% para o conjunto do ano de 2018, mantendo a tendência de abrandamento observada desde meados de 2017 (Gráfico I.2.1).³⁸ A desaceleração do PIB em Portugal teve subjacente a perda de dinamismo das exportações face a anos anteriores (não obstante a ligeira aceleração face ao semestre anterior) – em linha com o abrandamento do comércio internacional – a par da manutenção do crescimento da procura interna. Contudo, a atividade económica em Portugal demonstrou alguma resiliência quando comparada com os desenvolvimentos no conjunto da área do euro, onde se observou um abrandamento mais acentuado, associado em grande medida à desaceleração do PIB na Itália e na Alemanha.

Os desenvolvimentos descritos ocorreram num quadro de abrandamento da economia mundial. Este abrandamento foi transversal às economias avançadas e de mercado emergentes, sendo mais significativo nos setores mais expostos ao comércio internacional, num contexto de aumento do protecionismo e de tensões comerciais entre os EUA e a China, e de elevada incerteza política e económica, nomeadamente devido ao processo de saída do Reino Unido da UE. Este enquadramento, aliado à persistência da inflação abaixo do objetivo, levou o Banco Central Europeu (BCE), em setembro de 2019, a reforçar o compromisso de manutenção das taxas de juro em níveis reduzidos nos próximos anos.³⁹

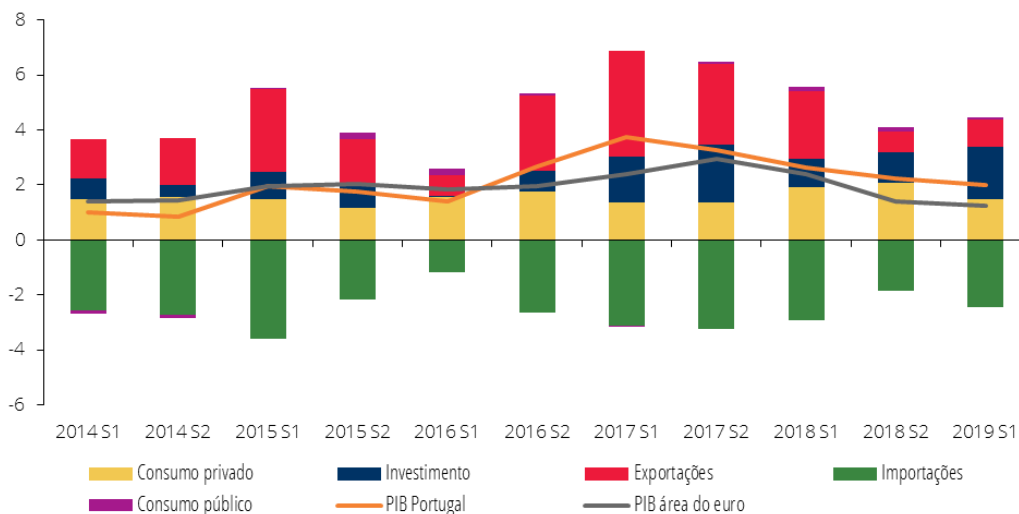
A evolução da atividade económica em Portugal na primeira metade de 2019 refletiu o abrandamento das exportações e do consumo privado e público e o maior dinamismo do investimento empresarial

³⁸ A análise apresentada incorpora as revisões das estatísticas da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional, assim como a revisão da base de contas nacionais divulgada pelo INE a 23 de setembro.

³⁹ Ver Secção 2.2 para uma análise mais detalhada.

Gráfico I.2.1 • Evolução do PIB e contributos brutos das suas componentes

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



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

A relativa estabilização do contributo da procura interna para a evolução do PIB na primeira metade de 2019 teve subjacente, por um lado, o abrandamento do consumo privado e público e, por outro lado, a marcada aceleração do investimento. O consumo privado cresceu 2,3% em termos homólogos, o que compara com 3,2% no semestre anterior, refletindo o abrandamento do consumo corrente e a contração nas compras de automóveis. Apesar do crescimento sustentado do rendimento disponível real, a taxa de poupança diminuiu ligeiramente.

A FBCF apresentou uma taxa de variação homóloga de 9,5% (face a 5,5% na segunda metade de 2018). Esta evolução deveu-se, sobretudo, ao contributo da construção e, em menor grau, das componentes associadas a máquinas e equipamentos. Registou-se, assim, uma aceleração do investimento dos setores público e privado, em particular da componente empresarial, especialmente no setor da construção e atividades imobiliárias. Mais especificamente, a FBCF privada empresarial registou uma variação homóloga de 10,1% na primeira metade de 2019, face a 5,3% no semestre anterior. Esta evolução reflete a necessidade de recuperação e renovação do *stock* de capital, após um longo período de retração no investimento, num quadro de baixos custos de financiamento.

O crescimento do VAB, no primeiro semestre de 2019, traduz essencialmente o contributo do setor dos serviços e, seguidamente, da construção. Este crescimento tem vindo a desacelerar desde o início de 2018 devido ao abrandamento do VAB da indústria, que registou nova queda na primeira metade de 2019.

O crescimento da economia portuguesa ao longo dos últimos anos continuou a refletir-se numa melhoria da situação do mercado de trabalho, incluindo um maior crescimento dos salários. De acordo com o inquérito ao Emprego do INE, a taxa de desemprego manteve a trajetória de redução na primeira metade de 2019, embora com um perfil mais moderado do que nos anos anteriores, registando um valor de 6,5%, inferior ao observado na área do euro. O VAB por trabalhador aumentou ligeiramente na primeira metade do ano, apesar de ainda subsistir um diferencial significativo e negativo face ao nível médio da área do euro.

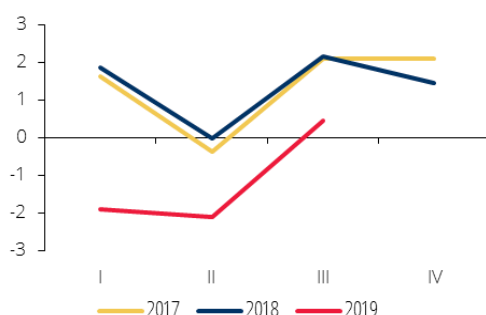
A taxa de inflação, medida pela variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) diminuiu 0,6 pp face ao semestre anterior, registando um valor de 0,7% e um diferencial negativo de -0,7 pp face à área do euro. Refira-se que a taxa de inflação na área do euro mantém-se igualmente muito baixa tendo em conta a fase do ciclo económico,

nomeadamente dado o hiato positivo no mercado do produto e a aceleração dos custos do trabalho por unidade produzida, num contexto de redução das expectativas de inflação.

As balanças corrente e de capital registaram um défice de 2% do PIB no final do primeiro semestre de 2019, que compara com um saldo nulo no período homólogo de 2018 (Gráfico I.2.2). Contudo, refira-se que nos últimos anos as balanças corrente e de capital têm registado saldos inferiores na primeira metade do ano face à segunda devido à sazonalidade das operações. Ao nível das trocas de bens e serviços com o exterior, os fluxos comerciais aceleraram, com destaque para as importações de bens de equipamento, em linha com o forte dinamismo do investimento empresarial. O crescimento das importações foi superior ao das exportações, o que se traduziu numa deterioração do saldo da balança de bens e serviços, para o qual contribuiu a deterioração dos saldos das balanças de bens energéticos e não energéticos. As exportações registaram um crescimento em termos reais inferior ao observado em anos anteriores, apesar de o desempenho ter sido melhor do que o observado na segunda metade de 2018. Neste quadro, as exportações portuguesas voltaram a ganhar quota de mercado, após a redução registada no final de 2018, ganho esse muito associado à evolução particularmente positiva das exportações de automóveis e do turismo.

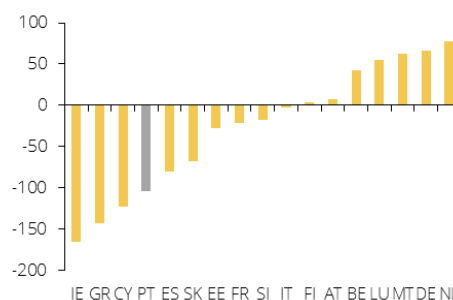
Apesar de a posição de investimento da economia portuguesa face ao exterior ter vindo a registar sucessivas melhorias, situando-se em -104,4% do PIB na primeira metade do ano (1,2 pp acima do observado no final de 2018), encontra-se ainda entre as mais negativas da área do euro, sendo constituída essencialmente por dívida externa líquida (-90,9%) (Gráfico I.2.3).

Gráfico I.2.2 • Evolução das balanças corrente e de capital | Saldo acumulado em percentagem do PIB



Fontes: Banco de Portugal e INE (cálculos do Banco de Portugal).

Gráfico I.2.3 • Posição de Investimento Internacional | Em percentagem do PIB



Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Os dados referem-se ao primeiro semestre de 2019 exceto para GR, CY, SK, EE e BE que se referem ao segundo semestre de 2018.

Os fatores de risco para a atividade económica em 2020 são significativos

A nível mundial, o FMI e a CE projetam um abrandamento do PIB em 2019 de forma transversal às principais economias avançadas e de mercado emergentes em resultado da evolução do comércio internacional e do aumento da incerteza. As projeções apresentadas no *World Economic Outlook* de outubro de 2019 e no *European Economic Forecast* de novembro de 2019 representam uma revisão em baixa face à versão de abril de 2019 e de maio de 2019, respetivamente, refletindo a intensificação dos fatores de risco nos últimos meses (Quadro I.2.1).

As projeções do Banco de Portugal indicam que a economia portuguesa deverá crescer 2% no conjunto de 2019 (que compara com 2,4% em 2018). Refira-se que esta projeção coincide com a divulgada pela CE em novembro de 2019. Em linha com o observado no primeiro semestre, a desaceleração da atividade económica deverá assentar no menor contributo das exportações, no arrefecimento do consumo privado e no maior dinamismo da FBCF. O emprego deverá continuar a crescer e a taxa de desemprego a diminuir, embora a um ritmo menor. A projeção para a inflação é de 0,4% em 2019, o que traduz uma redução face a 2018 (1,2%) e uma revisão em baixa face à projeção de junho (0,9%). Por seu turno, a capacidade de financiamento da economia portuguesa deverá diminuir (de 1,4% do PIB em 2018, para 0,5% do PIB em 2019) devido à deterioração da balança de bens e serviços (de 0,8% do PIB para -0,7%, respetivamente).

No que diz respeito às projeções para 2020, o FMI aponta para uma aceleração da atividade económica a nível global, tendo subjacente, contudo, uma revisão em baixa face à projeção de abril. Adicionalmente, esta aceleração não é transversal a todas as principais economias avançadas e de mercado emergentes. Em particular, as expectativas para os EUA, para a China e para o Japão são de um abrandamento no crescimento do PIB. No caso de Portugal, o FMI prevê que a trajetória de desaceleração da atividade económica se mantenha, contrastando com a moderada aceleração projetada para a área do euro. Refira-se ainda que as projeções para a atividade económica mundial, para a área do euro e para Portugal em 2020 apresentadas pela CE no *European Economic Forecast* de novembro de 2019 estão em linha com as descritas anteriormente, tendo sido, a nível mundial e da área do euro, também sujeitas a uma revisão em baixa face às publicações anteriores.

A atividade económica em Portugal encontra-se sujeita a riscos predominantemente descendentes, essencialmente de natureza externa. Uma deterioração do enquadramento externo mais adversa do que o atualmente estimado poderá resultar de um abrandamento nos principais mercados de exportação, designadamente devido à intensificação das tendências protecionistas ou de um agravamento das tensões geopolíticas, para além de estar sujeita aos efeitos do processo de saída do Reino Unido da UE. A materialização destes riscos poderá levar a uma nova revisão em baixa das projeções.

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

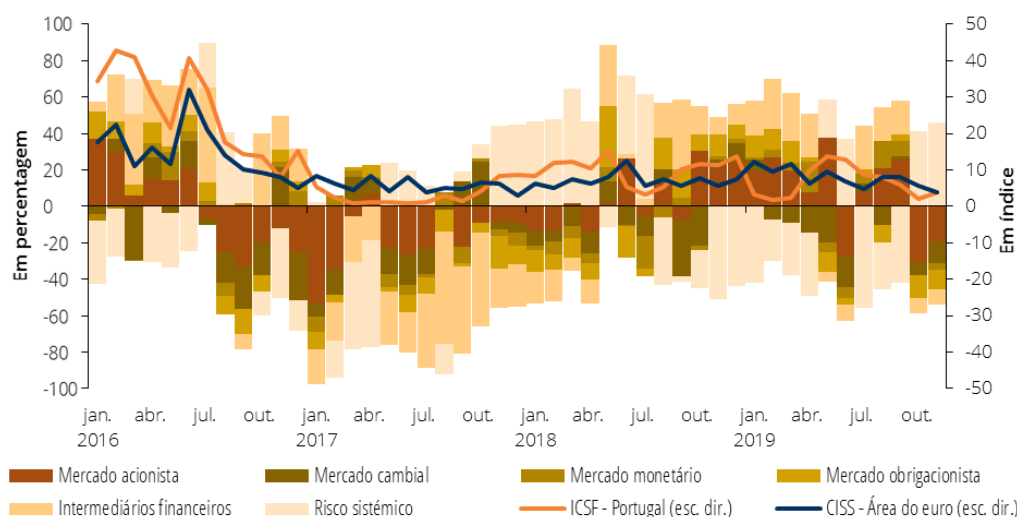
	2018	2019 ^P	2020 ^P	2019 ^{P*}	2020 ^{P*}
Portugal	2,4	1,9	1,6	0,2	0,1
Economia mundial	3,6	3,0	3,4	-0,3	-0,2
Economias avançadas	2,3	1,7	1,7	-0,1	0,0
EUA	2,9	2,4	2,1	0,1	0,2
Área do euro	1,9	1,2	1,4	-0,1	-0,1
Alemanha	1,5	0,5	1,2	-0,3	-0,2
França	1,7	1,2	1,3	-0,1	-0,1
Itália	0,9	0,0	0,5	-0,1	-0,4
Espanha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

Fonte: FMI | Notas: As projeções são as publicados pelo FMI no *World Economic Outlook*, outubro 2019. p – previsão. * Revisões face ao publicado no *World Economic Outlook*, abril 2019.

2.2 Mercados financeiros

No decorrer de 2019, e apesar de alguns episódios de volatilidade, as condições nos mercados financeiros internacionais alteraram-se face à tensão observada no final de 2018, em particular devido à redução significativa da componente sistémica (Gráfico I.2.4). O abrandamento mais acentuado da atividade económica mundial face ao esperado no início do ano, a tensão comercial entre os EUA e China, a incerteza em relação ao processo de saída do Reino Unido da União Europeia (*Brexit*) e a intensificação da tensão geopolítica no Golfo Pérsico motivaram períodos de volatilidade em determinados segmentos de mercado e geografias. Estas perturbações foram, contudo, mitigadas por um lado, pela posterior atenuação de alguns destes fatores e, por outro lado, pela expectativa e concretização de uma orientação da política monetária mais acomodatória do que a inicialmente prevista nos primeiros meses do ano. Em particular, os estímulos monetários anunciados pelo Banco Central Europeu (BCE) e Reserva Federal dos EUA (FED) terão impulsionado, de modo generalizado, a compressão dos prémios de risco e a valorização do mercado acionista.

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



Fontes: Banco de Portugal e Banco Central Europeu. | Notas: As barras representam o peso relativo das diferentes componentes na variação anual do CISS⁴⁰ na área do euro. A componente de risco sistémico é calculada com base nas correlações entre os diferentes segmentos de mercado. Última observação: 15 de novembro de 2019.

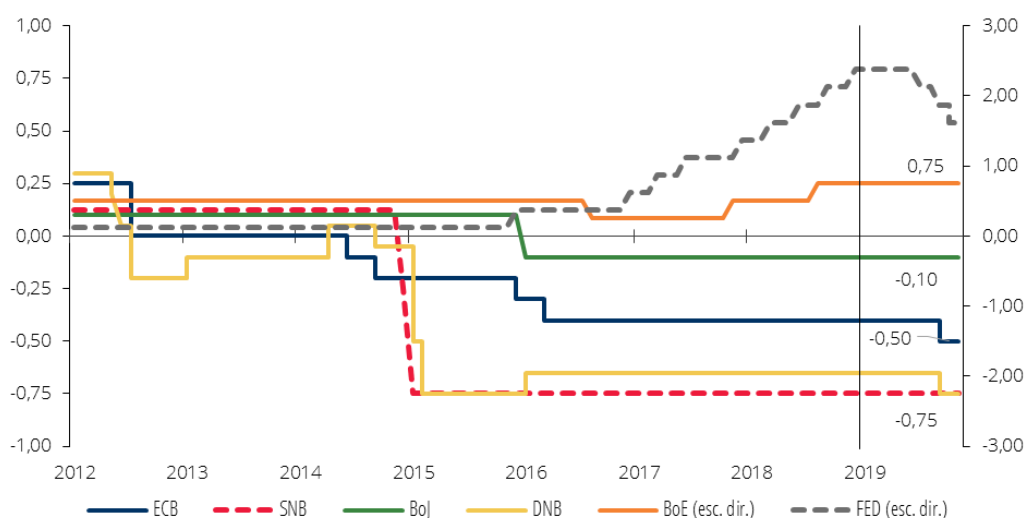
A generalidade dos bancos centrais optaram por manter ou reforçar as políticas monetárias acomodatórias no decorrer de 2019

No caso dos EUA, e após uma subida total de 1 p.p. em 2018 da taxa dos *Fed Funds* (para o intervalo de 2,25%-2,5%), em 2019 o FED reduziu por três vezes o intervalo das taxas de referência

⁴⁰ Para mais detalhes ver https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/artigo_1_pt.pdf.

para 1,5%-1,75% (Gráfico I.2.5). Apesar dos desenvolvimentos favoráveis no mercado de trabalho – com a taxa de desemprego a atingir um mínimo de 50 anos (3,5% em setembro de 2019) – esta redução das taxas diretoras surge num contexto de maior incerteza relativamente ao crescimento económico nos EUA, refletindo a tensão nas relações comerciais com a China e a eventual dissipação do efeito dos estímulos orçamentais iniciado em 2018. Por último, importa ainda destacar que o mercado monetário nos EUA registou alguns episódios pontuais de escassez de reservas no início do terceiro trimestre, com as taxas *overnight repo* a atingirem 9%⁴¹. Esta distorção de mercado levou o FED de Nova Iorque a realizar, pela primeira vez desde 2008, operações *repo* pontuais e a anunciar, em outubro, novas medidas de expansão de balanço (compra de *T-bills*).

Gráfico I.2.5 • Evolução das taxas de facilidade permanente de depósito | Em percentagem



Fonte: *Refinitiv*. | Notas: Os bancos centrais apresentados são o Danish National Bank (DNB), European Central Bank (ECB), Swiss National Bank (SNB), Bank of Japan (BoJ), Bank of England (BoE) e Federal Reserve (FED). Os valores de referência apresentados a tracejado referem-se à média do intervalo da *Libor* rate a 3 meses (SNB) e à média do intervalo dos *Fed Funds* (FED). Última observação: 15 de novembro de 2019.

Num contexto de revisão em baixa das projeções de crescimento económico na área do euro e de persistência da inflação abaixo do objetivo, o BCE anunciou em setembro de 2019, um pacote de medidas adicionais de estímulo monetário. Face à desaceleração da atividade económica, ao abrandamento do comércio mundial e à fragilidade da indústria transformadora, as projeções elaboradas por especialistas do BCE⁴² para o crescimento económico na área do euro foram novamente revistas em baixa em setembro, para 1,1% em 2019 e 1,2% em 2020 (menos 0,1 e 0,2 p.p., respetivamente, face às projeções de junho). Adicionalmente, e em resultado da evolução dos preços energéticos e bens alimentares, as estimativas para a inflação na área do euro têm sido sucessivamente revistas em baixa (Gráfico I.2.6). De acordo com o exercício de projeção macroeconómica do BCE de setembro de 2019, o índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC) deverá crescer 1,0% e 1,5% em 2020 e 2021, respetivamente (menos 0,4 e 0,1 p.p. face ao

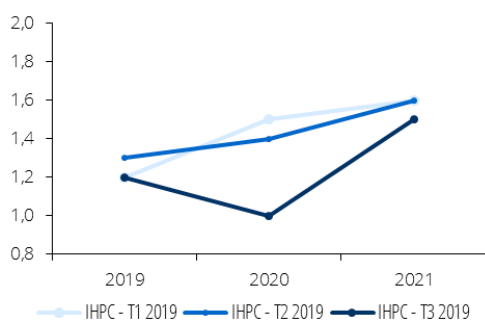
⁴¹ O aumento súbito das taxas *overnight repo* parece ser explicado pela confluência de três fatores: (i) política de redução do balanço do FED, (ii) emissões significativas do Tesouro americano, face a um montante vincendo também significativo e com liquidação apenas duas semanas depois, e (iii) elevados levantamentos por parte de sociedades não financeiras para fazer face ao pagamento de impostos.

⁴² Ver "ECB staff macroeconomic projections for the euro area, September 2019".

exercício de junho). As expectativas dos mercados para os níveis de inflação a médio prazo para a área do euro têm também vindo a reduzir-se (Gráfico I.2.7), revelando que os participantes de mercado atribuem uma baixa probabilidade à recuperação da inflação para níveis próximos do objetivo do BCE.

Entre as medidas de estímulo monetário refere-se o reinício do programa de compras líquidas de ativos (*Asset Purchase Programme* – APP) a partir de 1 de novembro, com um montante mensal de €20 mM, que deverá manter-se enquanto for necessário para reforçar o impacto acomodatório das taxas diretas. Adicionalmente, o BCE reduziu a taxa de facilidade permanente de depósito, pela primeira vez desde março de 2016, em 10 pb, para -0,5%. Esta alteração foi acompanhada pela introdução de um sistema de *tiering*⁴³ para as reservas excedentárias, de modo a mitigar o impacto das taxas de juro negativas sobre a rentabilidade das instituições de crédito. Foi ainda anunciada a realização de uma nova série de Operações de Refinanciamento de Longo Prazo Direcionadas (na sigla inglesa TLTRO-III), com o intuito de fomentar a concessão de crédito à economia, cuja primeira operação teve início em setembro de 2019.

Gráfico I.2.6 • Projeções para o IHPC
| Em percentagem



Fonte: ECB *Macroeconomic projections*.

Gráfico I.2.7 • Swap de inflação 5 anos
a 5 anos na área do euro e EUA
| Em percentagem



Fonte: *Refinitiv*. | Nota: Expectativas de inflação implícitas nos *swaps* de inflação 5 anos a 5 anos na área do euro. Cotações de fecho de mercado. Última observação: 15 de novembro de 2019.

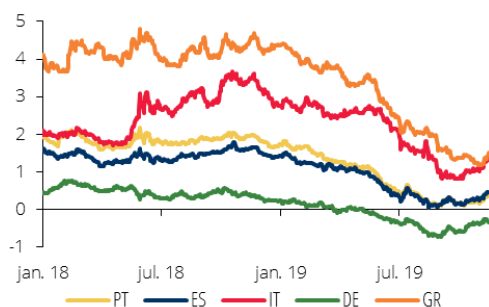
Num enquadramento global dominado pela incerteza, o ano de 2019 tem sido caracterizado por uma compressão generalizada das *yields* soberanas. As taxas de rentabilidade da dívida pública a 10 anos apresentaram uma trajetória de redução para a maioria dos países da área do euro (Gráfico I.2.8). Para esta tendência contribuiu a perspectiva menos positiva sobre o crescimento económico global, como também o anúncio do reinício do programa de compras líquidas de ativos e dos detalhes referentes à nova série de TLTRO III. Desde o início do ano, a redução foi particularmente significativa para países como a Grécia, Itália, Portugal e Espanha, cujo custo de financiamento de mercado na maturidade a 10 anos se reduziu, respetivamente, 2,87 p.p., 1,44 p.p., 1,35 p.p. e 0,96 p.p. No contexto do reforço do carácter acomodatório da política monetária por parte do BCE, o Tesouro grego realizou, pela primeira vez, desde a conclusão do terceiro programa de ajustamento em agosto de 2018, uma emissão a 3 meses com uma *yield* negativa (-0,02% em outubro).

⁴³ Sistema de dois níveis para a remuneração de reservas excedentárias das instituições de crédito, no âmbito do qual parte destas reservas fica isenta da taxa de juro negativa aplicada à facilidade permanente de depósito. O multiplicador aplicado para cálculo do montante isento foi fixado em 6x o valor das reservas obrigatórias. Este multiplicador compara, por exemplo, com o valor de 20x definido pelo SNB.

A trajetória de redução do rácio da dívida pública em percentagem do PIB foi o principal fator apontado pelas agências internacionais para a melhoria do *rating* da República Portuguesa

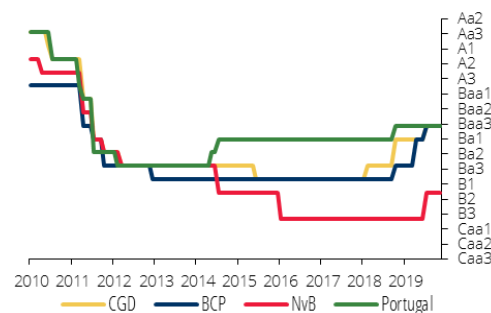
A redução do custo de financiamento do soberano português beneficiou também da melhoria da situação da economia portuguesa percecionada pelos investidores internacionais (Gráfico I.2.9). No decorrer de 2019, as agências de *rating* S&P e Fitch reviram o *outlook* da dívida soberana portuguesa para positivo, mantendo o *rating* em BBB. A DBRS voltou a fazer um novo *upgrade* ao *rating* da República Portuguesa para BBB (*high*), destacando a redução significativa do rácio de dívida pública em percentagem do PIB observada nos últimos anos. O custo no leilão do título que serve de referência atualmente para os 10 anos (OT 1,95% 15 de junho de 2029) atingiu, em setembro, um novo mínimo histórico, com uma taxa de colocação de 0,264%.

Gráfico I.2.8 • Taxas de rendibilidade da dívida soberana a 10 anos | Em percentagem



Fonte: *Refinitiv*. | Notas: As séries representam o *bid* de fecho da taxa de rendibilidade das obrigações do Tesouro com maturidade aproximada a 10 anos em cada momento do tempo. Última observação: 15 de novembro de 2019.

Gráfico I.2.9 • Evolução do *rating* Moody's para Portugal, CGD, BCP e NvB



Fonte: *Refinitiv*. | Nota: Última observação: 15 de novembro de 2019.

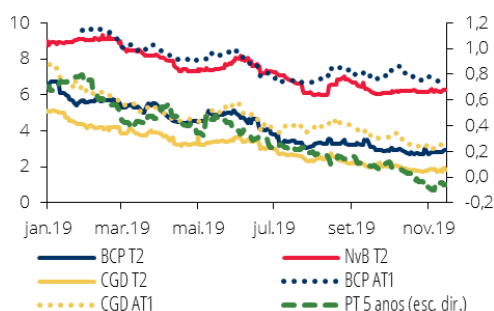
A situação dos mercados financeiros tem também favorecido a emissão de dívida pelos bancos e empresas não financeiras portuguesas

No curso de 2019, também se observou uma trajetória decrescente nas taxas de rendibilidade no mercado de dívida bancária. Em Portugal, num contexto de taxas de juro muito baixas e antecipando a necessidade de diversificar as fontes de financiamento para cumprir requisitos regulatórios (MREL), os bancos continuaram a emitir dívida titulada (Gráfico I.2.10). Em 2019, o BCP realizou uma primeira emissão, em janeiro, de 400 milhões de euros de dívida AT1 a uma taxa de rendibilidade de 9,25% e uma segunda emissão, em setembro, de 450 milhões de euros de dívida subordinada (na sigla inglesa, *Tier 2* (T2)) a 10 anos a uma taxa de 3,87%. Em abril, a Caixa Económica Montepio Geral emitiu também 100 milhões de euros de dívida subordinada a 10 anos a uma taxa de 10,5%. Importa ainda referir que a CGD realizou a primeira emissão de dívida sénior não preferencial (*senior non-preferred*), em novembro, no valor de 500 milhões de euros, a uma

taxa de juro de 1,25% e com uma maturidade de 5 anos. No âmbito das obrigações hipotecárias, houve também três emissões realizadas por bancos portugueses no decorrer de 2019, totalizando mais de 2000 milhões de euros. Nesse sentido, importa destacar que se perspetivam desenvolvimentos importantes no quadro legal do mercado obrigacionista europeu, com a publicação do novo regulamento em dezembro de 2019 (Caixa 2).

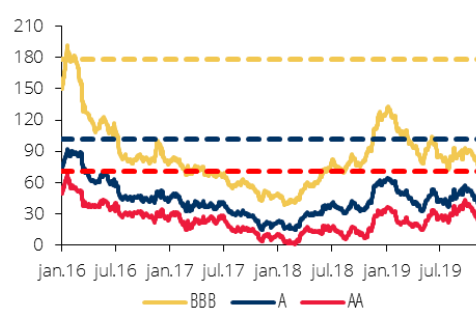
As expectativas de manutenção de uma política monetária acomodatória favoreceram também o mercado de dívida titulada de empresas não financeiras na área do euro. Num contexto de maior procura por rendibilidade por parte dos investidores, observou-se desde o início de 2019 um aumento das emissões e compressão de *spreads* quer no segmento *investment grade* (Gráfico I.2.11), quer no segmento de dívida de menor qualidade creditícia (*high yield*). Importa também destacar uma menor restritividade nas condições associadas a estas emissões (*cove-lite*) e um maior número de emissões com uma taxa de rendibilidade negativa (Gráfico I.1.7). No âmbito do mercado obrigacionista em Portugal, deve-se destacar as emissões realizadas no segundo semestre pela TAP e pela Mota-Engil, nos montantes de 200 e 140 milhões de euros, a uma taxa de cupão de 4,375%.

Gráfico I.2.10 • Taxas de rendibilidade de emissões bancárias portuguesas
| Em percentagem



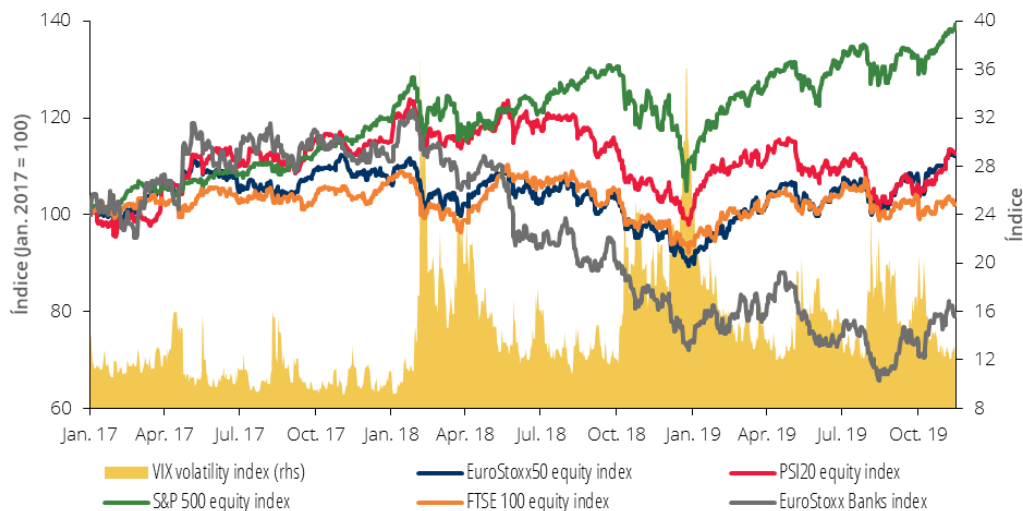
Fonte: *Refinitiv*. | Notas: PT 5 anos designa o *bid* de fecho da taxa de rendibilidade da obrigação do Tesouro que, na respetiva data, era representativa da taxa de rendibilidade da obrigação do Tesouro com maturidade a 5 anos. As taxas de rendibilidade de *Tier 2* (T2) e de *Additional Tier 1* (AT1) representadas no gráfico consideram a data da opção de recompra (na sigla inglesa *call*) e *ask* de fecho de mercado. Última observação: 15 de novembro de 2019.

Gráfico I.2.11 • Prémios de risco das empresas privadas não financeiras na área do euro
| Pontos base



Fonte: *Refinitiv* e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: Diferencial entre a *yield* média dos índices *iBoxx* de sociedades não financeiras privadas, por notação de risco de crédito, e a média a partir de 2000 para as taxas *mid-swap* do euro nas maturidades de 1 a 10 anos. As linhas a tracejado correspondem à média entre 2000 e a última observação | Última observação: 15 de novembro de 2019.

Apesar do clima de incerteza a nível global, observou-se uma valorização histórica do mercado acionista nos EUA (Gráfico I.2.12). As expectativas e decisões em torno da política monetária, o crescimento económico nos EUA e a manutenção dos níveis elevados de liquidez nos mercados financeiros permitiram que o S&P500 atingisse uma valorização de aproximadamente 25% até novembro face ao final de 2018. No mesmo sentido, o desempenho do índice EuroStoxx50, que ficou marcado por episódios de volatilidade relacionados com a instabilidade política em Itália e pela incerteza associada ao *Brexit*, apresentou uma valorização similar, de aproximadamente 20%. No setor bancário europeu, e face às dificuldades apresentadas pelas instituições de crédito em melhorar os resultados operacionais, observou-se uma valorização mais modesta, de 4%. Desta forma, o índice situou-se significativamente abaixo do nível observado no final de 2017. O índice acionista português (PSI20) seguiu a tendência das principais bolsas europeias, embora registando uma valorização de aproximadamente 10%.

Gráfico I.2.12 • Índices acionistas e volatilidade

Fonte: *Refinitiv*. | Notas: O gráfico mostra a evolução dos índices acionistas tendo como base 1 de janeiro de 2017. O índice de volatilidade VIX é mostrado na escala da direita em cotação. Cotações de fecho de mercado. Última observação: 15 de novembro de 2019.

2.3 Mercado imobiliário residencial

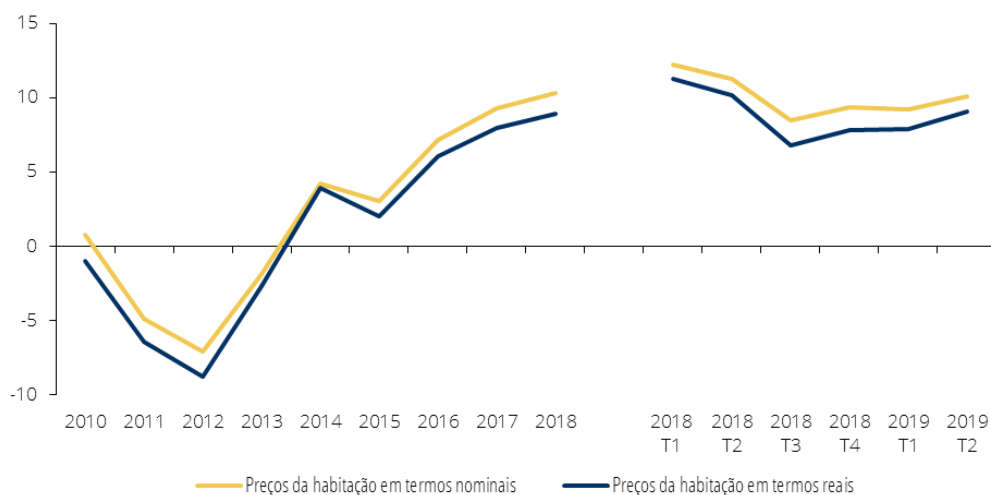
No primeiro semestre de 2019, os preços da habitação mantiveram a trajetória de crescimento iniciada no final de 2013. A manutenção do crescimento acentuado dos preços no mercado imobiliário residencial traduz-se na persistência de sobrevalorização em termos agregados. Paralelamente, continuou a observar-se uma desaceleração nas transações de alojamentos familiares, tendo-se registado uma queda do valor e do número de transações nas principais regiões no segundo trimestre do ano em termos homólogos. No mesmo sentido, os novos empréstimos à habitação continuaram a desacelerar, pelo que a percentagem do montante transacionado financiado com recurso a crédito interno se manteve virtualmente inalterada e muito abaixo do observado antes da crise. Os principais dinamizadores do crescimento nos preços da habitação continuam a ser o crescimento continuado da atividade económica, que se tem traduzido na melhoria das condições no mercado de trabalho e em elevados níveis de confiança dos consumidores, a manutenção de baixos custos de financiamento, o aumento da população estrangeira a residir em Portugal⁴⁴ e os comportamentos de procura de rentabilidade por parte de investidores particulares e institucionais, tanto residentes como não residentes.

O mercado imobiliário residencial permaneceu dinâmico, embora as transações tenham prosseguido a trajetória de abrandamento

⁴⁴ Em 2018, a população estrangeira com estatuto legal de residente em Portugal aumentou 14,6%, um acréscimo de 8,6 pp face ao ano anterior, de acordo com dados do INE.

No segundo trimestre de 2019, os preços da habitação apresentaram uma taxa de variação homóloga de 10,1%, em termos nominais, e de 9,1%, em termos reais, o que corresponde a um ligeiro acréscimo face ao último trimestre de 2018 (Gráfico I.2.13). A evolução observada é compatível com a trajetória de estabilização do crescimento dos preços em termos homólogos, que atingiu um máximo no primeiro trimestre de 2018 (12,2% em termos nominais). Não obstante, a evolução dos preços apresentou alguma heterogeneidade a nível regional. Em termos agregados, o crescimento do valor mediano das vendas de alojamentos familiares por m² tem apresentado alguma estabilização após atingir o seu máximo no segundo trimestre de 2018. Esta evolução também é observada no caso da Área Metropolitana de Lisboa e do Algarve, com o Centro a apresentar uma queda significativa da taxa de variação homóloga do valor mediano das vendas de alojamentos familiares por m² no período recente e a Área de Metropolitana do Porto a atingir um máximo no segundo trimestre de 2019. O crescimento dos preços da habitação é transversal à maioria dos países da área do euro, sendo contudo mais acentuado em Portugal, após um período de queda significativa entre 2010 e 2013.

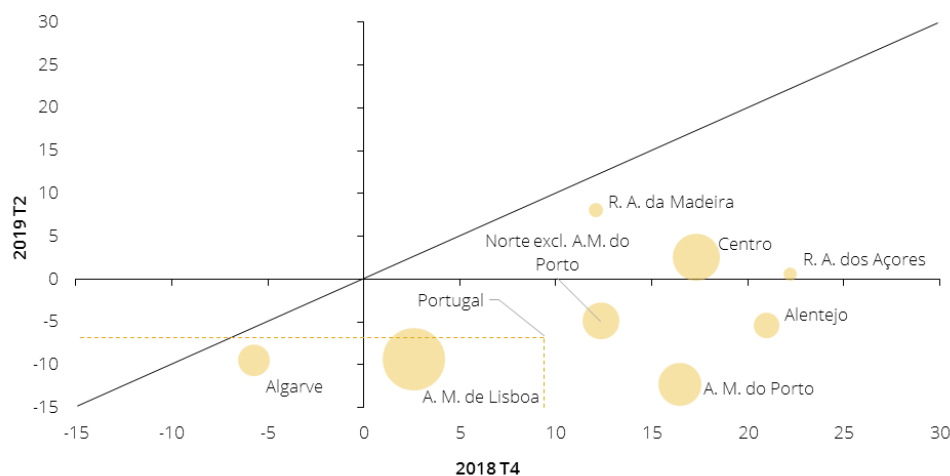
Gráfico I.2.13 • Taxa de variação dos preços da habitação | Em percentagem



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: A taxa de variação associada aos dados anuais corresponde à taxa de variação média anual e a taxa de variação associada aos dados trimestrais corresponde à taxa de variação homóloga. Os preços em termos reais foram obtidos usando o deflador do consumo privado.

O crescimento dos preços foi acompanhado por uma desaceleração no valor e, de forma mais acentuada, no número de transações de alojamentos familiares. No segundo trimestre de 2019, o valor e o número de transações registaram quedas de 1,9% e de 6,6%, respetivamente, em termos homólogos, o que compara com aumentos de 10,7% e de 9,4% no último trimestre de 2018 (Gráfico I.2.14). A trajetória de desaceleração das transações ocorre desde o terceiro trimestre de 2018 e é transversal às principais regiões, sendo mais acentuada nas Áreas Metropolitanas de Lisboa e do Porto e do Algarve, que representaram 74% do valor e 60% do número total de transações no primeiro semestre do ano.

Gráfico I.2.14 • Taxa de variação homóloga do número das transações de alojamentos familiares | Em percentagem



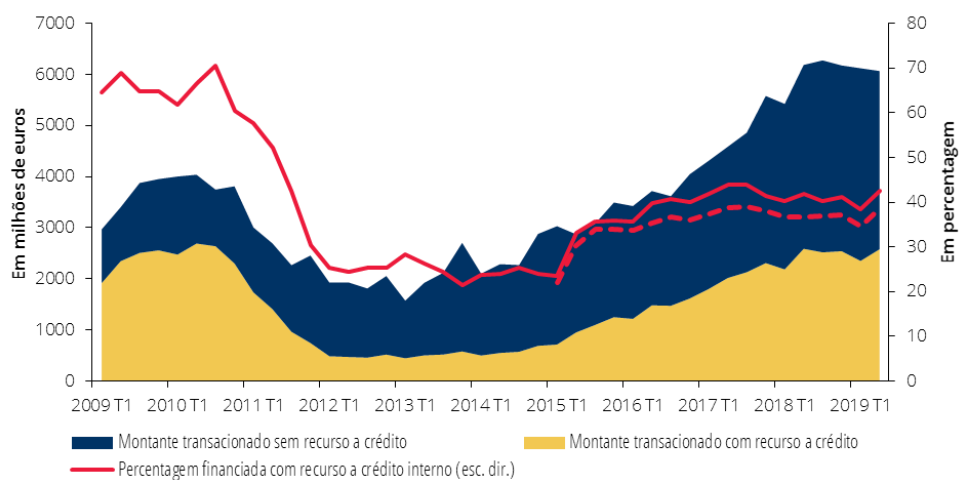
Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: A dimensão dos círculos corresponde ao peso do número das transações de cada região no total valor das transações ocorridas em Portugal no primeiro semestre de 2019.

A percentagem das transações financiada com recurso a crédito bancário interno manteve-se estável em torno de 40%

O quadro de dinamismo e de sobrevalorização no mercado imobiliário residencial (Tema em destaque “Metodologias de avaliação dos preços da habitação: Uma aplicação a Portugal”) foi acompanhado por um abrandamento das novas operações de crédito à habitação, que cresceram 7,5% no primeiro trimestre de 2019 e permaneceram virtualmente inalteradas no segundo trimestre, em termos homólogos (Secção 3.2.1).⁴⁵ Num contexto de desaceleração das transações e dos novos empréstimos à habitação, a percentagem das transações financiada com recurso a crédito bancário interno manteve-se estável em torno de 40%, o que compara com cerca de 65% no período antes da crise da dívida soberana (Gráfico I.2.15). Contudo, existe alguma heterogeneidade regional neste indicador. As regiões com uma menor percentagem de transações financiada com recurso a crédito interno são o Algarve, a Área Metropolitana de Lisboa e a Área Metropolitana do Porto, que são também as regiões que apresentam um maior crescimento do valor mediano das vendas por m² (Gráfico I.2.16). Este comportamento indica que os preços poderão estar a crescer de forma mais significativa em regiões onde há menos transações com recurso a crédito e em que existe uma maior procura por parte de não residentes (Gráfico I.2.17) e um maior peso e dinamismo do turismo.

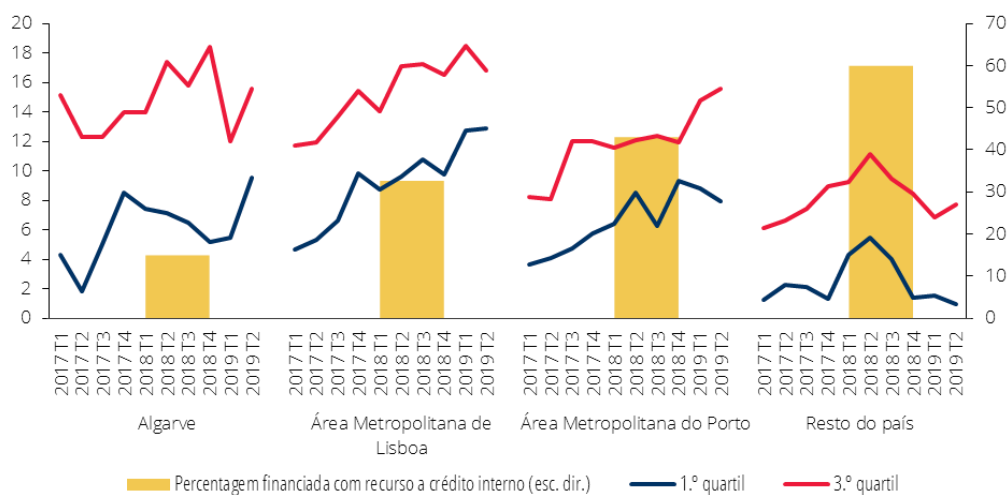
⁴⁵ No terceiro trimestre de 2019, a taxa de variação homóloga das novas operações de crédito à habitação situou-se em 5,1%, como referido no Secção 3.2.1 referente à situação patrimonial dos particulares.

Gráfico I.2.15 • Transações de alojamentos familiares *versus* novas operações de crédito à habitação



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: A série a tracejado corresponde à percentagem financiada com recurso a crédito bancário interno excluindo as renegociações nos contratos de crédito à habitação. As renegociações são uma componente residual das novas operações de crédito à habitação e, à exceção de situações pontuais, sem impacto material na evolução das novas operações de empréstimos à habitação. Contudo, estas operações não estão, regra geral, associadas a transações ocorridas no período.

Gráfico I.2.16 • Crescimento homólogo do valor mediano das vendas por m² e percentagem de transações financiada com recurso a crédito interno por área geográfica
| Em percentagem

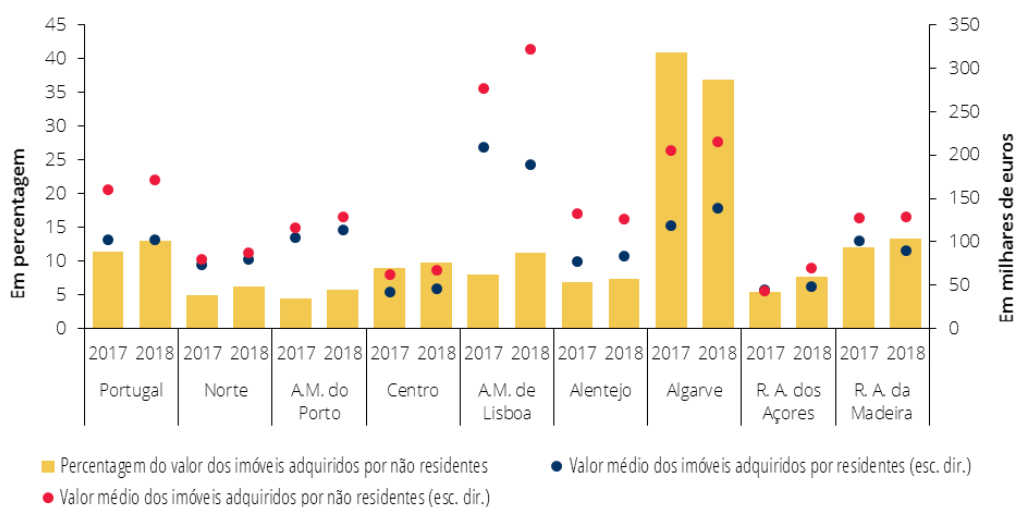


Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: Os quartis de crescimento do valor mediano das vendas por m² foram obtidos para as regiões apresentadas considerando dados ao nível do concelho no caso do Algarve e das Áreas Metropolitanas de Lisboa e do Porto, e considerando dados ao nível das NUTS III no caso do resto do país. A percentagem de transações financiada com recurso a crédito interno diz respeito ao seu conjunto em 2018.

A aquisição de imóveis por não residentes continua a ser um dinamizador significativo da procura

Em 2018, o valor dos imóveis adquiridos por não residentes aumentou 22,2%, o que compara com um aumento de 5,6% por parte dos residentes.⁴⁶ A aquisição de imóveis por não residentes correspondeu a 13,0% do valor e 8,2% do número do total de transações no mesmo ano, mais 1,6 pp e 0,6 pp do que em 2017, respetivamente (Gráfico I.2.17). Em termos regionais, também existe heterogeneidade na relevância dos não residentes no mercado imobiliário. O Algarve foi a região em que os não residentes representaram uma maior fatia do valor total de imóveis adquiridos (36,9%), seguido pela Região Autónoma da Madeira (13,3%) e pela Área Metropolitana de Lisboa (11,3%). Em termos gerais, o valor médio de imóveis adquiridos por não residentes é superior ao valor médio de imóveis adquiridos por residentes, existindo uma divergência significativa na evolução recente dos dois indicadores no caso da Área Metropolitana de Lisboa. Para além do aumento da população estrangeira a residir em Portugal, o aumento da participação de não residentes no mercado imobiliário em Portugal deverá também refletir um comportamento de procura por rentabilidade por parte de investidores, dada a manutenção do ambiente de baixas taxas de juro.

