

# RELATÓRIO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA

DEZ. 2020



BANCO DE  
PORTUGAL  
EUROSISTEMA



# RELATÓRIO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA

DEZ. 2020

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, 2020 • [www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)



# Índice

Sumário executivo | 7

## I Perspetiva global da estabilidade financeira | 11

1 Vulnerabilidades, riscos e política macroprudencial | 13

1.1 Principais riscos e vulnerabilidades | 13

1.2 O impacto económico da pandemia e implicações para a estabilidade financeira | 14

1.3 Os estímulos monetários e orçamentais | 16

1.4 Os setores económicos e a coordenação das medidas de política | 20

1.5 Política macroprudencial | 37

2 Sistema bancário | 44

2.1 Rendibilidade | 45

2.2 Qualidade dos ativos | 49

2.3 Concentração de exposições | 53

2.4 Critérios de concessão de crédito | 56

2.5 Liquidez e financiamento | 61

2.6 Capital | 62

Caixa 1 • O sistema bancário como fator de estabilização económica do choque pandémico: uma simulação de políticas micro e macroprudencial | 65

Caixa 2 • O recurso a moratórias e linhas de crédito com garantia pública pelas sociedades não financeiras: uma perspetiva de risco de crédito | 68

Caixa 3 • O recurso a moratórias de crédito pelas famílias | 72

Caixa 4 • Breve revisão de literatura sobre crédito FinTech: principais benefícios e riscos na perspetiva da estabilidade financeira | 74

## II Temas em destaque | 83

A vulnerabilidade da dívida das sociedades não financeiras na crise pandémica | 85

*Growth-at-risk*: a interação entre as condições financeiras e a economia na crise pandémica | 94



Empresas



Famílias



Administrações públicas



Sistema bancário



## AJUSTAMENTO PRÉ-CRISE PANDÉMICA

- Poupança (% PIB)

**4,5** 2008 **9,9** 2019

- Dívida financeira (% rendimento disponível)

**128** Set. 2009 **93** Dez. 2019

- Dívida na ótica de Maastricht (% PIB)

**135** Mar. 2014 **117** Dez. 2019

- Rácio de fundos próprios totais (%)

**9,4** Dez. 2008 **16,9** Dez. 2019

- Capital próprio (% ativo)

**31** Jun. 2009 **39** Dez. 2019

- Saldo primário (% PIB)

**-8,5** 2010 **3,1** 2019

- Rácio entre crédito e depósitos (%)

**153** Dez. 2008 **87** Dez. 2019

- Dívida financeira (% PIB)

**120** Dez. 2012 **86** Dez. 2019

- Rácio de NPL bruto (%)

**17,9** Jun. 2016 **6,2** Dez. 2019



## O IMPACTO DA PANDEMIA

- Paragem da atividade
- Redução das receitas
- Impacto diferenciado entre setores



- Aumento do desemprego



- Deterioração do saldo orçamental
- Novas políticas públicas



- Aumento das imparidades para crédito
- Redução da rentabilidade



## A RESPOSTA DAS AUTORIDADES

- Assegurar a liquidez
- Preservar a capacidade produtiva



- Mitigar quebras de rendimento
- Preservar emprego



- Coordenação das políticas europeias
- Manutenção da capacidade de financiamento



- Política monetária acomodatória
- Criar capacidade para absorver perdas





## AS VULNERABILIDADES E RISCOS

- Elevado endividamento
- Deterioração das condições de financiamento
- Diminuição da capacidade de serviço da dívida
- Desvalorização das exposições a dívida pública
- Redução do valor dos colaterais imobiliários
- Aumento do incumprimento
- Pressão sobre a rentabilidade
- Incompletude da União Bancária
- Branqueamento de capitais/financiamento do terrorismo



- Desadequação dos estímulos monetários e orçamentais aos diferentes momentos da crise pandémica
- Ciber-risco associado à digitalização da economia e do sistema financeiro



## AS AÇÕES DE POLÍTICA

- Capitalização das empresas para promoção da sua resiliência
- Bancos deverão usar capital para absorver perdas e financiar a economia
- Monitorização pelos bancos da qualidade de crédito para reconhecimento atempado de perdas
- Prevenção dos riscos associados à digitalização, ao ciber-risco e ao branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo
- Medidas de política orçamental temporárias e retoma do processo de consolidação orçamental pelo setor público



## POLÍTICA MACROPRUDENCIAL

- Reposição do requisito combinado de reserva de fundos próprios e das orientações para fundos próprios adicionais nunca antes de 2022
- As instituições identificadas como O-SII e a calibração da respetiva reserva de fundos próprios mantiveram-se inalteradas
- O Banco de Portugal reviu o quadro analítico da reserva contracíclica de fundos próprios. O montante da reserva manteve-se em 0% do montante total das posições em risco, no 4.º trimestre de 2020
- A EBA publicou orientações sobre os subconjuntos de posições em risco para a aplicação de uma reserva para risco sistémico





# Sumário executivo

A pandemia de COVID-19 continuou a condicionar a atividade económica nos últimos meses, prevalecendo incerteza sobre a sua intensidade e evolução. Os múltiplos impactos da crise pandémica colocam importantes desafios para a estabilidade financeira, em vários horizontes temporais.

Até 2019, a economia portuguesa estava num período de ajustamento e convergência com a Europa, traduzido, *inter alia*, numa forte redução do endividamento das empresas e particulares, para valores próximos dos observados em média na área do euro. A melhoria progressiva do saldo orçamental permitiu alcançar em 2019 uma situação de excedente, alicerçado num saldo primário de 3,1% do PIB, sustentando a trajetória de redução da dívida pública em percentagem do PIB iniciada em 2017.

Em paralelo, o setor bancário registou nos últimos anos progressos em diversas vertentes:

- Um ajustamento estrutural da liquidez, por via do aumento significativo da importância dos depósitos de clientes em detrimento de instrumentos de mercado, reduzindo a vulnerabilidade do sistema face a alterações da perceção de risco dos investidores internacionais, e do aumento das exposições a ativos de elevada liquidez, com destaque para a dívida pública;
- Uma redução dos custos operacionais, resultante de programas de reestruturação;
- Uma melhoria da qualidade das carteiras de crédito, inerente à redução dos rácios, brutos e líquidos, de empréstimos não produtivos (na sigla inglesa, NPL) desde junho de 2016;
- Uma gradual recuperação da rendibilidade, beneficiando não apenas do contexto económico e financeiro favorável até ao eclodir da pandemia, mas também da redução dos custos operacionais e dos NPL;
- Um reforço significativo dos rácios de capital, tendo a solvabilidade, medida pelo rácio de fundos próprios totais, aumentado 7,4 pontos percentuais (pp) desde o final de 2008, para 16,9% no final de 2019, e o rácio entre o capital próprio e o ativo aumentado 3,8 pp, para 9,3%, sendo que a definição dos fundos próprios se tornou mais exigente.