Gráfico I.2.17 • Percentagem de imóveis adquiridos por não residentes e valor médio dos imóveis adquiridos por residentes e não residentes



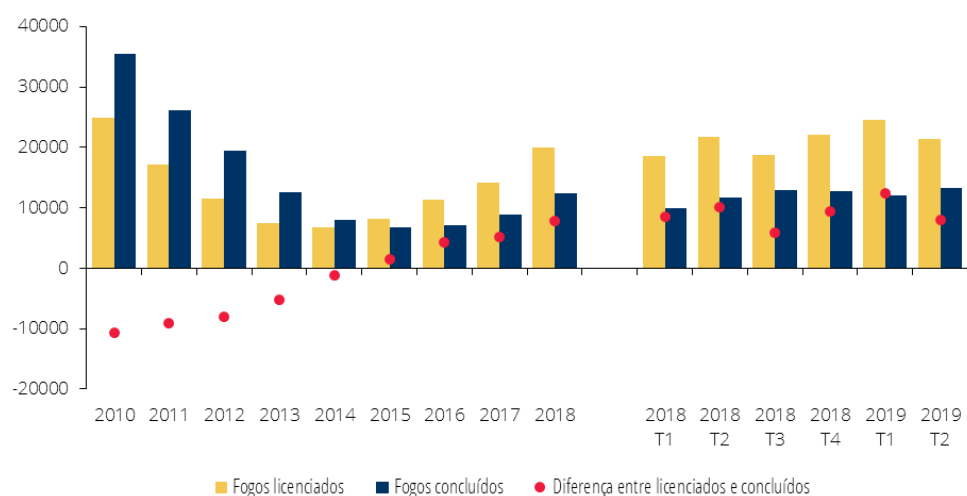
Fonte: INE.

⁴⁶ A informação sobre a aquisição de imóveis por não residentes tem um âmbito mais alargado do que a informação sobre transações de imóveis no contexto da publicação do Índice de Preços da Habitação, incluindo outros imóveis além dos destinados à habitação. Não obstante, existe uma predominância dos imóveis para fins de habitação.

A manutenção de um crescimento acentuado dos preços da habitação ocorre num contexto de aumento da oferta de construção nova, embora a um ritmo inferior ao observado no período recente

No segundo trimestre de 2019, o número de fogos licenciados registou uma queda de 1,5% e o número de fogos concluídos um aumento de 14,6%, em termos homólogos, mantendo-se o diferencial significativo entre os licenciamentos e as conclusões (Gráfico I.2.18). Esta evolução foi acompanhada por uma redução do número de empresas do setor da construção que reportam a existência de obstáculos à sua atividade, apesar da falta de mão-de-obra qualificada ter continuado a ganhar relevância como o principal obstáculo referido.⁴⁷ A persistência de um diferencial entre o número de fogos licenciados e concluídos e a recuperação do setor da construção deverão continuar a traduzir-se num aumento da oferta de alojamentos novos, o que poderá contribuir para a moderação do crescimento dos preços da habitação. Por sua vez, tem sido observada uma aceleração gradual do custo de construção da habitação nova, em particular na componente de mão-de-obra, a qual deverá exercer uma pressão nos preços no sentido ascendente. Neste contexto, de forma a promover um ajustamento sustentado da oferta e da procura, será importante assegurar a estabilidade do quadro institucional regulamentar que possibilite um aumento da oferta de habitação.

Gráfico I.2.18 • Fogos licenciados e concluídos em construções novas para habitação familiar | Em milhares



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Os dados trimestrais foram anualizados.

⁴⁷ De acordo com os resultados do Inquérito à Construção e Obras Públicas, publicados pelo Instituto Nacional de Estatística e pela Comissão Europeia.

Os desenvolvimentos no mercado imobiliário residencial continuaram a refletir o dinamismo do turismo, apesar da moderação da procura relacionada com o alojamento local. No primeiro semestre de 2019, o número de novos registos de alojamento local diminuiu 36,4% em termos homólogos.⁴⁸ Considerando os três distritos com maior peso no total de registos de alojamento local em Portugal, nomeadamente Lisboa, Porto e Faro, observou-se uma diminuição dos novos registos de 52,3%, 30,3% e de 31,8%, respetivamente, o que poderá estar associado à alteração do regime de alojamento local que entrou em vigor em outubro de 2018.⁴⁹ No primeiro semestre de 2019, continuou a registar-se um crescimento continuado do número de hóspedes e dos proveitos totais em estabelecimentos de alojamento turístico, que registaram um crescimento homólogo de 7,7% e 7,6% no primeiro semestre de 2019, respetivamente.

A persistência de dinamismo no mercado imobiliário residencial manifestada no crescimento significativo dos preços da habitação em Portugal traduziu-se na manutenção da sobrevalorização no mercado desde o início de 2018. Como analisado em detalhe no Tema em destaque “Metodologias de avaliação dos preços da habitação: Uma aplicação a Portugal”, observa-se que os preços da habitação se encontram acima dos seus fundamentais, quer estes constituam a evolução histórica dos preços ou um conjunto de variáveis como o crescimento económico, o rendimento disponível das famílias ou o nível das taxas de juro. Neste quadro, é importante que o sistema bancário avalie adequadamente a sua exposição a ativos associados ao mercado imobiliário residencial de forma a acautelar potenciais riscos que decorram de uma correção nos preços neste mercado.

⁴⁸ De acordo com dados do Registo Nacional do Turismo.

⁴⁹ A alteração legislativa refere-se à Lei n.º 62/2018, publicada em Diário da República a 22 de agosto de 2018, que visa a alteração do regime de autorização de exploração dos estabelecimentos de alojamento local.

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

3.1 Administrações públicas

O crescimento económico e a manutenção de baixos custos de financiamento contribuíram para a continuação da trajetória de redução do rácio da dívida pública

Na primeira metade de 2019, manteve-se a trajetória de redução do rácio da dívida pública iniciada em 2016, desde quando se observou uma diminuição de cerca de 10,3 pp do PIB. Esta evolução continuou a beneficiar de um contexto de crescimento económico, de condições monetárias acomodáticas e da continuação da redução da perceção do risco por parte dos investidores nacionais e internacionais, traduzindo-se em custos de financiamento historicamente baixos. Apesar de se observar uma diminuição dos riscos para a sustentabilidade da dívida pública no período recente⁵⁰, o impacto de um eventual abrandamento económico mais acentuado poderá desencadear uma reavaliação abrupta dos prémios de risco no soberano a nível global, o que permanece como o principal fator de risco. Num horizonte mais alargado, fatores de natureza estrutural, como a estrutura demográfica nacional, que deverá impactar o crescimento potencial através da redução da população ativa, e a despesa pública relacionada com saúde e o sistema de pensões, constituem fontes de risco importantes a este nível.

No primeiro semestre de 2019, o défice orçamental situou-se em 0,8% do PIB, o que compara com 2,2% do PIB no período homólogo. Excluindo medidas de carácter temporário, registou-se um excedente orçamental de 0,3% do PIB, tendo sido mantida a trajetória de melhoria do saldo orçamental observada nos últimos anos (*Boletim Económico* de outubro de 2019). A evolução do saldo observado deve-se à melhoria no saldo primário (1,2 pp), que resultou do aumento da receita em percentagem do PIB (0,8 pp) e da redução da despesa primária em percentagem do PIB (-0,4 pp), juntamente com a diminuição do rácio da despesa em juros (-0,2 pp).

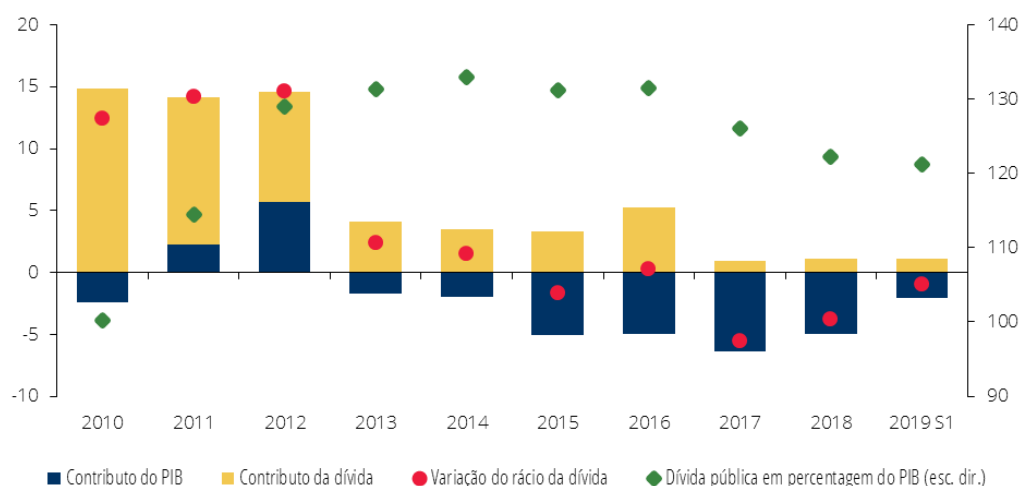
Os desenvolvimentos no saldo orçamental traduziram-se numa redução do rácio da dívida pública de 1 pp face ao final de 2018, situando-se em 121,2% do PIB em junho de 2019 (Gráfico I.3.1).⁵¹ A redução observada resultou sobretudo do excedente primário e do efeito dinâmico, resultante da

⁵⁰ Para uma análise mais detalhada da sustentabilidade da dívida pública no caso de Portugal, ver Braz, C. e Campos, M. M. (2019). “Uma avaliação analítica da sustentabilidade da dívida pública portuguesa”. *Revista de Estudos Económicos* do Banco de Portugal, 5(4), 1-26.

⁵¹ É de notar que a 23 de setembro de 2019 houve uma revisão das contas nacionais que se traduziu numa reavaliação em alta do *stock* de dívida pública na sequência da inclusão dos juros capitalizados, parcialmente contrabalançada pela revisão do PIB nominal. Para mais informações acerca desta reavaliação consultar a Caixa 5 “Revisão das estatísticas de contas nacionais e da balança de pagamentos” do *Boletim Económico* de outubro de 2019.

diferença entre a taxa de juro implícita da dívida e o crescimento do PIB nominal. De acordo com as Previsões de Outono de 2019 da Comissão Europeia, é esperado que a trajetória de redução do rácio da dívida pública se mantenha no decorrer dos próximos anos, apontando para um rácio de 119,5% no final de 2019, de 117,1% no final de 2020 e de 113,7% no final de 2021. Esta trajetória dependerá, certamente, da continuação do esforço de ajustamento orçamental, que deverá ser aprofundado no atual contexto de desaceleração económica, aproveitando o reforço do grau de acomodação da política monetária.

Gráfico I.3.1 • Dívida pública e contributos para a sua variação | Em percentagem do PIB e em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: A série da dívida pública em percentagem do PIB apresentada, subjacente à variação do rácio da dívida, corresponde à dívida consolidada na ótica de Maastricht.

No primeiro semestre de 2019, observou-se um aumento do financiamento de mercado das administrações públicas junto de não residentes

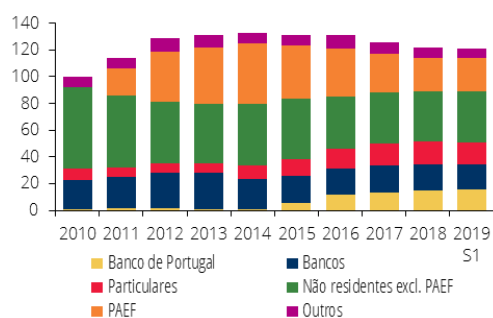
No quadro de redução da perceção do risco por parte dos investidores internacionais e de melhoria do *rating* da República Portuguesa (Secção 2.2), assistiu-se a um aumento do financiamento de mercado das administrações públicas junto de não residentes de 1,3% do PIB no primeiro semestre de 2019 face a 0,6% do PIB no período homólogo. A carteira de dívida pública portuguesa detida pelo Banco de Portugal também continuou a crescer na sequência do programa de aquisição de obrigações de dívida soberana (PSPP)⁵², porém a um ritmo inferior ao observado anteriormente, tendo aumentado 0,6% do PIB no primeiro semestre de 2019. Em

⁵² O programa de aquisição de obrigações de dívida soberana (PSPP) é um dos quatro programas de compra de ativos do Eurosistema integrado no *expanded asset purchase programme* (APP). Para mais informações consultar: <https://www.bportugal.pt/page/programas-de-compra-de-ativos-do-eurosistema-pol-mon>.

contrapartida, o financiamento das administrações públicas junto dos bancos residentes diminuiu 0,3% do PIB, tendo permanecido virtualmente inalterado no caso dos particulares e das sociedades de seguros e fundos de pensões (SSFP). No caso do financiamento junto de bancos residentes, esta evolução é compatível com o aumento da exposição do setor bancário ao soberano português em percentagem do ativo (Secção 4.3).

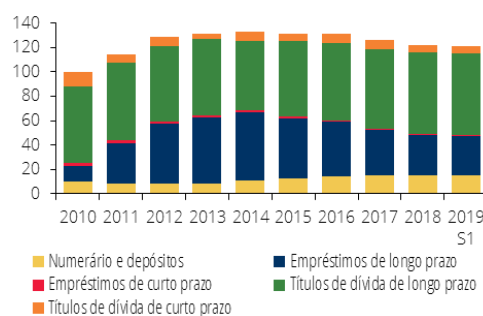
A composição do rácio de dívida pública por contraparte tem-se caracterizado, desde 2015, por um aumento da relevância do Banco de Portugal, no âmbito do PSPP, dos particulares e dos bancos residentes, apesar da diminuição no período recente. Por sua vez, observou-se uma redução do peso de não residentes, refletindo sobretudo a amortização antecipada de empréstimos associados ao Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) (Gráfico I.3.2). Ao nível dos instrumentos, verificou-se um aumento do numerário e depósitos⁵³ e dos títulos de dívida, e uma redução dos empréstimos de longo prazo (Gráfico I.3.3).

Gráfico I.3.2 • Decomposição do stock de dívida pública por contraparte
| Em percentagem do PIB



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico I.3.3 • Decomposição do stock de dívida pública por instrumento
| Em percentagem do PIB



Fonte: Banco de Portugal.

No decurso de 2019, observou-se um ligeiro alargamento da maturidade média da dívida pública portuguesa

A manutenção de baixos custos de financiamento traduziu-se em decréscimos adicionais na despesa com juros, possibilitando a continuação da trajetória de redução do custo da dívida emitida⁵⁴, que se situou em 1,4% no primeiro semestre de 2019, menos 0,4 pp do que no final de 2018. A taxa de colocação média nos leilões de obrigações do Tesouro com maturidade aproximada de 10 anos ascendeu a 1,0% nos leilões realizados no decorrer de 2019 até outubro, menos 0,9 pp do que o observado até ao mesmo período de 2018. Por sua vez, nos leilões de

⁵³ Os passivos das administrações públicas classificados no sistema de Contas Nacionais como depósitos são constituídos por certificados de aforro e certificados do Tesouro.

⁵⁴ O custo da dívida emitida corresponde ao custo médio dos bilhetes do Tesouro (BT), obrigações do Tesouro (OT), obrigações do Tesouro de rendimento variável (OTRV) e *Medium Term Notes* (MNT) emitidos, ponderados pelo seu montante e maturidade. Para mais detalhe, consultar o *Boletim Mensal* da Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública (IGCP).

bilhetes do Tesouro, realizados até outubro de 2019, a taxa de colocação média situou-se em -0,41%, o que compara com -0,34% no período homólogo.

A maturidade média residual do *stock* de dívida pública portuguesa excluindo empréstimos no âmbito do PAEF registou um ligeiro aumento no decorrer de 2019 face ao final de 2018, situando-se em 6,5 anos em setembro de 2019 de acordo com a Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública (IGCP). Não obstante, esta continua a ser uma das mais baixas da área do euro. Esta evolução deverá estar associada a um conjunto de operações de troca de dívida realizadas pelo IGCP no decorrer de 2019, de forma a alongar a maturidade média do *stock* de dívida pública e reduzir os custos de serviço da dívida associados.

3.2 Setor privado não financeiro

No primeiro semestre de 2019⁵⁵, o setor privado não financeiro registou uma necessidade de financiamento de 5,1% do PIB, o que representa um agravamento face ao mesmo período de 2018 (1,9%). Esta evolução refletiu, sobretudo, o aumento do investimento em ativos reais, mas também a diminuição da poupança dos particulares, que é especialmente baixa neste setor. A taxa de poupança de particulares e sociedades não financeiras (SNF) continua a apresentar valores inferiores aos da média da área do euro.

No primeiro semestre de 2019, as aplicações dos particulares em ativos reais imobiliários e em depósitos bancários aumentaram, em contraste com o desinvestimento noutros ativos financeiros.

No terceiro trimestre de 2019, os novos créditos à habitação e, em especial, ao consumo inverteram as trajetórias de abrandamento observadas desde meados de 2018. No crédito à habitação, o montante de novas operações em contratos celebrados com prazos de fixação inicial inferior a um ano aumentaram, revertendo, em parte, a redução que se observou entre 2016 e 2018. Por sua vez, a maturidade média dos novos créditos ao consumo aumentou, persistindo, assim, um padrão que se verifica desde 2012. O aumento dos novos créditos ao consumo concedidos a particulares tem lugar num contexto de elevada confiança dos consumidores. No entanto, uma parte significativa dos mutuários de crédito ao consumo é particularmente vulnerável a uma possível deterioração das condições do mercado de trabalho.

As SNF continuaram a registar uma maior acumulação de liquidez, em particular nas empresas mais endividadas, e um reforço dos capitais próprios na estrutura de financiamento, com as empresas menos endividadas a serem as que mais contribuem para o investimento. O investimento empresarial foi principalmente financiado com poupança do setor, observando-se

⁵⁵ A análise presente neste Relatório incorpora as novas séries de contas nacionais na base de 2016, tendo o INE divulgado os resultados finais das contas de 2017 e os resultados provisórios de 2018. Neste sentido, existiram revisões dos agregados habitualmente analisados. A informação relativa às revisões pode ser consultada no *site* do INE. Uma análise dos impactos das revisões foi efetuada na Caixa 5 “Revisão das estatísticas de contas nacionais e da balança de pagamentos”, Banco de Portugal, *Boletim Económico*, outubro de 2019. Paralelamente, foram efetuadas revisões a estatísticas divulgadas pelo Banco de Portugal, podendo ser consultada a informação correspondente nas Notas de Informação Estatística “Revisão da base das contas nacionais em 2019” e “Contas nacionais financeiras - 2.º trimestre de 2019 e revisão das contas nacionais financeiras e estatísticas externas”. As comparações internacionais incorporam as revisões efetuadas pelos outros países (mais informação pode ser obtida no *site* do Eurostat).

uma moderação do crescimento do fluxo anualizado de novos empréstimos bancários concedido às empresas em relação ao registado em 2018.

A rentabilidade das SNF reduziu-se ligeiramente no primeiro semestre de 2019. Contudo, a resiliência das empresas a choques adversos, medida a partir do rácio de cobertura de gastos de financiamento, aumentou face ao observado no período que antecedeu a crise financeira. Este aumento foi transversal às várias dimensões de empresas, ainda que persista uma proporção de dívida financeira perto do limiar de vulnerabilidade nas grandes empresas.

Quer as empresas quer os particulares reduziram os respetivos rácios de endividamento⁵⁶ face a dezembro de 2018. Apesar da redução do endividamento que se tem observado no período pós-crise (Caixa 3), o valor é, ainda, elevado, constituindo uma vulnerabilidade do ponto de vista de estabilidade financeira que, num contexto de potencial abrandamento mais acentuado da atividade económica, torna fundamental a manutenção do processo de redução da alavancagem.

3.2.1 Particulares

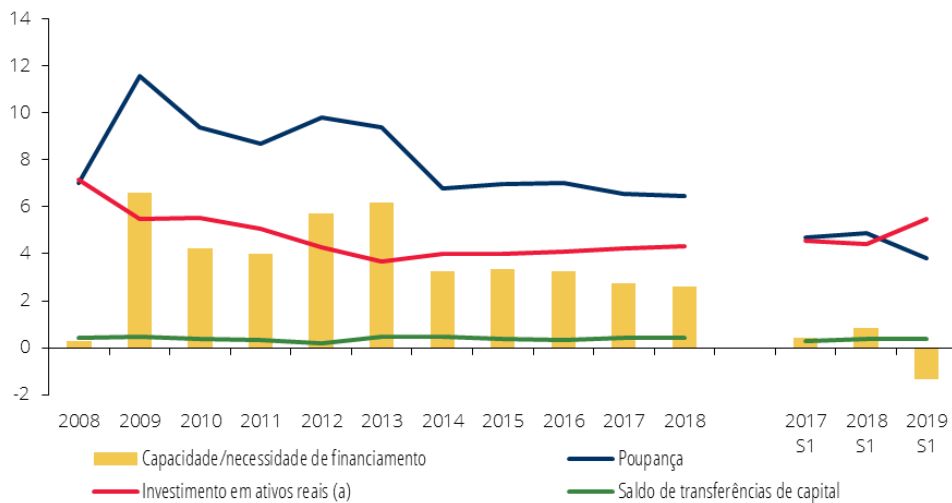
Os particulares registaram uma necessidade de financiamento, no primeiro semestre de 2019, em consequência da diminuição da poupança e do aumento do investimento

No primeiro semestre de 2019, os particulares registaram uma necessidade de financiamento de 1,3% do rendimento disponível, o que compara com uma capacidade de financiamento de 0,8% do rendimento disponível no semestre homólogo de 2018 (Gráfico I.3.4). O valor da necessidade de financiamento no primeiro semestre de 2019 contrasta com a capacidade de financiamento da área do euro no mesmo período (Gráfico I.3.5).⁵⁷ Para a necessidade de financiamento dos particulares contribuíram o aumento em 1,1 pp do investimento em ativos reais, que atingiu 5,5% do rendimento disponível, e a redução da poupança em 1,1 pp, para 3,8% do rendimento disponível.

⁵⁶ A informação sobre empréstimos obtidos e títulos emitidos por cada setor (particulares e SNF), regra geral, é obtida com base na informação reportada pelos setores credores (i.e. refere-se a dados do ativo dos setores credores, e não do passivo dos setores devedores). Neste sentido, quando, por exemplo, um banco procede ao abatimento ao ativo de um crédito concedido a um particular ou a uma SNF, o valor da dívida do respetivo setor reduz-se-á nesse montante, ainda que tal não implique, por si só, a extinção das responsabilidades dos mutuários. Os dados referentes às contas financeiras foram considerados em base consolidada.

⁵⁷ O valor da necessidade de financiamento dos particulares no primeiro semestre de 2019 reflete, em parte, um perfil sazonal desta rubrica, em particular pela sazonalidade dos rendimentos dos particulares. Contudo, a conclusão apontada continuaria a ser válida caso se considerasse o valor da capacidade/necessidade de financiamento para o ano terminado no primeiro semestre de 2019.

Gráfico I.3.4 • 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 os valores das contas não financeiras 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.

Num contexto de condições de financiamento favoráveis e de crescimento acentuado dos preços da habitação (Secção 2.3), o investimento residencial tem aumentado significativamente. Contudo, o stock do crédito à habitação tem continuado a cair.

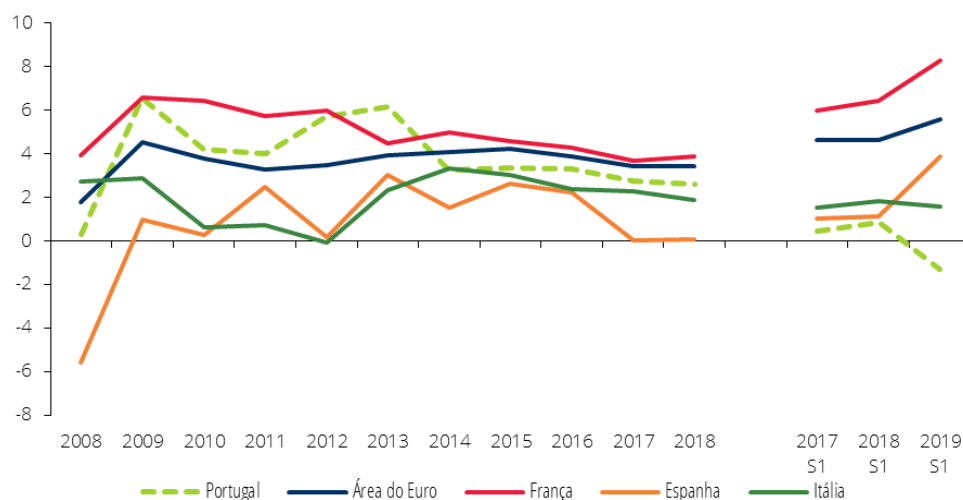
O rendimento disponível dos particulares aumentou 2,5% face ao semestre homólogo, uma desaceleração face ao crescimento de 4,5% observado nesse semestre. A desaceleração do rendimento disponível esteve associada à diminuição dos rendimentos de propriedade recebidos devido, em grande medida, à redução dos rendimentos distribuídos das empresas, e ao menor crescimento das remunerações do trabalho. A redução da taxa de poupança dos particulares poderá, em parte, ter estado associada à queda dos rendimentos de propriedade recebidos, já que esta é uma componente que tem associada, tradicionalmente, uma maior propensão a poupar (Gráfico I.3.6).⁵⁸

A taxa de poupança dos particulares registou um dos valores mais baixos comparando os primeiros semestres do ano de toda a série histórica, prosseguindo a tendência de redução observada desde 2013, e continuou a ser inferior à média da área do euro.⁵⁹ Esta diferença acentuou-se no período 2014-2018, atingindo 5,8 pp em 2018 (Caixa 3, em particular o Gráfico C.3.6).

⁵⁸ Em particular, consultar Caixa 5.1 "A subida da taxa de poupança das famílias em 2012: uma explicação com base em evidência macro e microeconómica", *Relatório Anual do Conselho de Administração – A economia portuguesa em 2012*, Banco de Portugal.

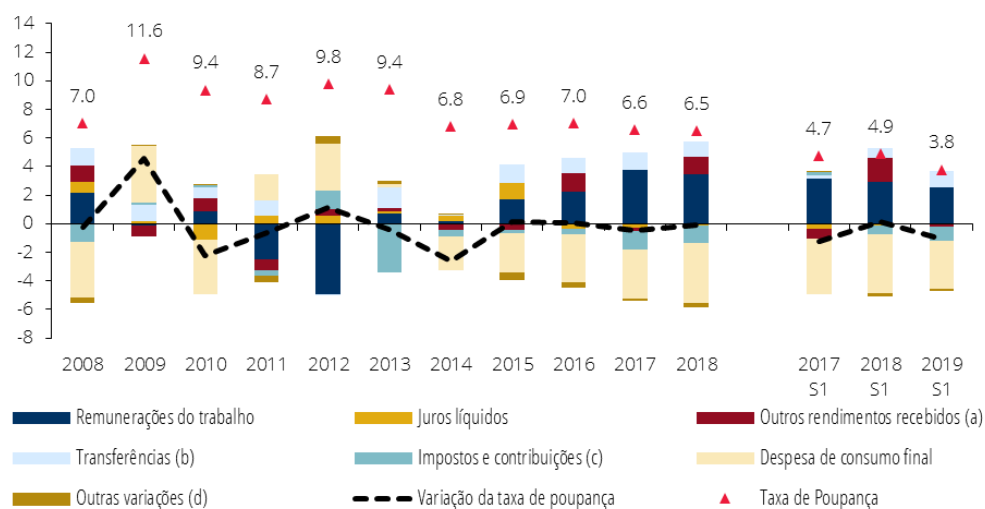
⁵⁹ O valor mais baixo da taxa de poupança no primeiro semestre de 2019 reflete, em parte, o perfil sazonal dos rendimentos dos particulares, principalmente as remunerações dos empregados. Contudo, as conclusões relativas à taxa de poupança manter-se-iam inalteradas caso fosse considerado o valor da taxa de poupança no ano acabado em junho de 2019.

Gráfico I.3.5 • Capacidade/necessidade de financiamento dos particulares
| Em percentagem do rendimento disponível



Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: O valor para a área do euro corresponde ao rácio entre a soma da capacidade/necessidade de financiamento dos Estados-Membros e a soma do rendimento disponível desses países (os fluxos transfronteiriços dentro da área do euro são consolidados). Os valores semestrais têm por base os valores das contas não financeiras trimestrais.

Gráfico I.3.6 • Contributos para a variação da taxa de poupança dos particulares
| Em percentagem e pontos percentuais do rendimento disponível



Fontes: INE e Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Valores semestrais com base nos valores trimestrais das contas nacionais. (a) Os "Outros rendimentos recebidos" incluem excedente bruto de exploração, rendimento misto bruto, rendimentos distribuídos de sociedades, rendas líquidas e rendimentos de propriedade atribuídos aos detentores de apólices de seguro. (b) As "transferências" respeitam a outras transferências correntes. (c) Os "impostos e contribuições" incluem impostos diretos e contribuições sociais. (d) As "Outras variações" incluem a variação do rendimento disponível e o ajustamento decorrente da variação dos direitos das famílias em fundos de pensões.

O aumento dos preços do imobiliário poderá estar, por efeito riqueza, a estimular o consumo. Contudo, para as famílias em que a riqueza em imobiliário corresponde exclusivamente a habitação própria permanente, a persistência de baixas taxas de poupança poderá limitar a sua capacidade em manter os padrões de consumo no futuro e em assegurar o serviço de dívida num contexto económico menos favorável.⁶⁰ O aumento do rendimento dos particulares nos últimos anos traduziu-se numa redução da percentagem dos particulares que identifica incapacidade de fazer face a uma despesa inesperada sem recurso a crédito. Contudo, em 2018, esta percentagem era, ainda, superior à observada para o conjunto da área do euro, situação que contrasta com a maior resiliência identificada pelos particulares em Portugal face à média da área do euro no período que antecedeu a crise económica e financeira.⁶¹

As aplicações dos particulares em depósitos bancários continuaram a aumentar não obstante o desinvestimento noutros ativos financeiros

No primeiro semestre de 2019, a necessidade de financiamento dos particulares traduziu-se no aumento da dívida financeira (0,4% do rendimento disponível) e num desinvestimento em ativos financeiros (0,5% do rendimento disponível⁶²) (Gráfico I.3.7). O aumento da dívida financeira dos particulares foi próximo do observado no primeiro semestre de 2018 (0,5% do rendimento disponível), e significativamente inferior aos acréscimos de dívida financeira observados no período anterior à crise económica e financeira. Por sua vez, o desinvestimento em ativos financeiros resultou, em grande medida, das reduções em empréstimos de longo prazo a sociedades não financeiras, em ações e em títulos de dívida das administrações públicas, que totalizaram -2,9%, -2,6%, -0,9% do rendimento disponível no primeiro semestre de 2019, respetivamente.⁶³

Esta evolução evidencia uma recomposição da carteira de ativos financeiros dos particulares a favor de numerário e depósitos, em particular dos depósitos bancários, cujas aplicações corresponderam a 5,6% do rendimento disponível (Gráficos I.3.8).⁶⁴ As aplicações dos particulares em depósitos reduziram-se em 0,4 pp do rendimento disponível no primeiro semestre de 2019 face ao semestre homólogo, redução que esteve principalmente associada a uma menor aplicação em certificados de aforro e do Tesouro⁶⁵, que correspondeu a 0,7% do rendimento disponível e que compara com 1,1% no semestre homólogo. As aplicações em depósitos

⁶⁰ O *Inquérito à Situação Financeira das Famílias* de 2017 aponta para que a importância da residência principal no total de ativos reais das famílias seja superior em classes de rendimento monetário mais baixas.

⁶¹ Segundo o *Inquérito às Condições de Vida dos Particulares* do Eurostat (ICOR), a percentagem de inquiridos que revelava incapacidade para assegurar o pagamento imediato de uma despesa sem recorrer a um empréstimo em Portugal, em 2018, era de 35% que compara com 32% na área do euro. Em 2008, a proporção era de 26%, em Portugal, e 32%, na área do euro, e em 2013 a proporção era de 43%, em Portugal, e 36% na área do euro.

⁶² Este valor considera o valor líquido de outros débitos e créditos (F89), cujas transações no ativo totalizaram -3,5% do rendimento disponível e as transações no passivo totalizaram -2,1% do rendimento disponível.

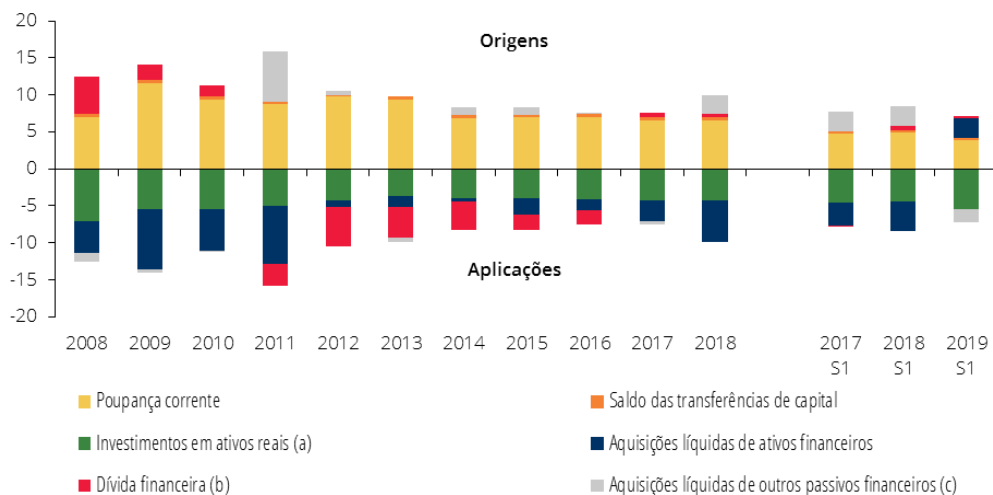
⁶³ O desinvestimento em ativos financeiros pelos particulares ocorre pela primeira vez desde o primeiro semestre de 2014. Contudo, deve ser notada a persistência de sazonalidade nos fluxos líquidos de ativos por se verificar que em todos os anos em que houve um desinvestimento líquido em ativos financeiros no primeiro semestre, os valores de final de ano apresentam investimentos líquidos em ativos financeiros em toda a série.

⁶⁴ Deve-se notar que o desinvestimento líquido em ações cotadas e não cotadas não se traduziu numa diminuição do valor do *stock* de ações detidas pelos particulares, por valorizações significativas das ações não cotadas e outras participações no primeiro semestre de 2019. Com efeito, o aumento dos depósitos e a valorização das ações implicou um aumento do valor das posições dos particulares em ativos financeiros.

⁶⁵ Segundo o Sistema Europeu de Contas (SEC 2010), os certificados de aforro e do Tesouro são contabilizados como numerários e depósitos.

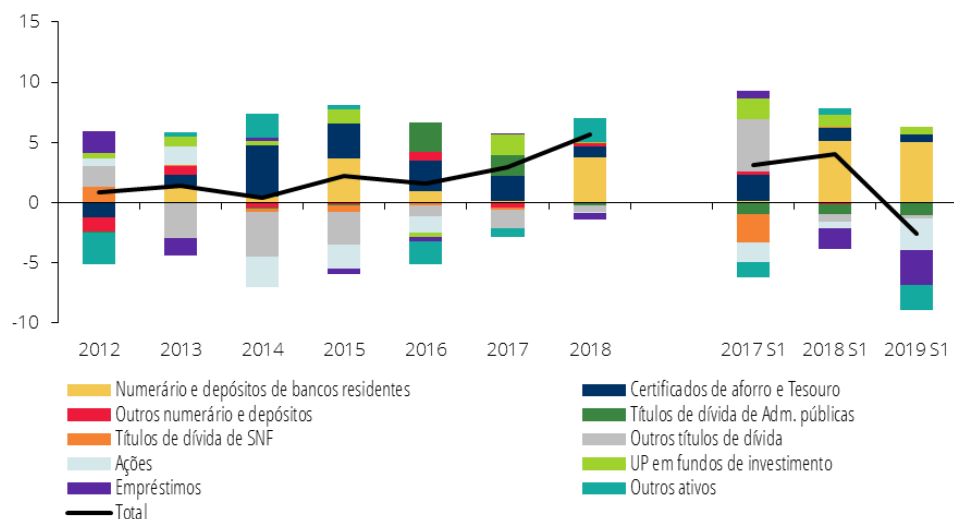
bancários aumentaram muito ligeiramente em termos homólogos (i.e. junto de instituições financeiras monetárias) mantendo-se virtualmente inalteradas em 5,0% do rendimento disponível.

Gráfico I.3.7 • Origem e aplicação 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) Corresponde à soma de formação bruta de capital fixo, variação de existências, aquisições líquidas de cessões de objetos de valor e aquisições líquidas de cessões de ativos não financeiros não produzidos. (b) Corresponde à soma de empréstimos e títulos de dívida. (c) Os outros passivos financeiros incluem os passivos associados a todos os instrumentos financeiros, definidos em sede de contas nacionais financeiras, com exceção de empréstimos e títulos de dívida (dívida financeira).

Gráfico I.3.8 • Transações dos particulares em ativos financeiros | Em percentagem do rendimento disponível



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

Num contexto de remunerações baixas dos depósitos bancários, os particulares continuaram a revelar preferência por depósitos com elevada liquidez (sem restrição ou penalização na sua mobilização). Acresce que o desinvestimento líquido em ativos financeiros que não depósitos tem ocorrido num contexto de aquisição de ativos reais, em particular, no investimento em ativos reais imobiliários. A persistência da valorização dos ativos imobiliários e o aumento da rendibilidade de exploração desses ativos tem contribuído para a subida do património imobiliário dos particulares. De facto, estima-se que o património não financeiro dos particulares em habitação tenha aumentado 6,5% em termos reais entre 2016 e 2018.⁶⁶

As novas operações de crédito à habitação têm vindo a abrandar face ao observado no segundo trimestre de 2018, mas denotam alguma aceleração no terceiro trimestre de 2019

No terceiro trimestre de 2019, a taxa de variação homóloga (tvh) do fluxo de novos empréstimos à habitação foi de 5,1%, o que compara com 28,2% no segundo trimestre de 2018 e -0,3% no segundo trimestre de 2019.

O contexto de baixas taxas de juro e a alteração do tipo de taxa afeta aos contratos de crédito à habitação (em particular, de taxas variáveis para taxas mistas ou fixas) potenciou a renegociação dos contratos de empréstimo à habitação. A fixação de taxa de juro ocorre habitualmente por um período inicial limitado, não correspondendo à totalidade da maturidade do contrato. O montante de crédito à habitação renegociado triplicou entre 2015 e 2018 (Gráfico I.3.9).

No terceiro trimestre de 2019, face ao valor médio de 2018, as taxas médias nos novos empréstimos à habitação reduziram-se 0,3 pp, situando-se em 1,1%.⁶⁷ É importante avaliar a evolução do custo de todos os encargos do empréstimo associados a novos créditos à habitação, designadamente através da TAEG. A TAEG média nos novos créditos à habitação foi de 2,2% no terceiro trimestre de 2019, registando uma redução de 0,3 pp comparando com o valor médio de 2018.

O peso dos novos empréstimos com prazo de fixação inicial de taxa de juro até um ano aumentou no terceiro trimestre de 2019 face ao último trimestre de 2018. A proporção de novos empréstimos à habitação com prazo de fixação inicial de taxa de juro até um ano nos três primeiros trimestres de 2019 foi superior à observada entre 2016 e 2018, sugerindo uma inversão da trajetória decrescente observada em 2016 e 2017 (Gráfico I.3.10). A concessão de empréstimos com prazos de fixação inicial superiores a um ano continuou maioritariamente associada a empréstimos concedidos a taxa mista.⁶⁸ A proporção dos novos contratos a taxa mista diminuiu

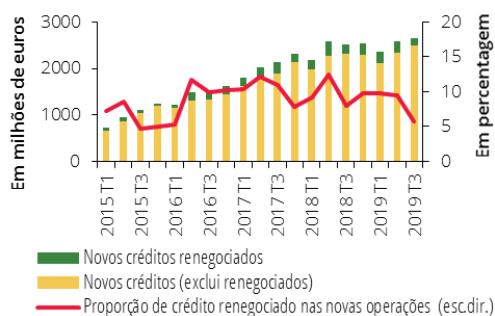
⁶⁶ As estimativas de património das famílias são disponibilizadas anualmente como informação anexa ao *Boletim Económico*. A série tem periodicidade anual, não existindo, ainda, valores para 2019. Contudo, outros indicadores sugerem a persistência da conclusão para o primeiro semestre de 2019, em particular, a tvh da formação bruta de capital fixo em habitação no primeiro semestre de 2019, que correspondeu a 12,1% em termos nominais e a 7,1% em termos reais.

⁶⁷ Esta evolução toma em consideração as taxas acordadas anualizadas (TAA) em novos empréstimos à habitação, que apenas consideram o pagamento dos juros sobre os empréstimos. Por sua vez, a taxa anual de encargos efetivos global (TAEG) incorpora todos os encargos com o empréstimo, para além do pagamento dos juros, tais como os custos de manutenção de contas obrigatórias para a celebração do contrato e os custos de seguro exigidos para a obtenção do crédito.

⁶⁸ Um contrato de crédito à habitação com taxa mista tem um prazo inicial durante o qual a taxa é fixa, sendo seguido de taxa variável até à maturidade final do contrato.

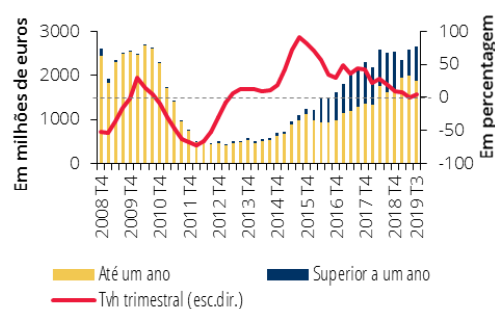
em 2018 para 11,0% (o que compara com 15,6% dos contratos em 2017, ano em que se observou a maior proporção de contratos concedidos a taxa mista no período 2016-2018).

Gráfico I.3.9 • Novos fluxos de crédito à habitação por tipo de negociação do contrato



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A decomposição dos novos empréstimos à habitação entre novos empréstimos e empréstimos renegociados está disponível desde dezembro de 2014.

Gráfico I.3.10 • Novos fluxos de crédito à habitação por prazo de fixação inicial da taxa de juro



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O prazo de fixação inicial de taxa de juro inferior a um ano inclui os novos fluxos de crédito à habitação contratualizados a taxa de juro variável.

A contratação de créditos à habitação com taxas fixas limita o risco de incumprimento dos mutuários associado a subidas de taxas de juro de curto prazo. Contudo, a perspetiva de manutenção de taxas de juro baixas, tende a diminuir os incentivos dos particulares à contratação de créditos com este tipo de taxa.

Num contexto de riscos acrescidos para a atividade económica, mas com persistência de elevada confiança dos consumidores, suportada por expectativas de continuação do crescimento do rendimento disponível⁶⁹, a procura de crédito à habitação continuou a aumentar.

Em particular, as taxas de juro baixas foram o fator que mais contribuiu para o aumento da procura do crédito à habitação no segundo e terceiro trimestres de 2019, segundo o *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* de julho e outubro de 2019, respetivamente.

Contudo, é de referir que a medida macroprudencial introduzida em julho de 2018 pelo Banco de Portugal, ao considerar a capacidade de serviço de dívida do mutuário em cenários de taxas de juro mais elevadas do que as do momento da contratação do crédito, procura garantir o acesso ao crédito hipotecário de forma sustentável, limitando a tomada de riscos excessivos pelos particulares, num contexto de taxas de juro historicamente baixas. Em particular, a medida macroprudencial considera um aumento dos indexantes no cálculo do DSTI (*Debt-service to income*) dos mutuários em novos contratos de créditos a consumidores celebrados a taxa variável e taxa mista, em que o acréscimo ao indexante aumenta com a maturidade de crédito.⁷⁰

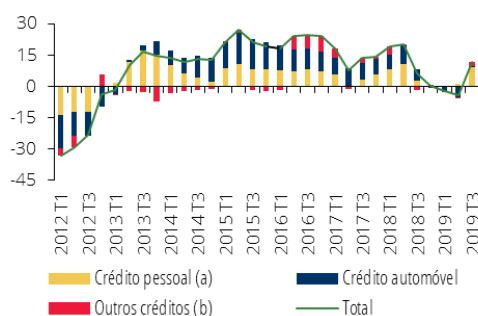
⁶⁹ As projeções do *Boletim Económico* de junho de 2019 do Banco de Portugal (em particular o Gráfico I.3.3) apontam para a estabilização do crescimento do rendimento disponível em 2020 e 2021, após um ligeiro aumento da taxa de crescimento em 2019. Contudo, são apontados riscos descendentes para a atividade, essencialmente associados aos riscos do enquadramento internacional.

⁷⁰ Para maior detalhe sobre os aumentos dos indexantes em função dos diferentes prazos de maturidade, ver a tabela 2 do *Documento de referência* da medida macroprudencial.

Os novos créditos ao consumo cresceram 11,6% no terceiro trimestre face ao trimestre homólogo, com um contributo significativo do crédito pessoal

No terceiro trimestre de 2019, os novos créditos ao consumo aumentaram 11,6%⁷¹ face ao trimestre homólogo do ano anterior, crescimento que esteve principalmente associado a um aumento do crédito pessoal⁷² (contributo de 9,2 pp). A variação positiva do crédito ao consumo neste trimestre interrompeu o abrandamento observado desde meados de 2018 (Gráfico I.3.11). Também neste trimestre se registaram aumentos do crédito automóvel e dos outros créditos ao consumo embora de forma muito mais limitada (contributos de 0,5 pp e 1,9 pp, respetivamente).

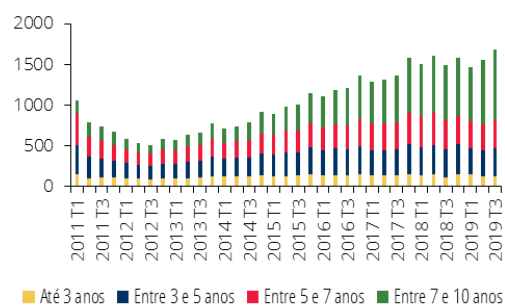
Gráfico I.3.11 • Tvh trimestral dos novos créditos ao consumo concedidos a particulares | Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A informação do crédito ao consumo é referente à Instrução 14/2013 do Banco de Portugal. (a) O total de crédito pessoal inclui o montante de crédito ao consumo com a finalidade Obras, finalidade reportada de forma independente a partir do primeiro trimestre de 2018. (b) Inclui cartões de crédito, linhas de crédito, contas correntes bancárias e facilidades de descoberto com prazo de reembolso superior a um mês.

A redução no crédito automóvel e a estabilização do crédito pessoal no primeiro semestre de 2019, em paralelo a um crescimento do consumo de bens duradouros dos particulares, implicou uma redução do peso dos novos créditos ao consumo no total de consumo dos particulares neste período.⁷³

Gráfico I.3.12 • Novos fluxos de crédito automóvel e de crédito pessoal, por prazo de maturidade | Em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A informação do crédito ao consumo é referente à Instrução 14/2013 do Banco de Portugal. Inclui novos fluxos de crédito pessoal e crédito automóvel. Exclui novos créditos ao consumo sem prazo determinado ou maturidade superior a 10 anos.

⁷¹ A informação dos novos créditos ao consumo é referente à Instrução 14/2013 do Banco de Portugal. Os novos créditos ao consumo englobam as seguintes categorias de crédito: crédito pessoal, crédito automóvel, cartão de crédito, linhas de crédito, conta corrente bancária e facilidades de descoberto com prazo de reembolso superior a um mês.

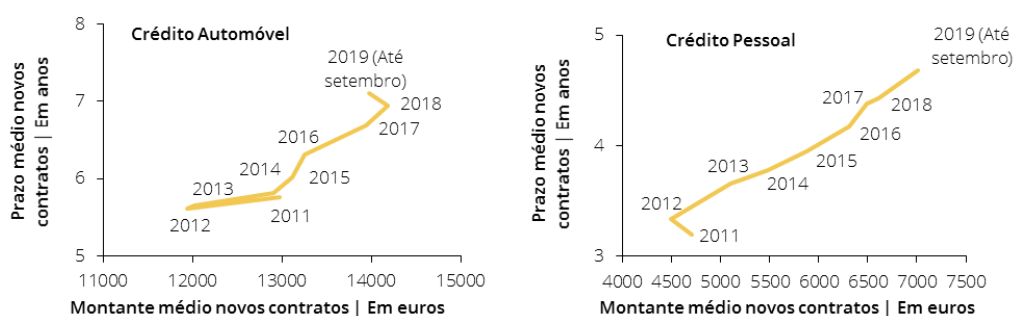
⁷² A evolução do crédito pessoal poderá estar a refletir um aumento das operações de consolidação de crédito.

⁷³ Para este rácio consideraram-se as novas operações de crédito ao consumo com as categorias de crédito automóvel e crédito pessoal, assim como o consumo privado dos particulares, excluindo bens alimentares. Ver Banco de Portugal, *Boletim Económico*, outubro de 2019, Capítulo 3. Condições monetárias e financeiras, em particular o Gráfico 3.10.

Nos três primeiros trimestres de 2019 continuou a observar-se um aumento dos novos contratos com maturidades mais elevadas (Gráfico I.3.12) e da maturidade média dos novos contratos de crédito automóvel e crédito pessoal. O aumento da maturidade média é observado desde 2012 para os dois tipos de finalidade, período desde o qual se registou um aumento de 27% no prazo médio do crédito automóvel e 40% no crédito pessoal (Gráfico I.3.13).

Contrariando a evolução observada desde 2012, o montante médio do crédito automóvel reduziu-se nos três primeiros trimestres de 2019. Por seu turno, o montante médio e o prazo dos novos contratos continuou a aumentar no crédito pessoal, tendência que se observa, conforme referido, de uma forma global, desde 2012.

Gráfico I.3.13 • Novos créditos ao consumo concedidos a particulares: crédito automóvel e crédito pessoal | Montante médio e prazo médio dos novos contratos



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A informação do crédito ao consumo é referente à instrução 14/2013. Exclui novos créditos ao consumo sem prazo determinado ou maturidade superior a 10 anos.

O aumento das maturidades no crédito automóvel e crédito pessoal pode constituir uma vulnerabilidade significativa dos particulares, por implicar que exposições de crédito, potencialmente sem qualquer colateral associado ou associadas a ativos com menor liquidez e/ou com períodos de depreciação inferiores à maturidade do empréstimo, ficarão expostas a flutuações do ciclo económico por períodos mais longos. Este efeito é relevante dado o peso significativo das novas operações de crédito ao consumo em mutuários mais expostos a uma potencial deterioração das condições no mercado de trabalho.⁷⁴

Ainda que a maioria dos novos contratos de crédito ao consumo seja celebrada a taxa fixa e a proporção deste tipo de contratos tenha aumentado num período recente (independentemente da classe de maturidade de crédito ao consumo), o aumento continuado das maturidades neste tipo de crédito implicará uma maior exposição dos mutuários à ocorrência de potenciais choques sobre o rendimento.

⁷⁴ A proporção de famílias com empréstimos não garantidos por imóveis é maior na classe de famílias com riqueza líquida inferior. Segundo o *Inquérito à Situação Financeira das Famílias* (ISFF) de 2017, 27% das famílias na classe de riqueza líquida mais baixa detinham empréstimos não garantidos por imóveis, o valor mais alto entre as diferentes classes de riqueza líquida. Esta proporção aumentou face a 2013, quando a proporção correspondia a 24,4%.

As taxas de juro de novas operações em empréstimos ao consumo reduziram-se 0,2 pp no terceiro trimestre de 2019 face à média de 2018, sendo a taxa média 7,0%.⁷⁵ Tomando em consideração os custos associados ao total de encargos com os empréstimos ao consumo (TAEG) observou-se um acréscimo de 0,1 pp no mesmo período, para um valor médio de 9,5%.

Os custos associados aos novos fluxos de crédito automóvel e crédito pessoal aumentaram nos três primeiros trimestres de 2019, para todas as classes de prazo de maturidade, tendo a TAEG média⁷⁶ do crédito automóvel e no crédito pessoal superado os valores médios observados em 2018. No terceiro trimestre de 2019, a TAEG média do crédito automóvel foi de 8,5% e no crédito pessoal de 10,4%.

A dívida total dos particulares aumentou ligeiramente no ano terminado em junho de 2019

No final de junho, a taxa de variação anual da dívida total dos particulares foi de 0,4%, com contributos distintos por finalidade de crédito.⁷⁷ O *stock* de crédito à habitação registou uma taxa de variação anual (tva) de -0,3%, que compara com -0,6% em dezembro de 2018 (Gráfico I.3.14). O crédito ao consumo manteve um crescimento significativo, tendo registado uma tva de 9,8%, ainda que a um ritmo inferior ao observado em dezembro de 2018, 12,3%.

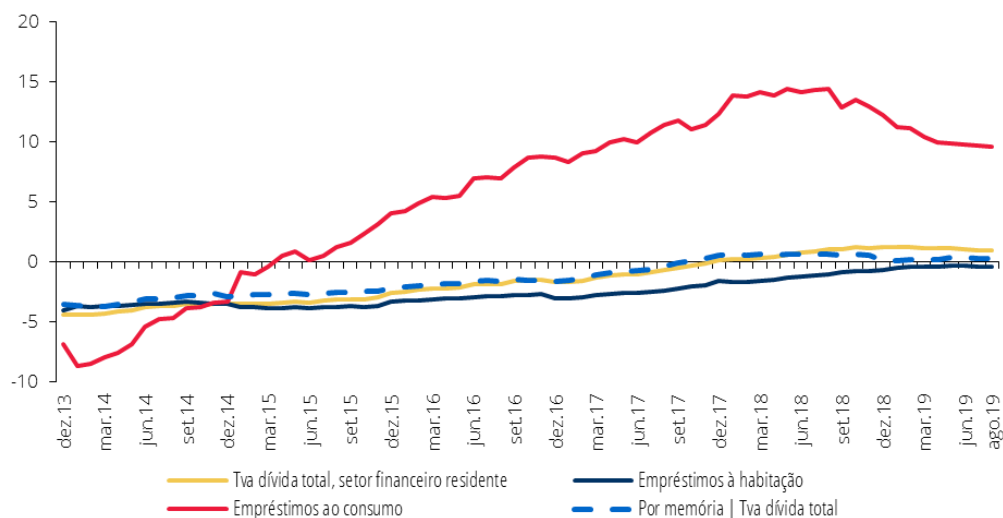
O crescimento do saldo da dívida total dos particulares (0,2%) foi muito inferior ao crescimento do rendimento disponível (3,4%), pelo que o rácio de endividamento dos particulares face ao rendimento disponível continuou a reduzir-se atingindo 97,2% do rendimento disponível em junho de 2019 (Gráfico I.3.15). Para esta redução contribuíram, ainda, os abatimentos ao ativo em outras instituições financeiras monetárias, que registaram um contributo mais significativo para a redução da dívida do que o verificado no período homólogo: 0,7 pp em junho de 2019, o que compara com 0,3 pp em junho de 2018. Por sua vez, entre junho de 2018 e junho de 2019, a dívida financeira dos particulares reduziu-se 3,2 pp para 94,8% do rendimento disponível.

⁷⁵ Estes valores tomam em consideração as novas operações de empréstimos ao consumo concedidos por outras instituições financeiras monetárias.

⁷⁶ As TAEG médias para os novos fluxos de crédito automóvel e crédito pessoal correspondem à média ponderada pelo montante do crédito dos novos contratos de cada uma das finalidades e tomam em consideração os empréstimos por outras instituições financeiras monetárias e outros intermediários financeiros, exceto sociedades de seguros e fundos de pensões.

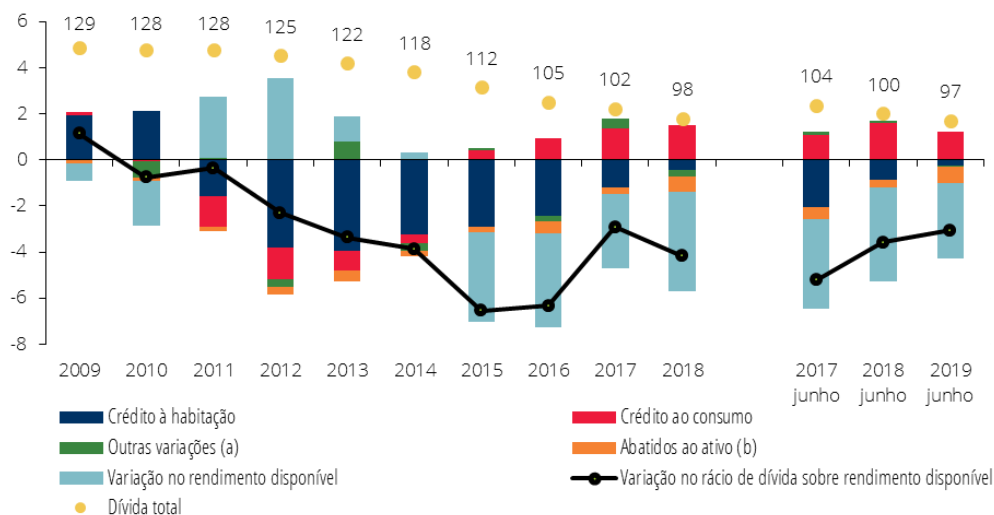
⁷⁷ A dívida total dos particulares corresponde à soma de empréstimos e créditos comerciais (os particulares não emitem dívida sob a forma de títulos). As tva da dívida dos particulares são calculadas com base num índice construído a partir de transações ajustadas, i.e. variações de saldos em fim de período corrigidas de reclassificações, abatimentos ao ativo, reavaliações cambiais e de preço e, quando relevante, ajustados do efeito de operações de titularização e vendas.

Gráfico I.3.14 • Taxa de variação anual da dívida total dos particulares concedida pelo setor financeiro residente | Em percentagem



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

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



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os valores com referência a junho correspondem às variações de dívida total referentes ao ano acabado nesse mês. A decomposição da dívida total por crédito à habitação, crédito ao consumo e outros créditos é obtida a partir das taxas de variação anual de cada uma das finalidades de crédito. (a) As outras variações incluem os empréstimos para outros fins (que não habitação ou consumo), os créditos comerciais, os juros corridos (independentemente do tipo de crédito) e outras variações de volume e preço. (b) Considera os créditos de particulares abatidos ao ativo de instituições financeiras monetárias.

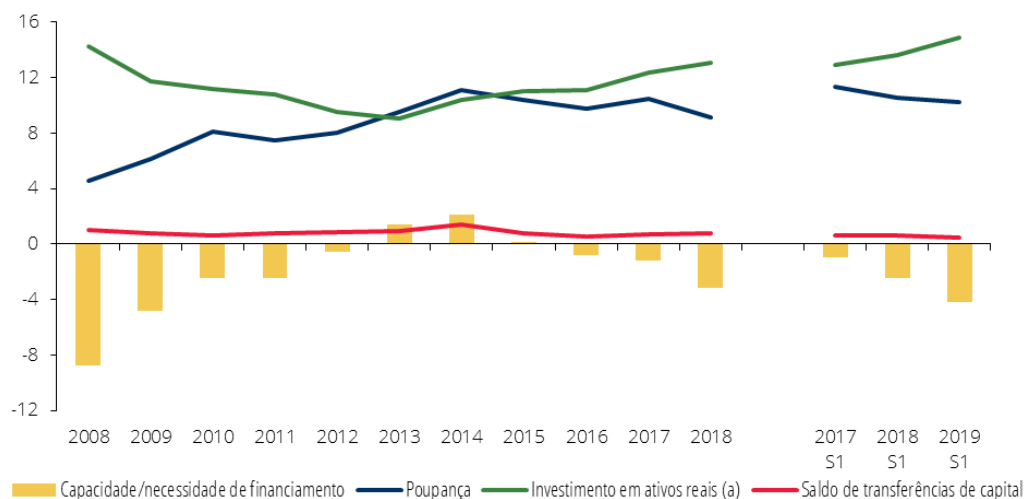
A diminuição do rácio de endividamento dos particulares em Portugal, que se observa desde 2010, aproximou o nível desta variável da média da área do euro (Caixa 3, Gráfico C.3.1). Contudo, a conjugação do atual nível de endividamento dos particulares, que ainda permanece elevado, com a reduzida taxa de poupança persiste como uma vulnerabilidade da economia portuguesa, com potenciais impactos sobre a estabilidade financeira. Por esta razão, e num contexto de uma potencial desaceleração mais acentuada da atividade económica, a redução da alavancagem dos particulares é desejável, em particular, como forma de mitigar o risco associado a reduções inesperadas do seu rendimento.

3.2.2 Sociedades não financeiras

No primeiro semestre de 2019, observou-se um aumento da necessidade de financiamento das SNF

A necessidade de financiamento das SNF ascendeu a 4,2% do PIB no primeiro semestre de 2019, o que representa um aumento de 1,8 pp em relação ao semestre homólogo de 2018⁷⁸ (Gráfico I.3.16). Esta evolução traduziu, essencialmente, o aumento de 1,3 pp da taxa de investimento em ativos reais, que se fixou em 14,9% do PIB, e, ainda, uma ligeira redução da taxa de poupança, para 10,2% do PIB.

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

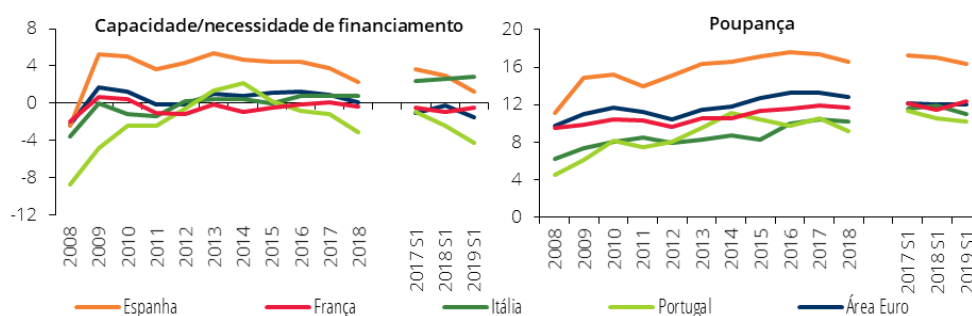


Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Os valores semestrais têm por base as contas nacionais trimestrais. (a) Corresponde à soma de formação bruta de capital fixo, variação de existências, aquisições líquidas de cessões de objetos de valor e aquisições líquidas de cessões de ativos não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

⁷⁸ A necessidade de financiamento das SNF aumentou de 3,2% do PIB em 2018 para 4,0% no ano terminado no segundo trimestre de 2019.

A necessidade de financiamento deste setor manteve-se como uma das mais elevadas de entre os países da área do euro (Gráfico I.3.17). Paralelamente, a taxa de poupança continua a ser superior à registada antes e durante a crise, mas inferior à da generalidade dos países da área do euro. A diminuição observada no primeiro semestre de 2019 foi motivada pela redução do excedente bruto de exploração (de 0,8 pp do PIB), apesar de ter sido parcialmente compensada pela diminuição dos saldos de rendimentos distribuídos e de juros a pagar. A diminuição do excedente bruto de exploração resultou do aumento da remuneração de empregados e de um ligeiro decréscimo do valor acrescentado bruto.

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



Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). Notas: Os valores para a área do euro consolidam os fluxos transfronteiriços dentro da área. Os valores semestrais têm por base as contas não financeiras trimestrais.

O investimento empresarial foi principalmente financiado com poupança proveniente do próprio setor, mas também através do recurso líquido a dívida financeira e a capital

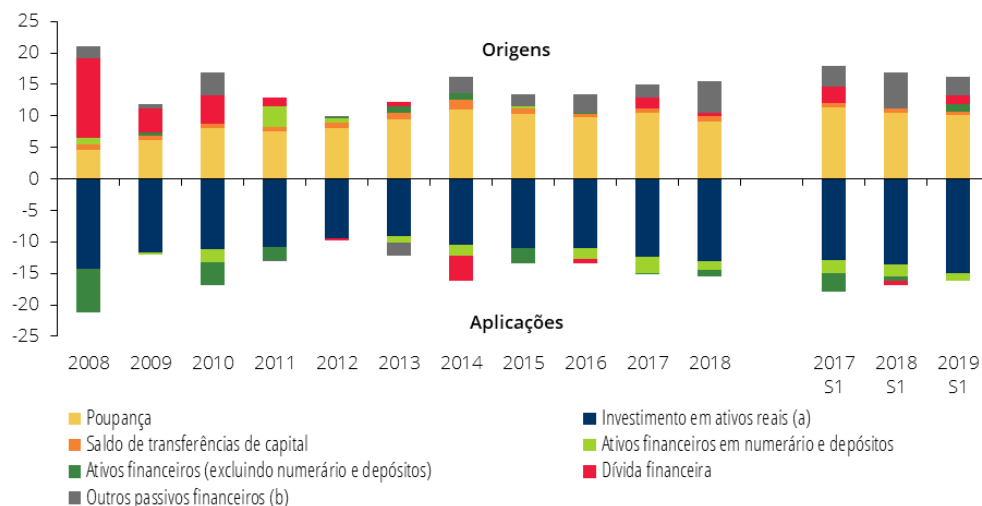
No primeiro semestre de 2019, o investimento em ativos reais das SNF continuou a ser financiado maioritariamente com poupança do setor. Face ao período homólogo de 2018, é de destacar um recurso líquido a dívida financeira, e uma diminuição do recurso a outros passivos financeiros. Verificou-se, ainda, um menor recurso a capital, correspondendo, principalmente, à emissão de ações não cotadas e outras participações, e um aumento de ativos financeiros em numerário e depósitos, embora menor do que o observado no primeiro semestre de 2018 (Gráfico I.3.18).

No semestre em análise continuou a observar-se uma acumulação de liquidez por parte das SNF, com o rácio entre o saldo de ativos em numerário e depósitos e a dívida financeira a fixar-se em 26% (aumento de 0,7 pp face ao final de 2018). Esta evolução poderá ter subjacente motivos de precaução, acautelando uma eventual restrição temporária de acesso a financiamento externo no futuro, o baixo custo de oportunidade associado à detenção de ativos líquidos e/ou a falta de oportunidades de investimento.

As empresas menos endividadas continuam a ter, em média, maiores disponibilidades de caixa. No entanto, observou-se uma redução da liquidez destas empresas, ao invés da liquidez média de empresas mais endividadas que, entre 2017 e 2018, apresentou um aumento (Gráfico I.3.19).

Os depósitos de SNF aumentaram, no primeiro semestre de 2019, refletindo o crescimento dos depósitos transferíveis. O total de depósitos tem apresentado taxas de variação anual⁷⁹ positivas, mas, desde 2017, tem-se observando uma diminuição do ritmo de crescimento dos depósitos de SNF.

Gráfico I.3.18 • Origens e aplicações de 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) Os outros passivos financeiros incluem os passivos associados a todos os instrumentos financeiros com exceção de empréstimos e títulos de dívida (dívida financeira) e incluem uma correção para a discrepância entre a capacidade de financiamento apurada nos âmbitos das contas nacionais financeiras e não financeiras.

Tal como referido na Secção 2.1, a formação bruta de capital fixo da economia portuguesa acelerou no semestre em análise, refletindo o dinamismo, em especial, da componente de construção, e também de máquinas e equipamentos, motivando o crescimento observado do investimento empresarial, com a taxa de investimento deste setor a atingir valores próximos aos do período imediatamente antes da recente crise.

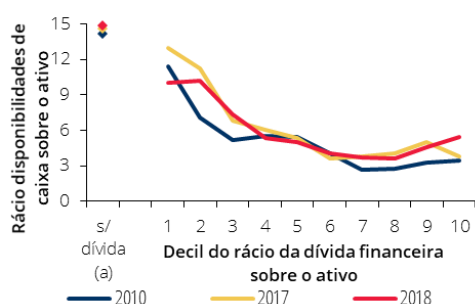
No primeiro semestre de 2019, o investimento das SNF em ativos reais continuou a beneficiar de condições de financiamento favoráveis. Contudo, de acordo com o *Inquérito de Conjuntura ao Investimento* do INE, a percentagem de empresas que refere a realização de investimentos ou a intenção de investir tem vindo a diminuir no período recente. Observa-se um aumento de empresas que indica ter limitações ao investimento⁸⁰, destacando-se a deterioração de perspetivas de vendas como principal fator limitativo ao investimento (30,5%). A percentagem de empresas que identificou a dificuldade em obter crédito bancário e em contratar mão-de-obra qualificada como principais fatores limitativos aumentou ligeiramente, fixando-se em 11,4% e 7,4%, respetivamente.

⁷⁹ As taxas de variação anual são calculadas com base na relação entre posições em fim de trimestre e transações trimestrais, corrigidas de variações que não sejam devidas a transações financeiras. A taxa de variação anual de depósitos inclui depósitos transferíveis e outros depósitos.

⁸⁰ Os valores do *Inquérito de Conjuntura ao Investimento* são provisórios até ao inquérito de junho do ano seguinte.

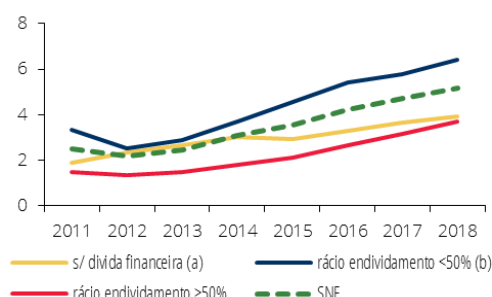
Em 2018, os setores de atividade que se destacaram por apresentarem os maiores aumentos da formação bruta de capital fixo foram os da construção e atividades imobiliárias, da agricultura e das indústrias, enquanto o setor do comércio e alojamento, restauração e similares apenas registou um ligeiro aumento face a 2017. As empresas com menores rácios de endividamento (dívida financeira em percentagem do ativo inferior a 50%) continuaram a registar uma taxa de investimento mediana superior à das restantes empresas (Gráfico I.3.20), sendo que as empresas que mais investiram aumentaram, embora ligeiramente, o seu nível de endividamento. Esta evolução originou um aumento dos respetivos rácios de endividamento, o que se observou, em particular, para o grupo das micro e pequenas empresas, assim como para o grupo de SNF que têm menor risco.

Gráfico I.3.19 • Disponibilidades de caixa das SNF, por decil do rácio de dívida financeira | Em percentagem do ativo



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

Gráfico I.3.20 • Mediana da taxa de investimento das SNF que aumentaram o investimento | Em percentagem do ativo



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

A taxa de variação anual do crédito total às SNF aumentou no primeiro semestre de 2019, observando-se, no entanto, uma desaceleração do crédito bancário concedido a este setor

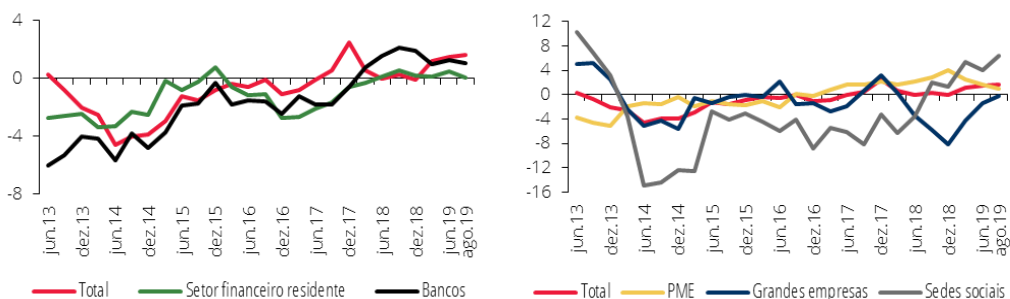
A taxa de variação anual do crédito total⁸¹ concedido às SNF foi de 1,5% em junho de 2019 (0,0% em dezembro de 2018). Este crescimento reflete, essencialmente, o aumento dos títulos de dívida,

⁸¹ Engloba empréstimos, títulos de dívida e créditos comerciais concedidos pelos setores residentes (sendo excluídas as operações intra-setor) e pelo setor não residente. As taxas de variação anual são calculadas com base num índice construído a partir de transações ajustadas, i.e. variações de saldos

em 12,1%, uma vez que os empréstimos decresceram 0,9%. A taxa de variação anual registou uma aceleração na maioria dos setores de atividade⁸², destacando-se o crescimento elevado observado pelo setor da construção e atividades imobiliárias (12,1%). O crédito concedido a PME registou uma taxa de variação anual positiva, mas inferior à observada no final de 2018, enquanto o crédito concedido às grandes empresas continuou a reduzir-se (-1,3%), apresentando, ainda assim, uma taxa de variação anual menos negativa do que em dezembro de 2018 (Gráfico I.3.21).

O crédito bancário desacelerou no semestre, tendo registado um aumento de 1,3% em junho de 2019 (1,9% em dezembro de 2018). Esta evolução refletiu um menor crescimento dos títulos de dívida detidos pelas instituições (3,6% face a 7,7% em dezembro de 2018), com os empréstimos bancários a aumentarem 0,9%, valor idêntico ao registado em dezembro de 2018.

Gráfico I.3.21 • Taxa de variação anual do crédito total concedido às SNF
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: As taxas de variação anual são calculadas com base num índice construído a partir de transações ajustadas, i.e. variações de saldos em fim de período corrigidas de reclassificações, abatimentos ao ativo, reavaliações cambiais e de preço e, quando relevante, ajustados do efeito de operações de titularização e vendas.

O fluxo bruto anualizado⁸³ de novos empréstimos bancários a SNF aumentou 5,1%, o que representa uma desaceleração em relação ao crescimento observado em 2018 (15,7%) (Gráfico I.3.22). O peso dos novos empréstimos com prazo de fixação inicial de taxa de juro superior a 1 ano apresentou um aumento significativo, principalmente nos empréstimos de montante contratado mais baixo (Gráfico I.3.23). Paralelamente, tem-se observado um aumento dos novos empréstimos cujo prazo foi superior a um ano, registando-se, contudo, uma ligeira redução do prazo médio dos novos empréstimos bancários concedidos a SNF. É de notar que a taxa de juro subjacente a estas operações continua em valores mínimos em termos históricos, com o diferencial face à área do euro a manter-se inalterado, face ao observado no final de 2018.

Nos últimos anos, tem-se vindo a observar um aumento do peso dos setores da construção e atividades imobiliárias e das indústrias no fluxo de novos empréstimos bancários concedidos a SNF (Gráfico I.3.24).

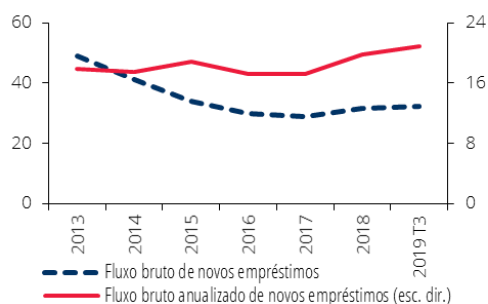
em fim de período corrigidas de reclassificações, abatimentos ao ativo, reavaliações cambiais e de preço e, quando relevante, ajustados do efeito de operações de titularização e vendas.

⁸² Com exceção do crédito concedido ao setor do comércio, alojamento e restauração que, em junho de 2019, se reduziu 4,6%, após um crescimento de 2,5% em dezembro de 2018.

⁸³ O fluxo bruto anualizado de cada novo empréstimo foi obtido multiplicando o montante do empréstimo, caso este tenha um prazo inferior a um ano, pelo respetivo prazo anualizado (quociente entre o número de dias do empréstimo e 365).

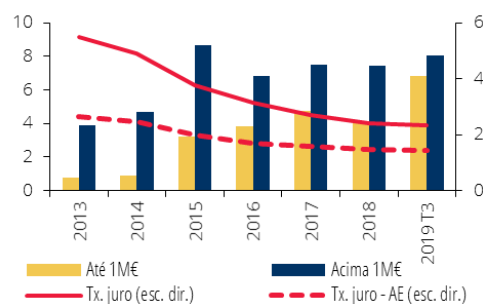
Face ao conjunto do ano de 2018, observou-se um aumento da proporção de novos empréstimos a empresas de menor risco e uma diminuição no peso dos novos fluxos a empresas de maior risco (Secção 4.4).

Gráfico I.3.22 • Fluxo bruto anualizado de novos empréstimos bancários a SNF
| Em mil milhões de euros



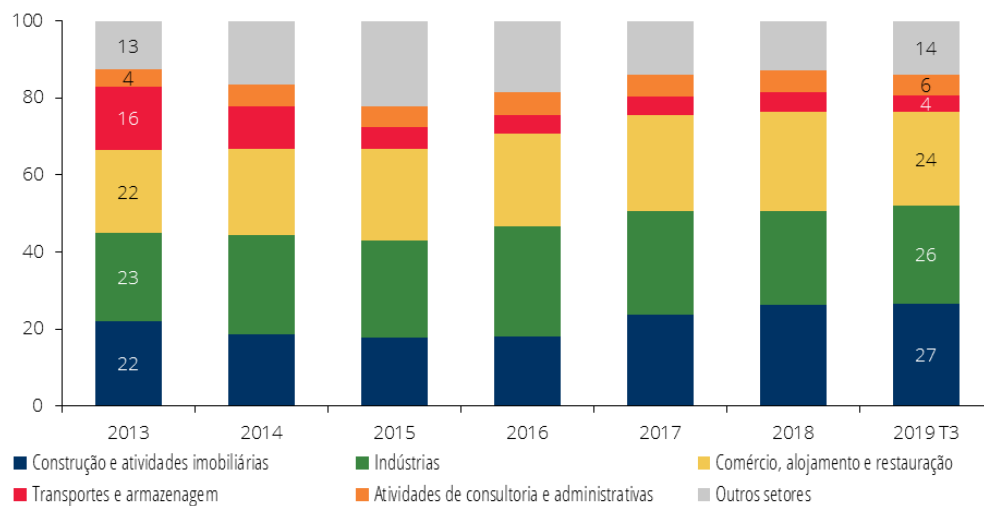
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os montantes respeitantes ao terceiro trimestre de 2019 consideram o ano acabado no trimestre. O fluxo bruto anualizado de cada operação foi obtido multiplicando o montante do empréstimo, caso este tenha um prazo inferior a um ano, pelo respetivo prazo anualizado (quociente entre o número de dias do empréstimo e 365).

Gráfico I.3.23 • Fluxo bruto anualizado de novos empréstimos bancários a SNF com prazo de fixação inicial da taxa de juro superior a 1 ano
| Em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e BCE. | Notas: Os montantes respeitantes ao terceiro trimestre de 2019 consideram o ano acabado no trimestre. As barras ilustram a percentagem das novas operações cujo prazo de fixação inicial da taxa de juro é superior a 1 ano. As taxas de juro correspondem à média anual das novas operações de empréstimos. AE – área do euro.

Gráfico I.3.24 • Novos empréstimos bancários concedidos a SNF | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Encontra-se ilustrado o fluxo anualizado de novos empréstimos bancários concedido a cada setor em percentagem do fluxo anualizado total de novos empréstimos bancários. Foram desconsideradas as operações associadas a empresas identificadas como atividades de serviços financeiros e de sedes sociais, atividades das famílias e organismos internacionais e empresas da administração pública. Nenhum dos setores considerados em “Outros setores” apresentou um peso superior aos setores identificados no gráfico.

A rendibilidade das SNF reduziu-se, ligeiramente, no primeiro semestre de 2019, mantendo-se, porém, em níveis elevados em termos históricos

No primeiro semestre de 2019, o rácio de rendibilidade das SNF⁸⁴ registou uma ligeira diminuição em relação ao observado em 2018, permanecendo, contudo, num nível elevado em termos históricos⁸⁵ (Gráfico I.3.25). Esta diminuição foi mais evidente nas grandes empresas e nos setores da eletricidade, gás e água e das indústrias (transformadora e extrativa). Após uma recuperação da rendibilidade empresarial, observou-se uma desaceleração do excedente bruto de exploração nos últimos anos em Portugal e na média da área do euro (Gráfico I.3.26). No primeiro semestre de 2019, em Portugal, o excedente bruto de exploração reduziu-se ligeiramente, enquanto na maioria dos países da área do euro este continuou a crescer, mas a um ritmo menor do que nos últimos dois anos.

Gráfico I.3.25 • Rácio de rendibilidade das SNF, por dimensão | Em percentagem

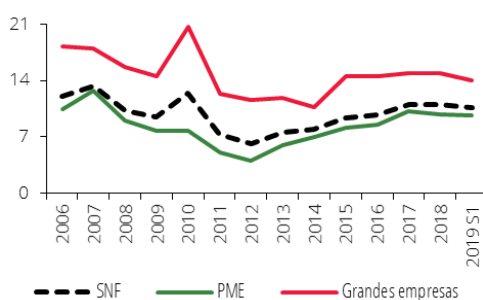
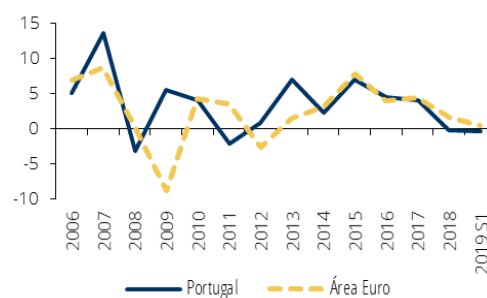


Gráfico I.3.26 • Taxa de variação homóloga do excedente bruto de exploração | Em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e Eurostat. | Notas: O rácio de rendibilidade é definido como o quociente entre o EBITDA (resultado antes de depreciações e amortizações, juros suportados e impostos) e os capitais próprios mais financiamentos obtidos (informação das estatísticas das empresas não financeiras da central de balanços). As observações do primeiro semestre de 2019 correspondem ao ano terminado no semestre.

A redução do rácio de endividamento das SNF no primeiro semestre de 2019 refletiu um aumento nominal da dívida inferior ao do PIB

No primeiro semestre de 2019, o rácio de endividamento das SNF⁸⁶, em percentagem do PIB, reduziu-se em cerca de 1 pp face ao final de 2018, para 94% (Gráfico I.3.27). Esta evolução refletiu

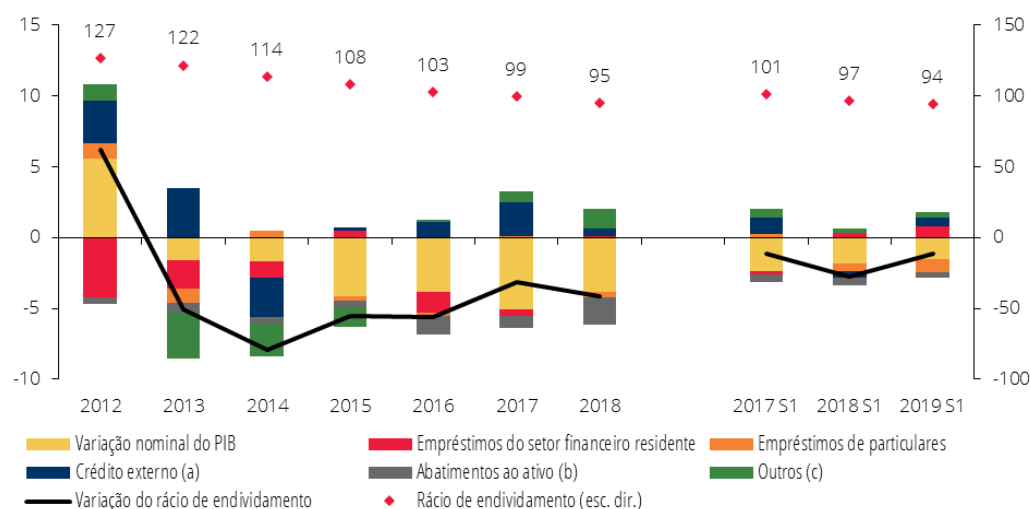
⁸⁴ O rácio de rendibilidade é definido como o quociente entre o EBITDA (resultado antes de depreciações e amortizações, juros suportados e impostos) e os capitais próprios acrescidos dos financiamentos obtidos. Os financiamentos obtidos incluem empréstimos de instituições financeiras, de participantes e participadas e títulos de dívida emitidos.

⁸⁵ A primeira observação das séries dos indicadores da Central de Balanços corresponde a dezembro de 2006.

⁸⁶ Rácio entre a dívida total das SNF (que inclui dívida financeira - títulos de dívida e empréstimos - e créditos comerciais) e o PIB.

o crescimento do PIB nominal (contributo de -1,5 pp), tendo a dívida aumentado 0,4%. Este aumento teve subjacente uma amortização de empréstimos junto de particulares (contributo de -1,0 pp) e, em contrapartida, um aumento dos empréstimos do setor financeiro residente e do crédito de não residentes. Pese embora a redução muito significativa observada ao longo dos últimos anos, o valor atual do rácio entre a dívida total e o PIB continua a ser elevado no contexto europeu, constituindo uma vulnerabilidade do ponto de vista de estabilidade financeira (Caixa 3, em particular o Gráfico C.3.2).

Gráfico I.3.27 • Contributos para a variação do rácio de endividamento das SNF
| Em percentagem do PIB



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

No primeiro semestre de 2019, observou-se um fluxo líquido positivo de dívida financeira das SNF (1,3% do PIB), o que já se tinha registado no final de 2018. Esta evolução refletiu o fluxo líquido positivo de crédito concedido pelo setor financeiro residente (2,0% do PIB) e por não residentes (1,3% do PIB), contrastando, este último, com a amortização líquida observada no primeiro semestre de 2018. Em sentido contrário, observou-se uma amortização de dívida financeira junto dos particulares (2,0% do PIB).

A manutenção de taxas de juro em níveis baixos tende a repercutir-se favoravelmente sobre o serviço da dívida, mitigando o impacto do abrandamento económico sobre a situação financeira das empresas. O rácio de cobertura de gastos de financiamento⁸⁷ das SNF portuguesas manteve-se inalterado em relação a 2018 (7,1). Não obstante, observou-se uma ligeira redução deste rácio nos setores das indústrias e eletricidade, gás e água (Gráfico I.3.28).

⁸⁷ Definido como o quociente entre EBITDA e gastos de financiamento. Uma empresa é identificada como estando em vulnerabilidade se o rácio for inferior a 2.

A redução das taxas de juro, em simultâneo com o aumento dos resultados operacionais das empresas no período pós crise económica e financeira, contribuiu para a redução da vulnerabilidade financeira das empresas, medida através do rácio de cobertura de gastos de financiamento, que apresenta níveis superiores aos observados em 2010 e 2012 (Gráfico I.3.29). Esta evolução é transversal à generalidade dos setores de atividade e às diferentes dimensões de empresa. Contudo, em comparação com o ano de 2010 (ano que antecedeu o PAEF), o aumento observado nas grandes empresas foi menos significativo, existindo ainda uma proporção de dívida financeira destas empresas associada a valores do rácio de cobertura de gastos de financiamento próximos de 2.⁸⁸

O aumento da detenção de ativos líquidos, referido anteriormente, e as condições de financiamento favoráveis têm contribuído para mitigar a vulnerabilidade associada à ainda elevada dívida deste setor institucional. Não obstante, num contexto de uma menor capacidade de geração de resultados por parte das empresas, designadamente num contexto de abrandamento económico, e/ou aumento dos custos de financiamento, empresas mais alavancadas terão uma maior dificuldade em cumprir o serviço da dívida.

Gráfico I.3.28 • Rácio de cobertura de gastos de financiamento | Em número de vezes

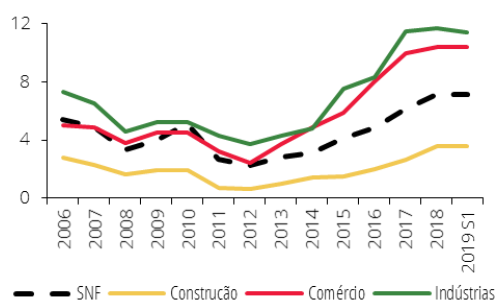
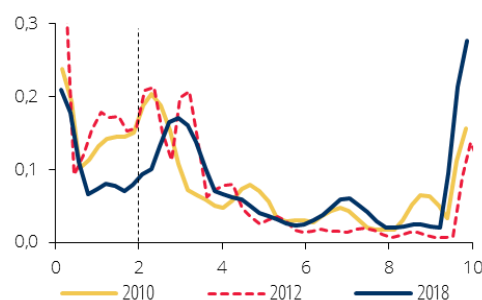


Gráfico I.3.29 • Distribuição do rácio de cobertura de gastos de financiamento | Em densidade



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O rácio de cobertura de gastos de financiamento corresponde ao quociente entre EBITDA e gastos de financiamento. Na distribuição deste rácio (gráfico da direita), as empresas com um rácio superior a 10 foram consideradas como tendo um rácio igual a 10. Para as SNF que apresentaram EBITDA negativo, considerou-se um rácio igual a 0. Os valores de densidade foram ponderados pelo montante de dívida financeira de cada empresa.

Apesar da melhoria da capitalização das empresas ter continuado a contribuir para a redução do rácio de alavancagem, o atual contexto torna premente a continuação deste processo

No primeiro semestre de 2019, e face ao final de 2018, o rácio de alavancagem, definido como o quociente entre financiamentos obtidos e capitais próprios, aumentou 3 pp nas grandes

⁸⁸ Considerando a distribuição do rácio de cobertura de gastos de financiamento, observa-se em 2018, e face a 2010, uma redução do peso da dívida financeira das grandes empresas com rácio inferior a 2 no total de dívida das grandes empresas (de 13% para 7%) e um aumento da proporção da dívida financeira nas grandes empresas com rácio superior a 2 e inferior a 4 (de 34% para 40%). Por oposição, e no mesmo período, o peso da dívida financeira das PME com rácio inferior a 2 diminuiu no total de dívida das PME (de 53% para 42%), algo que também ocorreu para as PME com rácio superior a 2 e inferior a 4 (19% para 16%).

empresas, para 102%, enquanto as PME apresentaram uma redução deste rácio de 5 pp, para 92% (Gráfico I.3.30).

O rácio entre dívida e capital continuou a reduzir-se no semestre em análise, em resultado da emissão líquida de ações e outras participações no capital e do maior valor de mercado de ações e outras participações já existentes, refletindo, entre outros, a incorporação de resultados das empresas (Gráfico I.3.31). O fluxo positivo de capital aumentou, sobretudo, em resultado da emissão líquida de ações não cotadas e outras participações, adquiridas pelo setor financeiro residente, em particular por outros intermediários financeiros e auxiliares financeiros, e por não residentes (1,9% e 1,6% do PIB, respetivamente). Observa-se, porém, uma desaceleração deste tipo de transações com o exterior em relação ao semestre homólogo do ano anterior. Apesar da aproximação ao valor médio da área do euro, no final de 2018 as SNF portuguesas continuavam a apresentar um dos valores mais elevados deste rácio no contexto da área do euro (Caixa 3, em particular o Gráfico C.3.12).

No primeiro semestre de 2019, o aumento da capitalização das SNF refletiu-se num aumento do rácio de autonomia financeira das SNF portuguesas, definido como o rácio entre o capital próprio e o ativo, para 38% (mais 0,8 pp em relação a junho de 2018). Esta evolução foi transversal à generalidade dos setores de atividade e por dimensão de empresa, com destaque para o aumento registado nas PME e nos setores dos transportes e armazenagem e da eletricidade, gás e água.

Apesar destes desenvolvimentos positivos, a redução da rendibilidade das SNF tem ocorrido a par do abrandamento económico. Num contexto externo de grande incerteza (Secção 1.1), uma potencial redução mais acentuada da procura, mesmo num contexto de baixas taxas de juro, deverá traduzir-se numa menor capacidade de geração de resultados por parte das empresas, com impacto negativo sobre a capacidade de servir a dívida de algumas empresas. Este contexto torna premente o reforço dos capitais próprios na estrutura de financiamento das SNF, designadamente através de retenção de resultados, e a continuação do processo de desalavancagem das empresas mais endividadas, permitindo que estas empresas transitem para posições mais sustentáveis.

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

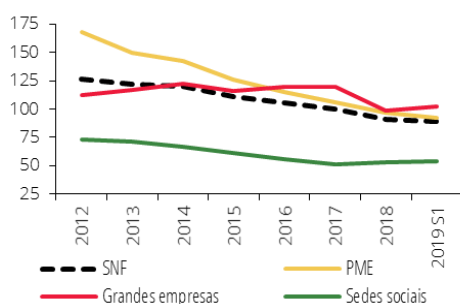
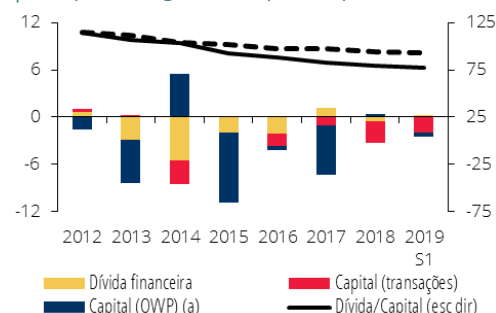


Gráfico I.3.31 • Evolução do rácio entre dívida e capital e respetivos contributos | Em percentagem e em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O rácio de alavancagem é definido como o quociente entre os financiamentos obtidos e os capitais próprios (informação das estatísticas das empresas não financeiras da Central de Balanços). O rácio entre dívida e capital corresponde ao quociente entre a dívida financeira e o montante de ações e outras participações (valores apurados com base nas contas financeiras). A linha a tracejado ilustra o rácio expurgado de variações de valor. Para expurgar o impacto das flutuações de valor do *stock* de ações e outras participações no capital das SNF, considerou-se o valor de mercado de 2012 a partir do qual se acumularam as transações relativas a este instrumento registadas em cada ano. (a) OWP corresponde a Outras Variações de Volume e de Preço.

4 Sistema bancário

No primeiro semestre de 2019, assistiu-se a um aumento da rentabilidade do sistema bancário português. Para este aumento concorreram, por um lado, fatores de natureza estrutural, como sejam os esforços de promoção de eficiência do setor e, por outro, desenvolvimentos de cariz, em parte, conjuntural, entre os quais se destaca a redução do custo com provisões e imparidades. Contudo, o potencial de abrandamento económico mais pronunciado nos próximos anos, aliado a níveis de endividamento ainda elevados e à manutenção de um baixo nível de taxas de juro, gera desafios significativos para o setor.

Os bancos devem aproveitar as condições económicas favoráveis para continuar a reduzir os ativos não produtivos, em linha com as orientações e planos de redução de ativos não produtivos submetidos às autoridades de supervisão, num contexto mais exigente, designadamente a nível da constituição de provisões para fins prudenciais. Apesar do progresso alcançado desde 2016, o rácio de empréstimos *non-performing* (NPL) líquido de imparidades continua a ser um dos mais elevados no quadro europeu.

Os desafios colocados à geração de resultados, numa economia com um nível de endividamento ainda elevado, tornam ainda mais imperativa a adoção de um *pricing* adequado às diversas classes de ativos, bem como o controlo atempado da qualidade creditícia dos mutuários, de forma a evitar comportamentos desajustados de *search-for-yield* e a salvaguardar a solvabilidade do sistema bancário em todo o horizonte temporal das operações.

A evidência disponível continua a apontar para que os novos empréstimos concedidos a SNF estejam largamente associados a classes de risco mais baixo, bem como para uma política de concessão de crédito com maior diferenciação de *spreads* por perfil de risco das SNF, face ao observado antes da crise. Adicionalmente, as instituições têm convergido as suas práticas de concessão de crédito a particulares em linha com o previsto na Recomendação macroprudencial do Banco de Portugal. Contudo, a sobrevalorização no mercado imobiliário residencial, em especial em algumas áreas geográficas e segmentos de mercado, aconselha igualmente a alguma prudência na definição dos critérios de concessão de crédito por parte dos bancos, nomeadamente, num quadro de redução das já baixas taxas de juro das novas operações de crédito à habitação. Em 2018, não se observou uma diferenciação muito significativa no *spread* dos novos empréstimos à habitação por nível de risco do mutuário, quando considerada uma decomposição simples de *Loan-to-Value* e *Loan-service-to-income*.

Neste enquadramento, os esforços por parte das instituições com vista à melhoria da eficiência através da contenção dos custos operacionais devem prosseguir, nomeadamente através de investimento em digitalização, não comprometendo, porém, uma adequada avaliação e controlo dos riscos financeiros e 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.

Num quadro de melhoria da posição de liquidez, observa-se igualmente um aumento da exposição do setor bancário português em títulos de dívida pública de emitentes da área do euro, em particular a dívida pública portuguesa. A detenção destes ativos permite cumprir os mínimos regulamentares do rácio de cobertura de liquidez e reduzir o ponderador médio de risco. Contudo, tendo presente que estes ativos se encontram maioritariamente avaliados a justo valor com impacto no capital próprio, o sistema bancário fica mais exposto à volatilidade associada ao risco de mercado. Desta forma, não obstante o tratamento regulamentar mais favorável desta exposição, é fundamental que os bancos detenham *buffers* de capital adequados à eventual materialização deste risco, que pode ainda ser mitigado através da adoção de medidas de

cobertura. Ganha, assim, importância acrescida a continuação da geração orgânica de capital num quadro de recuperação da rentabilidade.

4.1 Rentabilidade

No primeiro semestre de 2019, a rentabilidade aumentou, suportada, em especial, pela redução de provisões e imparidades

Após um período prolongado de resultados negativos, o sistema bancário português prosseguiu no primeiro semestre de 2019 a tendência recente de recuperação da rentabilidade⁸⁹ (Gráfico I.4.1). A rentabilidade do ativo (no acrónimo inglês, ROA) aumentou 0,12 pp face ao primeiro semestre de 2018, para 0,84%, refletindo uma melhoria dos lucros da generalidade das instituições. A rentabilidade do capital próprio (no acrónimo inglês, ROE) aumentou 1,5 pp, para 9,2%, em virtude de um aumento dos resultados, dado que a alavancagem⁹⁰ permaneceu inalterada. Os resultados após impostos permaneceram estáveis face ao período homólogo, devido a um aumento de impostos.

Gráfico I.4.1 • ROA | Em percentagem do ativo médio

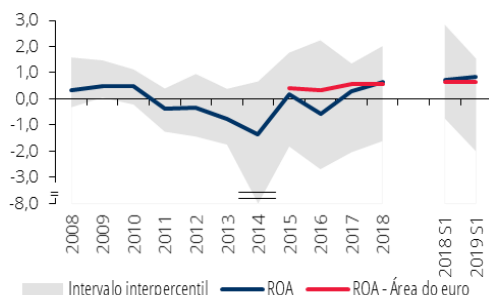
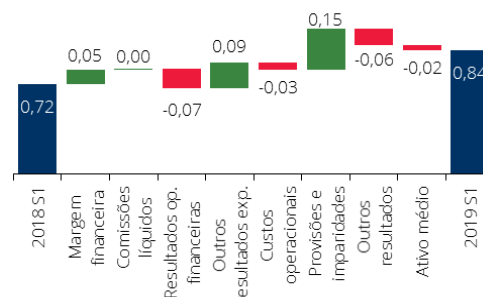


Gráfico I.4.2 • ROA – Nível e contributo para a variação | Em percentagem e pontos percentuais do ativo médio



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

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: As barras azuis dizem respeito ao ROA. As restantes barras correspondem a contributos para a variação do ROA. Valores anualizados.