A pandemia impôs restrições à atividade económica, encerramento de fronteiras e condicionamento à livre circulação. A consequência foi uma queda acentuada da procura e da oferta, com repercussões na situação financeira dos agentes económicos.

A rigidez das estruturas de custos das empresas originou necessidades de financiamento acrescidas, inesperadas e temporárias. As medidas adotadas pelas autoridades mitigaram o impacto sobre o rendimento das famílias e sobre a liquidez das empresas. Os governos assumiram parte dos custos, não apenas os diretamente associados à emergência sanitária e aos estabilizadores automáticos, mas também os que iriam recair, no curto prazo, sobre empresas e particulares. O principal objetivo foi a sua mitigação e diluição no tempo. Perante um choque que se assume temporário, as opções de política visaram a preservação das estruturas e relações económicas pré-existentes, em particular os contratos de trabalho, o que poderá contribuir para uma recuperação mais rápida da economia no período pós-pandemia.

As medidas de política monetária, prudenciais e de supervisão visaram mitigar os efeitos da pandemia sobre o setor bancário e, desta forma, salvaguardar a oferta de crédito, num momento em que o crédito assume um papel instrumental na mitigação do impacto da pandemia. A resposta à pandemia está assim associada a um aumento do endividamento.

O impacto da pandemia sobre a atividade económica é diferenciado entre setores. O impacto entre países é também distinto, fruto de diferenças na importância relativa dos setores de atividade mais afetados.

As iniciativas europeias de resposta à crise e de apoio à recuperação económica permitiram estabelecer condições semelhantes nos vários países, perante um quadro pré-pandémico diferenciado em termos de endividamento, privado e público. A eficácia da concretização destes apoios permitirá aos países calibrar as medidas de apoio à economia de modo a promover trajetórias de recuperação económica alinhadas e que afastem cenários de fragmentação económica e financeira.

As principais vulnerabilidades e riscos para a estabilidade financeira são:

- Reduções abruptas e significativas de valor em ativos financeiros, face a potenciais episódios de volatilidade extrema nos mercados financeiros. No período recente, face aos estímulos monetários e orçamentais, observaram-se valorizações em alguns ativos financeiros a par da contração da atividade económica mundial, o que demonstra algum potencial de correção;
- Correção em baixa dos preços do imobiliário residencial, apesar da resiliência face ao choque pandémico até ao momento, suportada por taxas de juro baixas. O menor dinamismo no mercado imobiliário comercial em Portugal, no período que antecedeu a pandemia, limita a acumulação de vulnerabilidades;
- O agravamento da dívida das empresas constitui uma vulnerabilidade, não obstante o ajustamento pré-pandemia, podendo traduzir-se em pressão sobre a respetiva solvabilidade. O aumento da liquidez e das maturidades propiciado pelo crédito com garantia pública, as baixas taxas de juro e a extensão das moratórias de crédito mitigam o risco de incumprimento e de insolvência;
- O endividamento dos particulares continua a ser uma vulnerabilidade. Contudo, as taxas de juro baixas, a extensão da moratória de crédito e a melhoria do perfil de risco dos mutuários continuarão a ser mitigantes à materialização do risco de crédito;
- O elevado endividamento das administrações públicas constitui uma vulnerabilidade no médio prazo. No entanto, as condições de financiamento deverão manter-se favoráveis, refletindo a evolução da execução orçamental pré-pandemia e os efeitos da política monetária e do Plano de Recuperação e Resiliência da União Europeia;
- No sistema bancário, destacam-se o aumento do nexo entre sistema bancário e setor público, através do reforço da exposição à dívida pública e da concessão de crédito com garantia pública, a expectativa de aumento dos NPL e as perspetivas de rentabilidade baixa, condicionadas pelo ambiente de taxas de juro muito reduzidas, pelas expectativas de materialização do risco de crédito e pelos desafios trazidos por novos intervenientes na atividade de intermediação financeira. A concessão de crédito com garantia pública diminui o risco de crédito;
- Exposição significativa do setor financeiro não bancário a ativos com menor liquidez e de menor qualidade creditícia, em reação à descida de rentabilidade decorrente das taxas de juro muito reduzidas. A menor importância das sociedades de seguros e, em especial, dos fundos de investimento no sistema financeiro português, face à área do euro, limita a relevância deste risco. Todavia, pode perturbar as condições de financiamento internacionais, incluindo para os emitentes nacionais que recorram a esses mercados, pela importância que assumem na Europa;
- Dificuldades na implementação do acordo político sobre o Plano de Recuperação e Resiliência na Europa e possível desadequação dos estímulos monetários e orçamentais aos diferentes momentos da crise pandémica. A sua dificuldade de execução poderá afetar negativamente o perfil de recuperação da atividade económica. Até novembro de 2020, a coordenação entre as diferentes autoridades europeias tem contribuído para a recuperação económica e evitado potenciais efeitos de clivagem na retirada das medidas.

As medidas de apoio ao setor bancário e ao setor privado não financeiro devem articular-se e complementar-se, no sentido da mitigação dos efeitos da pandemia e da preservação da estabilidade financeira. Estas políticas devem assegurar que a crise económica não se transforma numa crise financeira.

O setor bancário assume uma função central. O seu papel no financiamento da economia deve ser preservado, o que exige a manutenção da atividade regular dos bancos. Este objetivo justifica a atuação rápida e abrangente das várias autoridades, nacionais e internacionais. A situação do setor tenderá a refletir a eficácia das medidas de apoio à capacidade das empresas e dos particulares para absorver perdas, em particular limitando o incumprimento na carteira de empréstimos.

A indefinição da duração da crise pandémica implica incerteza sobre a extensão do impacto na atividade empresarial. As implicações sobre a solvabilidade das empresas poderão ter consequências para o emprego e para os bancos. Ganha assim importância a consideração de instrumentos de capitalização das empresas como mecanismos adicionais de promoção da sua resiliência. Até este momento, não houve consenso nas negociações europeias em curso para a criação de um instrumento de apoio à capitalização das empresas.