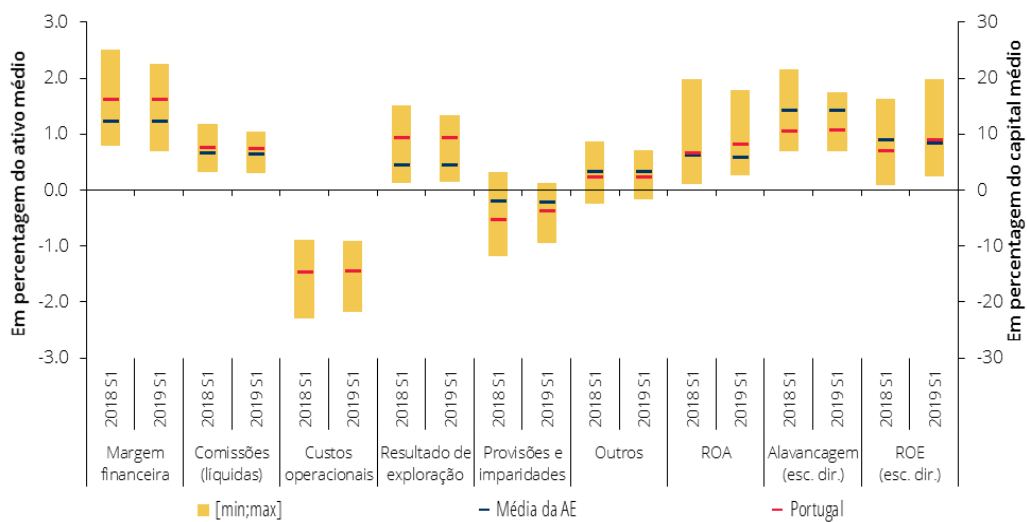
⁸⁹ A rentabilidade do ativo (ROA) e a rentabilidade do capital próprio (ROE) correspondem aos rácios entre os resultados antes de impostos anualizados e o ativo médio e o capital próprio médio, respetivamente.

⁹⁰ Alavancagem medida como o rácio entre o ativo e o capital próprio.

No primeiro semestre de 2019, a evolução do ROA refletiu, em especial, a redução das provisões e imparidades líquidas de reversões e, em menor grau, o aumento dos outros resultados de exploração e da margem financeira, num contexto, em que se observa um aumento do ativo médio em 2,5%, após um período prolongado de redução (Gráfico I.4.2). O aumento da rentabilidade foi atenuado, entre outros fatores, por uma diminuição dos resultados de operações financeiras.

No primeiro semestre de 2019, a rentabilidade do ativo do sistema bancário português situou-se acima da média da área do euro (Gráfico I.4.3). Face ao semestre homólogo, esta posição melhorou tanto em resultado da supramencionada melhoria da rentabilidade do sistema bancário português, bem como de uma ligeira deterioração dos resultados da média da área do euro. Esta melhoria foi resultado do aumento da margem financeira e da redução das provisões e imparidades do sistema bancário português, bem como de uma ligeira diminuição da margem financeira e um ligeiro aumento das provisões e imparidades da média da área do euro. O sistema bancário português apresenta um menor nível de alavancagem e um ROE ligeiramente acima da média da área do euro. Assinale-se, todavia, que o ainda elevado *stock* de empréstimos *non-performing* de alguns bancos portugueses sugere que o reconhecimento de perdas por imparidade deverá prosseguir no futuro próximo, apesar da redução acentuada observada nos últimos anos.

Gráfico I.4.3 • ROA, ROE e alavancagem – comparação internacional



Fontes: Banco de Portugal (cálculos internos) e Banco Central Europeu (*Consolidated Banking Data*). | Notas: As rubricas margem financeira, comissões (líquidas), custos operacionais, resultado de exploração, provisões e imparidades e outros representam os contributos destas para o ROA. A componente Outros inclui *goodwill* negativo, apropriação de resultados de filiais, *joint-ventures* e associadas e resultados de ativos não correntes classificados como detidos para venda e não qualificados como operações descontinuadas. Valores anualizados.

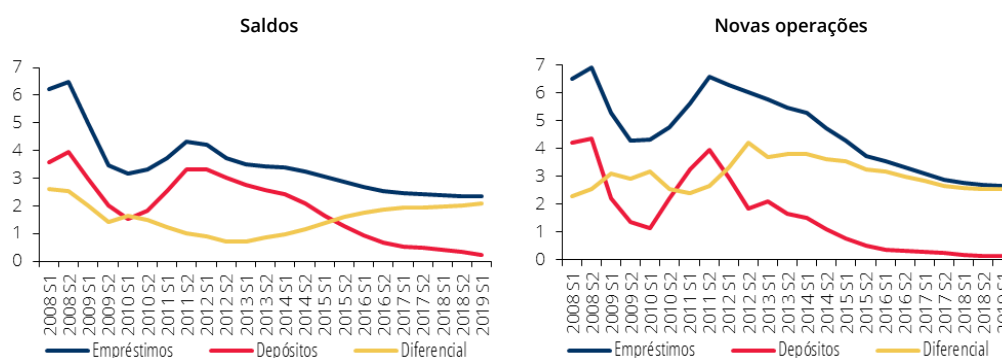
O resultado de exploração permaneceu estável em percentagem do ativo médio

O aumento do resultado de exploração⁹¹ foi semelhante ao do ativo médio, tendo o contributo para a rentabilidade do ativo permanecido, assim, estável face ao semestre homólogo de 2018, cifrando-se em 0,95% do ativo médio. A evolução do resultado de exploração resulta de um aumento da margem financeira, tendo sido atenuada pela subida dos custos operacionais, num quadro de estabilização dos rendimentos de comissões líquidas.

O aumento de 3,4% na margem financeira deveu-se, principalmente, a uma diminuição da taxa de juro implícita no passivo, superior à diminuição observada da taxa de juro implícita no ativo, em linha com o observado na atividade doméstica (Gráfico I.4.4). A diminuição da taxa de juro implícita do passivo decorreu, principalmente, de uma redução da taxa implícita dos depósitos de particulares. As taxas de juro associadas às novas operações com o setor privado não financeiro permaneceram relativamente estáveis, apresentando um diferencial implícito ligeiramente superior ao observado nos saldos (Gráfico I.4.4). Observa-se uma tendência de estabilização do diferencial entre as taxas de juro ativa e passivas, tanto nas novas operações, como nos saldos. Adicionalmente, embora em menor grau, o aumento da margem financeira beneficiou também do aumento da carteira de dívida pública (efeito quantidade), apesar da diminuição da respetiva taxa implícita (efeito preço).

De facto, num ambiente de baixas taxas de juro e a situação de liquidez abundante das instituições, tem-se assistido ao aumento da detenção de títulos de dívida pública, com um contributo positivo para a margem financeira. É, contudo, importante ter em conta os riscos associados a um elevado nível de concentração a estes ativos, nomeadamente ao seu potencial impacto em capital (Secções 1.1 e 4.3).

Gráfico I.4.4 • Taxas de juro de empréstimos e depósitos com o setor privado não financeiro – Atividade doméstica | Em percentagem



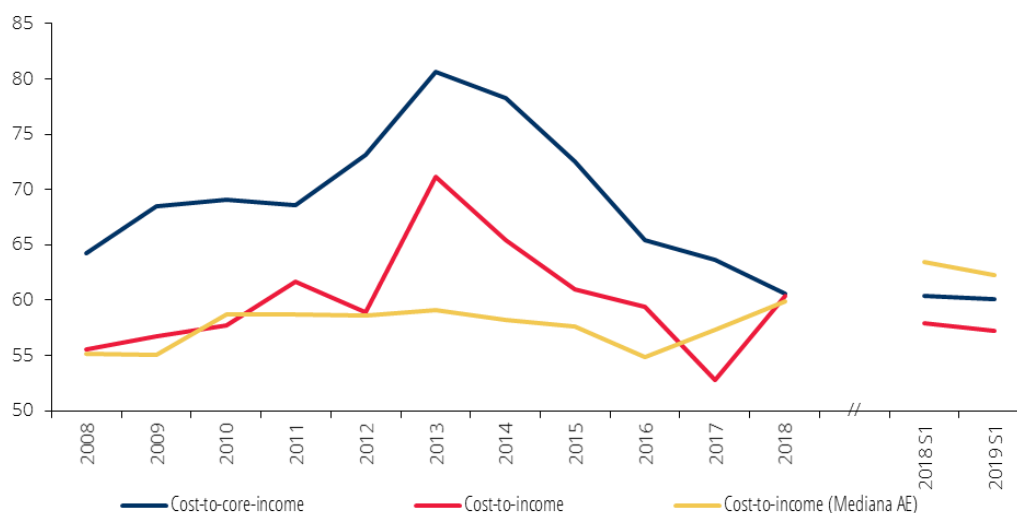
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O setor privado não financeiro inclui SNF e particulares. Taxas médias anuais ponderadas pelos seus respetivos montantes. As séries referem-se ao reporte em base individual das outras instituições financeiras monetárias residentes em Portugal.

⁹¹ O resultado de exploração é definido pelo agregado da margem financeira e das comissões líquidas deduzido dos custos operacionais.

Os custos operacionais aumentaram 1,9% face ao período homólogo, no primeiro semestre de 2019. Esta evolução refletiu, principalmente, o aumento das amortizações e, em menor grau, dos custos com o pessoal. Apesar deste aumento dos custos, o contributo destes para o ROA continua a ser um dos mais baixos da última década. Este desenvolvimento reflete o esforço de racionalização de estrutura e de otimização de custos que as principais instituições do sistema têm efetuado nos últimos anos. Como referido anteriormente, este esforço não pode, no entanto, descurar uma adequada avaliação e controlo dos riscos, bem como a continuação dos investimentos necessários para a digitalização da atividade bancária.

A eficiência do sistema bancário, medida pelo rácio *cost-to-income*⁹², aumentou, dada uma maior subida do produto bancário face aos custos (Gráfico I.4.5). No primeiro semestre de 2019, o rácio *cost-to-income* cifrou-se em 57,2%, menos 0,8 pp do que no período homólogo, abaixo da mediana da área do euro. Esta diminuição do *cost-to-income* foi acompanhada por um aumento da heterogeneidade entre instituições, tendo as instituições com maior *cost-to-income* aumentado o rácio e as com menor rácio diminuído o mesmo.

Gráfico I.4.5 • Rácios *cost-to-income* e *cost-to-core-income* | Em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e Banco Central Europeu (*Consolidated Banking Data*). | Notas: O rácio *cost-to-income* corresponde ao rácio entre os custos operacionais e o produto bancário. O rácio *cost-to-core-income* corresponde ao rácio entre os custos operacionais e o somatório entre a margem financeira e as comissões líquidas. Valores anualizados.

Os outros resultados de exploração contribuíram para o aumento do ROA em 0,09 pp, em virtude da diminuição da componente de outros custos de exploração. Em sentido oposto, o aumento do ROA foi atenuado por uma diminuição dos resultados de operações financeiras, refletindo perdas associadas a instrumentos de capital, derivados e responsabilidades representadas por títulos, parcialmente compensadas por um aumento dos ganhos com títulos de dívida.

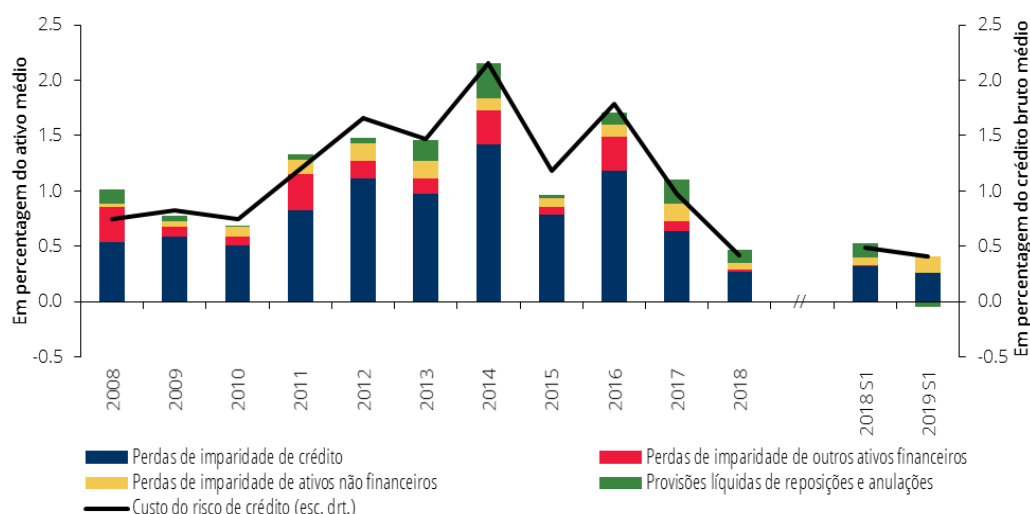
⁹² O rácio *cost-to-income* corresponde ao rácio entre os custos operacionais e o produto bancário.

Num quadro de redução dos empréstimos *non-performing*, observou-se uma redução do custo do risco de crédito

As provisões e imparidades líquidas de reversões registaram uma redução de 28%, tendo contribuído em 0,15 pp para o aumento do ROA (Gráfico I.4.6). Em particular, as provisões líquidas de reversões diminuíram acentuadamente, tendo-se observado durante o primeiro semestre uma reversão líquida de 88 milhões de euros. No mesmo sentido, as imparidades para ativos financeiros diminuíram cerca de 20%. Em sentido contrário, as imparidades relativas a ativos não financeiros aumentaram significativamente, representando, no primeiro semestre, 41% das provisões e imparidades líquidas de reversões.

As imparidades para crédito diminuíram 16% face ao semestre homólogo. Esta diminuição foi superior à diminuição do crédito bruto médio, pelo que o custo do risco de crédito⁹³ diminuiu, 0,07 pp, tendo-se situado em 0,41% (inferior ao observado antes da crise). A redução do custo do risco de crédito foi transversal às instituições do sistema, tendo sido maior nas instituições com um custo do risco mais elevado.

Gráfico I.4.6 • Provisões, imparidades e custo do risco de crédito



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.

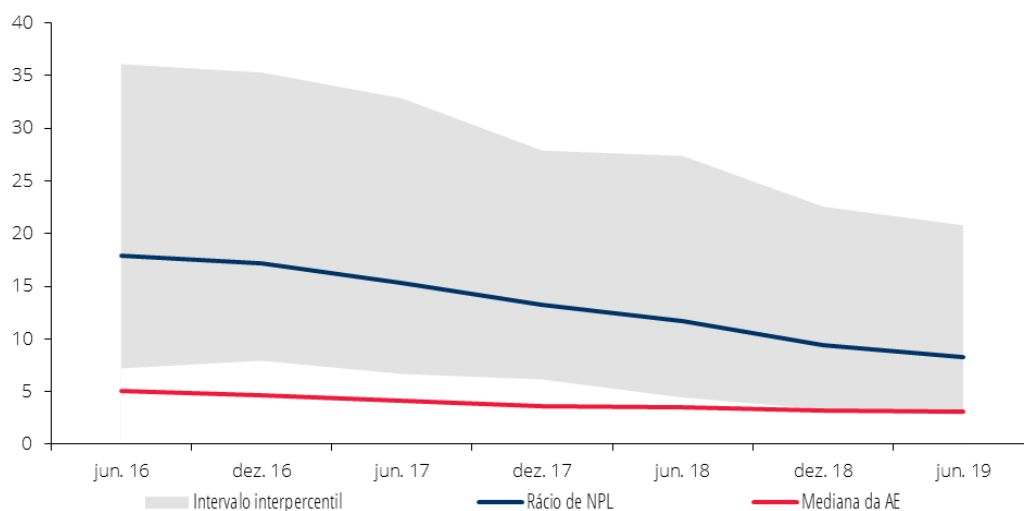
⁹³ O custo do risco de crédito corresponde ao fluxo das imparidades para crédito em percentagem do total do crédito bruto médio concedido a clientes.

4.2 Qualidade de ativos

No primeiro semestre de 2019, a melhoria do rácio de empréstimos *non-performing* (NPL) refletiu, essencialmente, o abatimento de empréstimos ao ativo e o aumento dos empréstimos *performing*

No primeiro semestre de 2019, o rácio de NPL manteve a trajetória decrescente iniciada em junho de 2016, situando-se em 8,3% em junho de 2019, o que corresponde a uma redução de 1,1 pp face a dezembro de 2018 e de 9,7 pp face a junho de 2016 (Gráfico I.4.7).

Gráfico I.4.7 • Rácio de NPL bruto | Em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e Banco Central Europeu (*Consolidated Banking Data*). | Notas: NPL na definição da EBA. O intervalo interpercentil foi obtido através da diferença entre o percentil 95 e 5 da distribuição do rácio de NPL bruto ponderada pelo ativo.

A melhoria do rácio de NPL tem refletido a redução do volume de empréstimos *non-performing* no balanço dos bancos, em linha com as orientações e planos de redução de ativos não produtivos submetidos às autoridades de supervisão e que têm vindo a ser implementados pelos bancos. A redução do rácio de NPL face ao seu máximo histórico é essencialmente determinada pela redução de empréstimos *non-performing*, de 50 mil milhões de euros em junho de 2016 para 23 mil milhões de euros em junho de 2019, decorrente do efeito conjugado de abatimentos ao ativo, vendas e curas, que contribuíram em 8,5 pp para a redução do rácio de NPL.

No primeiro semestre de 2019, a redução do rácio de NPL decorreu não apenas da redução dos empréstimos *non-performing*, proveniente, essencialmente, do abatimento de empréstimos ao ativo,

que representou um contributo de 0,5 pp para a redução do rácio, como também do aumento de 4,5% dos empréstimos *performing*⁹⁴ que, por sua vez, representou um contributo de 0,3 pp.

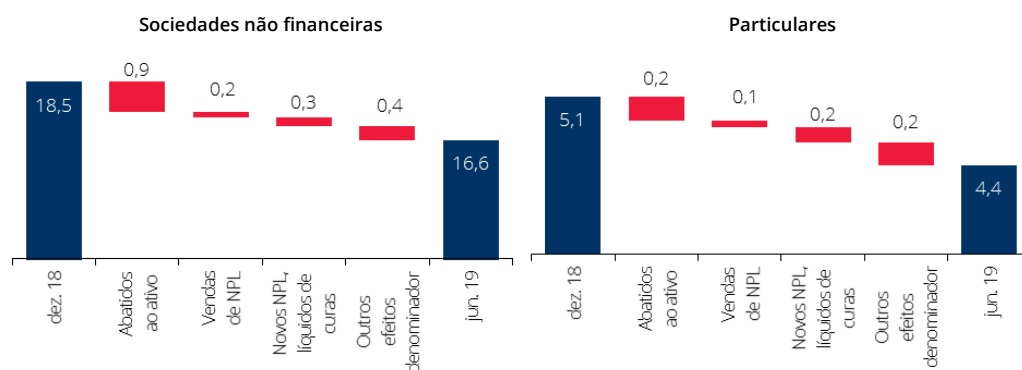
O contributo do abatimento de empréstimos ao ativo para a redução dos empréstimos *non-performing* assume maior relevância no primeiro semestre do ano, ao passo que existe um conjunto de operações, nomeadamente operações de vendas de crédito, que estarão refletidas nos valores referentes ao segundo semestre do ano. Apesar do abrandamento das vendas e das curas (líquidas de novos NPL), estas operações mantiveram um contributo positivo, embora menos expressivo, para a redução do rácio de NPL.

A redução do rácio de NPL foi transversal no setor bancário, tendo as instituições com um maior rácio registado uma diminuição mais acentuada, conduzindo a uma redução da heterogeneidade.

A queda do rácio de NPL observa-se num contexto em que o rácio de cobertura de NPL por imparidades se mantém relativamente estável, em torno de 52%. Tal acontece num semestre em que, como referido acima, os empréstimos abatidos ao ativo assumiram uma maior relevância para a redução dos NPL, empréstimos estes cuja expectativa de recuperação é bastante reduzida e que por isso se encontram cobertos por imparidades. Neutralizando o efeito do abatimento de empréstimos, o rácio de cobertura teria aumentando.

A redução do rácio de NPL foi generalizada aos diferentes setores institucionais, tendo tido maior expressão no segmento de empréstimos a SNF. Neste segmento, o rácio reduziu-se 1,8 pp no primeiro semestre de 2019, para 16,6%, em junho de 2019. Esta evolução esteve associada a um maior volume de abatimentos ao ativo, que contribuíram com 0,9 pp para a redução do rácio e, em menor escala, ao aumento dos ativos *performing* (contributo de 0,4 pp para a redução) (Gráfico I.4.8). O rácio de cobertura por imparidades neste segmento registou um ligeiro aumento, passando de 56,3% em dezembro de 2018, para 57,0%, em junho de 2019.

Gráfico I.4.8 • Determinantes do rácio de NPL | Em percentagem e pontos percentuais

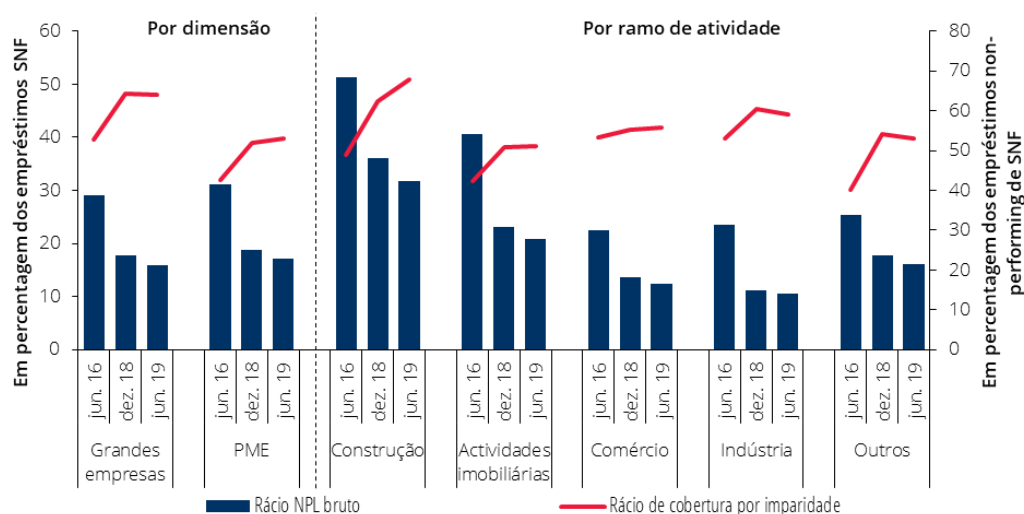


Fonte: Banco de Portugal (cálculos internos). | Notas: NPL na definição da EBA. As vendas de NPL incluem titularizações. A rubrica “novos NPL, líquidos de curas” reflete todas as entradas e saídas do segmento de NPL por outros motivos que não abatidos ao ativo, vendas e titularizações, designadamente,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

⁹⁴ Para a evolução dos empréstimos *performing*, contribuiu, em parte, o aumento da atividade internacional do BCP reflexo da dinâmica de crescimento da economia polaca e da aquisição do Euro Bank S.A.. Adicionalmente, a concretização da venda da operação de retalho do Deutsche Bank em Portugal ao ABANCA levou a uma reclassificação dos ativos adquiridos como atividade corrente do ABANCA, uma vez que, no início de 2018, tinham sido classificados como ativos não correntes disponíveis para venda no balanço do Deutsche Bank.

A redução do rácio de NPL das SNF, embora transversal aos diferentes setores de atividade, observou-se de forma mais significativa nos setores com maior rácio de NPL, em particular na construção e nas atividades imobiliárias, setores bastante afetados pela crise económica e financeira (Gráfico I.4.9). O rácio de NPL destes dois setores diminuiu cerca de 4 e 2 pp, respetivamente, no primeiro semestre do ano, e cerca de 20 pp em ambos os segmentos, desde junho de 2016. Relativamente ao rácio de cobertura por imparidades, os setores da construção e do comércio registaram um aumento deste rácio em cerca de 5 e 1 pp, respetivamente, tendo os restantes setores de atividade registado alguma estabilidade.

Gráfico I.4.9 • Evolução do rácio de NPL por dimensão e ramo de atividade das empresas



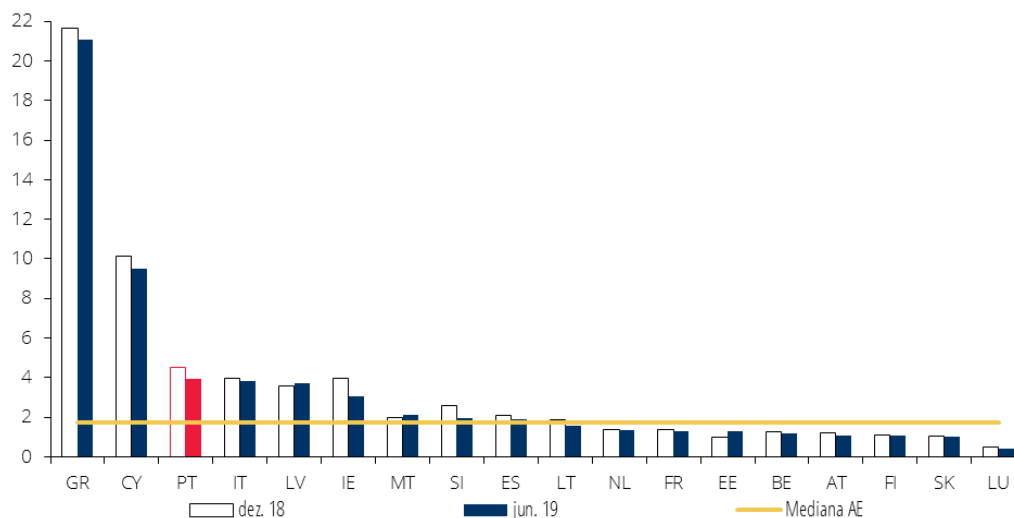
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: NPL na definição da EBA. O setor comércio corresponde ao agregado dos setores “comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos” e “alojamento, restauração e similares”. O setor indústria inclui as “indústrias transformadoras” e as “indústrias extrativas”. O setor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

Os rácios de NPL de pequenas e médias empresas (PME) e de empréstimos a grandes empresas apresentaram uma evolução similar, destacando-se uma diminuição maior do rácio de NPL nas PME face a junho de 2016. Ao nível do rácio de cobertura, observa-se uma estabilização no segmento das Grandes empresas e um aumento no segmento das PME.

No que se refere aos particulares, a redução do rácio de NPL no primeiro semestre de 2019 foi mais acentuada nos empréstimos para consumo e outros fins do que no segmento habitação (1,7 pp e 0,6 pp respetivamente). Porém, enquanto no segmento de consumo e outros fins a redução do rácio foi essencialmente determinada pelo aumento dos empréstimos *performing* (contributo de 1,2 pp para a redução do rácio), no segmento de habitação, o principal contributo esteve associado à redução dos empréstimos *non-performing* (contributo de 0,5 pp). O rácio de cobertura por imparidades dos NPL de particulares revelou alguma estabilidade no primeiro semestre do ano, situando-se em torno de 41%.

O rácio NPL líquido de imparidades reduziu-se 0,6 pp, situando-se em 4% (4,5% no final de 2018). Apesar do progresso significativo já alcançado, o sistema bancário português continua a apresentar um dos rácios mais elevado no quadro europeu, sendo superior em 2,2 pp à mediana da área do euro (Gráfico I.4.10). Assim, os bancos devem aproveitar as condições económicas favoráveis para continuar a reduzir os ativos *non-performing*, em linha com as orientações e planos de redução de ativos não produtivos submetidos às autoridades de supervisão, num contexto mais exigente, designadamente a nível da constituição de provisões para fins prudenciais (Caixa 4).

Gráfico I.4.10 • Evolução do rácio de NPL líquido por país | Em percentagem



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

4.3 Concentração de exposições

A exposição a títulos de dívida pública continuou a aumentar no primeiro semestre de 2019

O sistema bancário português caracteriza-se por uma elevada exposição a determinados setores, em particular ao setor público, imobiliário e financeiro.

Num contexto de elevada liquidez no setor bancário e de prolongamento do ambiente de taxas de juro muito baixas, observou-se, no primeiro semestre de 2019, um aumento da carteira de títulos de dívida pública, que passou a representar 16% do total do ativo, contribuindo em 1,1 pp para o crescimento de 3% do ativo total do sistema bancário. Na atividade doméstica⁹⁵, refira-se que o aumento da exposição a títulos de dívida pública decorreu do aumento da exposição ao soberano português, que representa 9% do ativo das outras instituições financeiras monetárias (OIFM), bem como a outros soberanos da área do euro, nomeadamente Espanha e Itália, que tendem a apresentar correlações significativas com os títulos portugueses (Gráfico I.4.11).

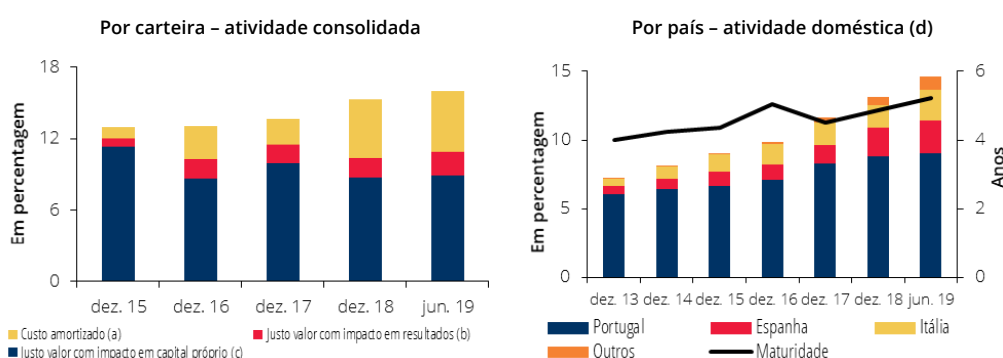
A modalidade dominante de gestão da carteira de dívida pública vem acentuar a exposição à volatilidade do risco de mercado, uma vez que, a componente avaliada a justo valor representa

⁹⁵ A carteira de títulos de dívida pública, na atividade doméstica, compreende os títulos de dívida pública detidos pelas instituições financeiras monetárias (exceto o banco central) residentes em Portugal, numa ótica de base individual. Esta carteira representa 92% da carteira do sistema bancário português em base consolidada.

10,9% do total do ativo e 68% do total de títulos de dívida pública (Gráfico I.4.11). No primeiro semestre de 2019, o aumento da maturidade residual média dos títulos de dívida pública em carteira dos bancos contribuiu ainda para uma maior sensibilidade a variações das *yields*. Refira-se, ainda, que cerca de 56% do total de dívida pública encontra-se registada ao justo valor através de outro rendimento integral com impacto direto em capitais próprios. Desde que os títulos permaneçam em balanço, este método de registo/avaliação permite que eventuais desvalorizações não tenham impacto imediato nos rácios de rentabilidade, embora tenham nos rácios de fundos próprios.

O impacto da materialização deste risco depende ainda da adoção de medidas de cobertura, devendo os bancos adequar a sua exposição a estes ativos em função dos respetivos *buffers* de capital, os quais deverão ser suficientes para acomodar o efeito de potenciais choques (Secção 1.1).

Gráfico I.4.11 • Títulos de dívida pública



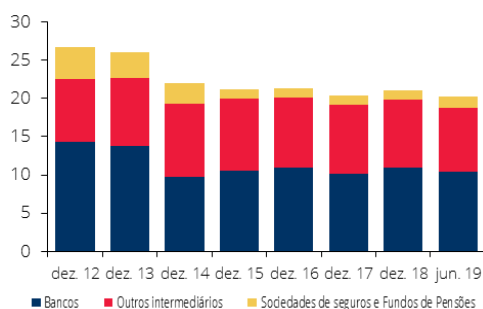
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: (a) Inclui os títulos contabilizado nas carteiras de investimentos detidos até à maturidade e de créditos e contas a receber (IAS39), bem como de custo amortizado (IFRS9); (b) Inclui os títulos contabilizado nas carteiras de detidos para a negociação e ao justo valor através de resultados (IAS39/IFRS9), bem como de ativos não negociáveis obrigatoriamente ao justo valor através dos resultados (IFRS9); (c) Inclui os títulos contabilizado nas carteiras de disponíveis para venda e (IAS39), bem como de ativos ao justo valor através de outro rendimento integral (IFRS9); (d) As séries referem-se ao reporte em base individual das outras instituições financeiras monetárias residentes em Portugal. A exposição por país encontra-se em percentagem do ativo das outras instituições financeiras monetárias.

No período pós-crise económica e financeira, as interligações no setor financeiro têm assumido uma relativa estabilidade com a exposição do sistema bancário a outras entidades do Setor Financeiro a assumir valores em torno de 20% do total de ativos financeiros (Gráfico I.4.12). A exposição intra-setorial no sistema financeiro encontra-se em níveis inferiores aos observados durante a crise económica e financeira, refletindo, *inter alia*, uma menor interligação com o setor segurador e uma redução da atividade intra-grupo. A existência de interligações diretas no setor financeiro nacional, num contexto de aumento da exposição a riscos comuns, em particular, ao risco soberano (interligações indiretas) poderá assumir um papel relevante na transmissão de choques, produzindo efeitos de contágio.

Apesar da ligeira redução observada desde 2016, os bancos portugueses continuam a concentrar uma parte significativa das suas exposições diretas e indiretas ao mercado imobiliário (Gráfico I.4.13), representando em junho de 2019 aproximadamente 37% do ativo total, dos quais 27 pp dizem respeito a empréstimos à habitação (exposição indireta). Face ao período anterior à crise, destaca-se a redução dos empréstimos a SNF do setor da construção e atividades imobiliárias. Embora, nos trimestres mais recentes, se observe sinais de sobrevalorização no imobiliário residencial em Portugal, a dinâmica observada não parece indicar que esta evolução tenha sido impulsionada, em larga medida, por crédito bancário interno (Secção 2.3). Para tal deverá ter contribuído a medida macroprudencial do Banco de Portugal sobre o novo crédito ao consumo e à habitação, sendo já visível uma recomposição das novas operações a favor de operações com

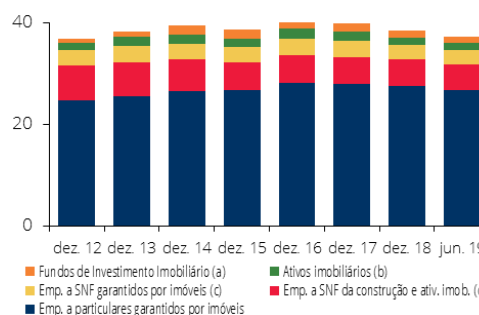
LTV entre 80% e 90%, em detrimento das operações com LTV superior a 90%, apesar do LTV médio permanecer em 75%. Adicionalmente, as novas operações com DSTI⁹⁶ superior a 60% diminuíram (Secção 1.2).

Gráfico I.4.12 • Exposição dos bancos ao setor financeiro | Em percentagem do ativo financeiro



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

Gráfico I.4.13 • Exposição ao setor imobiliário | Em percentagem do ativo



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

4.4 Critérios de concessão de crédito

De acordo com o BLS, os critérios de concessão de crédito permaneceram virtualmente inalterados nos primeiros nove meses de 2019

De acordo com os resultados do *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* (na sigla inglesa, BLS)⁹⁷, os critérios de concessão de crédito permaneceram virtualmente inalterados nos primeiros nove meses de 2019, face ao último trimestre de 2018, sendo que as instituições

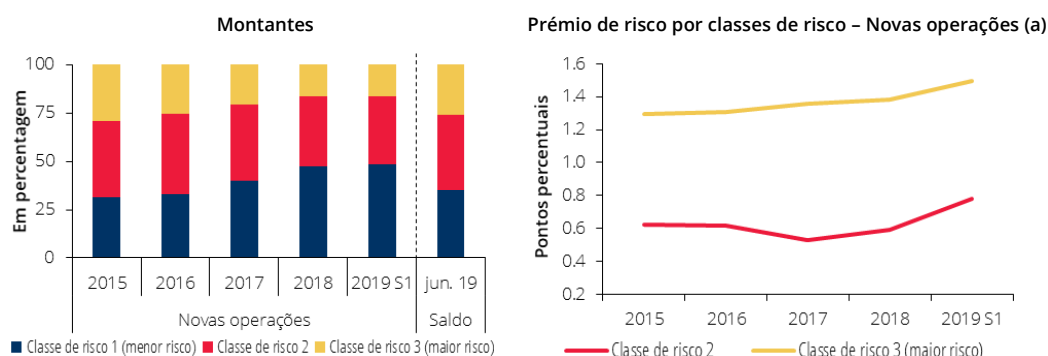
⁹⁶ Para efeitos de cálculo deste indicador, as prestações do novo contrato de crédito devem assumir-se constantes e deve ser considerado, para este contrato, o impacto de um aumento da taxa de juro, de acordo com o definido em Instrução do Banco de Portugal. No caso do(s) mutuário(s) em que a idade no termo previsto do contrato for superior a 70 anos e que não se encontre(m) já em situação de reforma deve ser considerada uma redução do rendimento de, pelo menos, 20% ponderada pelo rácio entre o número de anos de vigência do contrato em que a idade do(s) mutuário(s) é superior a 70 anos e a maturidade total do contrato. Para mais detalhes ver o Artigo 4.º da Recomendação.

⁹⁷ Edições de abril, julho e outubro de 2019 do *inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*, Banco de Portugal.

inquiridas não antecipam alterações na política de concessão até ao final do corrente ano. De acordo com a informação reportada pelas instituições, a procura de crédito, por parte das empresas, não se alterou de forma significativa nos primeiros nove meses do ano, ao passo que no que respeita à procura de crédito para habitação houve uma ligeira redução no primeiro trimestre do ano, e ligeiros aumentos nos dois trimestres seguintes. Por sua vez, a procura de crédito para consumo teve um ligeiro aumento no segundo trimestre de 2019, perspetivando-se um ligeiro aumento no último trimestre do ano.

Num quadro de aceleração dos empréstimos *performing* e de redução acentuada dos empréstimos *non-performing*, o crédito bancário⁹⁸ concedido a SNF pelos bancos residentes apresentou uma taxa de variação anual ajustada⁹⁹ (TVA) positiva (1,3%) ao longo do primeiro semestre de 2019, mas inferior à observada no final de 2018 (1,9%) (Secção 3.2.2). No mesmo sentido, as novas operações de empréstimos a SNF também desaceleraram no ano acabado no terceiro trimestre de 2019, registando um crescimento de 5,1%.

Gráfico I.4.14 • Empréstimos concedidos a SNF por classe de risco



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%. (a) Considera as novas operações de empréstimos concedidos pelos sete maiores grupos bancários a operar em Portugal.

Os novos empréstimos concedidos a SNF continuam associados principalmente à classe de risco mais baixa (classe 1), tendo a proporção de empréstimos concedidos às classes de risco mais elevado diminuído no primeiro semestre de 2019 face ao semestre anterior (Gráfico I.4.14). Nos anos mais recentes, as novas operações de empréstimo concedido a SNF de menor risco têm aumentado consideravelmente, enquanto as novas operações associadas a empresas de risco mais elevado têm diminuído. O peso das novas operações associadas ao risco mais baixo aumentou cerca de 17 pp, no primeiro semestre de 2019, face ao total das novas operações de 2015. Este aumento poderá refletir a alteração dos critérios de concessão de crédito, bem como, a evolução positiva do ciclo económico, com impacto na melhoria que, em parte, é de carácter

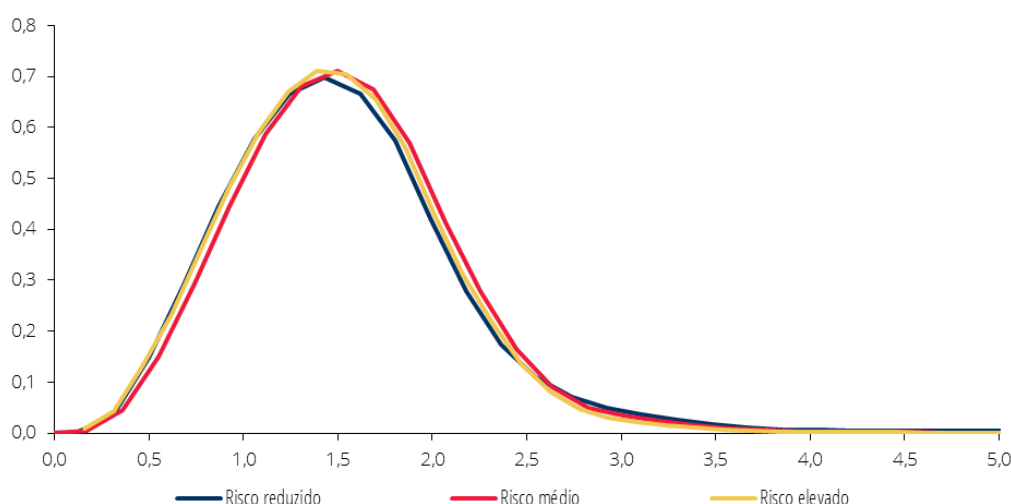
⁹⁸ Por crédito bancário entenda-se títulos de dívida e empréstimos.

⁹⁹ Taxa de variação anual ajustada de operações de titularização, reclassificações, abatimentos ao ativo e reavaliações cambiais e de preço e, quando relevante, ajustada do efeito de vendas de carteiras de crédito.

estrutural da situação das SNF, uma vez que se observou, neste período, uma transição das classes de risco mais elevadas para as classes de menor risco (Secção 3.2.2). Em particular, para o setor da construção e atividades imobiliárias, o peso das empresas de risco médio no fluxo de novas operações aumentou, por redução dos novos fluxos a empresas de risco inferior e superior. Apesar da evolução do fluxo bruto de novas operações por classe de risco, o saldo de empréstimos a SNF ainda apresenta uma composição por classe de risco com maior preponderância das classes de risco mais elevado.

Tendo como base os sete maiores grupos bancários, tem-se observado, em geral, um aumento da diferenciação dos *spreads* dos empréstimos a SNF de acordo com o risco de crédito ao longo dos últimos anos (Gráfico I.4.14). No primeiro semestre de 2019 assistiu-se a um aumento da diferenciação dos *spreads* de taxas de juro nos novos empréstimos a SNF de acordo com o risco de crédito associado às mesmas. Este aumento, face à classe 1 (risco baixo), foi maior na classe 2, observando-se um ligeiro decréscimo da diferenciação entre a classe 2 e a classe 3. Em termos absolutos, enquanto na classe 1 se observou uma estabilização do valor mediano do *spread*, este registou um aumento nas classes 2 e 3.

Gráfico I.4.15 • Distribuição empírica dos *spreads* em novos contratos à habitação em 2018, por nível de risco implícito | Em densidade



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O nível de risco implícito toma em consideração os valores de *Loan-service-to-income* (LSTI) e *Loan-to-value* (LTV) como forma de identificar o risco do mutuário. Risco reduzido: LSTI ≤ 15% e LTV ≤ 80%; Risco elevado: LSTI > 30% ou LTV > 90%; Risco intermédio: restantes casos.

A concessão de empréstimos a particulares pelos bancos residentes registou em junho de 2019 uma TVA de 0,7% (0,8% no final de 2018). A evolução observada refletiu uma desaceleração do crédito ao consumo e outro fins (de 6,9% para 5,5%). A TVA dos empréstimos concedidos para habitação continua a apresentar valores negativos (-0,4% face -0,6% em dezembro de 2018). No terceiro trimestre de 2019, as novas operações de empréstimo para habitação aumentaram 5,1% e para consumo aumentaram 11,6%. Em 2018, não se observou uma diferenciação muito significativa no *spread* dos novos empréstimos à habitação por nível de risco do mutuário, quando considerada uma decomposição simples de *Loan-to-Value* e *Loan-service-to-income* (Gráfico I.4.15) (Secção 3.2.1).

4.5 Liquidez e financiamento

A posição de liquidez do sistema bancário melhorou no primeiro semestre de 2019

No primeiro semestre de 2019, o rácio de cobertura de liquidez¹⁰⁰ (LCR, na sigla inglesa) aumentou 16 pp, cifrando-se em 212%, sendo um dos mais elevados da área do euro. Este desenvolvimento refletiu, essencialmente, o aumento da reserva de liquidez (i.e. dos ativos de elevada liquidez disponíveis).

À semelhança do observado nos últimos anos, a evolução da reserva de liquidez tem refletido o aumento da exposição a títulos de dívida pública¹⁰¹ (Secção 4.3). A importância crescente desta carteira permite que as instituições cumpram integralmente os requisitos mínimos do LCR somente com a detenção destes ativos.¹⁰² Note-se que os títulos de dívida emitidos por administrações públicas dos Estados-Membros da União Europeia são contabilizados na totalidade para o cálculo da reserva de liquidez, ao contrário de outros instrumentos, aos quais são aplicados *haircuts*.

O rácio de ativos onerados¹⁰³ diminuiu 1,3 pp face a dezembro 2018, tanto por uma diminuição dos ativos onerados, como por um aumento dos ativos e colaterais disponíveis para oneração. Assim, este rácio situou-se em 16,2% em junho de 2019. A oneração de ativos decorrente do financiamento de mercado tem diminuído, por contraponto de um aumento da oneração de ativos relativa ao financiamento junto do banco central (Secção 4.3), reduzindo potenciais canais de contágio associados à variação de valor do colateral.

Manutenção da trajetória crescente da importância dos depósitos de clientes no financiamento do ativo, num quadro de *phasing-in* das exigências regulatórias associadas ao MREL

¹⁰⁰ O rácio de cobertura de liquidez consiste no rácio entre os ativos líquidos disponíveis e as saídas líquidas de caixa calculadas num cenário adverso com duração de 30 dias (i.e. num cenário de uma saída significativa de fundos num período de 30 dias).

¹⁰¹ A componente dívida pública presente na reserva de liquidez é, essencialmente, constituída por títulos de dívida pública portuguesa.

¹⁰² Os determinantes para a detenção de dívida pública são analisados em Campos, M. et al (2019) "Sovereign exposures in the Portuguese banking system: determinants and dynamics", *Working Papers 2019*, Banco de Portugal.

¹⁰³ O rácio de ativos onerados mede a proporção do total do ativo (e do colateral recebido) que está a ser utilizada como colateral para a obtenção de liquidez. Para mais informações sobre indicadores para a avaliação do risco sistémico de liquidez ver o tema em destaque "Monitorização do risco sistémico de liquidez no sistema bancário português – alguns indicadores", *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2018.

No primeiro semestre de 2019 os depósitos de clientes continuaram a crescer (4% face ao final de 2018). Este aumento foi observado principalmente nos depósitos de particulares residentes e, em termos de tipologia de depósitos, nos depósitos à ordem. A trajetória crescente dos depósitos de clientes tem contribuído para uma diminuição do rácio de transformação¹⁰⁴. De facto, apesar do já mencionado aumento dos empréstimos a clientes líquidos de imparidades (Secção 4.2), o rácio de transformação diminuiu 0,8 pp no semestre, situando-se em 88,2%. Este nível é compatível com uma situação estrutural de liquidez abundante, que suscita desafios, associados, nomeadamente, ao quadro atual de taxas de juro muito reduzidas em todo o espectro de maturidades.

O financiamento junto de bancos centrais diminuiu cerca de 4% no primeiro semestre de 2019, tendo prosseguido a trajetória descendente observada desde 2012. No mesmo sentido, e continuando uma trajetória já observada desde 2009, o financiamento através de títulos de dívida continuou a diminuir, representando 3,8% do financiamento do ativo em junho de 2019, face a 25,4% em dezembro de 2009. Apesar desta redução, assinala-se que desde o início do ano foram efetuadas algumas emissões de títulos por parte das instituições, em particular de instrumentos de dívida elegíveis para o cumprimento de requisitos de capital e de MREL (Secção 2.2).

Nos próximos anos, a estrutura de financiamento dos bancos (e o respetivo custo médio) será condicionada, por um lado, pelo conjunto de medidas de política monetária adotadas pelo BCE (Secção 2.2), que visa facilitar a obtenção de financiamento de longo prazo junto do Eurosistema, e, por outro lado, pelo *phasing-in* das exigências regulatórias associadas ao MREL, que implicam a emissão em mercado de instrumentos elegíveis para o cumprimento deste requisito. No caso dos bancos portugueses, este enquadramento é conjugado com o já referido contexto de liquidez estrutural abundante.

4.6 Capital

A recuperação da rendibilidade e a política de distribuição de dividendos permitiu o reforço dos fundos próprios

No primeiro semestre de 2019, o sistema bancário português continuou a trajetória de reforço dos rácios de capital. O aumento do montante de fundos próprios (8,0%) superou o aumento dos ativos ponderados pelo risco (1,8%), permitindo assim atingir um rácio de fundos próprios totais¹⁰⁵ de 16,1%, 0,9 pp acima do registado no final de 2018 (Gráfico I.4.16).

O aumento dos fundos próprios resultou essencialmente da evolução dos fundos próprios principais de nível 1 (CET 1), que correspondem a cerca de 86% dos fundos próprios. O rácio CET 1¹⁰⁶ passou de 13,2% em dezembro de 2018 para 13,9% em junho de 2019, refletindo, em particular, a evolução das componentes de resultados retidos e de outro rendimento integral, que contribuíram em 0,7 pp e 0,2 pp respetivamente para a variação do rácio (Gráfico I.4.17).

¹⁰⁴ Rácio entre os empréstimos a clientes e os depósitos de clientes. Por clientes entendem-se particulares, sociedades não financeiras, administrações públicas e outras sociedades financeiras (exclui as instituições de crédito).

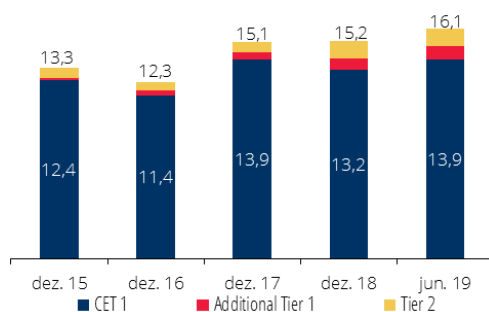
¹⁰⁵ Rácio entre os fundos próprios totais e os ativos ponderados pelo risco.

¹⁰⁶ O rácio CET 1 corresponde ao rácio entre os fundos próprios principais de nível 1 (Common Equity Tier 1) e os ativos ponderados pelo risco.

Adicionalmente, as já referidas emissões de títulos de dívida do primeiro semestre contribuíram para o aumento dos fundos próprios adicionais de nível 1 (AT1) e dos fundos próprios de nível 2 (T2).

No primeiro semestre de 2019, os resultados retidos evoluíram em linha com a rentabilidade do setor em 2018, refletindo o desfasamento que existe no reconhecimento de resultados positivos em fundos próprios, decorrente das disposições regulamentares (Secção 4.6 Capital, do *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho 2019). O outro rendimento integral contribuiu em 0,2 pp para o aumento do rácio de CET1, refletindo os ganhos com ativos financeiros avaliados a valor de mercado em cerca de 0,4 pp, parcialmente compensados pelas perdas atuariais associadas a fundos de pensões de benefício definido (-0,2 pp do rácio).

Gráfico I.4.16 • Rácios de fundos próprios
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: A soma dos três rácios corresponde ao rácio de fundos próprios totais, presente no topo das barras.

Gráfico I.4.17 • CET 1 – rácio e contributo para a variação
| Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal.

O aumento dos ativos ponderados pelo risco esteve associado essencialmente ao aumento das exposições de retalho e, em menor escala, das exposições a empresas e das exposições classificadas como de risco particularmente elevado¹⁰⁷. Adicionalmente, a redução de exposições em incumprimento, em cerca de 6%, contribuiu positivamente para a redução dos ativos ponderados pelo risco.

A evolução dos ativos ponderados pelo risco ocorreu num contexto em que o ativo total do sistema bancário aumentou 3% e a exposição a títulos de dívida pública¹⁰⁸ subiu cerca de 7%. Assim, apesar do aumento dos ativos ponderados pelo risco, o ponderador médio de risco¹⁰⁹ prosseguiu a tendência de decréscimo observada nos últimos anos, tendo diminuído 0,7 pp face a dezembro de 2018, para 53,7% (Gráfico I.4.18).

¹⁰⁷ Estas exposições têm um ponderador de risco de 150%.

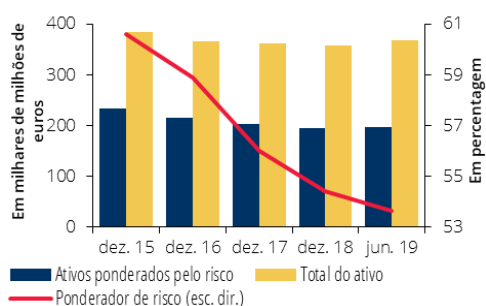
¹⁰⁸ Os títulos de dívida pública emitidos por países membros da área do euro, emitidos em moeda nacional, têm um ponderador de risco de zero.

¹⁰⁹ O ponderador médio de risco corresponde ao rácio entre os ativos ponderados pelo risco e o ativo total.

Dado o elevado ponderador médio de risco apresentado pelo sistema bancário português (Gráfico I.4.19), a imposição de um *Output Floor*, no âmbito das reformas de Basileia III, não constitui uma restrição ativa (Caixa 5).

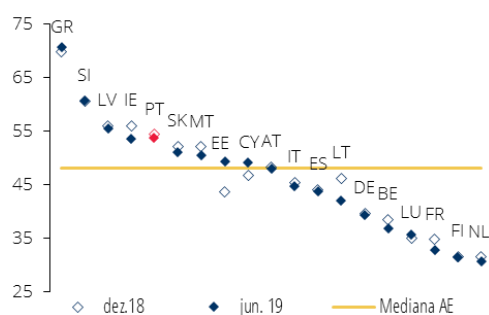
O rácio de alavancagem prudencial¹¹⁰ aumentou 0,4 pp, para 7,7%, refletindo o já referido aumento dos fundos próprios de nível 1, superior ao aumento da exposição total do sistema bancário. Este rácio encontra-se acima do mínimo de referência definido pelo Comité de Supervisão Bancária de Basileia (3%), o qual se tornará um requisito de cumprimento obrigatório a partir da data de início de aplicação do novo CRR (28 de junho de 2021).

Gráfico I.4.18 • Ponderador médio de risco – Contributos



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

Gráfico I.4.19 • Ponderador médio de risco – Comparação internacional | Em percentagem



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

¹¹⁰ O rácio de alavancagem prudencial corresponde ao rácio entre fundos próprios de nível 1 e a exposição total.

Caixa 1 • Avaliação dos mercados imobiliários residenciais conduzida pelo Comité Europeu do Risco Sistémico

As autoridades macroprudenciais europeias e nacionais acompanham atentamente os desenvolvimentos nos mercados imobiliários residenciais, dada a sua relevância e influência na riqueza em ativos reais das famílias e nos empréstimos concedidos pelo sistema bancário, para financiar a aquisição destes imóveis. Assim, este mercado constitui um importante elemento de interligação entre o sistema financeiro e o setor privado não financeiro, pelo que os desenvolvimentos no mercado imobiliário residencial podem representar uma fonte de risco sistémico.

De acordo com a evidência empírica, as crises financeiras que têm por base uma sobrevalorização no mercado da habitação, sobretudo quando esta sobrevalorização foi reforçada pela expansão do crédito, caracterizam-se por fases de recessão mais longas e com maiores perdas para a economia, por comparação com as recessões sem estas características.¹¹¹

Neste contexto, o Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS), em articulação com as autoridades macroprudenciais nacionais, iniciou, em 2018, uma nova avaliação dos riscos e vulnerabilidades associados aos mercados imobiliários residenciais, cujos resultados foram divulgados a 23 de setembro de 2019.¹¹² Esta avaliação é particularmente pertinente face aos desenvolvimentos mais recentes observados nestes mercados, caracterizados por um crescimento, quase generalizado a nível europeu, dos preços dos ativos imobiliários residenciais, embora com graus de intensidade diversa entre países e regiões. Acresce ainda o facto de em alguns países se observar em simultâneo um crescimento do crédito associado à compra de habitação. Saliente-se também que cada mercado imobiliário nacional apresenta características idiossincráticas, não se estando assim perante um mercado europeu homogéneo.

Súmula da metodologia utilizada pelo CERS

Numa primeira fase do processo de avaliação, o CERS compilou um conjunto de indicadores que apresentam propriedades estatísticas de sinalização da acumulação de risco neste âmbito. Os indicadores considerados encontram-se agrupados por tipo, designadamente, (i) indicadores associados à evolução do valor do colateral (crescimento dos preços e estimativas de sobreavaliação dos mesmos); (ii) indicadores relativos ao crédito concedido para aquisição de habitação (crescimento do montante de crédito e respetivos critérios de concessão, designadamente o *spread* aplicado aos novos empréstimos à habitação) e (iii) indicadores relativos ao património e ao endividamento das famílias (endividamento em percentagem do rendimento disponível, ativos financeiros em percentagem do endividamento e serviço de dívida em percentagem do rendimento).

O risco é aferido pela avaliação dos indicadores face à respetiva distribuição histórica. Foi com base neste conjunto de indicadores, complementado pela avaliação qualitativa efetuada em conjunto com as autoridades nacionais, que o CERS classificou o risco associado ao mercado imobiliário residencial, para cada um dos países considerados, como baixo ou reduzido (12 países), médio (13 países) ou elevado (cinco países).¹¹³

¹¹¹ Ver, por exemplo, Claessens et al. (2008), "What Happens During Recessions, Crunches and Busts?", IMF Working Paper, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08274.pdf> e Jordá et al. (2015), "Leveraged Bubbles." Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2015-10, <https://www.frbsf.org/economic-research/files/wp2015-10.pdf>.

¹¹² Em 2016 foi efetuado o primeiro exercício de avaliação transversal aos diversos mercados imobiliários residenciais da União Europeia, do qual resultaram oito alertas relativos ao risco de médio prazo nos respetivos mercados mobiliários residenciais (Áustria, Bélgica, Dinamarca, Finlândia, Luxemburgo, Países Baixos, Reino Unido e Suécia).

¹¹³ O risco associado ao mercado imobiliário residencial foi considerado baixo ou reduzido em 12 países (Bulgária, Chipre, Croácia, Eslovénia, Espanha, Grécia, Hungria, Itália, Letónia, Lituânia, Polónia, Roménia). A classificação de risco médio foi atribuída a 13 países (Alemanha, Áustria, Bélgica, Eslováquia, Estónia, Finlândia, França, Irlanda, Islândia, Malta, Portugal, Reino Unido e República Checa). Nos restantes cinco países este risco foi classificado como elevado (Dinamarca, Luxemburgo, Países Baixos, Noruega e Suécia).

Numa segunda fase, a política macroprudencial de cada um dos países em análise, ou seja, o conjunto de medidas adotadas pelas autoridades para mitigar os riscos associados aos desenvolvimentos no mercado imobiliário residencial e/ou aumentar a resiliência do setor financeiro, foi avaliada pelo CERS. Esta avaliação teve por base a fase do ciclo do mercado imobiliário residencial e os indicadores mencionados acima, complementados por informação adicional relativa às especificidades de cada mercado nacional. A política implementada em cada país foi avaliada em termos de adequação e suficiência.

A avaliação da política macroprudencial, relativamente à respetiva adequação para mitigar os riscos identificados, tem em conta os instrumentos escolhidos e a iteração entre eles, a possível ocorrência de efeitos não desejados, a possibilidade de evasão às medidas implementadas, a calibração utilizada no que toca aos requisitos e a capacidade das autoridades assegurarem a implementação das decisões de política. A política pode ser classificada como adequada, parcialmente adequada ou não adequada.

A avaliação da política, ao nível da suficiência, está dependente da respetiva avaliação ao nível de adequação, uma vez que se a política não for considerada adequada não pode ser considerada suficiente. Uma política é considerada suficiente se for eficaz e eficiente a atingir os objetivos definidos pelas autoridades, ou seja, se a estimativa dos custos que possam estar associados à imposição de restrições sobre as instituições e atividades financeiras for inferior aos respetivos benefícios estimados. A política pode ser classificada como suficiente, parcialmente suficiente ou insuficiente.

Resultados do exercício do CERS

Para Portugal, o risco foi avaliado como de nível médio, tendo o CERS considerado que os indicadores que sinalizam a existência de risco associado ao mercado imobiliário residencial são a elevada taxa de crescimento dos preços da habitação, a menor restritividade dos critérios de concessão de crédito à habitação e o elevado rácio de endividamento das famílias, apesar da respetiva tendência decrescente.¹¹⁴ A Recomendação macroprudencial no âmbito de novos contratos de crédito a consumidores adotada pelo Banco de Portugal em 2018 foi considerada adequada e suficiente para mitigar os riscos identificados. Em termos de avaliação da adequação e suficiência da política macroprudencial, este foi também o resultado relativamente a outros sete países (Áustria, Estónia, Irlanda, Malta, Eslováquia, Eslovénia e Reino Unido).

Nos casos em que as políticas adotadas não foram consideradas suficientes e/ou adequadas para mitigar os riscos identificados, o CERS dirigiu alertas ou recomendações a 11 países. Os alertas foram dirigidos a cinco países (Alemanha, França, Islândia, Noruega e República Checa) e as recomendações a seis países (Bélgica, Dinamarca, Finlândia, Luxemburgo, Países Baixos e Suécia). As recomendações dizem respeito a medidas concretas consideradas necessárias, no âmbito da política macroprudencial e de outras políticas, e foram endereçadas às autoridades dos países que, em 2016, já tinham recebido alertas relativos à acumulação de risco no mercado imobiliário residencial e nos quais a respetiva intensidade se manteve ou agravou.

Não foram recomendadas medidas de política adicionais aos Estados-Membros relativamente aos quais o ESRB classificou o risco associado ao mercado imobiliário residencial como baixo.

O relatório da análise efetuada, os alertas e as recomendações podem ser consultados no *site* do CERS (em inglês).

¹¹⁴ Para informação adicional relativamente aos desenvolvimentos recentes, consultar a Secção 2.3 deste Relatório.

Caixa 2 • Novo regime europeu aplicável às obrigações cobertas (*covered bonds*)

Enquadramento

O pacote legislativo sobre obrigações cobertas (na língua inglesa, *covered bonds*),^{115,116} constituído por uma Diretiva e um Regulamento que procede a uma alteração do CRR¹¹⁷, visa cumprir um dos objetivos políticos da União do Mercado de Capitais,¹¹⁸ ao criar um enquadramento europeu comum para a emissão de obrigações cobertas. Entre os motivos apontados pela Comissão Europeia como fundamento para apresentação desta iniciativa, destaca-se o grau de desenvolvimento do mercado de obrigações cobertas na União Europeia, o qual apresenta variações significativas nos 28 Estados-Membros, sendo inclusive inexistente em alguns deles, coexistindo atualmente diferentes regimes jurídicos nacionais, de extensão e densificação diferenciadas.

Pese embora subsistisse um número reduzido de regras avulsas – tais como os requisitos genericamente previstos na designada Diretiva UCITS^{119,120} ou o tratamento preferencial conferido às obrigações cobertas consagrado no artigo 129.º do CRR –, faltava um regime específico harmonizado na União Europeia sobre esta matéria.

Sem prejuízo de outros antecedentes que influenciaram esta proposta legislativa, são de salientar os relatórios e pareceres da Autoridade Bancária Europeia, cujas conclusões foram publicadas no final de 2016.¹²¹

Face a este enquadramento, o novo pacote legislativo europeu tem como principais objetivos:

- Promover a proteção dos investidores em obrigações cobertas (consideradas, pelas suas características, instrumentos de risco reduzido);
- Favorecer o crescimento e a expansão de um mercado único de obrigações cobertas, e, paralelamente, incentivar o seu desenvolvimento nos países europeus onde é inexistente ou inexpressivo;
- Reforçar o papel das obrigações cobertas como fonte de financiamento para as instituições de crédito da União Europeia; e
- Concorrer para a preservação da estabilidade financeira.

Principais destaques do novo regime europeu das obrigações cobertas

A Diretiva sobre obrigações cobertas confere aos Estados-Membros (e, em alguns casos, às autoridades competentes a designar para supervisão pública das obrigações cobertas) um conjunto considerável de opções e discricionariedades a exercer no âmbito da sua implementação para os ordenamentos jurídicos nacionais. Simultaneamente, assume-se como uma Diretiva de harmonização

¹¹⁵ Ver proposta legislativa em: https://ec.europa.eu/info/publications/180312-proposal-covered-bonds_en. O termo “obrigações cobertas” é o que consta da versão portuguesa das propostas legislativas de Diretiva e de Regulamento.

¹¹⁶ As versões portuguesas das propostas legislativas de Diretiva e de Regulamento que foram objeto de aprovação podem ser consultadas, respetivamente, em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CONSIL:PE_86_2019_INIT&qid=1574262401571&from=PT e https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CONSIL:PE_85_2019_INIT&qid=1574262617730&from=PT.

¹¹⁷ 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.

¹¹⁸ Ver plano de ação para a União do Mercado de Capitais em: https://ec.europa.eu/info/publications/mid-term-review-capital-markets-union-action-plan_en.

¹¹⁹ Diretiva n.º 2009/65/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de julho de 2009, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM) (na sigla inglesa, UCITS - *undertakings for the collective investment in transferable securities*).

¹²⁰ Do n.º 4 do artigo 52.º da Diretiva UCITS consta a única definição de obrigação coberta. Contudo, esta disposição, que é objeto de alteração com esta proposta legislativa, continha apenas requisitos gerais, tendo sido motivada pelo objetivo específico de fixar limites aos investimentos dos OICVM.

¹²¹ Relatório *Recommendations on harmonization of covered bond frameworks in the EU* (EBA-Op-2016-23), disponível em: https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1699643/d2b08b75-601f-4de3-ba36-ad674cdc0d46/EBA_Report_on_Covered_Bonds_%28EBA-Op-2016-23%29.pdf.

mínima, permitindo aos Estados-Membros conservarem, dentro da margem concedida pelo legislador europeu, algumas das especificidades decorrentes dos seus regimes nacionais.

Para efeitos deste regime, obrigações cobertas são obrigações de dívida emitidas por instituições de crédito que são garantidas por ativos de cobertura aos quais os investidores (em obrigações cobertas) têm direito de recurso direto na qualidade de credores privilegiados, em conformidade com as disposições de direito nacional de transposição dos requisitos estipulados na Diretiva.

Em traços gerais, com uma estrutura de seis títulos, a Diretiva incide sobre as seguintes matérias:

(i) requisitos para a emissão de obrigações cobertas;

(ii) suas características estruturais (tais como o estabelecimento de regras quanto aos princípios de duplo recurso - *dual recourse* e de proteção contra a insolvência - *bankruptcy remoteness*, quanto aos tipos de ativos de cobertura elegíveis como garantia das obrigações cobertas, quanto às respetivas regras de segregação, quanto ao cumprimento de requisito de cobertura dos passivos resultantes da emissão por ativos ou quanto à necessidade de manutenção de uma reserva de liquidez para a garantia global - *cover pool*);

(iii) supervisão pública das obrigações cobertas (prevendo-se o princípio de autorização prévia para programas de emissão de tais obrigações, instituindo os poderes das autoridades competentes no contexto da supervisão aplicável aos emitentes e aos instrumentos, bem como os princípios de cooperação entre autoridades); e

(iv) deveres de publicação de informações (tanto os requisitos de prestação de informação aos investidores por parte dos emitentes, como a obrigatoriedade de as autoridades de supervisão divulgarem informações, tais como a lista das instituições de crédito autorizadas a emitir obrigações cobertas ou as sanções aplicadas no âmbito de processos sancionatórios).

Por sua vez, o Regulamento promove modificações no CRR (nos requisitos previstos no artigo 129.º sobre o tratamento preferencial das exposições que assumam a forma de obrigações cobertas).

Em concreto, como requisito associado à qualidade das obrigações cobertas elegíveis para tratamento preferencial, é instituído explicitamente, como regra geral, um nível mínimo de garantia excedentária (5%), o qual deverá ser cumprido de acordo com o “princípio nominal” (i.e., o montante total nominal de todos os ativos de cobertura deve exceder em pelo menos 5% o montante total nominal das obrigações cobertas a reembolsar).

Atendendo à sua relevância e cariz inovador, são de sublinhar algumas das matérias tratadas pela Diretiva:

- Reserva de liquidez

Para mitigar o risco de liquidez e melhor proteger os investidores, exige-se que a garantia global inclua uma reserva de liquidez composta por ativos líquidos disponíveis para cobrir as saídas líquidas de liquidez máximas cumuladas do programa de obrigações cobertas durante um período de 180 dias.

Se a instituição de crédito emitente das obrigações cobertas for abrangida por requisitos de liquidez estabelecidos noutros atos legislativos da União que resultem na sobreposição com a reserva de liquidez da garantia global, os Estados-Membros poderão decidir não aplicar as regras nacionais de transposição relativas ao regime descrito durante o período previsto nesses atos legislativos da União, só podendo recorrer a essa opção até à data em que se torne aplicável, na União, uma alteração desses atos legislativos que vise eliminar tal sobreposição. Neste âmbito, face à possível sobreposição desta disposição da Diretiva com os requisitos previstos no Regulamento Delegado (UE) n.º 2015/61, a Comissão Europeia pondera alterar atempadamente o mencionado Regulamento Delegado a fim de evitar esta sobreposição.

- Supervisão pública das obrigações cobertas

Com vista a assegurar a proteção dos investidores, os Estados-Membros devem estabelecer a obrigatoriedade de supervisão pública da emissão de obrigações cobertas, designando, para o efeito, uma ou várias autoridades competentes. Introduce-se ainda a exigência de aprovação prévia de programa de obrigações cobertas. Em especial, para acautelar aos direitos e interesses dos investidores, a Diretiva fixa regras próprias para as situações de insolvência e resolução, que pressupõem a colaboração estreita entre a(s) autoridade(s) designada(s) para a supervisão pública e, no caso de não haver coincidência, com a autoridade de resolução. Aos Estados-Membros é conferida a opção de consagrarem, nas medidas nacionais de transposição, a nomeação de um administrador especial que atue em cooperação com as referidas autoridades.

- Marcas

Prevê-se que os emitentes possam associar a marca europeia "Obrigação Coberta Europeia" às suas emissões quando estas cumpram com os requisitos previstos na legislação nacional de transposição, assim como, a marca europeia "Obrigação Coberta Europeia (*Premium*)", quando as emissões preenchem cumulativamente os requisitos previstos na legislação nacional de transposição e os novos requisitos de elegibilidade estabelecidos no artigo 129.º do CRR (i.e., requisitos prudenciais adicionais).

Próximos passos e principais desafios

Com o intuito de contribuir para a implementação coerente e consistente do novo enquadramento europeu das obrigações cobertas através da aplicação conjugada das medidas nacionais de transposição da Diretiva e das disposições do Regulamento alterador do CRR, a legislação europeia assumiu que o início de aplicação do regime previsto nos dois instrumentos coincidiria no tempo.

Os Estados-Membros devem concluir o processo de transposição da Diretiva sobre obrigações cobertas até 18 meses após a entrada em vigor,¹²² garantindo que as medidas nacionais de transposição se aplicam, o mais tardar, a partir de 30 meses após a entrada em vigor, data coincidente com o início de aplicação do Regulamento.

Nos termos da Diretiva, aos programas de emissões de obrigações cobertas anteriores à data de início de aplicação das medidas nacionais de transposição não se aplicará o (novo) regime de autorização. No entanto, nas situações de novas emissões de obrigações cobertas que ocorram, após essa data, ao abrigo de programas pré-existentes, as instituições de crédito devem cumprir todos os demais requisitos da Diretiva.

Acresce que a Diretiva prevê ainda um regime transitório que abrange as obrigações cobertas emitidas até 30 meses após a data de entrada em vigor da nova Diretiva e que cumpram os requisitos estabelecidos na já mencionada Diretiva UCITS. Tais obrigações cobertas podem continuar a ser referidas como "obrigações cobertas" nos termos da nova Diretiva até ao seu vencimento, encontrando-se dispensadas da observância do disposto num número considerável das suas regras.¹²³

Assim, no contexto da implementação a nível nacional do pacote europeu sobre obrigações cobertas, pretendeu-se assegurar um calendário adequado para a aplicação do novo regime europeu das obrigações cobertas. Neste sentido, não obstante a transição para o novo regime

¹²² A Diretiva e o Regulamento entram em vigor 20 dias após a respetiva publicação, a qual se espera que ocorra durante o mês de dezembro de 2019.

¹²³ Referentes, respetivamente, às seguintes matérias: proteção das obrigações cobertas contra a insolvência, ativos de cobertura elegíveis, ativos de garantia situados fora da União, estruturas de obrigações cobertas garantidas intragrupo, financiamento conjunto, composição da garantia global, contratos de derivados incluídos na garantia global, segregação dos ativos de cobertura, requisitos de cobertura, requisito de constituição de uma reserva de liquidez para a garantia global, condições para as estruturas de prazos de vencimento prorrogáveis e autorização de programas de obrigações cobertas.

continuar a representar um desafio, este pacote europeu favorece o planeamento e a preparação atempada para as alterações legislativas que se anteveem a nível nacional.¹²⁴

Em Portugal vigora o Decreto-Lei n.º 59/2006, de 20 de março, que aprova o regime jurídico das obrigações hipotecárias (“RJOH”). No que respeita ao impacto esperado da transposição da Diretiva no mercado português, e sem prejuízo de não ser possível antecipar opções regulatórias que cabem ao legislador nacional, pode afirmar-se que tanto o RJOH, como a regulamentação emitida pelo Banco de Portugal, já acolhem grande parte dos requisitos exigidos pela Diretiva. Consequentemente, sem prejuízo das novidades a acomodar nas medidas nacionais de transposição, não será expectável uma rutura com o regime vigente.

Como nota final, regista-se que o novo pacote legislativo europeu aplicável às obrigações cobertas constitui um avanço significativo com vista à harmonização dos diferentes regimes nacionais mediante a criação de um quadro regulatório comum a vigorar na União Europeia. Porém, as soluções consagradas ainda preveem um número elevado de opções e discricionariedades a exercer pelos Estados-Membros no quadro da transposição da Diretiva, permitindo, mesmo após a plena implementação do novo pacote europeu, a manutenção de diferenças e divergências entre regimes nacionais.

¹²⁴ Entre outros, a sujeição dos programas de obrigações cobertas a autorização prévia, a consagração de deveres de informação aos investidores ou a obrigatoriedade de constituição de uma reserva de liquidez.

Caixa 3 • A evolução do endividamento do setor privado não financeiro em Portugal e na área do euro nos últimos 30 anos¹²⁵

O período de convergência com vista à participação na área do euro

No início do processo de convergência nominal de Portugal tendo em vista a participação na área do euro, os rácios de endividamento de particulares e sociedades não financeiras (SNF) (Gráficos C.3.1 e C.3.2) eram relativamente reduzidos no contexto dos países que viriam a integrar a área do euro (doravante AE12). No início da primeira fase da UEM¹²⁶, em 1990, as taxas de juro médias nos empréstimos bancários registavam valores próximos ou superiores a 20%, consoante a finalidade, significativamente acima das de países como a Alemanha, Bélgica, França ou Países Baixos (Gráficos C.3.3 e C.3.4), enquadrando-se num ambiente de taxas de inflação elevadas (superiores a 10%) e de restrições à entrada de capitais do exterior.¹²⁷ Este diferencial reduziu-se no decurso das primeiras duas fases da UEM, com as taxas de juro dos empréstimos à habitação e a SNF a situar-se em níveis similares aos dos outros países, em 1999. Em Portugal, a redução no nível geral das taxas de juro foi interpretada pelos agentes económicos domésticos como irreversível e associada a um novo regime macroeconómico caracterizado pela estabilidade dos preços. Esta expectativa, conjugada com a gradual eliminação das restrições de financiamento da economia portuguesa e com a maior liquidez e concorrência no setor bancário, contribuiu para o crescimento da procura interna, em parte assente no recurso ao crédito. Em consequência, no início da área do euro os rácios de endividamento das famílias e SNF portuguesas já se encontravam ligeiramente acima da média da AE12.

Gráfico C3.1 • Dívida total dos particulares
| Em percentagem do rendimento disponível

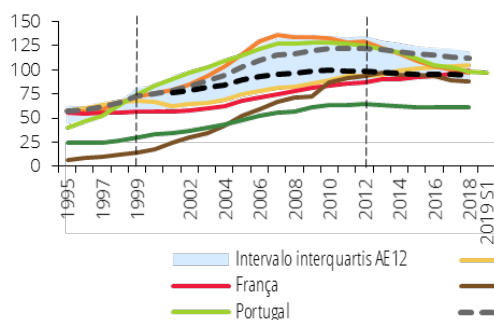
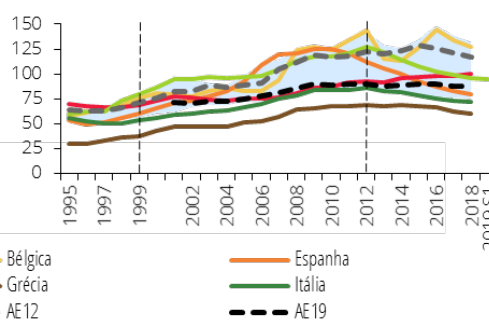


Gráfico C3.2 • Dívida total das SNF
| Em percentagem do PIB



Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: As séries AE12 e AE19 representam a média simples dos países que integram a AE12 e a AE19, respetivamente. Por indisponibilidade de informação, os valores da AE12 não incluem a Irlanda entre 1995-2000 e o Luxemburgo entre 1995-1998. A dívida total corresponde à dívida financeira (inclui títulos de dívida e empréstimos) acrescida de créditos comerciais.

Entre 1996 e 2000, o aumento do endividamento dos particulares portugueses refletiu, sobretudo, o aumento do investimento em habitação.¹²⁸ No mesmo período, a dívida financeira das SNF apresentou uma forte correlação positiva com o investimento, tendo ocorrido, também,

¹²⁵ Para efeitos da análise desta caixa, as comparações internacionais consideram, apenas, os países da área do euro a doze, nomeadamente Alemanha (DE), Áustria (AT), Bélgica (BE), Espanha (ES), Finlândia (FI), França (FR), Grécia (EL), Irlanda (IE), Itália (IT), Luxemburgo (LU), Países Baixos (NL) e Portugal (PT). Os dados das contas financeiras são considerados em base consolidada.

¹²⁶ As diferentes fases da UEM e respetivas características encontram-se descritas em <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.pt.html>.

¹²⁷ A liberalização integral dos movimentos de capital com o exterior ocorreu em 1992. A adesão ao mecanismo de taxa de câmbio do Sistema Monetário Europeu encontra-se detalhada em "A participação do escudo no mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu", Banco de Portugal, *Boletim Económico*, dezembro de 2003.

¹²⁸ Em Portugal, a formação bruta de capital fixo em habitação registou, entre 1996 e 2000, uma taxa de variação anual média de 6,7%, em termos reais.

uma redução da taxa de poupança deste setor. Assim, a capacidade de financiamento do setor privado não financeiro (SPNF) reduziu-se significativamente, o que se traduziu num aumento da dívida externa líquida (Gráfico C.3.5).

Gráfico C3.3 • Taxa de juro nominal dos novos empréstimos à habitação
| Em percentagem

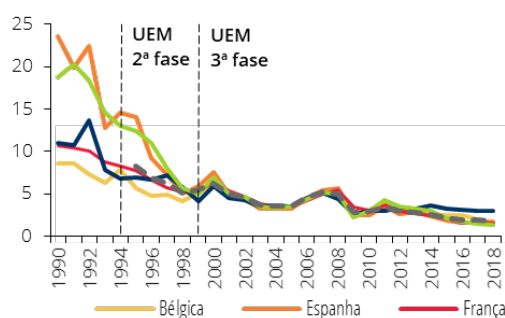
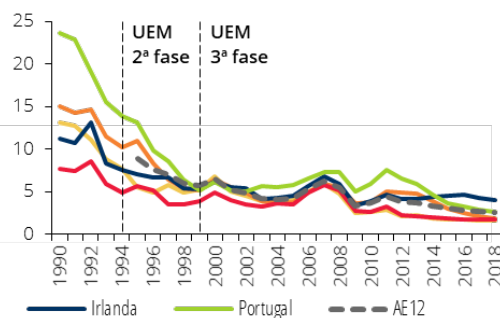


Gráfico C3.4 • Taxa de juro nominal dos novos empréstimos a SNF
| Em percentagem



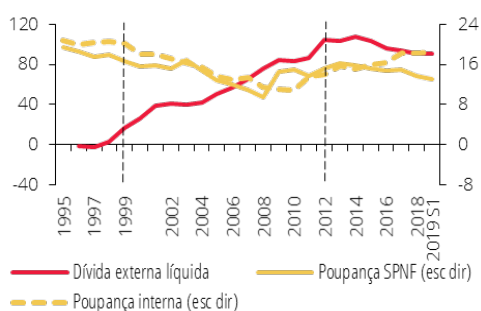
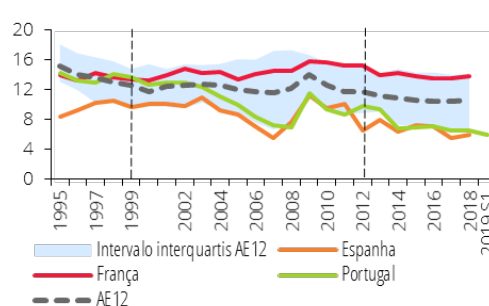
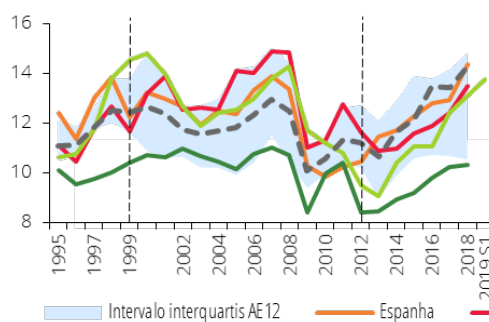
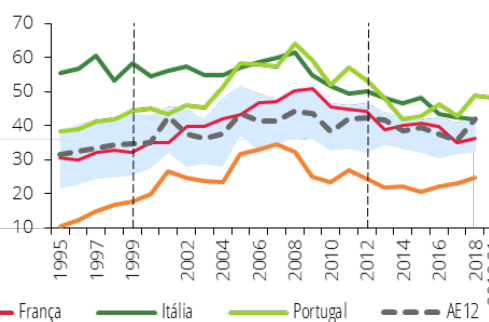
Fonte: Banco Central Europeu (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Taxas de juro com período de fixação inicial da taxa até 1 ano. A taxa média da AE12 nos empréstimos à habitação não inclui a Grécia entre 1995 e 1998, enquanto a dos empréstimos a SNF não inclui o Luxemburgo, por indisponibilidade de informação. A taxa de juro dos empréstimos a SNF inclui empréstimos até um milhão de euros.

Da introdução do euro até à fase mais aguda da crise da dívida soberana

No período entre 2000 e o início da crise financeira de 2007/2008, caracterizado por taxas de juro baixas e menos voláteis em termos históricos, o crédito ao SPNF cresceu muito acima do PIB nominal. O aumento do rendimento apercebido como permanente pelas famílias, o influxo de transferências da União Europeia para Espanha, Grécia, Irlanda e Portugal (doravante “países de convergência”) e a ausência de restrições de financiamento do sistema bancário, e dos agentes económicos em geral, favoreceram a diminuição da poupança interna e o reforço do endividamento externo.

Num contexto de redução da incerteza e de clima económico globalmente benigno, a taxa de poupança dos particulares, que antes do início da área do euro já apresentava valores ligeiramente inferiores à média da AE12, iniciou uma trajetória descendente, tendo-se reduzido de cerca de 13% do rendimento disponível em 2000 para 7% em 2008 (Gráfico C.3.6). Por seu turno, a partir de 2000 a taxa de investimento dos particulares diminuiu, acompanhando a redução do investimento em habitação, o que contrasta com a Espanha, Grécia ou Irlanda, onde o investimento em habitação continuou a crescer até ao início da crise financeira. A redução do investimento contribuiu para que o setor dos particulares, em Portugal, não apresentasse necessidade de financiamento, ao contrário do que aconteceu nos outros países de convergência.

O investimento das SNF portuguesas reduziu-se entre 2000 e 2003, tendo posteriormente retomado a trajetória de crescimento, embora a um ritmo mais moderado do que o observado no final da década de 90. O rácio entre o investimento empresarial e o PIB apresentou um aumento até 2008 (Gráfico C.3.7). Paralelamente, a partir de 2003, observou-se um aumento significativo da taxa de distribuição de resultados (Gráfico C.3.8). Consequentemente, uma maior proporção do investimento foi financiada através de recurso a dívida, registando-se uma necessidade de financiamento crescente deste setor até ao início da crise financeira. Em Portugal, o rácio da dívida total das SNF atingiu o máximo de 127% do PIB no auge da crise da dívida soberana na área do euro (2012), momento em que se iniciou o processo de desalavancagem. Esta evolução foi, também, evidenciada noutros países como Espanha e Itália (Gráfico C.3.2), ainda que o ajustamento se tenha iniciado mais cedo no caso espanhol (2010).

Gráfico C3.5 • Poupança e dívida externa
| Em percentagem do PIB**Gráfico C3.6 • Poupança dos particulares**
| Em percentagem do rendimento disponível**Gráfico C3.7 • Investimento das SNF em ativos reais**
| Em percentagem do PIB**Gráfico C3.8 • Taxa de distribuição de resultados das SNF**
| Em percentagem do rendimento empresarial líquido

Em Portugal, o rácio de endividamento dos particulares aumentou cerca de 45 pp entre 2000 e 2009, ano em que se atingiu o valor máximo de 129% do rendimento disponível. Os restantes países de convergência apresentaram um perfil semelhante no que se refere à evolução da dívida deste setor, diferindo na intensidade do aumento e no momento em que o máximo foi atingido. Em particular, a Irlanda atingiu um rácio de endividamento bastante elevado, seguida por Portugal e Espanha, enquanto na Grécia os particulares registaram um menor nível de endividamento (Gráfico C.3.1). O aumento do endividamento nestes países esteve fundamentalmente associado à forte expansão do investimento em habitação própria, representando o crédito à habitação mais de 65%¹²⁹ do saldo de empréstimos bancários deste setor. Em Portugal e Espanha, é de destacar, ainda, a redução significativa da poupança do setor, o que contribuiu para o aumento do endividamento. O rácio de endividamento na Bélgica, França e Itália manteve-se em níveis contidos, embora com tendência crescente. Nestes países, o aumento da percentagem de particulares com habitação própria iniciou-se mais cedo do que em Portugal, tendo atingido

¹²⁹ Entre 2003 e 2007, o valor médio do peso do saldo de empréstimos bancários à habitação no stock de empréstimos bancários a particulares foi de 81% na Irlanda, 79% em Portugal, 71% em Espanha e 66% na Grécia.

valores máximos no início da década de 90. Ainda assim, estes valores eram inferiores aos registados em Portugal, onde continuou a observar-se um aumento significativo até ao início dos anos 2000, para valores próximos de 75%. Por sua vez, desde 1980 que a Espanha, Grécia e Irlanda se destacam como os que apresentam a maior percentagem de habitação própria, registando, em 2007, uma percentagem superior a 75%.¹³⁰ No conjunto da AE12, apenas se observou uma ligeira redução do endividamento no caso da Alemanha.

O setor dos particulares durante a recuperação económica

Após o período mais conturbado da crise financeira, iniciou-se uma fase de ajustamento do balanço dos particulares em países onde o setor se encontrava mais endividado (Gráfico C.3.9). Em países como Espanha, Grécia, Irlanda e Portugal este ajustamento ocorreu em paralelo com reduções significativas do rendimento disponível das famílias, em particular no período de 2011 a 2013. Por seu turno, alguns países da AE12 com rácios de endividamento inferiores à mediana, como Bélgica e França, continuaram a registar um aumento do rácio de endividamento, tendo como principal contributo os empréstimos à habitação.

Por oposição à taxa de poupança, que manteve a trajetória descendente, com exceção do período do ajustamento, a taxa de investimento dos particulares portugueses iniciou uma ligeira trajetória ascendente em 2013, tendo sido registado um comportamento similar em Espanha. No entanto, em ambos os países as taxas de poupança e investimento mantiveram níveis baixos no contexto da AE12. Entre o final de 2013 e o final de 2018, a generalidade dos países da AE12 registou uma diminuição da taxa de poupança e um aumento da taxa de investimento. Em particular, neste período, o investimento em habitação cresceu, em média, 17% na Irlanda, 14% nos Países Baixos, 7% em Espanha e 4% na Finlândia e em Portugal.

O rácio dos novos empréstimos¹³¹ à habitação no rendimento disponível aumentou em Portugal e Espanha a partir de 2013. Contudo, o valor médio deste rácio entre 2014 e 2018, nestes países, apresentou valores inferiores à média da AE12 e aos observados antes da crise (Gráfico C.3.10). O *stock* de crédito à habitação tem continuado a diminuir, embora a um menor ritmo desde 2015. Na AE12 tem sido observado um aumento moderado do *stock* de crédito à habitação, com destaque para os crescimentos registados na Áustria, Bélgica e em França. Em Portugal registou-se, à semelhança de Espanha e Irlanda, um menor peso dos novos empréstimos à habitação contratados com um prazo de fixação inicial da taxa de juro até um ano. No entanto, esta tendência tem vindo a inverter-se mais recentemente, continuando a observar-se uma preponderância de empréstimos a taxa variável, que se traduz numa elevada sensibilidade do serviço da dívida a flutuações nas taxas de juro de referência.

No mesmo sentido, em Portugal, o rácio dos novos empréstimos ao consumo na despesa de consumo não alimentar tem vindo a aumentar¹³², situando-se, em 2018, em valores semelhantes aos observados no início da crise. Refletindo esta evolução, e em linha com o observado em países como Bélgica, Espanha e França, o *stock* de empréstimos para consumo e outros fins tem vindo a aumentar.

Em Portugal e noutros países onde os empréstimos à habitação, tradicionalmente com maturidades longas, têm um maior peso no endividamento dos particulares, a redução da alavancagem tem sido mais lenta do que a observada em países onde os empréstimos para

¹³⁰ Segundo o *Inquérito às Condições de Vida e Rendimento* (ICOR).

¹³¹ Os valores de novos empréstimos à habitação e consumo incluem renegociações, que têm, contudo, um peso residual no período em análise.

¹³² Uma vez que o peso das instituições financeiras não monetárias na concessão de crédito ao consumo aumentou no período de recuperação económica, em Portugal o rácio é mais elevado quando incluímos os montantes concedidos por estas instituições (em média, entre 2014 e 2018, foi de 5,4%, enquanto incluindo apenas os novos empréstimos bancários foi de 4,0%).

consumo e outros fins têm uma maior importância relativa¹³³. No caso português, o ajustamento é ainda condicionado pelo maior prazo contratual dos empréstimos à habitação, por comparação com a maior parte dos países da AE12.¹³⁴

Gráfico C3.9 • Contributos para a variação do rácio de endividamento dos particulares entre 2012 e 2018 | Em pontos percentuais e em percentagem do rendimento disponível

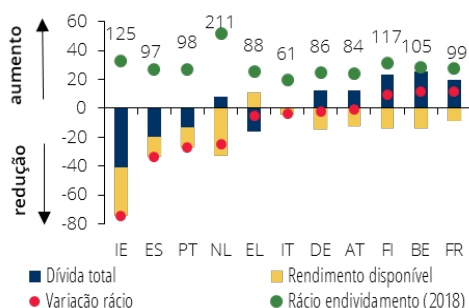
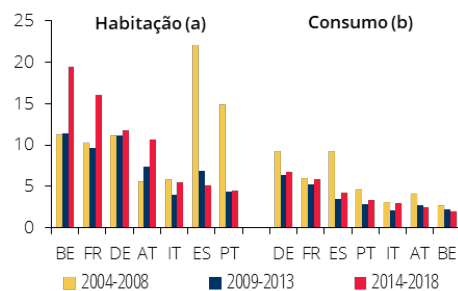


Gráfico C3.10 • Evolução dos novos empréstimos bancários concedidos a particulares | Em percentagem



Fonte: Eurostat e Banco Central Europeu (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (a) Valor médio do rácio entre os novos empréstimos bancários à habitação e o rendimento disponível; (b) Valor médio do rácio entre os novos empréstimos bancários ao consumo e a despesa de consumo privado não alimentar.

O setor das SNF durante a recuperação económica

Em 2012 iniciou-se o processo de redução do endividamento das SNF portuguesas (Gráfico C.3.2). O rácio de dívida das SNF em relação ao PIB registou uma trajetória descendente na generalidade dos países da AE12, refletindo, quer o ajustamento do balanço das empresas, sobretudo nos países de maior endividamento, quer a recuperação da atividade económica (Gráfico C.3.11). Destaca-se o ajustamento observado em Espanha e, em menor grau, Portugal, enquanto os Países Baixos, França e Alemanha registaram um aumento do rácio de endividamento. As SNF portuguesas registaram um reforço dos capitais na sua estrutura de financiamento, o que se refletiu numa redução do rácio de alavancagem, que permanece, contudo, elevado entre os países da AE12¹³⁵ (Gráfico C.3.12).

Pese embora a redução da alavancagem, o investimento das SNF portuguesas tem vindo a recuperar desde 2013 (Gráfico C.3.7). Em paralelo, assistiu-se ao aumento da poupança, tal como em Espanha e na Irlanda. Apesar desta evolução, por comparação com os outros países da AE12, as SNF portuguesas apresentavam, em 2018, uma reduzida taxa de poupança e uma elevada necessidade de financiamento. A recuperação do investimento no período pós-crise é evidenciada na generalidade dos países da AE12, a par da recuperação da rentabilidade, da acumulação de liquidez e de uma redução da taxa de distribuição de resultados. No entanto, no período mais

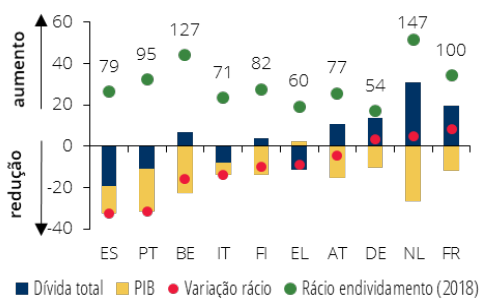
¹³³ Em 2018, a Áustria, Grécia e Itália eram os países da AE12 com maior peso dos empréstimos bancários ao consumo e outros fins no *stock* (superior a 30%), enquanto Portugal tinha o quinto valor mais reduzido (19%).

¹³⁴ A maturidade média em empréstimos à habitação, segundo o relatório "Hypostat 2018 – A review of Europe's mortgage and housing markets", European Mortgage Federation, em França, na Bélgica e na Alemanha era de cerca de 18, 23 e 25 anos, respetivamente, o que contrasta com a maturidade média de 32,7 anos em Portugal, em 2018 (Banco de Portugal, *Relatório de Acompanhamento dos Mercados Bancários de Retalho*, 2018).

¹³⁵ O rácio de alavancagem corresponde ao quociente entre a dívida financeira das SNF e o montante de ações e outras participações expurgado de variações de valor (valores apurados com base nas contas financeiras). Para expurgar o impacto das flutuações de valor do *stock* de ações e outras participações no capital das SNF, considerou-se o valor de mercado de 2012 a partir do qual se acumularam/desacumularam as transações relativas a este instrumento registadas em cada ano. Em 2018, este rácio apresentava um valor de 95% em Portugal, o terceiro mais elevado da AE12 e superior ao valor médio da AE12 de 87%. Para uma análise da evolução mais recente no caso português ver Gráfico I.3.31 da Secção 3.2.2.

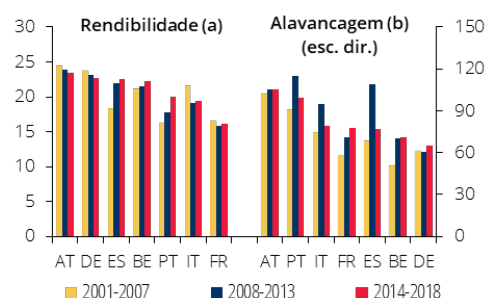
recente tem-se observado um aumento da taxa de distribuição de resultados em Portugal e na AE12 (Gráfico C.3.8).

Gráfico C3.11 • Contributos para a variação do rácio de endividamento das SNF entre 2012 e 2018 | Em pontos percentuais e em percentagem do PIB



Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: A Irlanda não se encontra representada devido à magnitude da variação do rácio de endividamento. Este país registou um aumento significativo do rácio de endividamento das SNF até 2015 e uma diminuição a partir dessa data.

Gráfico C3.12 • Alavancagem e rentabilidade das SNF | Em percentagem



Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (a) Valor médio do rácio entre o excedente bruto de exploração das SNF e o PIB. (b) Valor médio do rácio entre dívida e capital, expurgado de variações de valor (Secção 3.2.2).

Considerações finais

A dívida total do SPNF em Portugal tem vindo a reduzir-se após a crise financeira internacional, depois de ter atingido níveis elevados em termos históricos e em comparação com outros países da AE12. Esta evolução não difere do que ocorreu em outros países da área onde estes setores se encontravam bastante endividados, mas contrasta com a de países que tinham uma posição relativa mais favorável e que têm registado, mais recentemente, aumentos dos rácios de endividamento de particulares e/ou de SNF.

Os particulares e SNF portuguesas apresentam, contudo, das mais baixas taxas de poupança da AE12, que se situa num mínimo em termos históricos no caso dos particulares. Paralelamente, o endividamento externo da economia portuguesa permanece, ainda, num nível elevado.

A redução gradual da dívida do SPNF traduz-se na redução das vulnerabilidades associadas ao endividamento. Pese embora o progresso alcançado, importa manter o processo de ajustamento da posição financeira destes setores, de forma a torná-los mais resilientes a choques adversos, em particular no rendimento, compatibilizando-o com a necessidade de continuação da recuperação do investimento.

Caixa 4 • Revisão das expetativas de supervisão do BCE relativamente ao provisionamento, para fins prudenciais, de novas exposições não produtivas

Tal como salientado em anteriores edições do *Relatório de Estabilidade Financeira*, a redução do elevado *stock* de *non-performing loans* (NPL), em resultado da crise económica e financeira, foi considerada uma prioridade a nível europeu. Neste contexto, são de salientar as várias iniciativas levadas a cabo pelo BCE, no âmbito do Mecanismo Europeu de Supervisão, bem como o enquadramento introduzido pelo denominado “Plano de ação para combater os créditos não produtivos na Europa”, adotado em julho de 2017 pelo Conselho para as Questões Económicas e Financeiras (na sigla inglesa, ECOFIN), sob a forma de Conclusões do Conselho.