Os bancos deverão tirar partido da flexibilidade que lhes foi concedida pelas autoridades para utilizar as suas reservas de fundos próprios na absorção de perdas e no financiamento de particulares e empresas viáveis. As instituições deverão continuar a monitorizar a qualidade de crédito dos mutuários, evitando o reconhecimento tardio de perdas.

A pandemia reforçou a importância da digitalização na intermediação financeira. Os bancos deverão acautelar os riscos inerentes ao processo de digitalização, minimizando o ciber-risco e os riscos de branqueamento de capitais e de financiamento do terrorismo. Finalmente, as instituições deverão também preparar-se para os riscos associados à transição para uma economia mais sustentável, que a médio prazo será intensificada.

A crise pandémica confronta o setor público com a escolha entre o aumento da dívida pública ou a retirada dos apoios à economia, que se pode revelar prematura. Os países com endividamento mais elevado serão mais suscetíveis a alterações do sentimento de mercado e à possibilidade de reavaliação dos prémios de risco. Este risco deve ser ponderado face aos riscos de não atuação com vista à estabilização da economia, que teria efeitos negativos sobre o crescimento potencial. O equilíbrio passará por calibrar as medidas de política às diferentes fases da crise pandémica.

Nestes termos, será importante que as medidas de política orçamental sejam temporárias e que o setor público retome o processo de consolidação orçamental. Tal contribuirá para reduzir a probabilidade de reavaliações de risco soberano associadas a dúvidas sobre a sustentabilidade da dívida pública. No curto prazo, dadas as medidas adotadas pelo BCE para mitigação do impacto da crise pandémica, os custos de financiamento do soberano deverão manter-se reduzidos.



---

# I Perspetiva global da estabilidade financeira

1 Vulnerabilidades, riscos  
e política macroprudencial

2 Sistema bancário



# 1 Vulnerabilidades, riscos e política macroprudencial

## 1.1 Principais riscos e vulnerabilidades

### ..... A pandemia domina os riscos para a estabilidade financeira

O impacto sem precedentes da pandemia de COVID-19 sobre a economia mundial e os mercados financeiros é o fator determinante dos riscos para a estabilidade financeira. A incerteza quanto à duração da crise sanitária e a severidade do seu impacto, mitigada pela plethora de medidas de política adotadas à escala mundial, condiciona a materialização e dimensão desses riscos.

A atuação célere e abrangente das autoridades nacionais e internacionais foi fundamental. As medidas de política monetária, orçamental, de regulação e supervisão micro e macroprudencial permitiram mitigar os efeitos negativos sobre a situação financeira das empresas e das famílias e sobre os mercados financeiros, contribuindo para a manutenção de condições de financiamento favoráveis. A pandemia de COVID-19 continuará a dominar o enquadramento macrofinanceiro e as perspetivas para a economia e estabilidade financeira.

As principais vulnerabilidades e riscos para a estabilidade financeira são:

- O regresso da volatilidade extrema nos mercados financeiros seria um risco acrescido na ausência dos estímulos monetários e orçamentais adotados, que durante a crise têm permitido mitigar a probabilidade de ocorrência destes choques financeiros;
- As dificuldades na implementação do acordo político sobre o Plano de Recuperação e Resiliência para a Europa e a adequação dos estímulos monetários e orçamentais aos diferentes momentos da crise pandémica poderão impactar o perfil de recuperação da atividade económica. Até novembro de 2020, a coordenação entre as diferentes autoridades europeias tem contribuído para a recuperação económica e evitado potenciais efeitos de clivagem na retirada das medidas;
- O aumento da exposição a ativos com menor liquidez e de menor qualidade creditícia na carteira do setor financeiro não bancário, de modo a compensar a descida de rentabilidade decorrente das baixas taxas de juro. A dimensão proporcionalmente mais reduzida das sociedades de seguros e fundos de investimento no sistema financeiro português, face ao contexto europeu, mitiga a severidade deste risco;
- As valorizações dos ativos imobiliários residenciais mostraram resiliência face ao choque pandémico, suportadas por taxas de juro baixas, mas persistem os riscos de uma correção. O menor dinamismo no mercado imobiliário comercial em Portugal no período que antecedeu a pandemia limitou a acumulação de vulnerabilidades;
- A dívida elevada das empresas, 98% do PIB em junho de 2020, e o seu aumento durante o choque pandémico, 5,7 pp, constitui uma vulnerabilidade, podendo traduzir-se em pressões sobre a solvabilidade das empresas. O aumento da liquidez e das maturidades propiciado pelo crédito com garantia pública, as baixas taxas de juro e a extensão das moratórias de crédito, mitigam o incumprimento e as insolvências;

- O endividamento dos particulares persiste como principal vulnerabilidade para este setor, correspondendo a 94,6% do rendimento disponível em junho de 2020. As taxas de juro baixas, a extensão da moratória de crédito e a melhoria do perfil de risco dos mutuários mitigam a materialização do risco de crédito;
- O elevado endividamento das administrações públicas (130,6% do PIB em setembro de 2020) constitui uma vulnerabilidade no médio prazo. No entanto, as condições de financiamento deverão manter-se favoráveis, refletindo os efeitos da política monetária e do Plano de Recuperação e Resiliência para a Europa;
- No sistema bancário, destaca-se:
  - As perspetivas de rentabilidade baixa, condicionadas pelo ambiente de taxas de juro muito reduzidas, pelas expectativas de aumento dos empréstimos não produtivos (na sigla inglesa, NPL) e pela transformação das atividades de intermediação tradicionais;
  - O aumento do nexo entre sistema bancário e setor público, através do reforço da exposição à dívida pública e da concessão de crédito com garantia pública.

Contudo, o setor bancário apresenta uma posição mais resiliente face a crises anteriores. Acresce que parte da exposição a dívida pública encontra-se registada a custo amortizado, mitigando o impacto das variações de preço em mercado na situação líquida e rácios de capital. O sistema bancário reforçou os rácios de capital, o que combinado com a flexibilização concedida pelas autoridades de supervisão micro e macroprudenciais, cria uma maior capacidade de absorção de potenciais perdas e de financiamento da economia.

## 1.2 O impacto económico da pandemia e implicações para a estabilidade financeira

### Após a recuperação da atividade no terceiro trimestre de 2020, a segunda vaga da pandemia condiciona a economia no final do ano

Após a queda em cadeia de 13,9% do PIB no segundo trimestre de 2020, observou-se uma recuperação da atividade económica no terceiro trimestre, com o PIB a crescer 13,3%. A melhoria observada no terceiro trimestre refletiu a reabertura progressiva da economia, com a recuperação da procura interna (contributo de 10,7 pp) após a redução expressiva no segundo trimestre (contributo de 10,9 pp). Acompanhando a recuperação da área do euro, o contributo da procura externa líquida passou de negativo (-3 pp), no segundo trimestre, para positivo no terceiro (2,6 pp), refletindo principalmente a evolução das exportações de bens.

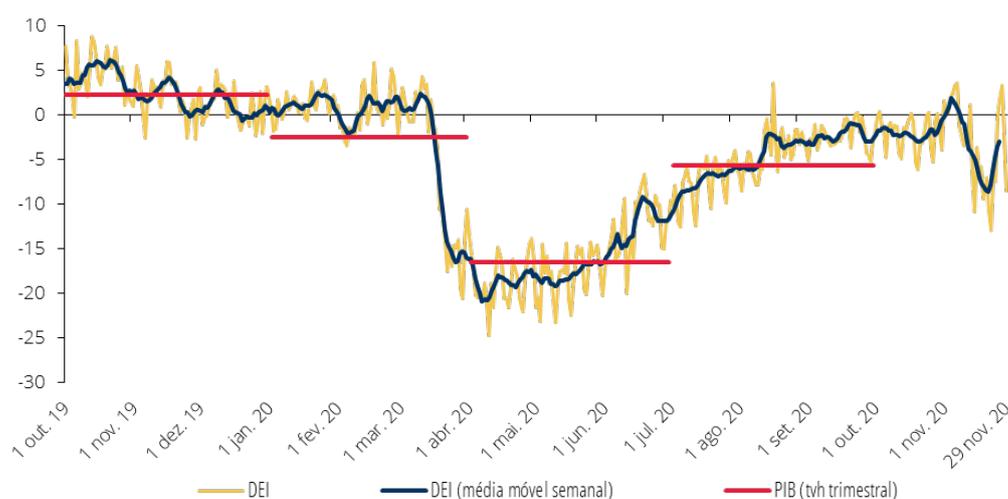
A dicotomia entre o setor dos serviços e o da indústria transformadora manteve-se no terceiro trimestre de 2020. O setor dos serviços foi mais afetado pela crise do que a indústria transformadora, mas recuperou também de forma rápida neste período. Na área do euro, observa-se uma situação semelhante. Pelo contrário, no setor da construção, as perspetivas indiciam uma contração na área do euro, enquanto em Portugal este setor se mantém resiliente.

No terceiro trimestre de 2020, a taxa de desemprego foi de 7,8%, tendo aumentado 2,2 pp face ao trimestre anterior. As maiores quedas de emprego observaram-se em profissões com menor utilização de teletrabalho.

A evolução do PIB até ao terceiro trimestre de 2020 excedeu as projeções para a economia portuguesa elaboradas no final da primavera, num sinal de resiliência dos agentes económicos e do efeito das políticas contracíclicas adotadas. No entanto, o subsequente agravamento da crise sanitária conduziu à adoção de novas medidas de contenção em Portugal (com entrada em vigor a 9 de novembro de um novo estado de emergência), tal como na generalidade dos países da área do euro.

Este efeito é visível na evolução do indicador de alta frequência da atividade económica em Portugal (Gráfico I.1.1). Apesar da recuperação observada entre outubro e início de novembro, a evolução deste indicador sinaliza a inversão desta trajetória no período mais recente. As projeções apontam para uma queda em cadeia do PIB de 1,8% no último trimestre de 2020.

**Gráfico I.1.1 • Indicador diário de atividade económica em Portugal | Taxa de variação homóloga em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O DEI está normalizado de tal forma que a sua média trimestral tenha a mesma média e desvio-padrão da taxa de variação homóloga trimestral do PIB nos últimos anos. Para uma descrição mais pormenorizada do Indicador diário para a atividade económica, ver Lourenço e Rua (2020), "The DEI: tracking economic activity daily during the lockdown", *Working Paper No. 13*, Banco de Portugal. Última observação a 29 de novembro de 2020.

Em 2020, é esperada uma contração do PIB de 8,1%, projetando-se uma recuperação nos anos seguintes, com o PIB a crescer 3,9% em 2021, 4,5% em 2022 e 2,4% em 2023. A atividade económica retomará o nível anterior à crise pandémica em 2022. No caso do cenário moderado, perspetiva-se uma queda do PIB em 2020 de 8%, com um crescimento mais acentuado em 2021, de 5,9%, e de 4,8% e 2% em 2022 e 2023, respetivamente. No caso do cenário severo, projeta-se uma contração do PIB de 8,2% em 2020, apresentando crescimentos de 1,3% em 2021, 3,1% em 2022 e 2,4% em 2023.

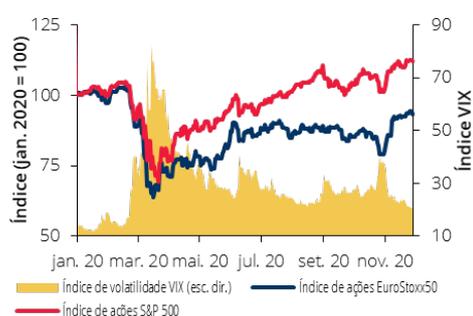
As negociações da saída do Reino Unido da União Europeia (UE) continuam no contexto da pandemia e constituem um fator adicional de incerteza, com impacto na economia e na estabilidade financeira da UE. Até à data de fecho desta edição, mantém-se a possibilidade de saída sem acordo (*No-deal Brexit*) no final do ano e a indefinição acerca da forma que as novas relações comerciais entre as duas regiões assumirão no futuro. A Comissão Europeia publicou, a 10 de dezembro de 2020, medidas de contingência para a circulação aérea e terrestre e para as pescas no caso da materialização da saída sem acordo. As projeções pressupõem que, a partir de 2021, as relações comerciais passarão a reger-se segundo a Cláusula da Nação mais Favorecida

da Organização Mundial do Comércio, implicando maiores barreiras ao comércio entre os dois blocos, o que contribuiu negativamente para a procura externa dirigida a Portugal.