Uma das medidas incluídas no referido Plano de Ação traduz-se na definição, para fins prudenciais, de níveis mínimos de provisionamento para novas exposições quando estas se tornem não produtivas (a denominada *Prudential Backstop*).¹³⁶ Esta medida, prevista no Regulamento (UE) 2019/630 do Parlamento Europeu e do Conselho de 17 de abril de 2019 que altera o Regulamento (UE) 575/2013 no que respeita à cobertura mínima das perdas para exposições não produtivas (*non-performing exposures* – NPE, na sigla inglesa), entrou em vigor a 26 de abril de 2019. Por sua vez, o BCE, entre as várias iniciativas adotadas, publicou, em Março de 2018, as expetativas de supervisão em termos de constituição de provisões prudenciais para novos NPE.¹³⁷

Em traços muito gerais, ambas as iniciativas têm como objetivo evitar situações de acumulação excessiva, no balanço dos bancos, de NPE não cobertos por provisões. No pressuposto de que quanto mais longa for a situação de incumprimento de uma exposição, menor será a probabilidade de recuperação do seu valor, estas medidas preveem que a parte da exposição que deverá ser abrangida pelas provisões, outros ajustamentos ou deduções deverá aumentar com o tempo, segundo um calendário predefinido.

Tendo em conta a estreita ligação entre as duas iniciativas, o BCE decidiu, em agosto de 2019, proceder à revisão das referidas expetativas de supervisão, aproximando-as, de certa forma, ao definido na “*Prudential Backstop*”. A presente caixa tem como objetivo descrever a revisão efetuada.¹³⁸

Abordagem de Pilar 2 definida pelo BCE em março de 2018 (“Adenda”)

As expetativas de supervisão em termos de constituição de provisões prudenciais para novos NPE começaram por ser especificadas pelo BCE, em março de 2018, na denominada “Adenda às Orientações do BCE sobre créditos não produtivos dirigidas a instituições de crédito” (doravante a “Adenda”).¹³⁹ De acordo com a referida Adenda, o BCE deverá avaliar, em relação às entidades significativas sob a sua supervisão direta, os níveis de provisões constituídas para NPE, tomando em consideração o nível de proteção de crédito existente¹⁴⁰ e o tempo decorrido desde que uma exposição foi classificada como não produtiva (ou seja, a sua antiguidade ou “*vintage*”). As expetativas de supervisão descritas na Adenda estabelecem uma distinção entre partes com garantia e partes sem garantia de cada NPE, sendo que os NPE são consideradas “sem garantia”

¹³⁶ Ver *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2018 - Caixa 3.

¹³⁷ Ver definição de NPE no Tema em destaque 3. “Conceitos utilizados na análise da qualidade do crédito” do *Relatório de Estabilidade Financeira* de novembro de 2016, que segue a definição introduzida pela EBA.

¹³⁸ A presente caixa foca o tratamento de novas exposições não produtivas (mais concretamente, exposições que se tornaram não produtivas a partir de 1 de abril de 2018). Para o tratamento do *stock* de exposições não produtivas constituído antes desta data ver as expetativas de supervisão no que respeita à constituição de provisões prudenciais para o *stock* de NPE, divulgadas pelo BCE em 11 de julho de 2018 e reiteradas a 22 de agosto de 2019.

¹³⁹ https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.npl_addendum_201803.pt.pdf?36d2658d93d833ada5bc5e0f05bb4c6c.

¹⁴⁰ Os elementos a ter em conta na definição da cobertura pela instituição de crédito para fins do cumprimento das expetativas de supervisão em termos de constituição de provisões prudenciais bem como os tipos de garantias ou outras formas de proteção contra o risco de crédito a ter em conta encontram-se especificados na Adenda.

garantia e partes sem garantia de cada NPE, sendo que os NPE são consideradas “sem garantia” se não beneficiarem de proteção contra o risco de crédito nos termos aí definidos (Quadro C4.1).

Quadro C4.1 • Calendário das expetativas relativas à cobertura dos novos NPE aos quais é aplicável a Adenda (Março 2018) | Em percentagem

Número de anos de classificação como NPE	Parte sem garantia	Parte com garantia
Mais de 1	-	-
Mais de 2	100	-
Mais de 3	100	40
Mais de 4	100	55
Mais de 5	100	70
Mais de 6	100	85
Mais de 7	100	100

A avaliação por parte do BCE é feita relativamente a NPE classificados como tal a partir de 1 de abril de 2018, tendo sido solicitado às instituições de crédito abrangidas que, a partir do início de 2021, informem o BCE sobre quaisquer diferenças entre as suas práticas e as expetativas de supervisão em termos de constituição de provisões prudenciais, como parte do diálogo em matéria de supervisão desenvolvido no âmbito do processo de análise e avaliação para fins de supervisão (*Supervisory Review and Evaluation Process – SREP*, na sigla inglesa).

Neste processo, as instituições de crédito são incentivadas a eliminar potenciais desvios face às expetativas de supervisão, constituindo provisões prudenciais em conformidade com as normas contabilísticas aplicáveis. Se o tratamento contabilístico aplicável não corresponder às expetativas de supervisão, as instituições de crédito também têm a possibilidade de proceder a um ajustamento dos fundos próprios principais de nível 1 por iniciativa própria. De referir ainda que, ao avaliar os referidos desvios, o BCE considerará circunstâncias específicas que poderão tornar as expetativas de supervisão inapropriadas para uma determinada carteira ou exposição.¹⁴¹

De referir, por fim, que as expetativas de supervisão do BCE são uma medida de Pilar 2, não sendo vinculativas e seguindo uma abordagem em três etapas: as expetativas comunicadas (i) são um ponto de partida para o diálogo em matéria de supervisão e (ii) dependem de uma avaliação caso a caso, sendo que, após estas terem sido discutidas durante o diálogo em matéria de supervisão (incluindo a análise das circunstâncias específicas das instituições de crédito), (iii) podem originar a aplicação de uma medida de supervisão ao abrigo do quadro do Pilar 2 no âmbito do SREP.

¹⁴¹ Mais concretamente, podem ser consideradas potenciais isenções das expectativas de supervisão no que respeita à cobertura de NPE em que o pagamento regular continuado de capital e juros, com base nos fluxos de caixa do devedor, conduza a um reembolso total. O BCE terá em atenção se o mutuário demonstrou capacidade para cumprir as condições pós-reestruturação (de uma solução de reestruturação sustentável) e/ou se é expectável que este consiga liquidar o total do saldo remanescente da dívida.

Abordagem de Pilar 1: a Prudential Backstop introduzida no CRR

No início de 2019, foi aprovada, a nível europeu, uma alteração ao CRR¹⁴² consistindo na definição, para fins prudenciais, de níveis mínimos de provisionamento para novas exposições quando estas se tornem não produtivas.¹⁴³ Esta medida constitui uma regra de Pilar 1, juridicamente vinculativa e aplicável a todas as instituições de crédito estabelecidas na UE, apresentando as seguintes características:

- Abrange exposições originadas a partir de 26 de abril de 2019 (data da entrada a vigor da alteração ao CRR) quando estas se classifiquem como não produtivas;¹⁴⁴
- Introduce, no CRR, níveis mínimos de cobertura de NPE que, se não cumpridos, obrigam as instituições a efetuar uma dedução a fundos próprios num montante que resulta da diferença entre esses níveis mínimos e os montantes de imparidades/provisões, deduções ou outros ajustamentos (previstos no CRR) registados;
- Considera níveis mínimos de cobertura de NPE (i) progressivos em função da antiguidade dos NPE e (ii) dependentes da existência e tipo de garantias elegíveis para efeitos de mitigação de risco de crédito.¹⁴⁵

São consideradas as seguintes exceções:

- Para as exposições reestruturadas, o requisito mínimo de cobertura pode ser mantido, sem agravamento, durante um ano após a reestruturação. Esta exceção apenas é aplicável após a primeira medida de reestruturação aplicada a cada exposição e nos primeiros dois (seis) anos após a classificação como não produtiva da exposição não colateralizada (colateralizada). Após o período de 1 ano, é retomado o calendário estipulado pela *Prudential Backstop*, considerando a antiguidade do NPE;
- Para a parte das exposições coberta por uma garantia ou seguro prestado por uma agência oficial de crédito à exportação, não é exigido qualquer requisito mínimo nos períodos intercalares, sendo apenas estipulada uma cobertura de 100% no final do horizonte temporal previsto pela *Prudential Backstop* – “Mais de 7 anos”).

O Quadro C4.2 resume o requisito mínimo de cobertura exigido a cada exposição.¹⁴⁶

¹⁴² Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento (na sigla inglesa, CRR – *Capital Requirements Regulation*).

¹⁴³ Medida prevista no “Plano de ação para combater os créditos não produtivos na Europa”, adotado, em julho de 2017, pelo Conselho para as Questões Económicas e Financeiras (ECOFIN, na sigla inglesa), sob a forma de Conclusões do Conselho. A sua concretização está patente no Regulamento (UE) 2019/630 do Parlamento Europeu e do Conselho de 17 de abril de 2019 que altera o CRR.

¹⁴⁴ As exposições originadas antes desta data são incluídas apenas se forem reestruturadas posteriormente a essa data e se dessa reestruturação resultar um aumento da exposição da instituição ao devedor.

¹⁴⁵ A determinação da parte colateralizada de cada exposição tem por referência as formas de proteção real e pessoal de crédito previstas no CRR, ou seja, são aceites imóveis, ativos reais e financeiros, garantias e outras formas de proteção elegíveis para efeitos de mitigação do risco de crédito. Os elementos a ter em conta na definição da cobertura das exposições não produtivas, para fins da *Prudential Backstop*, encontram-se especificados na alteração ao CRR.

¹⁴⁶ A venda/aquisição de NPE não suspende o calendário resumido no Quadro C4.2.

Quadro C4.2 • Prudential Backstop (Abril 2019) | Em percentagem

Número de anos de classificação como NPE	Parte sem garantia	Parte com garantia		
		NPE garantidos por ativos exceto bens imóveis	NPE garantidos por bens imóveis	NPE cobertos por uma garantia ou seguro prestado por uma agência oficial de crédito à exportação
Mais de 1	-	-	-	-
Mais de 2	35	-	-	-
Mais de 3	100	25	25	-
Mais de 4	100	35	35	-
Mais de 5	100	55	55	-
Mais de 6	100	80	70	-
Mais de 7	100	100	80	100
Mais de 8	100	100	85	100
Mais de 9	100	100	100	100

O ajustamento da Adenda por parte do BCE após a publicação da Prudential Backstop

Com a publicação da *Prudential Backstop*, no início de 2019, o BCE iniciou uma avaliação da interação entre a Adenda, no quadro do Pilar 2, e as novas regras do Pilar 1 para o tratamento prudencial dos NPE, tendo identificado três diferenças principais entre as duas abordagens:

- O tratamento prudencial dos NPE no âmbito da *Prudential Backstop* exige a todas as instituições de crédito que efetuem, de modo automático, uma dedução aos fundos próprios quando os NPE não estiverem suficientemente cobertos por imparidades/provisões ou outros ajustamentos ou deduções. Em contraste, as expectativas de supervisão do BCE, no que respeita à constituição de provisões prudenciais no quadro do Pilar 2, não são juridicamente vinculativas e seguem a abordagem em três etapas acima descrita, sendo aplicadas a entidades significativas sob a supervisão direta do BCE;
- Como visível nos Quadros C4.1 e C4.2, o tratamento dos NPE no âmbito da *Prudential Backstop* e no âmbito da Adenda diferem em termos de calibração do horizonte temporal do calendário. São também diferentes as trajetórias para alcançar os ajustamentos (isto é, a cobertura a 100%);
- O tratamento dos NPE nos termos do Pilar 1 só é aplicável a NPE resultantes de novas exposições originadas a partir de 26 de abril de 2019,¹⁴⁷ não sendo, portanto, aplicável ao *stock* de NPE existente antes dessa data e às exposições “performing” nos balanços das instituições de crédito originadas antes de 26 de abril de 2019 que possam vir a ser classificadas como não produtivas no futuro.

¹⁴⁷ À exceção do referido na nota de rodapé 144.

Neste contexto, o BCE procedeu, em agosto de 2019, às seguintes alterações à Adenda:¹⁴⁸

- A aplicabilidade das expectativas de supervisão do BCE para os novos NPE, de acordo com a Adenda, foi limitada a exposições não sujeitas à *Prudential Backstop*. Já os NPE resultantes de exposições originadas a partir de 26 de abril de 2019 estarão apenas sujeitos à *Prudential Backstop*. No entanto, o BCE pode também, no âmbito dos seus poderes de supervisão, aplicar medidas do Pilar 2 a estas exposições, se as circunstâncias específicas o justificarem;
- Os horizontes temporais relevantes para os novos NPE sujeitos à Adenda foram alterados, de modo a estarem alinhados com os horizontes temporais estabelecidos na *Prudential Backstop* (Quadro C4.2);
- Para as partes de NPE garantidas ou seguradas por uma agência oficial de crédito à exportação, a trajetória linear esperada no sentido da aplicação plena foi suprimida, alinhando com o previsto na *Prudential Backstop*.

Todos os restantes aspetos relativos ao tratamento dos novos NPE incluídos na Adenda mantêm-se. Assim, a abordagem do Pilar 2 permanece distinta do tratamento nos termos do Pilar 1 no que respeita às exposições reestruturadas, uma vez que as expectativas de cobertura não permanecerão automaticamente estáveis durante um ano, no caso de uma primeira medida de reestruturação. Tal deve-se ao facto de os NPE com medidas de reestruturação, nos termos da abordagem do Pilar 2, serem avaliadas em função das circunstâncias específicas de cada instituição de crédito.

¹⁴⁸ https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/letterstobanks/shared/pdf/2019/ssm.supervisory_coverage_expectations_for_NPEs_201908.pt.pdf.

Caixa 5 • Basileia III – o que falta ainda mudar?

Em agosto de 2019, a Autoridade Bancária Europeia (na sigla inglesa, EBA - European Banking Authority) publicou a sua resposta ao pedido de assessoria técnica da Comissão Europeia relativo à implementação das reformas de Basileia III de dezembro de 2017, na União Europeia. Essa resposta inclui um conjunto lato de recomendações e um estudo de impacto quantitativo com data de referência de 30.06.2018, que compreendeu a análise de 189 grupos bancários/instituições de 19 Estados-Membros, incluindo de Portugal.¹⁴⁹

Aquelas reformas consubstanciam o conjunto de *standards* publicado em dezembro de 2017 pelo Comité de Supervisão Bancária de Basileia (na sigla inglesa BCBS – *Basel Committee on Banking Supervision*) que finalizam o pacote de reformas pós-crise, iniciado em 2010, com o propósito de reforçar o quadro regulamentar do setor bancário, alterando os *standards* relativos a risco de crédito, risco de ajustamento da avaliação de crédito (na sigla inglesa, CVA - *Credit Valuation Adjustment*), risco operacional, rácio de alavancagem e introduzindo um novo *Output Floor* que irá substituir o definido no acordo de Basileia II.

As reformas têm como principal objetivo reduzir a excessiva variabilidade no cálculo dos ativos ponderados pelo risco (na sigla inglesa, RWA – *risk weighted assets*), restaurando credibilidade nesse cálculo e melhorando a comparabilidade dos rácios de fundos próprios entre instituições e jurisdições sustentado, essencialmente, num aumento da sensibilidade dos requisitos de fundos próprios apurados de acordo com métodos Padrão e na limitação de utilização de modelos internos.

De referir que em janeiro de 2019, já após o início daquele estudo de impacto quantitativo, o BCBS publicou a versão revista dos *standards* de risco de mercado (na sigla inglesa FRTB – *Fundamental Review of the Trading Book*), finalizando neste domínio as reformas iniciadas em 2016 e introduzindo alterações profundas à arquitetura e calibração dos modelos internos e métodos padrão utilizados na determinação de requisitos de fundos próprios para esse tipo de risco.

O que muda e com que impacto?

- Risco de Crédito – Método Padrão (SA)

As reformas de Basileia III introduzem alterações significativas no método Padrão para cálculo de requisitos de fundos próprios para Risco de Crédito, das quais se destacam as seguintes:

- Posições em risco sobre ações, restantes instrumentos de capital e dívida subordinada: maior granularidade nos ponderadores de risco aplicáveis, dependendo da natureza da exposição (v.g. agravamento do ponderador de risco aplicável a ações não cotadas detidas para fins especulativos);
- Posições em risco sobre instituições (i.e. instituições de crédito e empresas de investimento): manutenção da possibilidade de aplicação de ponderadores de risco em função de avaliações de risco de crédito externas (*ratings*) as quais, para futuro, deverão desconsiderar o efeito decorrente do apoio implícito dos soberanos e prevê-se, para as instituições sem avaliação de risco de crédito externa, a atribuição de ponderadores de risco em função do grau de cumprimento de certos requisitos regulatórios aplicáveis;
- Posições em risco garantidas por bens imóveis: introdução de maior granularidade no cálculo de requisitos de fundos próprios, tendo por referência o tipo de bem imóvel (residencial ou comercial) e as situações em que o reembolso do mútuo depende maioritariamente dos fluxos gerados pelo próprio imóvel (i.e. exposições relativas a “bens

¹⁴⁹ Ver resposta da EBA ao pedido de assessoria técnica da Comissão Europeia em: <https://eba.europa.eu/eba-advises-the-european-commission-on-the-implementation-of-the-final-basel-iii-framework>.

imóveis geradores de rendimento”). Outras alterações significativas prendem-se com (i) diferentes níveis de *loan-to-value* de referência, nos casos em que é permitida a manutenção da metodologia atual de *loan-splitting*, e (ii) num tratamento conservador para as novas classes de exposições relacionadas com “bens imóveis geradores de rendimento” e exposições referentes a “financiamentos para aquisição de terrenos para fins de desenvolvimento e construção, ou desenvolvimento e construção de imóveis residenciais ou comerciais”;

- Posições em risco sobre empresas: maior granularidade e ponderadores de risco preferenciais para as exposições a pequenas e médias empresas (PME), em concreto com a previsão de ponderador específico, mais baixo, para exposições a PME sem *rating*;
- Posições em risco sobre a carteira de retalho: maior granularidade, introduzindo-se em concreto uma subclasse que prevê a atribuição de um ponderador preferencial desde que cumpridos determinados critérios específicos quanto ao tipo de exposição;
- Fatores de conversão (na sigla inglesa, CCF - *credit conversion factors*) para exposições extrapatrimoniais: revisão das percentagens aplicáveis a certas exposições e a majoração do CCF mínimo de 0% para 10%. Esta alteração é relevante, igualmente, para o cálculo de requisitos de acordo com o Método das Notações Internas.

O pacote de reformas de Basileia III deixou inalterado o tratamento prudencial dos soberanos.

- Risco de Crédito – Método das Notações Internas (IRB)

Com o objetivo de mitigar as limitações identificadas pela utilização de Métodos de Notações Internas (na sigla inglesa, IRB – *Internal Ratings-based approach*), designadamente (i) a complexidade excessiva desses métodos, (ii) a falta de comparabilidade nos requisitos de fundos próprios resultantes da sua aplicação e (iii) a falta de robustez na modelação de certas classes de ativos, as reformas de Basileia III procedem a um conjunto de alterações neste domínio, das quais se destacam as seguintes:

- Remoção da possibilidade de utilizar métodos avançados (na sigla inglesa A-IRB – *Advanced Internal Ratings-based approach*) para classes de ativos que não se figuram passíveis de ser modeladas de forma robusta e prudente, caracterizadas por uma limitada evidência de dados históricos de eventos de perda (na sigla inglesa os designados LDP - *Low Default Portfolios*). Em concreto, deixa de ser possível aplicar o A-IRB às posições em risco sobre grandes empresas, instituições e outras instituições financeiras, passando apenas a permitir-se a aplicação dos métodos SA ou F-IRB (sigla inglesa para *Foundation Internal Ratings-based approach*);
- Remoção da possibilidade de utilizar métodos IRB (i.e. A-IRB e F-IRB) para posições em risco sobre ações, que só poderão ser tratadas de acordo com o método SA;
- Introdução de níveis mínimos (*minimum input floors*) para os parâmetros probabilidade de incumprimento (na sigla inglesa, PD – *probability of default*), perda dado o incumprimento (na sigla inglesa, LGD – *loss given default*) e para a estimativa de valor da posição em risco (na sigla inglesa, EAD – *exposure at default*);
- Revisão do nível de LGD regulamentar (aplicável em F-IRB) de 45% para 40% para exposições não garantidas a empresas não financeiras.

- Risco de Mercado

O FRTB introduz alterações profundas à arquitetura e calibração dos modelos internos e métodos padrão para risco de mercado, nomeadamente:

- Uma definição prescritiva da fronteira entre a carteira de negociação e a carteira bancária, impondo novas restrições e requisitos à reclassificação entre carteiras;

- No método Padrão, introdução de um novo método mais sensível ao risco, assente em três pilares nomeadamente, i) numa metodologia de *sensibilidades de preços*, que visa apurar a variação do valor dos instrumentos financeiros em função de determinados fatores de risco subjacentes; ii) num requisito de capital (na sigla inglesa, DRC – *default risk capital*) cujo objetivo é captar o risco de crédito dos instrumentos da carteira de negociação; e iii) num requisito para captar o risco residual dos instrumentos na carteira de negociação;
- Nos modelos internos para risco de mercado, um maior enfoque na análise do designado *risco de cauda*, introduzindo um único modelo de *Expected Shortfall* e um requisito de risco de incumprimento (DRC). São ainda previstas as seguintes alterações:
 - a) Reforço e melhoria dos requisitos para aprovação do uso de modelos internos, pelo supervisor, que passa a ser concedida ao nível de mesas de negociação, nomeadamente com a introdução de um *teste de atribuição de lucros e perdas*;
 - b) Introdução de um *teste de modelização de fatores de risco* para inclusão no referido modelo de *Expected Shortfall*;
 - c) Adoção de métodos mais abrangentes de medição de risco, incluindo a introdução de requisitos de capital distintos para *fatores de risco não-modelizáveis*; e,
 - d) Introdução de horizontes específicos de liquidez para cada tipo de instrumento da carteira de negociação, em detrimento de uma janela temporal única de dez dias.
- A FRTB prevê, ainda, um método padrão simplificado para instituições com carteiras de negociação menos complexas e de menor dimensão.

- *Credit Valuation Adjustment (CVA)*¹⁵⁰

As alterações introduzidas em dezembro de 2017 pelo BCBS neste domínio visam reforçar o quadro regulatório do CVA, o alinhamento do cálculo do CVA regulatório e do CVA contabilístico e o alinhamento dos requisitos regulamentares de CVA com o FRTB.

É vedada a possibilidade de utilização de modelos internos e substitui-se o atual Método Padrão por uma nova metodologia, o Método Básico. O atual Método Avançado é substituído pelo novo Método Padrão, assente num modelo de variância-covariância, cujos parâmetros estão sujeitos a exigentes requisitos, dependendo a sua utilização de autorização prévia da autoridade competente.

É ainda introduzida como medida de proporcionalidade que instituições com um valor nocional agregado de instrumentos derivados, não compensados centralmente, igual ou inferior a certos limiares possam utilizar um método simplificado, cujos requisitos correspondem a um valor equivalente aos requisitos para risco de crédito de contraparte.

Importa assinalar que no contexto da implementação destas reformas na União Europeia a eventual eliminação das situações atualmente isentas do cálculo de requisitos para risco de CVA terá de ser avaliada, podendo alterar significativamente o âmbito de aplicação dos requisitos aplicáveis a posições em risco sobre instrumentos derivados no caso de transações intra-grupo, bem como no caso de transações com contrapartes não-financeiras qualificadas, fundos de pensões e soberanos.

- Risco Operacional

No que respeita à determinação de requisitos de fundos próprios para risco operacional, os métodos de Medição Avançada (na sigla inglesa, AMA - *Advanced Measurement Approaches*) atualmente previstos deixam de poder ser utilizados e os métodos mais padronizados (método

¹⁵⁰ Ajustamento à avaliação média de mercado da carteira de operações realizadas com uma determinada contraparte que reflete o valor corrente de mercado do risco de crédito dessa contraparte para a instituição.

do Indicador Básico e Método Padrão) são substituídos por um novo método padrão (na sigla inglesa SMA - *Simplified Measurement Approach*).

Este novo método apura os requisitos de fundos próprios através da multiplicação de uma *proxy* financeira (na sigla inglesa, BIC - *Business Indicator Component*) por uma componente que visa refletir o risco de perdas operacionais de uma instituição (na sigla inglesa, ILM - *Internal Loss Multiplier*). Esta última funciona como um fator de escala que ajusta os requisitos de fundos próprios tendo por base a experiência passada dos últimos dez anos de perdas operacionais registadas pelas instituições.

O SMA tem implícito que para instituições com um BIC inferior a 1000 milhões de euros, os dados internos de perdas operacionais não deverão afetar o cálculo de requisitos de fundos próprios, na medida em que para estas instituições o ILM é definido como sendo igual a 1. Contudo, os novos *standards* preveem algumas opções, cujo exercício ou forma de implementação terá de ser ponderada pelo legislador europeu, que visam possibilitar um maior ajustamento do apuramento de requisitos ao perfil de risco das instituições, sendo as mais relevantes:

- Definição da componente ILM igual a 1 para todas as instituições independentemente do valor da componente BIC ou, em alternativa, autorização para utilização do ILM específico para as instituições com a componente BIC inferior àquele limiar; e
 - Utilização, em certas circunstâncias, de uma base histórica de perdas inferior a 10 anos para apuramento do ILM.
- *Output Floor*

As reformas de Basileia III preveem, ainda, a implementação do designado *Output Floor*, medida que visa assegurar que, na determinação dos requisitos de fundos próprios, os RWA sejam apurados como o máximo entre o montante calculado com base na utilização de modelos internos e 72,5% desses mesmos RWA calculados de acordo com os métodos padrão.

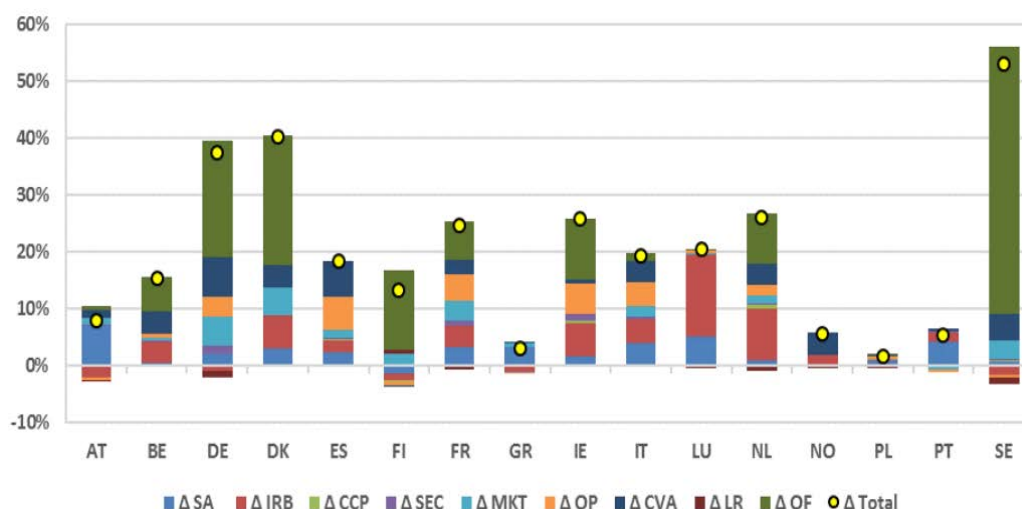
- Impacto cumulativo

O estudo de impacto quantitativo realizado e publicado pela EBA em agosto de 2019 considera pressupostos conservadores, tais como a utilização de valores de balanço estáticos e a extrapolação para 2027 dos requisitos de Pilar 2 e requisitos de reservas de fundos próprios tal como definidos à data de referência do exercício (30.06.2018). Adicionalmente, as instituições participantes em estudos de impacto de alterações regulamentares tendem a ser conservadoras nas suas estimativas, pelo que o exercício comporta naturalmente alguma incerteza na sua quantificação.

Estima-se que o conjunto destas reformas possa aumentar os requisitos de fundos próprios em cerca de 24,4% para a amostra europeia, que compara com um aumento estimado de cerca de 5,5% para a amostra portuguesa (Gráfico C5.1).

Na amostra europeia, os principais impactos advêm da introdução do *Output Floor* (+9.1%), seguido das novas regras relativas ao CVA (+3.9%) e ao risco operacional (+3.3%).

Gráfico C5.1 • Impactos das alterações de Basileia III em Tier 1 *Minimum Required Capital* por Estado-Membro



Fonte: EBA *Basel III reforms: Impact study and key recommendations*.

O impacto da reforma difere entre países, modelos de negócio e dimensões das instituições.

As instituições de maior dimensão (particularmente G-SII) são impactadas pela ativação do *Output Floor*, pela nova metodologia de risco operacional e pelos acréscimos estimados na área de risco de crédito IRB. Esta última reflete as restrições de modelização nas classes de risco de exposições a instituições e instituições financeiras tratadas como empresas, bem como a introdução de *minimum input floors* na classe de financiamentos especializados.

O risco de crédito SA é mais significativo, em média, para as instituições de menor dimensão, registando-se os maiores impactos nas exposições consideradas de maior risco, nomeadamente sobre organismos de investimento coletivo, ações e dívida subordinada.

De referir que a magnitude do impacto global estimado pela EBA para a amostra europeia advém igualmente da remoção de especificidades europeias que não existem no quadro regulamentar de Basileia, nomeadamente o *supporting factor* aplicável às posições em risco sobre PME no risco de crédito e as isenções de certas exposições do âmbito do CVA.

Na sua globalidade, o impacto estimado para a amostra portuguesa é inferior à média europeia. O risco de crédito, nas suas vertentes SA e IRB, contribui maioritariamente para o impacto apurado, seguido do CVA, verificando-se um efeito positivo decorrente do risco operacional nos casos em que se permite a utilização do ILM específico. O *Output Floor* não constitui uma restrição ativa, ao contrário do que sucede na média da amostra europeia, dada o elevado ponderador médio de risco apresentado pelo sistema bancário português (Secção 4, Gráfico I. 4. 18).

Quando muda?

As reformas de Basileia III de dezembro de 2017, que incidem essencialmente em requisitos de Pilar 1, foram acompanhadas pela atualização das divulgações de Pilar 3, publicadas em dezembro de 2018. Adicionalmente, em janeiro de 2019 o BCBS concluiu a revisão dos *standards* relativos ao risco de mercado.

Os membros do BCBS acordaram numa implementação completa, atempada e consistente de todos estes elementos até 1 de Janeiro de 2022, com a exceção de algumas disposições sujeitas a períodos transitórios a decorrer até 1 de janeiro de 2027, como seja o caso da implementação gradual do *Output Floor*.

Os *standards* do BCBS não são diretamente aplicáveis na União Europeia e necessitam de ser implementados no acervo legal da União, o que tem ocorrido através do CRR¹⁵¹ e da CRD¹⁵², onde se encontra incorporado o quadro regulamentar pós-crise de Basileia III, com exceção das últimas reformas de dezembro de 2017 e janeiro de 2019.

Relativamente às medidas contempladas nesta Caixa, a Comissão Europeia tem em consulta pública, até ao dia 3 de Janeiro de 2020, o documento “Implementing the final Basel III reforms in the EU”¹⁵³ que procura recolher contributos para o processo de implementação destas reformas na União Europeia, esperando-se a publicação de uma proposta de revisão do CRR e da CRD durante 2020. Estas reformas apresentam uma extensão não despreciable e constituem um desafio para as instituições, que devem preparar internamente a sua implementação, continuar a monitorizar e avaliar os potenciais impactos e planear atempadamente as medidas necessárias para os acomodar.

¹⁵¹ 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.

¹⁵² 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 das empresas de investimento.

¹⁵³ Ver documento de consulta em: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/finance-2019-basel-3/public-consultation_en.



II Temas em destaque

Uma revisão da literatura
sobre o impacto do aumento
dos rácios de capital das
instituições financeiras

Metodologias de avaliação
dos preços da habitação:
uma aplicação a Portugal

Uma revisão da literatura sobre o impacto do aumento dos rácios de capital das instituições financeiras

1 Introdução

O Comité de Basileia de Supervisão Bancária (BCBS, na sigla inglesa para *Basel Committee on Banking Supervision*) foi ao longo dos anos estabelecendo normativos para a regulação bancária internacional, com o intuito de que a mesma fosse simultaneamente adequada e consistente entre as respetivas jurisdições dos seus membros, dando origem aos acordos de Basileia I, II e III. O acordo de Basileia I, estabelecido em 1988, introduziu, pela primeira vez, a exigência de requisitos mínimos de capital¹ para risco de crédito às instituições bancárias. Os requisitos de capital têm por objetivo minimizar a possibilidade de falência das instituições pertencentes ao sistema bancário na medida em que tornam as instituições mais resilientes e capacitadas para absorver choques adversos com origem, quer no setor financeiro, quer noutros setores da economia. Adicionalmente, esses requisitos poderão ser um incentivo para limitar a assunção de risco por parte das instituições, designadamente numa situação de pressão concorrencial. O acordo de Basileia II, estabelecido em 2006 e implementado na UE após 2006 através de legislação própria², passou a estruturar a regulação bancária em três pilares – requisitos mínimos de fundos próprios, processo de supervisão e gestão de risco e disciplina de mercado – tornando o regime prudencial mais sensível aos riscos associados à atividade bancária, mediante a alteração das regras de cálculo dos requisitos mínimos de capital. Para além do cálculo de requisitos para risco de crédito e para risco de mercado são ainda considerados requisitos para risco operacional. Adicionalmente, no que respeita ao risco de crédito introduziram-se alterações ao nível do método Padrão, nomeadamente ponderadores de risco mais granulares e introdução de classes de riscos, e passou a ser permitido, sob certas condições, que as instituições utilizem as suas próprias metodologias de gestão e avaliação de risco na determinação dos requisitos de capital (método das Notações Internas, IRB na sigla inglesa para *internal ratings-based*). A crise do *subprime*, com início em 2007 nos Estados Unidos da América (EUA), que comprometeu a estabilidade financeira e se traduziu em avultados custos económicos em termos globais, impulsionou revisões na regulação bancária que culminaram com o acordo de Basileia III. Este acordo pretendeu essencialmente melhorar a capacidade do setor bancário para absorver choques decorrentes de cenários adversos de natureza económica e financeira, visando aumentos quantitativos e qualitativos de requisitos de capital. Para o efeito, introduziu uma definição mais exigente de capital regulamentar, definiu, pela primeira vez, requisitos de liquidez harmonizados a nível internacional, adicionou requisitos de rácio de alavancagem e introduziu o conceito de reservas de capital regulamentar quer de natureza estrutural, quer de natureza

¹ Os requisitos de capital são expressos em percentagem do ativo ponderado pelo risco e o conceito de capital regulamentar é distinto do conceito de capital próprio contabilístico.

² O acordo de Basileia II foi implementado na UE entre 2006 e 2007 através da Diretiva 2006/48/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2006 e da Diretiva 2006/49/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2006.

contracíclica. Estas regras foram adotadas na UE através de um Regulamento e de uma Diretiva, conhecidos respetivamente por CRR e CRD IV.^{3,4}

De uma forma geral, os três acordos de Basileia definiram aumentos nos requisitos de capital exigidos às instituições e relançaram, em momentos do tempo diferentes, o debate sobre os custos e benefícios de ter um sistema bancário a operar com requisitos mais elevados de capital.⁵ Por um lado, requisitos mais elevados de capital permitem aumentar a resiliência das instituições e mitigar a natureza procíclica da alavancagem e, assim, diminuir os custos económicos associados a crises financeiras (Admati e Hellwig, 2014). Por outro lado, se a generalidade das instituições optar por cumprir os requisitos de capital mais elevados fundamentalmente através da redução da oferta de crédito, em vez de aumentos efetivos de capital, então a maior exigência ao nível dos requisitos de capital poderá afetar negativamente a atividade económica (Kashyap et al., 2010 e Hanson et al., 2011). Os impactos de um aumento dos requisitos de capital, nomeadamente ao nível da intermediação financeira e da atividade económica, não são consensuais na literatura dada a variedade de estratégias passíveis de serem utilizadas pelas instituições para cumprir com as alterações regulatórias e quanto ao grau de transmissão dos custos para os clientes. Porém, é amplamente defendido que, até certos níveis, os benefícios no longo prazo de tais incrementos nos requisitos superam os seus custos, com o benefício marginal do aumento dos requisitos de capital a ser mais elevado quando os rácios de capital se encontram em níveis mais baixos (Miles et al., 2013, Dagher et al., 2016 e Cline, 2016).⁶

Os custos e benefícios, em termos económicos, de um aumento dos requisitos de capital são geralmente medidos através do impacto que este aumento tem no crédito concedido, na atividade económica e na probabilidade de ocorrência de crises financeiras. Relativamente aos custos, estes são transmitidos através do canal de crédito das instituições para os clientes via redução no volume de financiamento disponível e/ou aumento das taxas de juro praticadas. Por sua vez, esta situação poderá conduzir a um abrandamento do investimento e do consumo dos agentes económicos com implicações negativas no crescimento da atividade económica. A quantificação dos benefícios é, em muitos casos, definida pela redução da probabilidade de ocorrência de uma crise financeira ou pela comparação do abrandamento na atividade económica num cenário de crise com exigências de requisitos de capital face a um cenário de crise sem exigências de requisitos de capital. O benefício líquido é, então, obtido pela diferença entre os benefícios e os custos. De realçar que, enquanto os custos são calculados habitualmente para o curto e longo prazos, os benefícios são, essencialmente, determinados no longo prazo uma vez que no curto prazo são regra geral bastante reduzidos. Tal consideração é relevante dado que, enquanto no curto prazo os custos podem superar os respetivos benefícios, no longo prazo, a literatura é unânime relativamente ao sinal positivo do benefício líquido, como se demonstra na secção seguinte. A unanimidade relativamente aos benefícios líquidos no longo prazo é condicionada pelo nível de partida dos rácios de capital. A partir de um nível relativamente elevado de exigência de rácio de capital regulamentar esta opinião diverge sendo, no entanto, consensual que para níveis mais extremos os custos superarão os benefícios, em virtude de uma diminuição da eficiência do capital na redução da probabilidade de ocorrência de crises. De acordo com Dagher et al. (2016), o benefício marginal da maior capitalização das instituições é inicialmente elevado mas o mesmo decai rapidamente quando atingidos requisitos de capital de 15% a 23% dos ativos ponderados pelo risco (intervalo onde os mesmos autores consideram situar-se o nível ótimo para os requisitos de capital depois de ponderados os benefícios e custos do aumento dos mesmos).

³ Regulamento (UE) n.º 575/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho (na língua inglesa, *Capital Requirements Regulation (CRR)*) e Diretiva 2013/36/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho (na língua inglesa, *Capital Requirements Directive (CRD IV)*).

⁴ Para mais detalhes sobre a evolução da regulação prudencial ver Parte II Capítulo 2 do *Livro Branco sobre a regulação e supervisão do setor financeiro*, Banco de Portugal (2016).

⁵ Para mais detalhes sobre esta discussão ver Aiyar et al. 2015 e Dagher et al. 2016.

⁶ Entende-se por requisito de capital o rácio de capital regulamentar exigido pelos supervisor microprudencial e a autoridade macroprudencial enquanto o rácio de capital é o rácio de capital regulamentar detido pela instituição que é composto pelo requisito de capital e pela reserva voluntária de capital.

A compreensão dos mecanismos de transmissão para a economia e os potenciais impactos do aumento dos requisitos de capital são fundamentais para a implementação das políticas macroprudencial e microprudencial na medida em que estes domínios de política são responsáveis por definir os níveis adequados dos instrumentos de capital que foram introduzidos pelos acordos de Basileia. Assim, este tema em destaque discute, em primeiro lugar, as possíveis estratégias de ajustamento das instituições bancárias a requisitos mais exigentes de capital com o objetivo de refletir sobre os potenciais impactos que decisões das instituições financeiras podem ter na economia. Em segundo lugar, apresenta uma revisão da literatura, de natureza variada (e.g. académica, do setor privado ou de decisores políticos), produzida entre 2000 e 2019 sobre o impacto de alterações nos requisitos de capital num conjunto de variáveis financeiras e na atividade económica.

2 Mecanismos de transmissão de um aumento dos requisitos de capital

Perante exigências regulamentares de requisitos de capital mais elevados que impliquem ajustamentos nos rácios de capital regulamentar das instituições, estas podem essencialmente optar por duas estratégias de ajustamento: (i) aumentar o capital regulamentar (numerador do rácio de capital) ou (ii) diminuir os ativos ponderados pelo risco (denominador do rácio de capital). Estas estratégias podem ser adotadas de forma isolada ou simultânea para alcançar o novo nível de rácio de capital regulamentar.⁷ Para aumentar o capital regulamentar, isto é, o numerador do rácio de capital, as instituições podem emitir capital, aumentar os resultados que decorrem da sua atividade de intermediação financeira ou aumentar a taxa de retenção dos resultados diminuindo a distribuição de dividendos.⁸ Para aumentar o resultado do exercício, as instituições podem, por exemplo, reduzir os custos operacionais através de ganhos de eficiência, assumir mais risco aumentando a concessão de crédito, designadamente a mutuários mais arriscados exigindo taxas de juro mais elevadas o que terá consequências também ao nível do ativo ponderado pelo risco, ou aumentar os prémios de risco de crédito em todas as classes de risco. Porém, estas duas últimas opções estarão condicionadas, entre outras, pelo nível de pressão concorrencial no mercado de crédito. Para diminuir os ativos ponderados pelo risco, isto é, o denominador do rácio de capital regulamentar, as instituições podem reduzir o total do seu ativo - por exemplo, através da redução da oferta de crédito ou da venda de parte da sua carteira de ativos - ou alterar o nível de risco implícito na sua carteira de ativos optando por investir em ativos de menor risco em detrimento de ativos de maior risco.

Na Figura 1 estão representados alguns dos possíveis canais de ajustamento ao aumento dos requisitos de capital. A escolha da estratégia de ajustamento por parte das instituições pode também ser condicionada pela existência de reservas voluntárias⁹ de capital regulamentar, sendo que estas variam de acordo com o perfil de risco da instituição e com o ambiente macroeconómico e financeiro em que operam. Sob a hipótese de existência de uma reserva voluntária suficiente para acomodar rácios prudenciais mais elevados, duas situações podem ocorrer: (i) as instituições utilizam a reserva voluntária de capital para suprir as exigências de um requisito de capital mais elevado; ou (ii) as instituições decidem manter a reserva voluntária de capital e a exigência de um requisito de capital mais elevado terá de ser acomodada por uma ou várias das estratégias apresentadas anteriormente. Na primeira situação, um aumento dos

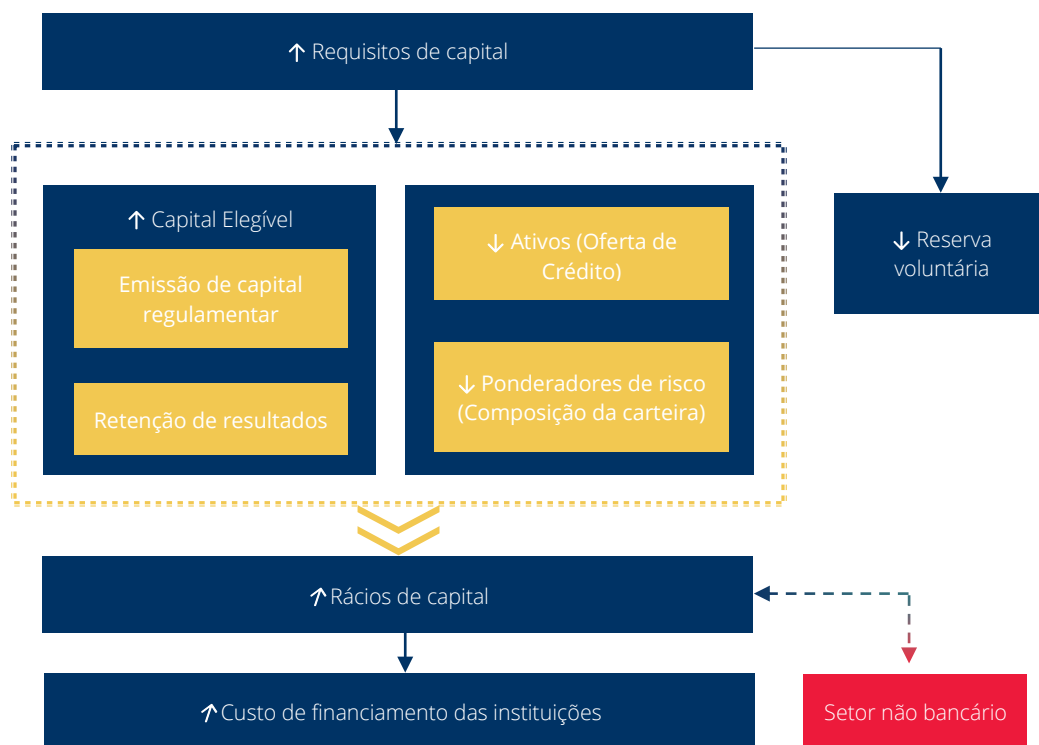
⁷ O rácio de capital regulamentar é definido como o rácio entre fundos próprios (capital regulamentar) e o total do ativo ponderado pelo risco. Existem três níveis de capital regulamentar: fundos próprios principais de nível 1 (na língua inglesa, *common equity tier 1*), fundos próprios adicionais de nível 1 (*additional tier 1*) e fundos próprios de nível 2 (*Tier 2*).

⁸ A emissão de capital poderá ser a opção menos atrativa na perspetiva dos acionistas da instituição uma vez que tende a diminuir o valor de mercado das ações existentes, tal como discutido em Myers e Majluf (1984).

⁹ A reserva voluntária de capital é definida como a diferença entre o rácio de capital regulamentar da instituição e o requisito de capital exigido.

requisitos de capital poderá não se refletir num aumento na mesma proporção dos rácios de capital regulamentar das instituições. O consumo destas reservas voluntárias para colmatar a diferença existente entre os requisitos e os rácios de capital das instituições não gera, em teoria, custos para os seus clientes. No entanto, tal abordagem também não contribui ativamente para o aumento da resiliência do setor financeiro. Esta transmissão parcial, com base na potencial diferença entre os requisitos e os rácios observados é um fator importante na mensuração de eventuais impactos de alterações nos requisitos regulatórios ao nível do crédito e, consequentemente, da atividade económica.

Figura 1 • Canais de ajustamento ao aumento dos requisitos de capital



Fonte: Adaptado de BCBS (2016).

O aumento dos requisitos de capital pode também conduzir a uma transferência da intermediação financeira do setor bancário para o setor não bancário que geralmente é menos regulado. Se os acréscimos dos requisitos de capital induzirem restrições significativas ao financiamento do setor privado não financeiro, tal poderá desencadear o financiamento deste setor por entidades que suportam menos exigências regulatórias. Tal como documentado por Acharya et al. (2013), a crescente regulação do setor bancário tem contribuído para um aumento da quota de mercado do setor não bancário. Esta temática é igualmente abordada por Buchak et al. (2018), cujos resultados para os EUA apontam para uma duplicação da quota de mercado do setor não bancário entre 2007 e 2015, na sequência da introdução de novos requisitos regulamentares.¹⁰

¹⁰ O caso Português é completamente diferente da situação internacional. Entre 2010 e 2017, os ativos de fundos de investimento duplicaram ao nível da UE enquanto que em Portugal registou-se uma redução em cerca de 27%. No final desse mesmo período, em Portugal, o setor não bancário representava 20% dos ativos financeiros, contrabalançando com os 40% ao nível da UE. Para mais detalhes, ver o Tema em destaque "Os fundos de investimento como fonte de risco sistémico" no Relatório de Estabilidade Financeira do Banco de Portugal de dezembro de 2018.

As diferentes estratégias de ajustamento têm impactos distintos na oferta de crédito, tal como apresentado no Quadro 1. Enquanto a emissão de capital e a retenção de resultados contribuem essencialmente para um aumento da resiliência do setor financeiro através de um aumento efetivo do capital regulamentar, a redução da concessão de crédito e a alteração da composição de risco da carteira de ativos poderão ter ainda um contributo ao nível da alteração do perfil de risco da instituição financeira. A emissão de capital por parte da instituição financeira tenderá a não ter um impacto direto e total no canal de crédito se o custo adicional para os acionistas não for transmitido aos clientes. Porém, se a instituição optar por minimizar o impacto da emissão de capital no retorno dos acionistas através de um aumento do resultado líquido é provável que se observe, por exemplo, um aumento nas taxas de juro aplicadas aos empréstimos. Relativamente à alteração do nível de risco da carteira de ativos, o impacto sobre a oferta de crédito à economia é ambíguo, estando intimamente dependente da escolha entre redução dos ativos e/ou diminuição do ponderador médio de risco. Consequentemente, enquanto a redução dos ativos contribui para um aumento do rácio de capital tendo subjacente a redução de crédito à economia, a substituição dos ativos com maior ponderador de risco por ativos de menor risco possibilita que este aumento do rácio de capital não seja necessariamente refletido no volume de crédito. Tal pode ocorrer se as instituições optarem por substituir a exposição ao setor privado não financeiro por exposição ao soberano. No entanto, apesar da possibilidade de o volume de crédito concedido à economia não ser afetado, este ajustamento pode ser refletido na atividade económica, dada a potencial redução no investimento privado.¹¹

Quadro 1 • Estratégias de ajustamento na sequência de um aumento dos requisitos de capital

Estratégia de ajustamento	Opção	Impactos
Aumento de capital	Emissão de capital Retenção de resultados	Potencial redução do valor de mercado das ações e diminuição dos retornos dos acionistas. Impacto nulo ou negativo no lado da oferta de crédito.
Redução dos ativos	Oferta de crédito	Redução da oferta de crédito através de uma redução no volume de crédito e/ou aumento da taxa de juro/prémio de risco.
Redução do ponderador médio de risco	Composição de risco da carteira	Redução do investimento em ativos com maior ponderador de risco. O impacto no crédito depende da forma como as instituições fazem este ajustamento no nível de risco.