### 1.3 Os estímulos monetários e orçamentais

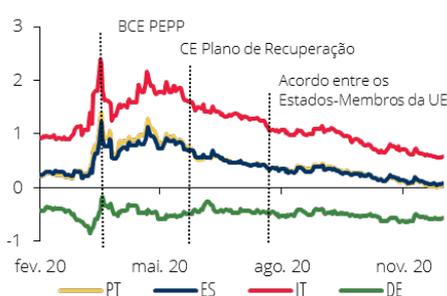
Na fase inicial da crise pandémica, a incerteza sobre a sua magnitude e impacto económico refletiu-se numa desvalorização abrupta dos ativos e num aumento dos prémios de risco nos mercados financeiros (Gráficos I.1.2 e I.1.3). Esta evolução teve lugar quando já existiam sinais de sobrevalorização em alguns segmentos de mercado e foi acentuada por uma procura mais intensa de liquidez. Este efeito foi especialmente visível nos ativos de maior risco, nomeadamente, ações e títulos de dívida de menor qualidade creditícia.

**Gráfico I.1.2 • Índices acionistas e volatilidade**



Fonte: Refinitiv. | Notas: O gráfico mostra a evolução dos índices acionistas tendo como base 1 de janeiro de 2020. O índice de volatilidade VIX é apresentado na escala da direita em cotação. Cotações de fecho de mercado. Última observação: 30 de novembro de 2020.

**Gráfico I.1.3 • Taxas de rendibilidade da dívida soberana a 10 anos | Em percentagem**



Fonte: Refinitiv. | Notas: As séries representam a cotação de fecho da taxa de rendibilidade das obrigações do Tesouro com maturidade aproximada a 10 anos em cada momento do tempo. Última observação: 30 de novembro de 2020.

Este período de elevada volatilidade foi interrompido com a adoção de medidas pelas autoridades monetárias, com destaque para as não convencionais. Os principais bancos centrais reduziram as taxas diretoras ou mantiveram-nas muito baixas, reforçaram as operações de cedência de liquidez e lançaram novos programas direcionados à compra de ativos. Estas medidas tiveram um impacto significativo nos seus balanços, com um aumento de 5 biliões de euros entre março e novembro, para 20 biliões de euros. Esta intervenção rápida garantiu liquidez adequada para as instituições financeiras e promoveu a transmissão da política monetária.

Na área do euro, de entre as medidas adotadas pelo Banco Central Europeu (BCE), destaca-se o programa de emergência pandémica de compras de ativos (*Pandemic Emergency Purchase Programme*), o qual contribuiu para reverter os prémios de risco da dívida soberana para os níveis observados no período pré-pandemia. Para além deste efeito, o programa tem também permitido apoiar a liquidez nos vários segmentos do mercado financeiro mais afetados na área do euro, como os fundos de mercado monetário. Em termos acumulados, entre junho e setembro o BCE aumentou as suas operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (TLTRO-III) em 1483 mil milhões de euros e adquiriu, até outubro, 629 mil milhões de euros em obrigações (este último, correspondendo a 13,4% do ativo do banco central no final de 2019).

Mais recentemente, o BCE anunciou o prolongamento e reforço dos estímulos monetários. De entre as medidas anunciadas, importa destacar o reforço do programa de emergência de compra de ativos em 500 mil milhões de euros para um total de 1850 mil milhões, bem como o prolongamento deste programa até março de 2022, contribuindo para a manutenção das condições de financiamento favoráveis por um período mais prolongado. Outra medida a destacar

é o prolongamento do período especial de taxa de juro das operações TLTRO-III até junho de 2022, bem como o aumento do limite de refinanciamento e o anúncio de três novas operações entre junho e dezembro de 2021, mantendo assim os incentivos à concessão de crédito no período da crise sanitária. Por último, o banco central anunciou também quatro novas operações de refinanciamento de longo prazo associadas à pandemia (PELTRO), para 2021, com taxas abaixo da taxa principal de refinanciamento do Eurosistema e a manutenção da facilidade *repo* do Eurosistema para bancos centrais até março de 2022. Em conjunto, estas medidas pretendem garantir e reforçar a liquidez de mercado.

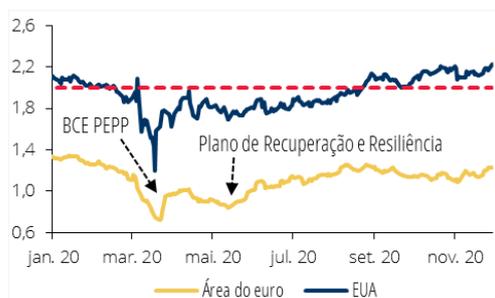
De facto, os estímulos monetários deverão ser avaliados permanentemente e adequados aos diferentes momentos da crise pandémica, sem que contribuam para uma alteração estrutural na perceção de risco pelos investidores internacionais. No mesmo sentido, as medidas de estímulo monetário devem continuar a ser devidamente complementadas pela política económica e orçamental.

## O mercado antecipa um período prolongado de taxas de juro muito baixas

O elevado grau de acomodação da política monetária tem-se refletido em expectativas de prolongamento do ambiente de taxas de juro muito baixas. A adoção simultânea de medidas extraordinárias pelos bancos centrais, num contexto de expectativas mais positivas de recuperação económica no terceiro trimestre, traduziu-se numa apreciação do euro face às principais moedas a partir de junho. O choque de procura na atividade económica mundial gerou uma pressão deflacionária adicional sobre os preços dos bens. Estes dois efeitos contribuíram para a descida, em termos homólogos, do IHPC na área do euro, tendo a inflação subjacente (excluindo produtos alimentares não transformados e energéticos) atingindo um mínimo histórico de 0,6%.

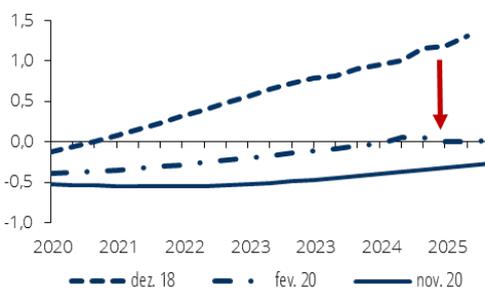
O aumento recente do número de infeções na Europa reforçou as expectativas de mercado de que será necessário adequar os estímulos monetários e orçamentais ao perfil de recuperação (Gráfico I.1.4). A necessidade de evitar efeitos de clivagem na adoção e remoção das políticas de apoio tem também contribuído para a expectativa de mercado de que as taxas de juro se manterão negativas, pelo menos, até 2026 (Gráfico I.1.5). Apesar dos efeitos positivos sobre a economia, este contexto poderá criar riscos adicionais no sistema financeiro. Em particular, se os agentes de mercado aumentarem a sua exposição a ativos com menor liquidez e de menor qualidade creditícia para compensar a descida de rentabilidade decorrente das baixas taxas de juro.

**Gráfico I.1.4 • Swap de inflação 5 anos a 5 anos na área do euro e EUA | Em percentagem**



Fonte: Refinitiv. | Notas: Expetativas de inflação implícitas nos *swaps* de inflação 5 anos a 5 anos na área do euro. Cotações de fecho de mercado. Última observação: 30 de novembro de 2020.

**Gráfico I.1.5 • Taxa de juro implícita nos contratos de futuros sobre a Euribor a 3 meses | Em percentagem**



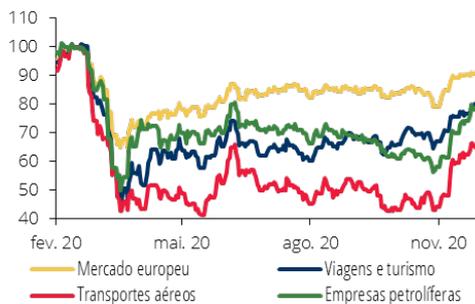
Fonte: Refinitiv (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Valores médios a 30 dias das taxas de juro implícitas nos contratos de futuros sobre a Euribor a três meses. Última observação: 30 de novembro de 2020.

## A política monetária acomodatória reduziu a volatilidade e suportou a valorização de alguns ativos

As perspetivas de um período ainda mais prolongado de baixas taxas de juro, os programas de compra de ativos pelos bancos centrais e os dados económicos positivos do terceiro trimestre contribuíram para a continuação da valorização nos mercados bolsistas. A tendência de valorização observada nos EUA após o choque de março foi inicialmente impulsionada pelas empresas tecnológicas, conduzindo a uma concentração das exposições neste setor. Na área do euro, observou-se também uma valorização dos principais índices acionistas, no entanto para valores ainda abaixo do período pré-pandemia.

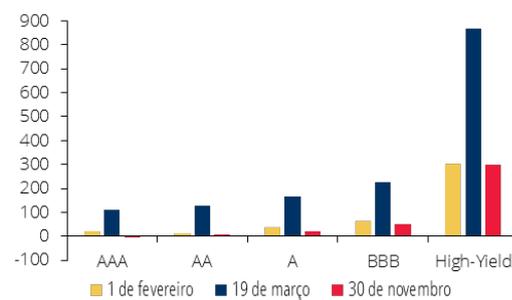
A expectativa de contração da atividade económica tem-se refletido numa valorização diferenciada dos prémios de risco dos setores mais vulneráveis aos efeitos da pandemia. As medidas de confinamento e as limitações à mobilidade internacional tiveram um impacto significativo nas companhias aéreas, produtores petrolíferos e turismo europeu. Nestes setores continua a observar-se uma desvalorização de, pelo menos, 20% face ao início da crise pandémica (Gráfico I.1.6). A diferenciação do risco entre setores reflete os impactos diferenciados da crise pandémica nos modelos de negócio e nas expectativas de recuperação. Deste modo, importa salientar que o aumento da apetência pelo risco e a concentração nos setores menos afetados poderá contribuir para episódios de volatilidade nos mercados financeiros, caso a perspetiva de resultados mais positivos para esses setores não se materialize.

**Gráfico I.1.6 • Evolução dos principais índices europeus por setor de atividade**  
| Índice (17 fev. 2020 = 100)



Fonte: Refinitiv. | Notas: O gráfico apresenta a evolução da valorização de mercado das principais empresas europeias por setor de atividade com base nos índices STOXX respetivamente, *Oil & Gas* e *Total Market Airlines*. A evolução do mercado europeu tem como índice subjacente o *STOXX Europe 600*. Última observação: 30 novembro de 2020.

**Gráfico I.1.7 • Taxa de rendibilidade média das obrigações de empresas não financeiras na área do euro em 2020**  
| Pontos base



Fonte: Refinitiv. | Notas: *Yield* média dos índices iBoxx de sociedades não financeiras privadas, por notação de risco de crédito. Última observação: 30 de novembro de 2020.

No mercado europeu de dívida titulada observou-se uma compressão dos prémios de risco na sequência dos anúncios de política monetária. As necessidades de financiamento adicionais associadas à crise pandémica refletiram-se, num primeiro momento, no aumento do volume de emissões de dívida titulada e dos custos de financiamento de mercado para as empresas. A política monetária acomodatória permitiu não só reduzir os prémios de risco dos títulos com melhor notação de risco de crédito, mas também nos títulos abaixo da categoria de investimento (Gráfico I.1.7). A redução nestes últimos títulos para níveis inferiores aos observados antes da crise pandémica reflete a maior apetência pelo risco, mas também uma procura mais intensa por rendibilidade (*search-for-yield*). O aumento da exposição a esta classe de ativos, num quadro de

incerteza económica, poderá introduzir vulnerabilidades adicionais em alguns setores do sistema financeiro, como sociedades de seguros e fundos de investimento, em particular dada a maior sensibilidade destes títulos a alterações na perceção de risco pelos investidores.

## A coordenação entre as políticas monetária e orçamental contribuiu para a estabilização das condições de financiamento

O acordo alcançado na reunião de 8 de abril do Eurogrupo, relativo aos três instrumentos de apoio a empresas, ao emprego e à dívida soberana, num montante global de 580 mil milhões de euros, contribuiu, desde logo, para a redução da incerteza junto dos investidores. Estas medidas tiveram continuidade com o anúncio pela Comissão Europeia, em maio, do fundo de recuperação europeu (denominado *Next Generation EU*) e com o ímpeto posterior dado pelo Conselho Europeu de julho. De acordo com o anúncio da Comissão Europeia, o instrumento terá uma dotação de 750 mil milhões de euros (representando cerca de 5% do PIB da UE em 2019). O montante será dividido entre empréstimos (360 mil milhões de euros) e subvenções (390 mil milhões de euros) e deverá ser distribuído pelos Estados-Membros a partir de 2021. Estes recursos serão financiados com base na emissão de dívida pela própria Comissão. Este programa de recuperação e assistência económica, bem como o reforço do Plano Financeiro Plurianual da UE para 1824 mil milhões de euros, assumem particular relevância atendendo às necessidades de financiamento adicional dos Estados-Membros para fazer face aos impactos económicos da crise pandémica.