Cada uma destas estratégias de ajustamento acarreta diferentes custos e benefícios para as instituições e para a economia. Na prática, a estratégia adotada pelas instituições é condicionada por diversos fatores, nomeadamente o tempo disponível para acomodar as alterações regulatórias e as condições financeiras e económicas que prevalecem. Por exemplo, é provável que a introdução de um aumento de requisitos de capital num período após uma crise financeira a qual foi associada a um crescimento excessivo do crédito conduza as instituições a optarem por um processo de desalavancagem devido à reduzida possibilidade de gerar resultados positivos ou de emitir capital a preços sustentáveis em tais circunstâncias.

¹¹ De notar, por exemplo, que o ponderador de risco associado ao financiamento de particulares para aquisição de habitação, que tende a dominar o crédito a particulares, é, em geral, inferior ao ponderador de risco atribuído ao financiamento às sociedades não financeiras.

Em termos dos requisitos de capital regulamentar, é relevante distinguir os requisitos microprudenciais das reservas macroprudenciais. Os primeiros têm como objetivo garantir a solidez financeira das instituições de forma a assegurar que estão, a cada momento, em condições de cumprir as obrigações que assumiram para com os depositantes e restantes agentes económicos. As reservas macroprudenciais têm como objetivo garantir a estabilidade do sistema financeiro como um todo assegurando que este se encontra em condições de contribuir para o crescimento económico numa base sustentável. Adicionalmente, o incumprimento dos requisitos mínimos de capital microprudencias poderá implicar a revogação da licença bancária ou a entrada num processo de resolução, sendo por este motivo denominado de requisito de capital *hard* (do inglês *hard capital requirements*). Por seu turno, as reservas macroprudenciais são denominadas por requisitos de capital *soft* (do inglês *soft capital requirements*) pois o seu incumprimento não conduz à revogação da licença bancária. No entanto, as instituições ficam sujeitas a restrições na distribuição de dividendos, entre outras restrições aplicáveis, e à necessidade de apresentação de um plano de conservação de capital.

3 Estimativas dos impactos de uma alteração no rácio de capital

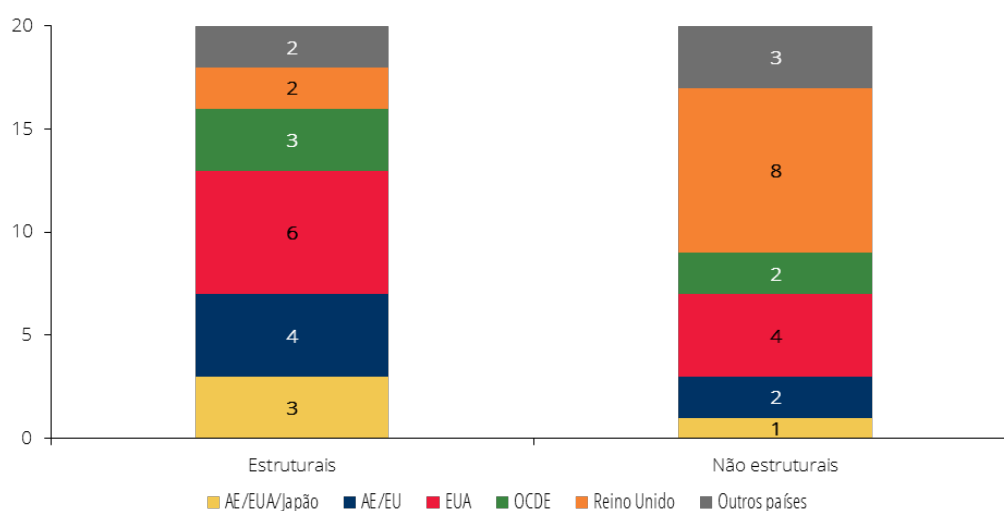
Nesta secção apresentam-se as principais conclusões de um conjunto de estudos que analisam o impacto de alterações nos rácios de capital na atividade de intermediação financeira do setor bancário e na atividade económica.¹² Assim, começa-se por apresentar alguns dos fatores que permitem distinguir os diferentes estudos e que deverão ser tidos em conta na análise dos resultados.

Os modelos utilizados nos estudos analisados podem ser agrupados em duas classes: modelos estruturais e modelos não estruturais, como ilustrado no Gráfico 1. Os modelos estruturais, como sejam os modelos de equilíbrio geral dinâmico estocástico (no acrónimo inglês, DSGE), incorporam as interligações entre o setor financeiro e os restantes setores da economia o que permite quantificar o impacto *ex-ante* de alterações nos rácios de capital em variáveis macroeconómicas e financeiras admitindo cenários distintos para o ajustamento das instituições. Adicionalmente também permitem analisar os mecanismos de transmissão e os efeitos de segunda ordem. Os modelos não estruturais são essencialmente empíricos e, por sua vez, permitem validar os resultados obtidos através dos modelos estruturais, em geral mais teóricos, utilizando observações das variáveis relevantes. Estes modelos são bastante atrativos pela facilidade de quantificar os impactos sendo, no entanto, omissos quanto aos mecanismos de transmissão desses impactos uma vez que não têm em consideração a forma como as instituições se adaptam a alterações dos rácios de capital. Além disso, muitos dos estudos debatem-se com a difícil tarefa de isolar os impactos decorrentes exclusivamente de aumentos de requisitos de capital. Tal como já foi referido, um aumento do requisito de capital exigido não se traduz necessariamente num aumento do rácio de capital regulamentar das instituições. Além disso, as instituições podem decidir aumentar o rácio de capital regulamentar sem que haja uma nova exigência por parte das autoridades. Assim, as estimativas para os impactos obtidas a partir dos rácios de capital observados podem ser consideradas como menos precisas pois estes rácios reagem a diversos fatores. Os modelos estruturais permitem contornar este problema inerente à maioria dos estudos mais empíricos. No entanto, a especificação de modelos estruturais requer a imposição de pressupostos e hipóteses simplificadoras que permitam a caracterização estilizada da economia e do sistema financeiro.

¹² O *Bank of International Settlements* tem um repositório *online* de estudos sobre os efeitos da regulação financeira. Este repositório é designado por FRAME (*Financial Regulation Assessment: Meta Exercise*, <https://stats.bis.org/frame>) e destina-se a divulgar e a acompanhar os estudos sobre este tópico. Para mais detalhes ver Boissay, Cantu, Claessens e Villegas (2019).

Os 40 estudos abordados neste tema em destaque distinguem-se ainda em termos de cobertura geográfica. O Gráfico 1 evidencia que a maioria dos estudos utilizam informação para o Reino Unido e os EUA. Tal facto poderá estar associado à disponibilidade de informação bastante desagregada e com uma dimensão temporal suficiente que permite a aplicação de abordagens econométricas. Contudo, importa também realçar a existência de estudos que consideram um conjunto alargado de países, como seja a área do euro ou uma amostra do conjunto de países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE).

Gráfico 1 • Cobertura geográfica dos estudos analisados e desagregação entre modelos não estruturais e estruturais | Número



Notas: AE - área do euro e OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico. Em “Outros países” estão incluídos estudos com base na economia canadiana, francesa, sueca e suíça.

Tradicionalmente, a literatura existente apresenta estimativas dos impactos de curto e de longo prazos. Os impactos de curto prazo deverão ser interpretados como os efeitos transitórios ao nível da oferta de crédito e da atividade económica que ocorrem enquanto o setor bancário se ajusta a um novo estado caracterizado pela exigência de um requisito de capital mais elevado. Este impacto é essencialmente determinado pela forma como e a que velocidade as instituições decidem ajustar-se à nova realidade. Os impactos de longo prazo estão associados a efeitos permanentes na oferta de crédito e na atividade económica após a convergência total do sistema bancário para o novo estado. A maioria dos artigos apresenta estimativas dos impactos sobre a taxa de juro, o prémio de risco, o volume de crédito e o PIB. Porém, alguns estudos consideram ainda os impactos em outras variáveis macroeconómicas, como sejam o investimento e o consumo, ou financeiras, como seja o custo de financiamento das instituições.

A comparação das estimativas dos impactos entre estudos é ainda dificultada pela utilização de diferentes conceitos de rácio de capital, que normalmente decorrem do tipo de informação disponível. Em relação à definição de capital, os estudos utilizam os conceitos de capital próprio, de fundos próprios totais e de fundos próprios principais de nível 1. Adicionalmente, os estudos avaliam o impacto nas variáveis de interesse de aumentos de diferentes magnitudes nos rácios de capital e, por conseguinte, foi necessário em algumas circunstâncias converter linearmente os impactos para que pudessem ser comparados, ainda que exista evidência de efeitos não lineares.

Nos Quadros 2 e 3 é apresentado um resumo das características dos estudos analisados neste tema em destaque, juntamente com as respetivas estimativas dos impactos de um aumento de 1

pp do rácio de capital. O tipo de modelo utilizado para estudar este tópico é bastante diverso, o que tem a vantagem de até certo ponto reduzir a incerteza inerente à modelização. Também se verifica que a maioria dos estudos se foca na determinação dos impactos de longo prazo nas variáveis de interesse o que permite retirar conclusões mais robustas sobre a magnitude dos impactos neste horizonte relativamente a horizontes mais curtos. Consequentemente, os impactos de curto prazo, e em particular os de médio prazo, devem ser interpretados como indicativos devido à insuficiente evidência disponível. No geral, observa-se que existe uma heterogeneidade significativa nas estimativas dos impactos qualquer que seja a variável analisada. No entanto, a comparação de resultados deve ser sempre cautelosa porque os estudos diferem, entre outros aspetos, nos pressupostos admitidos, nas geografias consideradas e até mesmo nas questões que procuram responder. Ainda assim, a Quadro 4 apresenta algumas estatísticas descritivas para os impactos de longo prazo de um aumento do rácio de capital na atividade de intermediação financeira e económica com o objetivo de resumir parcialmente a informação apresentada nos Quadros 2 e 3. Em média, os estudos estimam um efeito positivo de longo prazo na taxa de juro e prémio risco e um efeito negativo de longo prazo no crédito e no PIB. No entanto, é também evidente que existe muita incerteza associada a estes resultados, em particular no que respeita ao impacto no crédito, uma vez que a distribuição das estimativas é bastante ampla.

Quadro 2 • Impactos de longo prazo de um aumento de 1 pp do rácio de capital

Estudo	MM	Período	Efeito	Países	Modelo	Taxa de juro (pb)	Prémio de risco (pb)	Volume de crédito (%)	Taxa de variação de crédito (%)	PIB (%)
Furfine (2000)	-	1989-1997	CP	EUA	DGE				-5,46	
BCBS (2010)	Não	1980-2008	LP	13 OCDE	Vários, incluindo DSGE ^(a)		13			-0,09
De Resende et al. (2010)	Não	-	CP e LP	CP e LP	DSGE		CP: 31**, 61,3* LP: 1,7	CP: -0,26**, -0,29* LP: -0,06		CP: -0,06**, -0,1* LP: -0,02
IIF (2010) ^(c)	Não	2005-2009	CP e MP	AE, EUA e Japão	VAR	2011-2015 ^(b) : 38 (Japão); 67 (AE); 84,5 (EUA) 2011-2020 ^(b) : 30 (Japão); 48,5 (AE); 68 (EUA)				2011-2015b): -2,15 (AE); -1,3 (EUA); -0,95 (Japão) 2011-2020b): -2,2 (AE); -1,35 (EUA); -0,75 (Japão)
MAG (2010)	Não	-	CP	17 OCDE	Vários, incluindo DSGE ^(a)		Média: 18,6 Mediana: 15,5			Média: -0,16 Mediana: -0,1
Roger e Vlíček (2011)	Não	-	CP e LP	AE e EUA	DSGE		CP, ↑ resultados: 60 (AE); 65 (EUA)* CP, ↓ ativos: 12,5 (AE); 15 (EUA)* CP, ↑ resultados: 40 (AE); 45 (EUA)** CP, ↓ ativos: 7,5 (AE, EUA)** LP, ↑ resultados: 7,5 (AE); 10 (EUA) LP, ↓ ativos: 2,5 (AE, EUA)			CP, ↑ resultados: -0,30 (AE); -0,25 (EUA)* CP, ↓ ativos: -0,45 (EA, EUA)* CP, ↑ resultados: -0,20 (AE, EUA)** CP, ↓ ativos: -0,25 (EA); -0,3 (EUA)** LP, ↑ resultados: -0,05 (AE); -0,1 (EUA) LP, ↓ ativos: -0,05 (EA, EUA)
Slovik e Cournéde (2011) ^(d)	Não	-	MP	AE, EUA e Japão	Contabilístico; VAR	Japão: 8,4 AE: 14,3 EUA: 20,5				Japão: -0,06 AE: -0,04 EUA: -0,02
Angelini and Geralli (2012)	-	-	LP	AE	DSGE	0,31		↑ resultados: -1,96 ↑ retenção: 0,08		↑ resultados: -0,36 ↑ retenção: -0,05 Emissão de capital elegível: 0
Roger e Vitek (2012)	-	-	CP	15 OCDE	Modelo de componentes não observadas					Sem política monetária: -0,49 Com política monetária: -0,12

Uma revisão da literatura sobre o impacto do aumento dos rácios de capital das instituições financeiras

Estudo	MM	Período	Efeito	Países	Modelo	Taxa de juro (pb)	Prémio de risco (pb)	Volume de crédito (%)	Taxa de variação de crédito (%)	PIB (%)
Oxford Economics (2013) ^(d)	Não	-	LP	EUA	Contabilístico; VAR; DSGE	RROE (10%); ↓ despesas em 10%; 0,61 RROE (12%); 12,12 RROE (15%); requisitos de liquidez: 32				↑ capital elegível; política monetária: -0,03 ↑ capital elegível; RROE(12%): -0,14 ↑ capital elegível; ↑ taxa de juro (32 pb): -0,29 ↓ ativos: -0,8
Corbae e D'Erasmus (2014)	Não	1996-2010	-	EUA	DGE	25				
Covas e Driscoll (2014)	Não	1997-2012	LP	EUA	DSGE	0,67		-0,13		-0,02 Adição de requisitos de liquidez: -0,05
Meeks (2014)	-	1989-2008	LP	Reino Unido	SVAR			Famílias: -0,4 Empresas: -1		
Noss e Toffano (2014)	-	1986-2010	LP	Reino Unido	SVAR			-4,5b)	-0,85	
Mendicino et al. (2015)	Não	2001-2013	LP	AE	DSGE		Famílias: 2,8 Empresas: 4,9			-0,04
Behn et al. (2016)	-	1995-2014	LP	União Europeia	GVAR					Média ^(e) : -3,58 (C1); -2,29(C3); 0,42 (C2) Mediana ^(e) : -3,8 (C1); -2,2 (C3); 0,4 (C2)
Gross et al. (2016)	-	1999-2014	LP	União Europeia	GVAR					Média ^(e) : -1,9 (C1); -1,15 (C3); 0,41 (C2) Mediana ^(e) : -1,2 (C1); -0,8 (C3); 0,3 (C2)
FRB of Minneapolis (2016)	Sim	2010-2015	LP	EUA	SVAR	5,7				-0,06
Almenberg et al. (2017)	-	1997-2016	LP	Suécia	DSGE		16			-0,11
Firestone et al. (2017)	Sim	1988-2014	LP	EUA	SVAR	6,9				-0,07

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Para facilitar a comparação de resultados foi assumido, em algumas situações, que o impacto do aumento do rácio de capital regulamentar é linear. AE - área do euro, LP - Institute of International Finance, MAG - Macroeconomic Assessment Group, BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, RROE - required return on equity. (a) Entre os modelos utilizados para aferir os impactos encontram-se também modelos não estruturais. (b) O resultado apresentado é o impacto estimado acumulado. (c) Resultados relativos a diferenças na taxa de variação, tendo em consideração as alterações ao nível das reformas regulatórias introduzidas no pós-crise e convertido para um aumento de 1 pp nos requisitos de capital.

(d) O modelo utilizado para determinar os efeitos sobre as taxas de juro/prémio de risco é não estrutural. (e) Resultado em pontos percentuais de diferença relativamente ao crescimento esperado. C1 - cenário 1, C2 - cenário 2, C3 - cenário 3, CP - curto prazo, LP - longo prazo, MP - médio prazo. * Resultados relativos a um período de implementação de 2 anos. ** Resultados relativos a um período de implementação de 4 anos. MM refere-se à aplicabilidade do teorema de Modigliani e Miller.

Quadro 3 • Impactos de longo prazo de um aumento de 1 pp do rácio de capital

Estudo	MM	Período	Efeito	Países	Modelo	Custo de financiamento (pb)	Taxa de juro (pb)	Prémio de risco (pb)	Volume de crédito (%)	Taxa de variação de crédito (%)	PIB (%)
Elliott (2009)	Sim	-	-	EUA	Contabilístico	5	19,3				
Francis e Osborne (2009)	Não	1996-2007	LP	Reino Unido	Regressão em painel				[-1,2; -0,8]		
Bank of England (2010)	-	-	-	Reino Unido	Contabilístico			7			-0,01
Kashyap et al. (2010)	Sim	1996-2009	LP	EUA	Contabilístico	13	[2,5; 4,5]				
King (2010)	Não	1993-2007	LP	13 OCDE	Contabilístico			15			
Cosimano e Hakura (2011)	Não	2001-2009	LP	12 OCDE	Equações simultâneas		100 maiores instituições: 12,2 Com crise bancária: 9 Sem crise bancária: 13				
Schanz et al. (2011)	Não Não Sim	- - -	LP LP -	Reino Unido	Contabilístico			7,4 ↑ comissões; ↓ custos operacionais: 4,9 ↓ custo de financiamento: 1,6			-0,04 ↑ comissões; ↓ custos operacionais: -0,03 ↓ custo de financiamento: -0,01
De-Ramon et al. (2012)	Não	1992-2010	CP e LP	Reino Unido	Regressão em painel			CP, famílias: 6,7 CP, empresas: 19 LP: 9,4	-1,6		-0,15
Elliott et al. (2012)	Sim	-	-	AE, EUA e Japão	Contabilístico		Japão: 6 Área do euro: 10 EUA: 20				

Estudo	MM	Período	Efeito	Países	Modelo	Custo de financiamento (pb)	Taxa de juro (pb)	Prémio de risco (pb)	Volume de crédito (%)	Taxa de variação de crédito (%)	PIB (%)
Maurin e Toivanen (2012)	-	2005-2011	LP	AE	Regressão em painel					[-2,3, -2]	
Brooke et al. (2015)	Sim	1993-2014	-	Reino Unido	Contabilístico		10 ^(a)				-0,05
Fraisse et al. (2015)	Não	2008-2011	CP	França	Regressão em painel				Margem insensível: -1 Margem extensiva: -8		
Mésonnier e Monks (2015)	-	2011-2012	CP	França	Regressão em painel					-1,2	
Aiyar et al. (2016)	-	1998-2007	CP	Reino Unido	Regressão em painel					-4,6	
Dagher et al. (2016)	-	1996-2011	LP	EUA	Regressão em painel		18,6				

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Para facilitar a comparação de resultados de resultados foi assumido, em algumas situações, que o impacto do aumento do rácio de capital regulamentar é linear. AE - área do euro. (a) Os resultados apresentados são estimativas do impacto de um aumento de 1 pp no rácio de alavancagem. CP - curto prazo, LP - longo prazo, MP - médio prazo. MM refere-se à aplicabilidade do teorema de Modigliani e Miller.

Quadro 4 • Impactos de longo prazo de um aumento de 1 pp do rácio de capital

	Taxa de juro (pb)	Prémio de risco (pb)	Volume de crédito (%)	PIB (%)
Mínimo	0,31	1,20	-4,50	-0,32
Média	8,68	7,94	-1,10	-0,11
Máximo	18,80	16,00	-0,06	-0,02
Número de estudos	10	9	9	14

Notas: Apenas foram considerados os impactos de estudos em que era mencionado explicitamente tratar-se de efeitos de longo prazo. Nos estudos em que são apresentadas múltiplas estimativas foi considerada a média simples dos impactos.

De seguida destacam-se alguns dos estudos analisados neste tema em destaque com o objetivo de salientar os fatores que poderão explicar a diversidade de estimativas obtidas e simultaneamente realçar a complexidade em obter estimativas para o impacto de alterações do rácio de capital regulamentar. Numa primeira parte, discute-se a questão do aumento dos custos de financiamento das instituições e a forma como este custo é transmitido aos agentes económicos. Inicia-se a discussão dos canais de transmissão analisando as particularidades dos modelos estruturais considerados, dando particular atenção aos modelos DSGE que permitem aferir os impactos de considerar diferentes períodos de implementação e fazer uma distinção entre efeitos de curto e longo prazos. Numa segunda parte, discutem-se algumas das estratégias utilizadas para reduzir a incerteza associada às estimativas dos impactos e o potencial impacto das condições económicas e financeiras. Por último, aborda-se a importância da existência de reservas voluntárias na transmissão dos custos, apesar do número reduzido de estudos sobre esta temática.

Ao aumento efetivo do rácio de capital poderá estar associado um maior custo de financiamento das instituições. Este custo está relacionado com possíveis suposições sobre o grau de aplicação do teorema de Modigliani e Miller (1958). De acordo com este teorema e sob determinadas hipóteses, o custo médio de financiamento é independente da estrutura de capital da instituição. Apesar da generalidade dos estudos considerar que o teorema não se verifica na sua totalidade, devido aos fortes pressupostos, em particular sobre a ausência de impostos e de custos de transação, alguns colocam hipóteses sobre o grau de aplicação do teorema, designado por *offset*.¹³ Sob a hipótese de um aumento dos custos de financiamento na sequência de um aumento do rácio de capital, estes podem transitar, na sua totalidade ou parcialmente, para os clientes das instituições através do aumento da taxa de juro ou prémio de risco. Nesta ótica, as instituições financeiras procuram aumentar as suas receitas para compensar os custos do aumento do rácio de capital. Para além do efeito preço, pode ainda haver lugar a uma contração do crédito concedido à economia por via de uma diminuição da procura de crédito.

Relativamente ao aumento do custo de financiamento para as instituições, esta análise é efetuada em Kashyap et al. (2010), Miles et al. (2013), Junge e Kugler (2013) e Baker e Wurgler (2015) tendo por base diferentes sistemas financeiros, respetivamente dos EUA, da Suíça e do Reino Unido. As estimativas para o aumento do custo de financiamento das instituições são consideravelmente mais baixas nos estudos que consideram sistemas bancários europeus comparativamente aos estudos que consideram o sistema bancário dos EUA. Estes impactos estão diretamente relacionados com o retorno do capital exigido pelos investidores, como é evidenciado em Junge e Kugler (2013) onde a amostra e o período temporal considerado têm forte influência sobre a estimativa dos custos de financiamento. Com base nestas estimativas de aumento do custo de

¹³ Um *offset* de 100% implica que não existem custos associados à alteração da composição dos capitais, ou seja, o teorema verifica-se na totalidade, enquanto um *offset* de 0% implica que o teorema não tem qualquer validade.

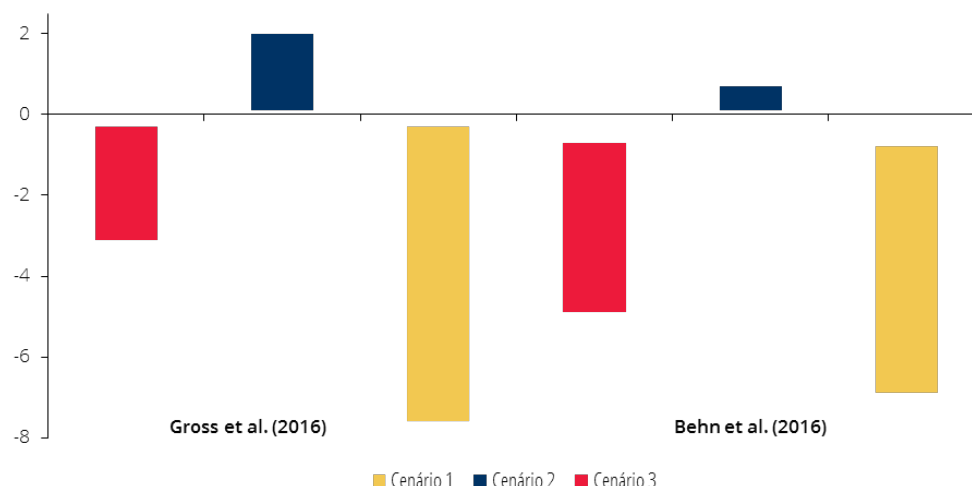
financiamento das instituições, estes estudos abordam a sua transmissão para os clientes através das taxas de juro ou prémios de risco, ignorando a possibilidade das instituições reduzirem ou reestruturarem simultaneamente a sua carteira de ativos. Kashyap et al. (2010), Miles et al. (2013) e Baker e Wurgler (2015) assumem uma transmissão total dos custos para os clientes, embora possam considerar diferentes graus de aplicação do teorema de Modigliani e Miller (1958). Junge e Kugler (2013) analisa os possíveis efeitos da aplicação do teorema considerando diferentes níveis de transmissão dos custos para os clientes. Ao nível da taxa de juro e prémio de risco verifica-se que os resultados apontam para um aumento superior no Reino Unido do que nos EUA, apesar de se estimar um aumento do custo de financiamento menor. Os resultados apontam ainda para um aumento mais pronunciado no prémio de risco exigido às empresas em comparação com as famílias. As estimativas do impacto de longo prazo no PIB são tão mais negativas quanto maior for a percentagem dos custos de financiamento transmitida aos clientes e quanto menor for a validade do teorema de Modigliani e Miller (1958).

O impacto de diferentes canais de transmissão é avaliado em um número reduzido de estudos baseados essencialmente em modelos estruturais, em particular modelos DSGE. Considerando a crescente regulação do setor financeiro, em particular o aumento dos requisitos de capital, Cohen (2013) investiga a forma como 82 instituições financeiras de economias avançadas e de mercados emergentes efetuaram o ajustamento para o novo estado. Neste estudo descrevem-se as abordagens utilizadas, mas não se discutem as explicações que justificam as diferentes decisões das instituições. Os resultados apontam para que os aumentos tenham sido alcançados primordialmente através de um aumento da retenção de resultados, com a escolha de alteração da composição da carteira de ativos em segundo lugar. A emissão de capital é apontada como o mecanismo mais improvável, dado o seu efeito negativo sobre o valor de mercado da instituição. Estes resultados estão em linha com os mecanismos mais utilizados nos modelos DSGE para aferição dos impactos de um aumento do rácio de capital, em que os custos são transmitidos ao setor privado não financeiro através de um aumento das taxas de juro/prémio de risco.

O estudo de Angelini e Gerali (2012) é um dos poucos estudos que permite quantificar o impacto de longo prazo na atividade económica de diferentes estratégias de ajustamento das instituições. Os resultados deste estudo apontam para estimativas dos impactos de longo prazo no PIB: (i) nulas no caso de o ajustamento ser realizado através da emissão de capital e (ii) negativas no caso de o ajustamento ser realizado através do aumento da retenção de resultados ou através do aumento dos resultados por via da subida da taxa de juro. No entanto, a redução no PIB é mais significativa neste último caso. Behn et al. (2016) e Gross et al. (2016) também consideraram explicitamente o impacto dos diferentes mecanismos de ajustamento das instituições. Os impactos destes mecanismos são simulados através do desenho de três cenários. No cenário 1, o ajustamento é efetuado exclusivamente através da alteração na composição da carteira de ativos e respetivos ponderadores de risco, enquanto no cenário 2 o ajustamento é efetuado exclusivamente por via da emissão de capital ou por via de um aumento da retenção de resultados. Porém, não será expectável um aumento dos rácios de capital totalmente assente no aumento do capital porque as instituições poderão não conseguir angariar todo o capital que necessitam a um custo razoável ou porque as pressões concorrenciais não permitem a transmissão dos custos de financiamento para os clientes. Assim, o cenário 3 refere-se à possibilidade das instituições recorrerem simultaneamente aos dois mecanismos referidos nos cenários 1 e 2. Ambos os estudos baseiam-se num modelo MCS-GVAR (sigla inglesa para *Mixed-Cross-Section Global Vector Autoregression*), diferindo apenas no número de blocos introduzidos, para estimarem o impacto na taxa de variação do PIB para um total de 13 países da UE. Logo, a magnitude dos impactos obtidos nestes estudos não é diretamente comparável com a obtida nos restantes, dado que é considerado o impacto na taxa de variação do PIB em detrimento do nível. Os resultados apresentados no Gráfico 2 mostram que quando as instituições optam por emitir capital e/ou reter uma maior proporção de resultados na sequência do aumento do requisito de capital que o efeito de longo prazo sobre a taxa de variação do PIB é positivo para todos os países considerados. No entanto perante um comportamento de alteração

de perfil de risco ou desalavancagem das instituições (cenário 1) estima-se que o impacto seja bastante negativo. O mecanismo associado ao cenário 3 aponta também para um impacto negativo embora mais moderado do que no caso do cenário 1.

Gráfico 2 • Impacto na taxa de variação do PIB real considerando diferentes tipos de ajustamento das instituições a um aumento do requisito de capital | Em percentagem



Fonte: Behn et al (2016) e Gross et al. (2016). | Notas: No cenário 1 o ajustamento é efetuado através da carteira de ativos e respetivos ponderadores de risco, enquanto no cenário 2 o ajustamento é através do aumento efetivo do capital regulamentar das instituições. O cenário 3 refere-se à possibilidade das instituições recorrerem simultaneamente aos dois mecanismos referidos nos cenários 1 e 2.

Num exercício de simulação de um aumento do rácio de capital assente exclusivamente numa redução dos ativos ponderados pelo risco, Oxford Economics (2013) estima que o custo para a economia, medido pelo impacto no PIB, seria bastante mais adverso do que o custo obtido num cenário de aumento dos resultados das instituições associado a uma subida das taxas de juro ou prémio de risco. Apesar das consequências adversas para a economia, uma possível justificação para a utilização deste canal por parte das instituições passa pela impossibilidade destas conseguirem angariar todo o capital necessário a um custo razoável ou o facto das pressões concorrenciais impossibilitarem a transmissão do aumento dos custos de financiamento para os clientes. Roger e Vlček (2011) também analisam as diferenças entre um cenário de desalavancagem e um cenário de aumento dos resultados para alcançar o nível de requisito de capital exigido. Estes autores concluem que no longo prazo os impactos na atividade económica são semelhantes e bastante mais reduzidos do que as estimativas obtidas por Oxford Economics (2013). Porém, o impacto no prémio de risco é mais acentuado no cenário de aumento dos resultados.

Em termos gerais, os estudos que comparam diferentes mecanismos de ajustamento das instituições concluem que os impactos de longo prazo na atividade económica poderão ser mais reduzidos se as instituições optarem por ajustar via numerador, isto é, aumentar o capital elegível. Porém, importa referir que na realidade as instituições tendem a combinar as opções disponíveis e, portanto, é expectável que os impactos sejam mais moderados do que os apresentados na literatura os quais devem ser interpretados como os resultantes do pior cenário possível.

Apesar de alguns modelos estruturais, como por exemplo os modelos DSGE, considerarem os efeitos de diversos canais de transmissão, muitas vezes os seus efeitos isolados são difíceis de quantificar devido às complexas interligações existentes e aos efeitos de segunda ordem. Neste tipo de modelos são colocados pressupostos que, apesar de limitarem a análise, são essenciais

para a solvabilidade e aplicabilidade dos mesmos. Uma das suposições frequentemente admitidas é que as instituições operam em competição monopolística. Tal permite que as mesmas exerçam algum controlo sobre as taxas de juros das operações ativas e passivas, sendo este o mecanismo mais utilizado nos modelos DSGE para a análise dos efeitos de um aumento dos requisitos de capital. Através deste mecanismo é assumido que o aumento do custo de financiamento que resulta do aumento do requisito de capital é transmitido para os agentes económicos através do aumento das taxas de juro que por sua vez pode influenciar a procura de crédito. Assim, a estratégia das instituições para acomodar aumentos dos requisitos de capital consiste num aumento das taxas de juro, em alguns modelos de forma diferenciada entre segmentos, com o objetivo de aumentarem os seus resultados, e consequentemente aumentarem os seus rácios de capital ao mesmo tempo que alteram o seu perfil de risco, tornando-se menos arriscados.

A maioria dos estudos analisados que se baseiam em modelos de DSGE, como sejam Covas e Driscoll (2014), Mendicino et al (2015) e Almenberg et al. (2017), concluem que um aumento dos requisitos de capital tem um impacto de longo prazo negativo na atividade económica. A mesma conclusão é obtida por FRB of Minneapolis (2016) e Firestone et al. (2017) com base em outro tipo de modelos estruturais. No entanto, outros fatores podem influenciar a magnitude deste impacto. Por exemplo, Covas e Driscoll (2014) mostram que quando o aumento dos requisitos de capital é combinado com a implementação de requisitos de liquidez, situação semelhante à implementação do acordo de Basileia III, que o impacto no PIB aumenta. Tal efeito deve-se a alterações na composição da carteira de ativos - as instituições restringem a oferta de crédito ao setor privado não financeiro e aumentam a sua carteira de títulos de dívida soberana para cumprir com o requisito de capital. Também existe evidência de uma recomposição da carteira de crédito motivada pela existência de ponderadores de risco distintos entre agentes económicos. Mendicino et al. (2015) mostram que no novo equilíbrio, caracterizado por requisitos de capital mais elevados, as instituições exigem um prémio de risco maior. Porém, este aumento é mais acentuado no segmento das empresas devido ao maior ponderador de risco que está associado a estas operações de crédito. Consequentemente, observa-se não só uma diminuição da carteira de ativos das instituições (redução do crédito concedido) mas também uma recomposição da carteira que altera o perfil de risco da instituição. Perante esta alteração, a taxa de remuneração dos depósitos exigida pelas famílias diminui o que reduz os custos associados à garantia de depósitos. Assim, as famílias têm mais rendimento disponível para consumir minorando o impacto na atividade económica da diminuição do investimento associado à redução dos empréstimos concedidos às empresas.

Outra dimensão importante na análise dos resultados é a diferença que existe entre as estimativas dos impactos de curto prazo e as estimativas dos impactos de longo prazo. O estudo de Roger e Vlček (2011) distingue-se dos anteriores por apresentar também os efeitos de curto prazo, definidos como o impacto máximo registado no período de transição para um novo equilíbrio. Em termos do prémio de risco, os impactos apresentados, para a área do euro e os EUA, são muito próximos, porém existe uma diferença significativa entre os efeitos de curto e longo prazos. Verifica-se que as instituições optam por um aumento do prémio de risco mais acentuado no curto prazo com o objetivo de aumentarem os resultados, na medida em que se assume que operam em competição monopolística e que por isso as pressões concorrenciais são limitadas. Esta característica poderá ser interpretada como uma limitação do modelo se o sistema bancário não operar segundo um mercado em competição monopolista. Em termos de impacto na atividade económica, os autores concluem que não existe uma diferença substancial entre economias mas que a diferença entre os impactos de curto e longo prazo persiste. O impacto de curto prazo é aproximadamente cinco vezes superior ao impacto de longo prazo. É esta evidência de impactos mais adversos no curto prazo que poderá justificar a implementação gradual das políticas macroprudenciais e microprudenciais em detrimento de uma implementação imediata.

Roger e Vlček (2011) também abordam esta temática considerando os impactos de curto prazo em dois períodos de implementação, de dois e quatro anos. A extensão do período de

implementação de 2 anos para 4 anos contribui para uma redução do prémio de risco exigido no curto prazo. Relativamente ao PIB é observado o mesmo efeito, com a extensão do período de implementação a contribuir para minorar o impacto no curto prazo.

A diferença nos impactos de acordo com o período de implementação também é discutida por De Resende et al. (2010), tendo por base o sistema bancário do Canadá.¹⁴ A principal conclusão deste estudo é, mais uma vez, que um aumento no requisito de capital tem um efeito distinto no prémio de risco de acordo com o período de implementação, com o impacto a reduzir-se para aproximadamente metade com o aumento do período de implementação de 2 para 4 anos. Em termos de longo prazo, o impacto estimado nos prémios de risco é bastante inferior e independente do período de implementação escolhido. Este estudo apresenta também os impactos de curto e longo prazos no volume de crédito, concluindo-se que o período de implementação exerce pouca influência nos resultados e que, portanto, existe alguma exploração da margem intensiva. Em contraste com o estudo anterior, o impacto de curto prazo no PIB é bastante mais diminuto e mais próximo do efeito de longo prazo embora períodos de implementação mais longos continuem a mitigar os efeitos adversos no PIB. Para o longo prazo, os dois estudos apresentam conclusões semelhantes. Por fim, importa realçar outro resultado importante de De Resende et al. (2010) que resulta da análise dos resultados para diferentes aumentos dos requisitos de capital: os custos, medidos em termos da redução da atividade económica, não são lineares e dependem da magnitude do aumento do requisito de capital. Estes estudos realçam bem alguns dos desafios colocados às autoridades macroprudenciais e microprudenciais no processo de calibração dos instrumentos de política no que respeita à combinação entre período de implementação e magnitude do requisito adicional controlando pelo benefício líquido.

Numa perspetiva distinta, estudos como os de BCBS (2010), King (2010) e MAG (2010) procuram reduzir a incerteza nos resultados associados quer às características específicas das economias quer aos modelos utilizados. Para o efeito, consideram um conjunto alargado de países e/ou vários modelos para determinar o impacto de uma alteração nos requisitos de capital. Com base em informação de 17 países da OCDE e considerando vários modelos, entre os quais modelos DSGE, MAG (2010) apresenta uma análise sobre os impactos de curto prazo no prémio de risco e na atividade económica das reformas propostas no acordo de Basileia III considerando um período de transição de 8 anos. A mediana dos resultados deste estudo aponta para um aumento moderado nos prémios de risco e para uma redução diminuta do PIB, em linha com ideia de que períodos de implementação mais longos permitem mitigar em larga medida os efeitos adversos de curto prazo. King (2010) utiliza o balanço e a demonstração de resultados de uma instituição representativa, construída com base em informação sobre instituições de 13 países da OCDE, para determinar o impacto de longo prazo de um aumento nos requisitos de capital. Com esta informação e assumindo que a instituição transmite a totalidade dos seus custos de financiamento para os clientes aumentando o custo do crédito, o estudo determina qual o aumento no prémio de risco compatível com a manutenção do nível histórico do retorno de capital. Os resultados apontam para um aumento no prémio de risco ligeiramente inferior ao obtido em MAG (2010). BCBS (2010) utiliza uma abordagem semelhante à de King (2010) para determinar os impactos de longo prazo das reformas propostas no acordo de Basileia III. A mediana dos resultados aponta para um aumento no prémio de risco inferior a King (2010), considerando que a totalidade dos custos de financiamento das instituições é totalmente transmitida para os clientes. Se o retorno de capital baixar para 10%, então o impacto no prémio de risco é reduzido para aproximadamente metade. A análise destes três estudos permite concluir que os impactos de curto prazo tendem a aproximar-se dos impactos de longo prazo, que em geral são mais contidos, quanto maior for o período de implementação das alterações nos requisitos de capital. O BCBS (2010) e o MAG (2010) apresentam igualmente os impactos no PIB com a redução no caso do MAG (2010), em termos da mediana baseada nas estimativas de 97

¹⁴ Em termos de requisito de capital são determinados os impactos relativos a aumentos de 2 pp, 4 pp e 6 pp.

modelos, ao fim de 48 trimestres, a aproximar-se da mediana do impacto de longo prazo estimado em BCBS (2010).

O estudo de Cosimano e Hakura (2011) permite obter uma perceção sobre a influência das condições económicas e financeiras nos impactos esperados de um aumento dos requisitos de capital. Neste estudo é explorada informação de economias avançadas pertencentes à OCDE e emprega um modelo idêntico para todos os países. Os resultados são determinados para três grupos de instituições: (i) 100 maiores instituições da amostra; (ii) instituições de países que tiveram uma crise bancária entre 2007 e 2009 e (iii) instituições de países que não tiveram uma crise bancária entre 2007 e 2009. As instituições de países que tiveram uma crise bancária aumentam menos a taxa de juro do que as instituições de países que não experienciaram uma crise bancária. A explicação para este maior impacto nos países que não estiveram sujeitos a uma crise bancária não é abordada pelos autores, no entanto pode estar relacionada com comportamentos de desalavancagem mais pronunciados nos sistemas que tiveram uma crise bancária. O impacto sobre as maiores 100 instituições está bastante próximo do das instituições de países que tiveram uma crise bancária.

A comparação de impactos estimados nas taxas de juro e prémios de risco entre as economias dos EUA, Japão e Europa é discutida nos estudos efetuados pelo IIF (2010) e Slovik e Cournède (2011). No primeiro estudo são considerados dois períodos de implementação. Neste contexto e considerando um período de implementação entre 2011 e 2015, o efeito estimado acumulado é de um aumento diferenciado das taxas de juro nas várias economias, com o maior aumento a ocorrer nos EUA. Segundo os autores, o maior impacto observado no caso dos EUA deve-se ao maior retorno do capital próprio histórico nos EUA em comparação com a área do euro e o Japão. Considerando um período de implementação mais longo, entre 2011 e 2020, o impacto estimado acumulado nas taxas de juro é mais reduzido, dado que o setor bancário tem mais tempo para absorver os custos inerentes. Ao nível da atividade económica e em contraste com outros estudos, um período de implementação mais longo não altera significativamente o impacto no PIB, exceto para o Japão. No estudo de Slovik e Cournède (2011) é utilizado um modelo que combina dinâmicas de curto prazo Keynesianas com um lado da procura no longo prazo Neoclássica. Os resultados apontam para um aumento do prémio de risco diferenciado para o Japão, a área do euro e os EUA. Apesar do menor impacto estimado para a área do euro em termos do aumento do prémio de risco, relativamente aos EUA, o impacto estimado é superior em termos do PIB. Este maior impacto, na atividade económica para a área do euro, é justificado pelo maior rácio de intermediação de crédito realizada pelas instituições financeiras relativamente às restantes economias em análise.

Os resultados dos estudos que utilizam modelos não estruturais, apesar de não terem em consideração diretamente os canais de transmissão dos impactos e a interação entre as diferentes variáveis, apresentam estimativas dos impactos nas variáveis de interesse que estão alinhados com as estimativas apresentadas pelos modelos estruturais discutidos anteriormente. Em particular, este conjunto de estudos aponta para estimativas mais elevadas para os efeitos de curto e médio prazos do que para os efeitos de longo prazo. Uma exceção a este resultado é o estudo de Mésonnier e Monks (2015) baseado no exercício de recapitalização da Autoridade Bancária Europeia que decorreu entre 2011 e 2012. Os autores estimam um impacto de curto prazo na taxa de variação do crédito próximo dos valores obtidos para o longo prazo. Fraisse et al. (2015) diferenciam-se por apresentar resultados para os impactos de curto prazo no volume de crédito concedido a empresas em termos de margem extensiva e margem intensiva.¹⁵ Utilizando uma base de dados sobre as relações entre instituições e empresas, estes autores estimam uma redução oito vezes superior no volume de crédito concedido a empresas caso não

¹⁵ A margem intensiva considera apenas alterações no crédito concedido por via de alterações dos empréstimos a empresas que já tinham uma relação anterior com uma determinada instituição enquanto a margem extensiva considera alterações no crédito concedido por via da criação ou destruição de uma relação entre empresa e instituição.

exista uma relação prévia entre instituição e empresa relativamente ao caso em que existe uma relação prévia.

O conjunto de estudos baseados em modelos não estruturais também apresenta evidência de um aumento mais elevado do custo de financiamento bancário para as empresas do que para os particulares na sequência de um aumento dos rácios de capital. Exemplo desta evidência é apresentado em De-Ramon et al. (2012) e Junge e Kugler (2013).

No que respeita à influência que o nível de reservas voluntárias poderá ter nos impactos de um aumento dos requisitos de capital ainda não existem muitos estudos. No entanto, através de um modelo empírico de ajustamento parcial, Maurin e Toivanen (2012) concluem que as instituições com reservas voluntárias de capital mais baixas tendem a restringir mais ativamente a provisão de crédito à economia do que as restantes instituições na sequência de um aumento nos requisitos de capital. Berrospide e Edge (2009) também apresentam resultados semelhantes.

4 Conclusões

A perceção dos possíveis impactos de um aumento dos requisitos de capital no sistema bancário e na economia são o ponto de partida para a definição de políticas prudenciais capazes de contribuir para uma maior resiliência do sistema bancário minimizando os potenciais custos para a atividade económica. Numa perspetiva teórica, estes impactos dependem da forma como as instituições escolhem acomodar a exigência de requisitos de capital mais elevados e da forma como as autoridades responsáveis calibram o aumento dos requisitos de capital e definem o período de implementação deste aumento. A escolha do processo de ajustamento por parte das instituições é condicionada por vários fatores de natureza interna e externa, como sejam o nível de concorrência no mercado de crédito nos diferentes segmentos, as condições financeiras e económicas existentes ou a existência de reservas voluntárias de capital. No entanto, as autoridades também podem influenciar a escolha do processo de ajustamento das instituições através, por exemplo, da definição de períodos de implementação mais longos de forma a evitar comportamentos de desalavancagem e promover a retenção de resultados. O ponto de partida de cada instituição, em termos de rácio de capital, e a natureza dos riscos são, entre outros, fatores importantes do ponto de vista da autoridade para a definição de políticas prudenciais adequadas e eficazes.

A literatura indica que os custos associados a um aumento dos requisitos de capital das instituições são transmitidos aos clientes através de um aumento da taxa de juro/prémio de risco e/ou de uma diminuição da oferta de crédito. Apesar das limitações abordadas ao longo deste tema em destaque, os resultados apontam para algumas considerações relevantes para a condução de políticas macroprudenciais e microprudenciais. O impacto significativamente mais elevado no curto prazo, comparativamente ao longo prazo, demonstra a importância de uma implementação gradual de requisitos adicionais de capital para que o seu efeito seja atenuado e não contribua para a emergência de períodos de instabilidade no setor financeiro com um efeito potencial adverso para a economia. Tal permite, tal como é evidenciado em alguns estudos, que os efeitos de curto prazo se aproximem dos de longo prazo, mesmo considerando mecanismos de ajustamento idênticos. A introdução gradual permitirá um ajustamento planeado aos novos rácios de capital através da conjugação das diferentes estratégias previamente referidas, permitindo uma redução do seu impacto sobre a atividade económica, potenciando a aproximação entre a magnitude dos efeitos de curto e longo prazos, bem como a redução de ambos.

O ambiente económico e financeiro que prevalece no momento da implementação de políticas prudenciais associadas a instrumentos de capital determina, em muitas circunstâncias, o período de implementação destes instrumentos, condicionando o seu impacto ao nível das taxas de juro/prémio de risco, bem como ao nível da recomposição de carteiras de ativos. De acordo com

a literatura analisada neste tema em destaque existem vantagens em implementar estas medidas em fases ascendentes dos ciclos financeiro e económico, dado que quando implementadas em períodos de desaceleração poderão contribuir para a amplificação da contração da atividade económica. Além disso, um período de implementação mais longo poderá permitir às instituições um planeamento atempado da sua atividade de intermediação financeira, minimizando a transmissão dos custos associados à economia.

A literatura analisada mostra que existe uma pluralidade de fatores que condicionam a quantificação dos custos e benefícios associados a um aumento dos requisitos de capital. Em geral, o benefício líquido de um aumento dos requisitos de capital é positivo na medida que o setor bancário fica mais robusto, resiliente e melhor preparado para absorver possíveis perdas associadas à atividade de intermediação financeira. No entanto, o sinal do benefício líquido também depende do nível de partida do rácio de capital uma vez que a eficiência dos aumentos de capital na redução da probabilidade de falência de instituições ou de ocorrência de crises é limitada e, portanto, para níveis de requisitos de capital elevados é consensual que os custos superarão os benefícios.