Deste modo, o anúncio de um pacote de estímulos concertado teve um impacto imediato nos mercados financeiros internacionais, permitindo uma redução significativa da pressão sobre o serviço de dívida de cada Estado-Membro. No entanto, e apesar do acordo recentemente alcançado entre o Conselho e o Parlamento Europeu, importa destacar que o processo de aprovação e distribuição destes fundos ainda não se encontra estabilizado. Em particular, ainda persistem tensões no quadro político entre os Estados-Membros relativamente à aprovação dos novos recursos próprios da UE – condição fundamental para que a Comissão possa avançar com a emissão de dívida conjunta. Nesse sentido, as dificuldades na execução do acordo europeu para o Plano de Recuperação e Resiliência representam o principal fator de risco para a rápida implementação destes instrumentos.

Relativamente ao modelo de financiamento destes programas, os mercados financeiros internacionais têm sinalizado a existência de uma ampla procura e capacidade de colocação destes instrumentos de dívida. A elevada qualidade creditícia da Comissão Europeia tem-se refletido na procura significativa de emissões de obrigações para o financiamento do programa temporário de apoio ao mercado laboral (na sigla inglesa, SURE); até ao final de novembro, a UE emitiu 39,5 mil milhões de euros (0,3% do PIB na UE em 2019 a preços de mercado) de obrigações. A rapidez e eficiência na implementação destas medidas é um fator determinante para maximizar o impacto económico deste pacote. Neste âmbito, alguns países já apresentaram à Comissão Europeia uma versão preliminar dos seus planos para aplicação das subvenções do fundo de recuperação. No caso de Portugal, os montantes previstos ascendem a 13,9 mil milhões de euros para o período de 2021-26, correspondendo a cerca de 7% do PIB em 2019 a preços de mercado.

No contexto nacional, desde março têm sido adotadas medidas orçamentais de apoio às empresas, nomeadamente de apoio à liquidez. De entre as inúmeras medidas destinadas às empresas, destacam-se os apoios ao emprego, à liquidez das empresas, sob a forma de desfasamento do pagamento de impostos e contribuições, moratórias e linhas de crédito bonificado e às exportações. Estas medidas têm permitido às empresas manter a sua capacidade

produtiva. As medidas para as famílias destinaram-se ao apoio ao rendimento, de forma direta para aqueles que perderam o emprego ou através das moratórias de crédito.

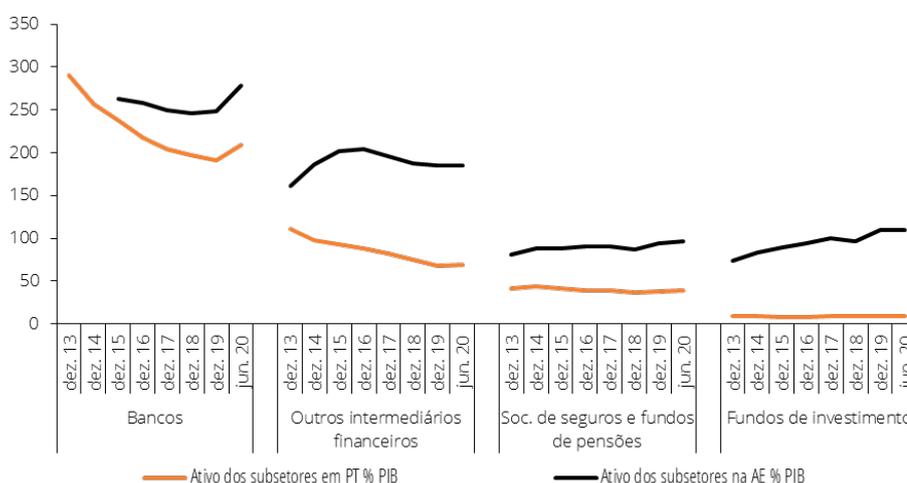
## 1.4 Os setores económicos e a coordenação das medidas de política

### 1.4.1 O setor financeiro não bancário

O setor financeiro não bancário tem assumido um papel relevante na área do euro com um ativo, a junho de 2020, de aproximadamente 392% do PIB. De acordo com o *Financial Stability Review* de novembro de 2020 do BCE, o mercado de dívida titulada aumentou significativamente nos últimos dez anos na Europa, representando no início de 2020 aproximadamente 20% do crédito concedido às empresas (um aumento de 10 pp). No seguimento da crise pandémica, a incerteza nos mercados financeiros refletiu-se numa redução temporária da emissão destes instrumentos entre março e abril. No entanto, esta atividade retomou no segundo trimestre de 2020, com uma elevada proporção destes ativos a serem adquiridos pelo setor segurador, fundos de pensões e fundos de investimento.

Entre dezembro de 2013 e junho de 2020, os ativos do setor financeiro não bancário na área do euro aumentaram 76 pp para 392% do PIB. Em sentido contrário, os ativos deste setor em Portugal reduziram 44 pp para 117% do PIB (Gráfico I.1.8). Observou-se também uma redução nas interligações diretas entre os subsectores do sistema financeiro. Em comparação com o contexto europeu, a dimensão reduzida do setor não bancário em Portugal reflete-se sobretudo numa maior concentração e dependência das sociedades não financeiras no financiamento do setor bancário.

**Gráfico I.1.8 • Dimensão relativa dos subsectores do sistema financeiro em Portugal e na área do euro | Em percentagem do PIB**



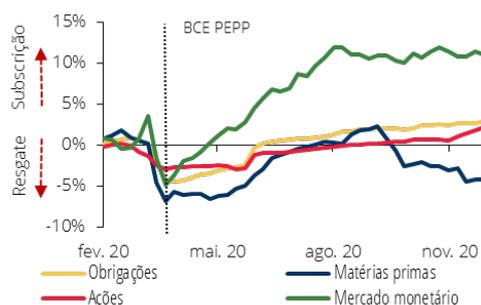
Fontes: Banco de Portugal e Banco Central Europeu (*Quarterly Sector Accounts*). | Nota: Foi considerado o ativo total não consolidado de cada setor.

No decorrer dos últimos anos, o ambiente de baixas taxas de juro tem pressionado a geração de rendibilidade na atividade de intermediação financeira. Em consequência, as estratégias de investimento foram alteradas para preservar a correspondência entre a rendibilidade dos ativos e dos pagamentos subjacentes às suas obrigações. Num contexto de particular estabilidade nos mercados financeiros, esta pressão refletiu-se em comportamentos mais intensos de procura por

rendibilidade (*search-for-yield*), com aumentos da exposição ao risco de crédito e cambial e das maturidades médias e redução da proporção de ativos líquidos nas carteiras dos outros intermediários financeiros.