5 Referências

- Acharya, V., Schnabl, P. e Suarez, G. (2013). "Securitization without Risk Transfer". *Journal of Financial Economics*, Vol. 107(3), pp 515-536.
- Admati, A. e Hellwig, M. (2014). "The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It - Updated Edition". *Princeton University Press*.
- Aiyar, S., Calomiris, C. e Wieladek, T. (2015). "Bank capital regulation: Theory, empirics, and policy". *IMF Economic Review*, Vol. 63(4), pp 955-983.
- Aiyar, S., Calomiris, C. e Wieladek, T. (2016). "How does credit supply respond to monetary policy and bank minimum capital requirements?". *European Economic Review*, Elsevier, vol. 82(C), pp 142-165.
- Almenberg, J., Andersson, M., Buncic, D., Cella, C., Giordani, P., Grodecka, A., Roszbach, K. e Söderberg, G. (2017). "Appropriate capital ratios in major Swedish banks: new perspectives". *Staff Memo*, May, Sveriges Riksbank.
- Angelini, P. e Gerali, A. (2012). "Banks' reactions to Basel-III". *Working Papers*, Bank of Italy, No. 876, July. Bank of Italy (2011) Annual Report.
- Baker, M. e Wurgler, J. (2015). "Do Strict Capital Requirements Raise the Cost of Capital? Bank Regulation, Capital Structure, and the Low-Risk Anomaly". *American Economic Review*, Vol. 105(5), pp 315-20.
- Banco de Portugal (2016). *Livro Branco. Sobre a regulação e supervisão do setor financeiro*.
- Bank of England (2010). *Financial Stability Report*, Issue 27, June.
- Basel Committee on Banking Supervision (2010). "An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements". August.
- Basel Committee on Banking Supervision (2016). "Literature review on integration of regulatory capital and liquidity instruments". March.
- Behn, M., Gross, M. e Peltonen, T. (2016). "Assessing the costs and benefits of capital-based macroprudential policy". *Working Paper Series* No. 1935, European Central Bank.
- Berrospide, M. e Edge, M. (2010). "The effects of bank capital on lending: what do we know, and what does it mean?". *International Journal of Central Banking*, December, pp 5-54.
- Bridges, J., Gregory, D., Nielsen, M., Pezzini, S., Radia, A. e Spaltro, M. (2014). "The impact of capital requirements on bank lending". *Working papers* No. 486, Bank of England.

- Brooke, M., Bush, O., Edwards, R., Ellis, J., Francis, B., Harimohan, R., Neiss, K. e Siebert, C. (2015). "Measuring the macroeconomic costs and benefits of higher UK bank capital requirements". *Financial Stability Papers* No. 35, Bank of England.
- Buchak, G., Matvos, G., Piskorski, T. e Seru, A. (2018). "Fintech, Regulatory Arbitrage, and the Rise of Shadow Banks". *Journal of Financial Economics*, Vol. 130(3), pp 453-483.
- Cline, W. (2016). "Benefits and Costs of Higher Capital Requirements for Banks". *Working Paper Series* No. 16-6, Peterson Institute for International Economics.
- Cohen, B. (2013). "How have banks adjusted to higher capital requirements?". *BIS Quarterly Review*, Bank for International Settlements, September.
- Cosimano, F. e Hakura, D. (2011). "Bank Behavior in Response to Basel Iii; A Cross-Country Analysis". *Working Papers* No. 11/119, International Monetary Fund.
- Corbae, D. e D'Erasmus, P. (2014). "Capital Requirements in a Quantitative Model of Banking Industry Dynamics". *Working Papers* No. 14-13, Federal Reserve Bank of Philadelphia.
- Covas, F. e J. C. Driscoll, (2014). "Bank liquidity and capital regulation in general equilibrium". *Finance and Economics Discussion Series* No. 2014-85, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Dagher, J., Dell'Ariccia, G., Laeven, L., Ratnovski, L. e Tong, H. (2016). "Benefits and Costs of Bank Capital". *IMF Staff Discussion Notes* No. 16/04, International Monetary Fund.
- De-Ramon, S., Iscenko, Z., Osborne, M., Straughan, M. e Andrews, P. (2012). "Measuring the impact of prudential policy on the macroeconomy: a practical application to Basel III and other responses to the financial crisis". *Occasional Paper* No. 42, Financial Services Authority.
- De Resende, C., Dib, A. e Perevalov, N. (2010). "The Macroeconomic Implications of Changes in Bank Capital and Liquidity Requirements in Canada: Insights from the BoC-GEM-FIN". *Discussion Papers* No. 10-16, Bank of Canada.
- Elliott, D. (2009). "Quantifying the Effects on Lending of Increased Capital Requirements". *Pew Financial Reform Project Briefing Papers* No. 7.
- Elliott, D., Salloy, S. e Santos, A. (2012). "Assessing the Cost of Financial Regulation". *IMF Working Papers* No. 12/233, International Monetary Fund.
- Federal Reserve Bank (FRB) of Minneapolis (2016). "The Minneapolis plan to end too big to fail".
- Firestone, S., Lorenc, A. e Ranish, B. (2017). "An empirical economic assessment of the costs and benefits of bank capital in the US". *Finance and Economics Discussion Series* No. 2017-034, Board of Governors of the Federal Reserve System, March.
- Fraisse, H., Lé, M. e Thesmar, D. (2015). "The real effect of bank capital requirements". *Working Paper* No. 8, Banque de France.
- Francis, W., Osborne, M. (2009). "Bank regulation, capital and credit supply: Measuring the impact of Prudential Standards". *Occasional Paper* No. 36, Bank of England.
- Furfine, C. (2000). "Evidence on the Response of U.S. Banks to Changes in Capital Requirements". *BIS Working Papers* No. 88, June, Bank for International Settlements.
- Ross, M., Kok, C., e Zochowski, D. (2016). "The impact of bank capital on economic activity - Evidence from a Mixed-Cross-Section GVAR model". *Working Paper* No. 1888, European Central Bank.
- Hanson, S., Kashyap, K. e Stein, J. (2011). "A macroprudential approach to financial regulation". *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 25(1), pp. 3-28.
- Iacoviello, M. (2015). "Financial Business Cycles". *Review of Economic Dynamics*, Vol. 18(1) pp. 140-163.
- Institute of International Finance (IIF) (2010). *Interim Report on the Cumulative Impact on the Global Economy of Proposed Changes in the Banking Regulatory Framework*, Washington D.C., June.

- Junge, G. e Kugler, P. (2013). "Quantifying the Impact of Higher Capital Requirements on the Swiss Economy". *Swiss Journal of Economics and Statistics*, Swiss Society of Economics and Statistics, Vol. 149(III), pp. 313-356, September.
- Kashyap, A., Stein, J. e Hanson, S. (2010). "An analysis of the impact of substantially heightened capital requirements on large financial institutions". Harvard Business School, *mimeo*.
- King, R. (2010). "Mapping capital and liquidity requirements to bank lending spreads". *BIS Working Paper* No. 324.
- Macroeconomic Assessment Group (MAG) (2010). "Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements". *Bank for International Settlements Report*.
- Maurin, L. e Toivanen, M. (2012). "Risk, capital buffer and bank lending: a granular approach to the adjustment of euro area banks". *Working Paper Series* No.1499, European Central Bank.
- Meeks, R. (2014). "Capital regulation and macroeconomic activity: Implications for macroprudential policy". *mimeo*.
- Mendicino, C., Nikolov, K., Suarez, J. e Supera, D. (2015). "Welfare Analysis of Implementable Macroprudential Policy Rules: Heterogeneity and Trade-offs". European Central Bank, *mimeo*. (https://www.cemfi.es/~suarez/MNSS_2015.pdf).
- Mésonnier, J. e Monks, A. (2015). "Did the EBA Capital Exercise Cause a Credit Crunch in the Euro Area?". *International Journal of Central Banking*, June, Vol. 11 (3), pp. 75-117.
- Miles, D., Yang, J. e Marcheggiano, G. (2013). "Optimal Bank Capital". *The Economic Journal*, Vol. 123(567), pp. 1-37.
- Myers, S. e Majluf, N. (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics*, 13, issue 2, p. 187-221.
- Modigliani, F. e Miller, M. (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". *The American Economic Review*. V. 48, No. 3, p. 261-297.
- Noss, J. e Toffano, P. (2014). "Estimating the impact of changes in aggregate bank capital requirements during an upswing". *Working Paper* No. 494, Bank of England.
- Oxford Economics (2013). "Analyzing the impact of bank capital and liquidity regulations on US Economic Growth". The Clearing House Association, April.
- Roger, S. e Vitek, F. (2012). "The global macroeconomic costs of raising bank capital adequacy requirements". *IMF Working Paper* No.12/44, International Monetary Fund.
- Roger, S. e Vlček, J. (2011). "Macroeconomic Costs of Higher Bank Capital and Liquidity Requirements". *IMF Working Paper* No. 11/103, International Monetary Fund.
- Schanz, J., Aikman, D., Collazos, P., Farag, M., Gregory, D. e Kapadia, S. (2011). "The long-term economic impact of higher capital levels". BIS Papers chapters, in: Bank for International Settlements (ed.), *Macroprudential regulation and policy*, Vol. 60, pp. 73-81.
- Slovik, P. e Cournède, B. (2011). "Macroeconomic impact of Basel III". *Working Paper* No.844, Organisation for Economic Co-operation and Development Economics Department (OECD).
- Šutorova, B. e Teply, P. (2013). "The impact of Basel III on lending rates of EU banks". *Czech Journal of Economics and Finance*, Vol. 63, No. 3.

Metodologias de avaliação dos preços da habitação: uma aplicação a Portugal

1 Introdução

A crise financeira internacional de 2007-2008 esteve fortemente relacionada com desenvolvimentos no mercado imobiliário em muitos países, tanto na sua origem como no subsequente impacto. Desenvolvimentos adversos neste mercado resultaram em perdas significativas para vários agentes económicos, afetando severamente a economia real em diversos países. No caso das famílias, sendo a sua riqueza largamente constituída por habitação, alterações nos preços da habitação influenciam as suas decisões de consumo e investimento.¹ Por outro lado, a evolução dos preços da habitação também afeta a capacidade de endividamento das famílias através do crédito hipotecário, dado o impacto no valor do colateral associado. No caso do sistema bancário existem várias repercussões associadas a desenvolvimentos desfavoráveis no mercado imobiliário, como o aumento das imparidades para crédito colateralizado por imóveis e a redução do valor dos imóveis em dação dos bancos. Este impacto pode ser amplificado pela maior dificuldade dos devedores em servir a dívida, quando a redução dos preços da habitação é acompanhada de choques negativos sobre o rendimento das famílias. Adicionalmente, a deterioração da situação financeira das empresas de setores como os da construção e das atividades imobiliárias pode traduzir-se num aumento do incumprimento e das perdas no crédito concedido a estes setores.

O conceito de sobrevalorização ou subvalorização no mercado da habitação remete para a noção de desequilíbrio no mecanismo de determinação de preços, observando-se um desvio face ao que é considerado como valor de equilíbrio. Este desequilíbrio poderá dever-se à existência de imperfeições de mercado e fricções que impeçam o ajustamento entre a procura e a oferta de habitação (Mayer, 2011), tais como restrições ao acesso a crédito por parte das famílias ou ao licenciamento de construção nova por parte das empresas de construção. Outro exemplo relaciona-se com a rigidez da oferta. Em concreto, a oferta no mercado de habitação requer mais tempo a ajustar-se do que a procura dado, por exemplo, o hiato existente entre o licenciamento de uma construção e a sua conclusão, o que pode motivar períodos de desequilíbrio nos preços neste mercado. Esta ideia é suportada por DiPasquale e Wheaton (1994), que concluem que o mercado de habitação se ajusta gradualmente no curto prazo.

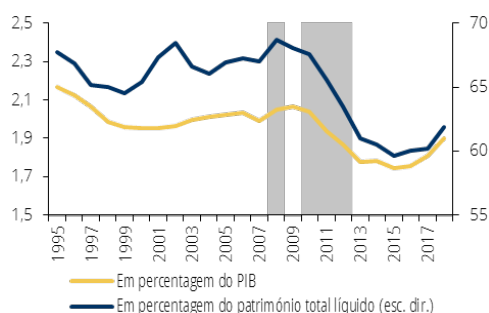
Em Portugal, a elevada percentagem da população que é proprietária de habitação² traduz-se no elevado peso do património em habitação na riqueza das famílias (Gráfico 1), o que pode amplificar o impacto de variações dos preços da habitação na situação financeira das famílias e nas suas decisões. No que diz respeito ao sistema bancário português, a relativamente elevada

¹ Catte et al. (2004) e Guerrieri e Mendicino (2018) documentam o efeito de um aumento da riqueza em habitação nos padrões de consumo em países da OCDE e da área do euro, respetivamente.

² Em 2018, a taxa de propriedade de habitação em Portugal foi de 74,5%, mais 8,3 pontos percentuais do que na média da área do euro, de acordo com informação do Inquérito às Condições de Vida e Rendimento (ICOR) publicada pelo Eurostat.

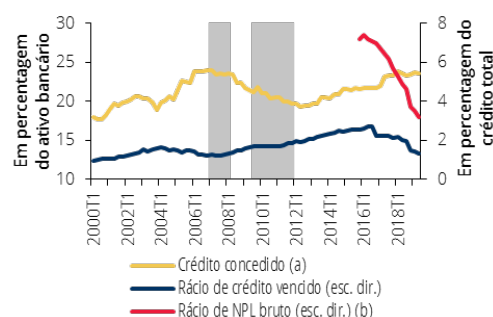
exposição ao mercado imobiliário³ intensifica o mecanismo de transmissão entre desenvolvimentos neste mercado e a situação financeira dos bancos portugueses, tal como se observou no decorrer da crise financeira e da crise da dívida soberana. Esta situação verificou-se no caso da concessão de crédito à habitação às famílias (Gráfico 2) e, de forma significativamente mais acentuada, no caso da concessão de crédito às empresas dos setores da construção e das atividades imobiliárias (Gráfico 3), onde se observou um aumento do rácio de empréstimos *non-performing*.

Gráfico 1 • Património das famílias em habitação



Fonte: Banco de Portugal e OCDE. | Nota: A região a sombreado corresponde a períodos de contração económica de acordo com Rua (2017). Dado que o gráfico apresenta dados anuais e o autor usa dados trimestrais, identificando como períodos de contração 2008T1:2009T1 e 2010T3:2012T4, são identificados a sombreado os anos com pelo menos dois trimestres de contração.

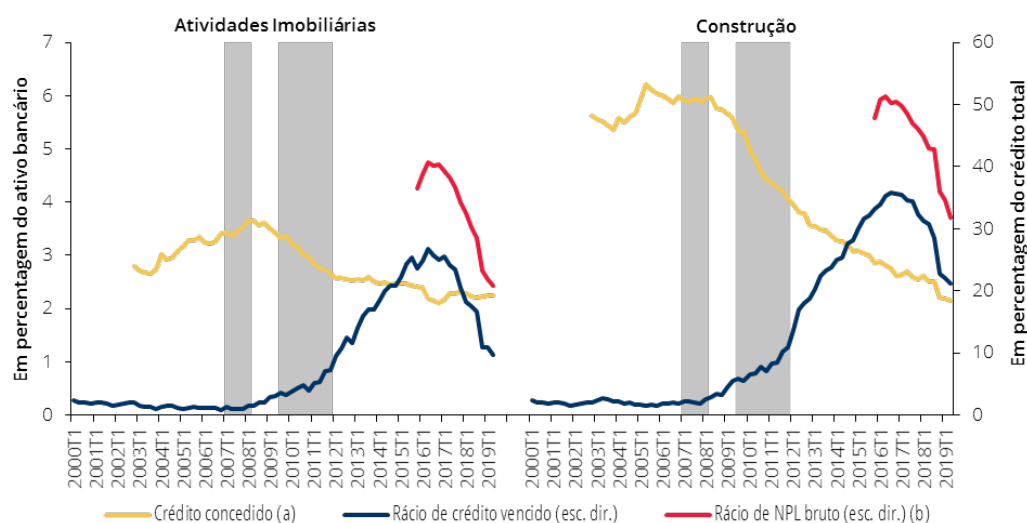
Gráfico 2 • Crédito concedido, crédito vencido e rácio de NPL bruto em empréstimos à habitação a particulares



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: A região a sombreado corresponde a períodos de contração económica de acordo com Rua (2017). (a) A série do crédito concedido em percentagem do ativo bancário refere-se ao reporte em base individual das outras instituições financeiras monetárias residentes em Portugal. (b) NPL na definição da EBA.

³ De acordo com a Secção 4, a exposição do sistema bancário português ao mercado imobiliário representou cerca de 37% do seu ativo total em junho de 2019. A exposição pode ser direta através dos imóveis em dação dos bancos, e indireta através dos empréstimos a particulares e empresas garantidos por imóveis, dos empréstimos a SNF dos setores da construção e atividades imobiliárias e da exposição a fundos de investimento imobiliário.

Gráfico 3 • Crédito concedido, crédito vencido e rácio de NPL bruto de sociedades não financeiras associadas ao mercado imobiliário



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: A região a sombreado corresponde a períodos de contração económica de acordo com Rua (2017). (a) A série do crédito concedido em percentagem do ativo bancário refere-se ao reporte em base individual das outras instituições financeiras monetárias residentes em Portugal. (b) NPL na definição da EBA.

Num quadro de elevada exposição ao mercado imobiliário, caso haja uma sobrevalorização no mercado da habitação, isto é, um desequilíbrio no mecanismo de determinação de preços em que estes crescem acima dos seus determinantes, o potencial risco de materialização de quaisquer perdas aumenta, podendo impactar a solvabilidade do sistema financeiro⁴, o financiamento do setor privado não financeiro e, consequentemente, o crescimento económico e o bem-estar. Este foi o caso nos anos que precederam a crise financeira global, em que diversos países da área do euro registaram aumentos acentuados dos seus preços da habitação, o que contribuiu para uma acumulação de desequilíbrios, que se traduziu posteriormente em prejuízos para diferentes setores institucionais. Recentemente, o crescimento significativo e contínuo dos preços da habitação em Portugal desde 2013 (Secção 2.3, Gráfico I.2.13) tem impulsionado o debate em torno de uma potencial sobrevalorização no mercado imobiliário residencial, realçando a necessidade de monitorizar e avaliar possíveis desajustes dos preços face ao seu equilíbrio.

Este tema em destaque revê algumas metodologias de avaliação dos preços da habitação que poderão sinalizar a existência de um desequilíbrio nos preços neste mercado e aplica-as ao caso português para o período de 1988T1:2019T2, salvo indicação em contrário. De acordo com a literatura existente são consideradas três categorias de abordagens distintas, nomeadamente (i) indicadores estatísticos, (ii) modelos baseados em determinantes macroeconómicos e (iii) modelos de valorização de ativos, sendo discutidas as suas vantagens e desvantagens. Analisando as diversas metodologias consideradas, é possível concluir que existe evidência de sobrevalorização no mercado da habitação em Portugal desde o início de 2018, em termos agregados, como identificado anteriormente.

⁴ Em todo o caso, o potencial impacto no sistema bancário de uma queda dos preços da habitação é mitigado por um *loan-to-value* médio da carteira de crédito à habitação relativamente baixo.

2 Metodologias de avaliação dos preços da habitação

2.1 Indicadores estatísticos

A utilização de indicadores estatísticos para avaliar um potencial sobreaquecimento do mercado imobiliário residencial é uma prática generalizada na literatura académica e institucional⁵. No âmbito desta análise são considerados três indicadores: (i) o desvio do rácio entre os preços e o rendimento – geralmente designado como *price-to-income* – face à sua média de longo prazo, (ii) o desvio do rácio entre os preços e as rendas – designado como *price-to-rent* – face à sua média de longo prazo e (iii) o desvio do índice de preços da habitação em termos reais face à sua tendência.

O rácio entre os preços e o rendimento representa uma medida de acessibilidade na compra de habitação, que relaciona o custo de aquisição com o rendimento disponível das famílias. Existindo um desvio significativo deste rácio em termos históricos, este poderá sinalizar a dificuldade das famílias em comprar uma habitação ou em servir a dívida associada à sua hipoteca (BCE, 2015). Neste sentido, considera-se o desvio do rácio entre os preços e o rendimento face à sua média de longo prazo, calculada como a média aritmética do período amostral de 1988T1:2019T2, que é posteriormente considerado como o valor de referência para efeitos de standardização. A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) publica esta medida trimestralmente para um conjunto alargado de países, que inclui Portugal.

O rácio entre os preços e as rendas mede o custo de deter uma habitação face ao custo de arrendar. Se os preços da habitação crescerem significativamente acima das rendas, as famílias poderão adiar a decisões de compra de habitação e escolher arrendar até que se observe uma correção no mercado.⁶ À semelhança do desvio do rácio entre os preços e o rendimento face à sua média de longo prazo, considera-se o desvio do rácio entre os preços e as rendas face à sua média de longo prazo, que corresponde à média aritmética do período amostral de 1988T1:2019T2. Este rácio também é standardizado, tendo como valor de referência a média de longo prazo. A OCDE também publica este indicador com uma frequência trimestral.

O desvio dos preços face à sua tendência é um indicador de sobrevalorização simples e agnóstico, na medida em que não relaciona os preços da habitação com qualquer fundamento económico. Detken e Smets (2004) definem uma expansão significativa (*boom*) do preço de um ativo como um período durante o qual o índice de preços em termos reais se encontra persistentemente pelo menos 10% acima da sua tendência. Mais tarde, Adalid e Detken (2007) propõem a observação de um período mínimo de quatro trimestres consecutivos para que este fenómeno seja identificado. O cálculo da tendência é feito usando o filtro univariado Hodrick-Prescott (HP), que permite decompor a série dos preços da habitação na componente da tendência e na componente cíclica. O parâmetro de ajustamento considerado é 100.000, de acordo com o proposto por Adalid e Detken (2007) para dados trimestrais.

Resultados para Portugal

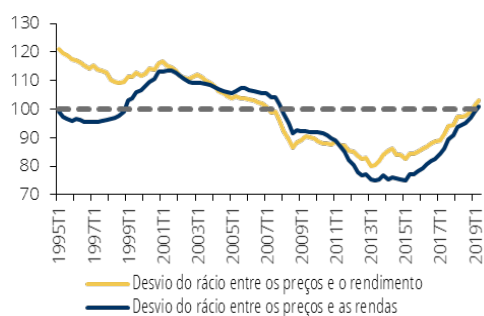
Considerando o período entre 1995 e 2019, o desvio dos rácios entre os preços e o rendimento e entre os preços e as rendas face às suas respetivas médias de longo prazo apresentam uma trajetória semelhante, à exceção do intervalo entre 1995 e 2001 (Gráfico 4). Após um período prolongado de subvalorização crescente entre o início da crise financeira internacional e o final da crise da dívida soberana, observa-se que ambas as métricas começaram a recuperar em 2015, com o desvio do rácio entre os preços e o rendimento a sinalizar alguma sobrevalorização a partir

⁵ Por exemplo, ver a Caixa 3 da Financial Stability Review do Banco Central Europeu de maio de 2015 ou, mais recentemente, Philipponnet e Turrini (2017).

⁶ O desvio do rácio entre os preços e as rendas face à sua média de longo prazo pode também ser visto como um modelo de desconto de dividendos estático simplificado (BCE, 2011), dado que desconta o dividendo associado à habitação, nomeadamente a renda, pelo seu preço.

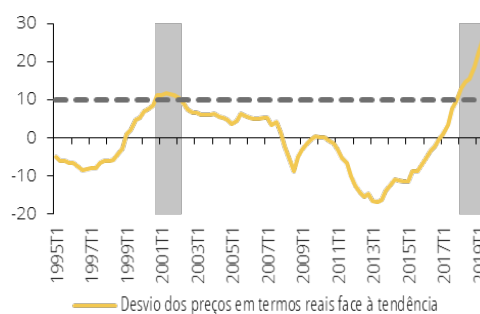
do primeiro trimestre de 2019 e o desvio do rácio entre os preços e as rendas no segundo trimestre de 2019. Por sua vez, o desvio dos preços em termos reais face à tendência apresenta um comportamento semelhante ao do desvio do rácio entre os preços e as rendas face à sua média de longo prazo até ao início de 2009, sinalizando uma menor subvalorização durante o período da crise financeira internacional. Porém, no período recente, este indicador evidencia uma sobrevalorização mais acentuada do que a sugerida pelas restantes métricas (Gráfico 5).

Gráfico 4 • Desvio dos rácios entre os preços e o rendimento e entre os preços e as rendas face às suas médias de longo prazo | Índice (média 1988T1:2019T2 = 100)



Fonte: OCDE. | Nota: A linha a tracejado consiste num eixo de referência em que valores acima indicam sobrevalorização e valores abaixo subvalorização.

Gráfico 5 • Desvio dos preços face à sua tendência | Em percentagem



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal. | Nota: A linha a tracejado corresponde ao limiar de 10% definido em Detken e Smets (2004).

Os três indicadores estatísticos considerados apresentam resultados consistentes para o período recente, sinalizando a existência de alguma sobrevalorização em termos agregados, apesar de identificarem diferentes inícios para o desequilíbrio observado. Não obstante, estes indicadores apresentam algumas limitações. A validade da utilização do desvio dos rácios entre os preços e o rendimento e entre os preços e as rendas face às suas médias de longo prazo assenta na estacionaridade dos rácios usados (Philipponnet e Turrini, 2017), isto é, que o indicador flutue em torno de uma média de longo prazo constante e que o efeito de quaisquer choques se dissipe ao longo do tempo. No caso do desvio do rácio entre os preços e as rendas face à sua média de longo prazo, a razoabilidade deste indicador depende do dinamismo dos mercados de aquisição e de arrendamento habitacionais. Em Portugal, dada a existência de um período prolongado de congelamento de rendas⁷, o denominador do rácio apresenta alguma inércia devido à subsistência de muitos contratos antigos, podendo não refletir o pressuposto de arbitragem esperado entre a compra e o arrendamento. Sobre o desvio dos preços face à tendência, a utilização de uma formulação univariada, como é o caso do filtro HP, introduz alguma incerteza através da escolha do parâmetro de ajustamento, que depende da ciclicidade da série considerada. Outra limitação deste indicador assenta no seu potencial enviesamento no final da amostra (Hamilton, 2017). Finalmente, alguns autores criticam a utilização de indicadores estatísticos dado que não consideram um conjunto alargado de fatores económicos potencialmente explicativos (Himmelberg et al., 2005).

⁷ No início de 2006, entrou em vigor o Novo Regime de Arrendamento Urbano (NRAU), como definido pela Lei n.º 6/2006 de 27 de fevereiro, que sofreu diversas alterações em 2012, 2014 e 2017. A criação do regime em 2006 estabeleceu possibilidade de atualização das rendas de contratos antigos e a alteração realizada em 2012 procedeu à liberação de contratos anteriores a 1990, como definido pela Lei n.º 31/2012 de 14 de agosto de 2012.

2.2 Modelos baseados em determinantes macroeconómicos

Outra categoria de metodologias comumente explorada na literatura consiste na utilização de modelos que captem a dinâmica conjunta dos preços da habitação e de variáveis macroeconómicas de forma a determinar se a evolução dos preços é suportada por um conjunto de fatores considerados fundamentais. Nesta secção são considerados três modelos econométricos: (i) um modelo de mecanismo corretor do erro geral, como proposto em Banco de Portugal (2016)⁸, (ii) uma equação de procura invertida, como em Banco Central Europeu (2015)⁹, e (iii) uma regressão de quantis, como adaptada em Lourenço e Rodrigues (2015) com base numa abordagem proposta por Machado e Sousa (2006).

O modelo corretor do erro possibilita a distinção entre as dinâmicas de curto e longo prazo na relação entre os preços da habitação e os seus determinantes macroeconómicos. Como para esta análise apenas é de interesse a relação entre estas variáveis num horizonte mais alargado, é estimada somente a equação de longo prazo¹⁰ usando o método dos mínimos quadrados de forma a obter a série dos preços da habitação de equilíbrio, isto é, caso esta estivesse alinhada com os fundamentos considerados. A diferença entre a série observada e a estimada, que corresponde à série dos resíduos (ε_t), pode ser interpretada como uma medida de desequilíbrio dos preços da habitação. Em Banco de Portugal (2016), os determinantes dos preços da habitação em termos reais (hp_t) considerados são o rendimento disponível dos particulares em termos reais (y_t), a formação bruta de capital fixo em habitação em termos reais ($gfcfh_t$) e a taxa de desemprego (ur_t).¹¹ Em particular, é esperado que (i) um aumento do rendimento disponível tenha um impacto positivo nos preços da habitação visto que representa uma maior disponibilidade financeira na compra de habitação e/ou no serviço da dívida, (ii) um aumento da formação bruta de capital fixo em habitação, refletindo um aumento da construção nova, exerça uma pressão descendente sobre os preços, aumentando a oferta disponível para um determinado nível de procura, e (iii) um aumento da taxa de desemprego tenha um impacto negativo sobre os preços através do mesmo mecanismo subjacente ao rendimento disponível, capturando também efeitos de confiança. Em termos econométricos, importa notar que esta análise só é válida na presença de cointegração entre as variáveis, o que pode ser interpretado como evidência da existência de uma relação de longo prazo.

O modelo de avaliação dos preços da habitação proposto pelo Banco Central Europeu (2015) consiste numa equação de procura invertida¹² que se baseia no pressuposto de que a oferta de habitação é constante no curto prazo, sendo os preços determinados pela procura. Apesar do enquadramento teórico por detrás deste modelo ser distinto, a sua estimação também se baseia num modelo corretor do erro à semelhança do proposto por Banco de Portugal (2016). Assim, os resíduos da equação (ε_t) podem ser interpretados como desvios dos preços face aos seus fundamentos. Os determinantes considerados são o rendimento disponível dos particulares em termos reais (y_t), o stock de habitação *per capita* real (hs_t), e a taxa de juro média real dos empréstimos à habitação (ir_t). O rendimento disponível é o único determinante comum com Banco de Portugal (2016). É esperado que o aumento do stock de habitação, uma medida da oferta de habitação, tenha um impacto negativo nos preços, à semelhança do descrito anteriormente para a formação bruta de capital fixo em habitação, e é esperado que um aumento da taxa de juro média real dos empréstimos à habitação impacte negativamente os preços da habitação

⁸ Ver Caixa 3.1 “Evolução recente dos preços da habitação à luz dos seus fundamentos macroeconómicos” do *Boletim Económico* do Banco de Portugal de outubro de 2016.

⁹ Ver Caixa 3 “A model-based valuation metric for residential property markets” do *Financial Stability Review* do Banco Central Europeu de novembro de 2015.

¹⁰ A especificação da equação de longo prazo estimada é $hp_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_t + \alpha_2 gfcfh_t + \alpha_3 ur_t + \varepsilon_t$. Todas as variáveis se encontram em logaritmo à exceção da taxa de desemprego.

¹¹ Os autores testaram um conjunto mais alargado de variáveis, incluindo o stock real de habitação, o total da população ativa e taxas de juro, cuja exclusão se deveu ou à ausência de uma relação de cointegração entre os preços da habitação e estas variáveis ou à presença de coeficientes com sinais inesperados.

¹² A especificação considerada é $hp_t = \frac{\alpha_0 + \alpha_1 y_t - \alpha_2 hs_t - \alpha_3 ir_t}{\alpha_2} + \varepsilon_t$. Todas as variáveis se encontram em logaritmo à exceção da taxa de juro.

dado que representa um aumento dos custos de financiamento. O modelo é estimado através de técnicas bayesianas de forma a aliviar potenciais problemas resultantes da utilização de uma série temporal curta. O Banco Central Europeu divulga os resultados desta metodologia trimestralmente.

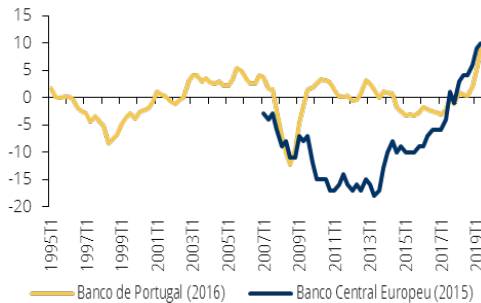
A regressão de quantis permite analisar o impacto de um conjunto de variáveis no comportamento da variável dependente ao longo da sua distribuição ao invés de analisar somente o impacto destas variáveis no seu valor médio, como é o caso de outros procedimentos como o método dos mínimos quadrados, subjacente ao mecanismo corretor do erro descrito acima. Esta metodologia permite estimar o valor dos preços da habitação num determinado quantil (τ) da distribuição de acordo com um conjunto de determinantes, denominado como quantil condicional. Em Lourenço e Rodrigues (2015), as variáveis explicativas consideradas são o rendimento disponível real (y_t), a taxa de juro do mercado monetário a três meses (mmr_t) e a população ativa (lf_t).¹³ À semelhança do referido nos modelos baseados em determinantes macroeconómicos anteriores, (i) um aumento do rendimento deverá ter um impacto positivo nos preços, como descrito no primeiro modelo desta secção, (ii) um aumento da taxa de juro do mercado monetário a três meses um impacto negativo, como a taxa de juro média real dos empréstimos à habitação no modelo anterior, e (iii) um aumento da população ativa deverá ter um impacto positivo pela mesma intuição económica associada a uma diminuição da taxa de desemprego no primeiro modelo. Ao contrário dos autores, consideramos a população empregada em vez da população ativa visto que melhor captura a evolução dos preços da habitação. Dado que as variáveis não são estacionárias, é necessária a existência de uma relação de cointegração de forma a validar a equação de longo prazo para cada quantil considerado, o que pode ser testado de acordo com o teste proposto por Xiao (2009), como referido em Lourenço e Rodrigues (2015).

Resultados para Portugal

Considerando os resíduos do modelo corretor do erro e da equação de procura invertida, observa-se alguma divergência entre os resultados das duas metodologias no período entre 2010 e 2016 (Gráfico 6), que poderá estar relacionada com a utilização de diferentes variáveis e horizontes amostrais para efeitos de estimação. Não obstante, ambas as metodologias sinalizam alguma sobrevalorização no mercado da habitação a partir do primeiro trimestre de 2018. Analisando a diferença entre os preços da habitação e os quantis condicionais 10, 50 e 90, observa-se um período de subvalorização coincidente com a crise financeira internacional. A partir de 2016, os preços da habitação iniciaram uma trajetória de crescimento mais acentuado que o crescimento dos quantis condicionais (Gráfico 7). Em particular, o desvio dos preços face ao quantil 90 tornou-se positivo desde o segundo trimestre de 2018, sinalizando a existência de alguma sobrevalorização em termos agregados.

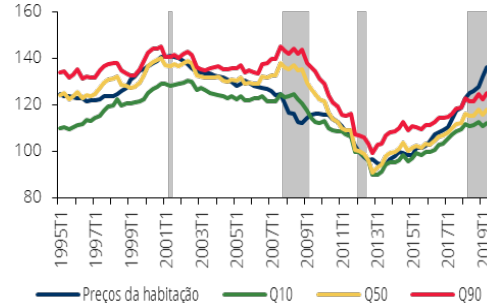
¹³ A regressão de quantis estimada é $Q_{hp_t}(\tau|F_{t-1}) = \alpha_0 + \alpha_1(\tau)y_t + \alpha_2(\tau)mmr_t + \alpha_3(\tau)lf_t$, em que $\tau \in (0,1)$ corresponde a um determinado quantil. Todas as variáveis se encontram em logaritmo à exceção da taxa de juro.

Gráfico 6 • Resíduos dos modelos baseados em determinantes macroeconómicos | Índice 2015 = 100



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal e Banco Central Europeu.

Gráfico 7 • Preços da habitação em termos reais e quantis condicionais 10, 50 e 90 | Índice 2015 = 100



Fonte: OCDE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: A região a sombreado corresponde a períodos em que os preços da habitação se encontravam abaixo do quantil 10, i.e. períodos de subvalorização, ou acima do quantil 90, i.e. períodos de sobrevalorização.

Apesar das vantagens face à análise de indicadores estatísticos, os modelos baseados em determinantes macroeconómicos também apresentam algumas limitações. A escolha das variáveis consideradas como determinantes dos preços da habitação poderá estar sujeita a alguma incerteza, dado que estes poderão mudar ao longo do tempo. Por exemplo, Lourenço e Rodrigues (2017), recorrendo ao procedimento de Bai e Perron (1998, 2003a), testam a existência de quebras de estrutura nos determinantes do crescimento dos preços da habitação em Portugal e encontram evidência de três regimes distintos em que «os fundamentos e a sua importância são diferentes nos dois períodos em análise». Por exemplo, no período recente, o investimento de não residentes no mercado habitacional e a dinâmica no turismo poderão constituir uma alteração de estrutura.

2.3 Modelos de valorização de ativos

A última categoria abordada baseia-se na utilização de modelos que detenham uma perspetiva de investimento em habitação enquanto ativo, cuja valorização poderá variar de acordo com as expectativas de retorno associadas. Assim, é estimado um modelo de valorização de ativos, nomeadamente uma metodologia baseada num modelo geral de livre arbitragem proposto por Phillips, Shi e Yu (2015).¹⁴

A metodologia proposta pelos autores baseia-se na equação estilizada de valorização de ativos em que variações no preço de um ativo podem ser explicadas por três componentes: os dividendos esperados, um conjunto de fundamentais não observáveis, e a componente de bolha.¹⁵ Se as componentes de dividendos esperados e de fundamentais não observáveis forem explicadas por valores passados da mesma variável, um comportamento explosivo do preço do ativo pode ser explicado pela componente de bolha. Partindo deste enquadramento teórico, a metodologia testa a presença de uma bolha usando um teste de raiz unitária de cauda direita de forma recursiva em diversas subamostras da série dos preços da habitação e identifica os

¹⁴ Outros autores, de que são exemplo Poterba (1981) e Himmelberg et al. (2005) propõem metodologias baseadas na comparação entre a renda imputada, isto é, o valor de habitar num imóvel durante um ano, e o custo de oportunidade do capital, tendo em conta fatores como diferenças em termos de risco, incentivos fiscais e expectativas de ganhos de capital. Porém, estas metodologias não serão analisadas neste tema em destaque.

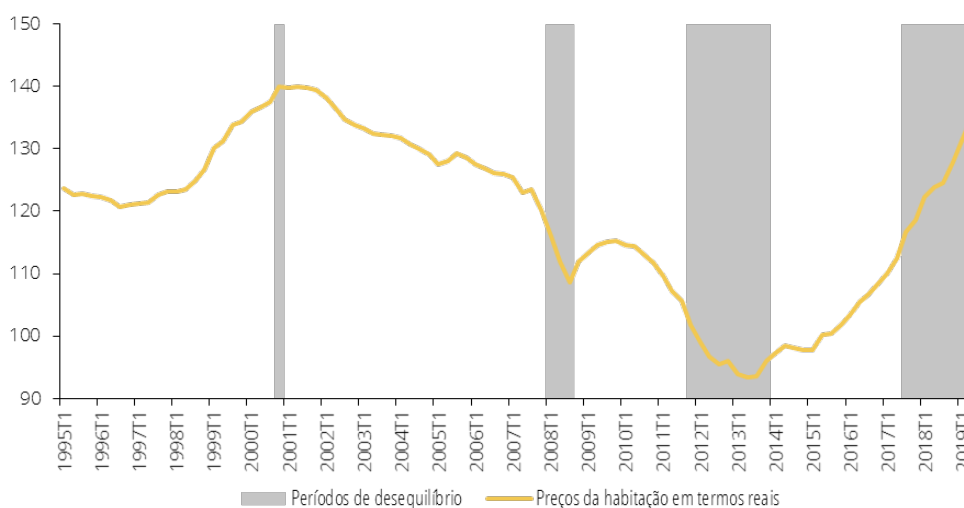
¹⁵ A especificação da equação referida é $P_t = \sum_{i=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r_f} \right)^i E_t(D_{t+1} + U_{t+1}) + B_t$, em que P_t é o preço do ativo, r_f é a taxa de juro sem risco, D_{t+1} é o dividendo, U_{t+1} representa fundamentais não observáveis e B_t é a componente bolha.

períodos de exuberância, definidos como períodos de aumento ou queda excessiva dos preços. Caso a estatística-teste resultante seja superior aos valores críticos, é rejeitada a hipótese nula de inexistência de períodos de exuberância.

Resultados para Portugal

Considerando o valor crítico de 99%, o teste de Phillips, Shi e Yu (2015) identifica quatro períodos de exuberância nos preços da habitação em termos reais em Portugal: (i) um breve período de sobrevalorização no quarto trimestre de 2000, (ii) o período de queda dos preços da habitação no início da crise financeira internacional, nomeadamente entre o primeiro e terceiro trimestres de 2008, (iii) o período de queda excessiva durante a fase mais aguda da crise da dívida soberana entre o quarto trimestre de 2011 e o quarto trimestre de 2013, e, recentemente, (iv) o período de aumento significativo dos preços da habitação iniciado no terceiro trimestre de 2017 (Gráfico 8).

Gráfico 8 • Teste de Phillips, Shi e Yu (2015) | Índice 2015 = 100



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal e OCDE. | Nota: Os períodos de desequilíbrio correspondem aos períodos em que é rejeitada a hipótese nula de inexistência de períodos com um comportamento explosivo face à hipótese alternativa da sua existência para o valor crítico de 99%. O valor crítico subjacente à identificação dos períodos de desequilíbrio foi obtido usando o novo procedimento de *bootstrap* proposto por Phillips e Shi (2018) com 5000 réplicas.

3 Considerações finais

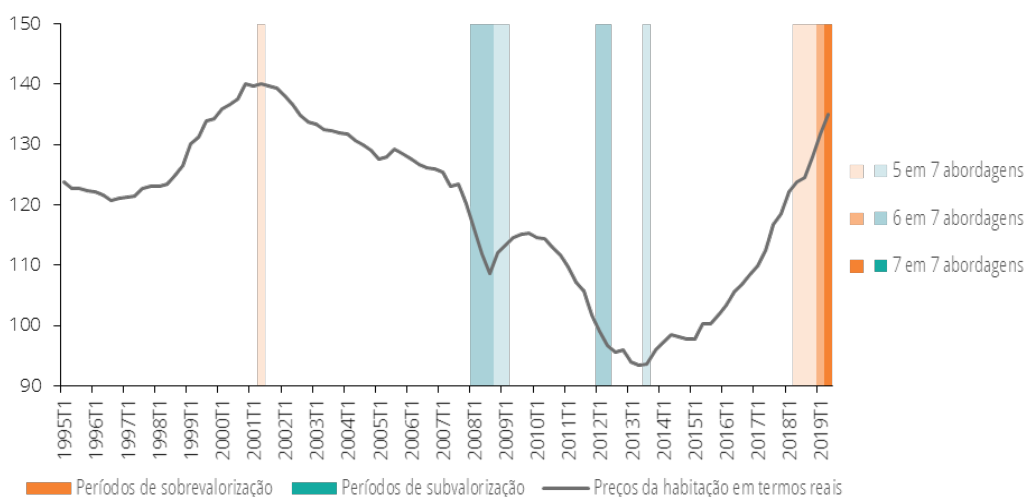
A análise do mercado imobiliário residencial e, em particular, da posição cíclica dos preços da habitação é essencial dada a sua importância para a estabilidade financeira. Este tema em destaque revê diversas metodologias de valorização dos preços da habitação que permitem identificar períodos de desequilíbrio no mecanismo de determinação de preços.

Considerando três categorias de metodologias, nomeadamente indicadores estatísticos, modelos baseados em determinantes macroeconómicos e métodos de valorização de ativos, é possível concluir que, de forma transversal às abordagens consideradas, existe um conjunto de períodos de desequilíbrio no intervalo temporal em análise: um breve período de sobrevalorização após a adesão à área do euro, os períodos após a crise financeira internacional e após a crise da dívida soberana, marcados por uma subvalorização após uma queda acentuada dos preços da

habitação, e o período recente, caracterizado por uma sobrevalorização na sequência de um crescimento significativo dos preços. Desta forma, conclui-se que os preços no mercado imobiliário residencial apresentam evidência de sobrevalorização desde o início de 2018, em termos agregados (Gráfico 9).

A importância da existência de sobrevalorização no mercado da habitação para a estabilidade financeira difere consoante o papel do crédito na sua evolução. Diversos autores defendem que existem duas categorias de bolhas: bolhas de exuberância irracional cuja evolução não é acompanhada pelo crédito e bolhas acompanhadas por uma expansão excessiva do crédito (Mishkin, 2008). Enquanto é esperado que a primeira tenha um menor impacto na estabilidade financeira, a segunda gera um mecanismo de transmissão entre o crédito, os preços da habitação e a economia real, podendo implicar recessões mais acentuadas e duradouras (Jordà et al, 2015), à semelhança do observado na crise financeira internacional. A evolução recente dos preços da habitação em Portugal tem sido acompanhada por uma recuperação das novas operações de crédito à habitação, porém coexistindo com uma redução do *stock* de crédito à habitação (Secção 2.3, Gráfico I.2.15).

Gráfico 9 • Períodos de desequilíbrio nos preços da habitação | Índice 2015 = 100



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal e OCDE. | Nota: Os períodos de sobrevalorização e de subvalorização correspondem a períodos em que, das sete abordagens consideradas, um mínimo de cinco identificam um desequilíbrio nos preços da habitação.

A discussão em torno da existência de sobrevalorização no mercado da habitação também requer alguma prudência dada a incerteza que caracteriza alguns conceitos e, subsequentemente, algumas das medidas consideradas. É importante realçar que os resultados obtidos se referem aos preços em termos agregados, não havendo informação granular ao nível regional, em que é esperado que haja alguma heterogeneidade, devendo a sobrevalorização ser mais acentuada nas Áreas Metropolitanas de Lisboa e do Porto. Adicionalmente, a dificuldade em identificar se alterações nos determinantes dos preços são conjunturais ou estruturais poderá implicar a omissão de variáveis relevantes. Não obstante, a utilização de diversas metodologias que permitam identificar e medir potenciais períodos de desequilíbrio permite a obtenção de conclusões mais robustas, podendo contribuir para decisões mais informadas por parte dos decisores de política e dos agentes económicos.

4 Referências

- Adalid, R., & Detken, C. (2007). "Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles." *ECB Working Paper Series*, 732.
- Bai, J., & Perron, P. (1998). "Estimating and testing linear models with multiple structural changes". *Econometrica*, 47-78.
- Bai, J., & Perron, P. (2003). "Computation and analysis of multiple structural change models". *Journal of Applied Econometrics*, 18(1), 1-22.
- Banco Central Europeu (2011). "Tools for detecting a possible misalignment of residential property prices from fundamentals". *Financial Stability Review*, junho, pp. 57-59.
- Banco Central Europeu (2015). "Statistical valuation metrics for residential property markets". *Financial Stability Review*, maio, pp. 44-46.
- Banco Central Europeu (2015). "A model-based valuation metric for residential property markets". *Financial Stability Review*, novembro, pp. 45-47.
- Banco de Portugal (2016). "Evolução recente dos preços da habitação em Portugal à luz dos seus fundamentos macroeconómicos". *Boletim Económico*, outubro, pp. 35-40.
- Banco de Portugal (2019). *Boletim Económico*, junho.
- Banco de Portugal (2019). *Relatório de Estabilidade Financeira*, maio.
- Catte, P., Girouard, N., Price, R., & André, C. (2004). "Housing markets, wealth and the business cycle."
- Detken, C., & Smets, F. (2004). Asset price booms and monetary policy. *Macroeconomic Policies in the World Economy*, 189-227. Berlin: Springer.
- DiPasquale, D., & Wheaton, W. C. (1994). "Housing market dynamics and the future of housing prices." *Journal of Urban Economics*, 35(1), 1-27.
- Guerrieri, C., & Mendicino, C. (2018). "Wealth effects in the euro area." *ECB Working Paper Series*, 2157.
- Hamilton, J.D. (2017). "Why You Should Never Use the Hodrick-Prescott Filter." *NBER Working Papers* 23429, National Bureau of Economic Research.
- Hiebert, P., & Sydow, M. (2011). "What drives returns to euro area housing? Evidence from a dynamic dividend-discount model". *Journal of Urban Economics*, 70(2-3), 88-98.
- Himmelberg, C., Mayer, C., & Sinai, T. (2005). "Assessing high house prices: Bubbles, fundamentals and misperceptions". *Journal of Economic Perspectives*, 19(4), 67-92.
- Jordà, Ò., Schularick, M., & Taylor, A. M. (2015). "Leveraged bubbles". *Journal of Monetary Economics*, 76, S1-S20.
- Lourenço, R. F., & Rodrigues, P. M. M. (2014). "Dinâmica e contraste dos preços da habitação em Portugal e Espanha". Banco de Portugal, *Boletim Económico*, dezembro, pp. 41-54.
- Lourenço, R. F., & Rodrigues, P. M. M. (2017). "Preços da habitação em Portugal-uma análise pós- crise." *Revista de Estudos Económicos do Banco de Portugal*, 3(3), 45-62.
- Machado, J. A., & Sousa, J. (2006). "Identifying asset price booms and busts with quantile regressions". *Banco de Portugal Working Papers* 200608.
- Mishkin, F. S. (2008). "How should we respond to asset price bubbles?" *Financial Stability Review*, Banque de France, 12, 65-74.
- Philipponnet, N. & Turrini, A. (2017). "Assessing House Price Developments in the EU". *European Economy - Discussion Papers* 2015 - 048, Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission.
- Phillips, P. C., Shi, S., & Yu, J. (2015). "Testing for multiple bubbles: Historical episodes of exuberance and collapse in the S&P 500". *International Economic Review*, 56(4), 1043-1078.
- Phillips, P. C., & Shi, S. (2018). "Real time monitoring of asset markets: Bubbles and crises". *Cowles Foundation Discussion Paper* No. 2152.

- Rodrigues, P., & Lourenço, R. F. (2015). "House prices: bubbles, exuberance or something else? Evidence from euro area countries". *Banco de Portugal Working Papers* 201517.
- Rua, A. (2017). "Dating the Portuguese business cycle." *Revista de Estudos Económicos do Banco de Portugal*, 3(1), 47-63.
- Xiao, Z. (2009). "Quantile cointegrating regression". *Journal of Econometrics*, 150(2), 248-260.