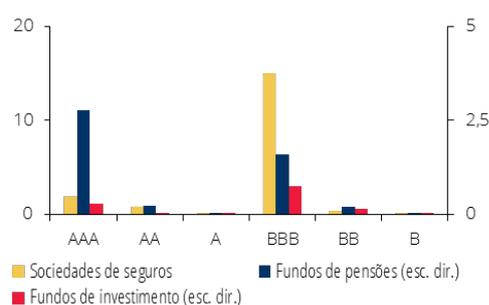
A procura mais intensa por liquidez, em março, representou, na área do euro, uma pressão adicional para determinados segmentos do mercado financeiro, com destaque para os fundos de mercado monetário, nomeadamente os fundos de valor patrimonial com baixa volatilidade (na sigla inglesa, LVNAV). Face às correções abruptas no valor de mercado do seu colateral e ao aumento nos pedidos de resgate, estes fundos foram pressionados a vender parte das suas carteiras de modo a garantir liquidez imediata aos seus participantes. A ausência de mecanismos de apoio à liquidez neste setor, em conjunto com a similaridade nas estratégias de investimento, contribuíram para comportamentos procíclicos, com a generalidade dos agentes a venderem simultaneamente os ativos de melhor qualidade creditícia. Esta tendência só foi invertida aquando do anúncio do programa de compra de ativos (PEPP) pelo BCE (Gráfico I.1.9). Apesar da melhoria no sentimento de mercado, este setor permanece especialmente vulnerável a novos episódios de volatilidade nos mercados financeiros. Este risco não assume em Portugal a dimensão que regista noutros países europeus, dado o peso reduzido dos fundos de investimento no sistema financeiro português (9,4% do PIB, face a 110% do PIB na área do euro em junho de 2020).

**Gráfico I.1.9 • Fluxos acumulados dos fundos de investimento na área do euro**  
| Em percentagem dos ativos líquidos



Fonte: Refinitiv (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Os dados apresentados referem-se aos fundos domiciliados na área do euro. Os fluxos são calculados em proporção do património líquido de cada segmento dos fundos. Última observação: 30 de novembro de 2020.

**Gráfico I.1.10 • Composição da carteira de dívida soberana por setor em junho de 2020**  
| Em mil milhões de euros



Fonte: Refinitiv (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Os fundos de investimento não incluem os fundos de mercado monetário.

## Taxas de juro baixas colocam riscos adicionais ao setor segurador

A perspetiva de um período prolongado de taxas de juro muito baixas introduz riscos adicionais para as empresas seguradoras. Este contexto é importante para as empresas de seguros no ramo vida, dada a necessidade de garantir a remuneração das suas responsabilidades, mas também para o ramo não vida que tem registado um aumento das responsabilidades de seguros em resultado dos efeitos da pandemia. O prolongamento do ambiente de taxas de juro muito baixas pressiona as taxas de desconto das responsabilidades de longo-prazo do setor segurador e reduz as taxas de rendibilidade nas obrigações. As opções de investimento deste setor ficam limitadas e aumenta o risco de reinvestimento do portefólio.

A contração da atividade económica poderá também refletir-se negativamente na rendibilidade e solvência do setor segurador, através da redução da produção e do aumento dos resgates pelos

agentes económicos mais impactados pela crise. Estes fatores poderão pressionar o setor segurador a investir em ativos financeiros com uma rentabilidade mais elevada, mas de menor qualidade creditícia e liquidez.

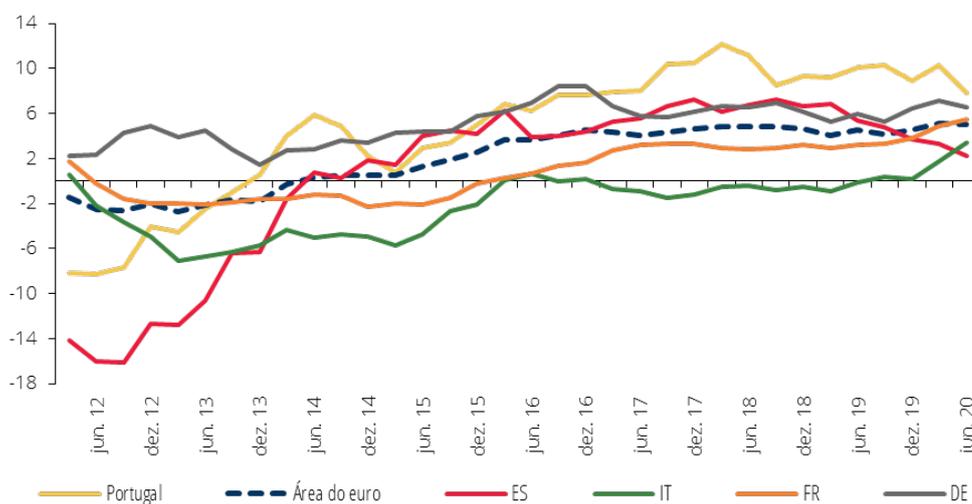
Nos últimos anos, tem-se observado uma maior concentração da carteira de títulos deste setor em ativos com uma menor notação de risco de crédito, com uma elevada proporção, a junho de 2020, no limiar da categoria de investimento (Gráfico I.1.10). Esta tendência poderá deixar este setor especialmente vulnerável a potenciais reavaliações dos prémios de risco nos mercados financeiros que, a concretizar-se, poderá impactar significativamente os ativos e rentabilidade deste setor. A combinação deste último efeito, com o aumento das responsabilidades associadas à compressão das taxas de juro, poderá materializar-se num efeito duplamente negativo sobre o balanço das empresas seguradoras e fundos de pensões (no termo inglês, *double hit scenario*).

#### 1.4.2 Mercado imobiliário residencial e comercial

### Os preços do imobiliário residencial mostraram resiliência, mas persistem riscos de uma correção em baixa

Os preços no mercado imobiliário residencial continuaram a aumentar após o choque pandémico, embora a um ritmo ligeiramente mais lento. No segundo trimestre de 2020, o índice de preços da habitação cresceu 7,8% em termos homólogos, que compara com 8,9% no quarto trimestre de 2019. Também na área do euro os preços da habitação cresceram no segundo trimestre de 2020, 5% em termos homólogos (Gráfico I.1.11). O número e o montante de transações diminuiu no segundo trimestre de 2020, com quebras de -21,6% e -15,2%, respetivamente.

**Gráfico I.1.11 • Taxa de variação homóloga do índice de preços da habitação**  
| Em percentagem



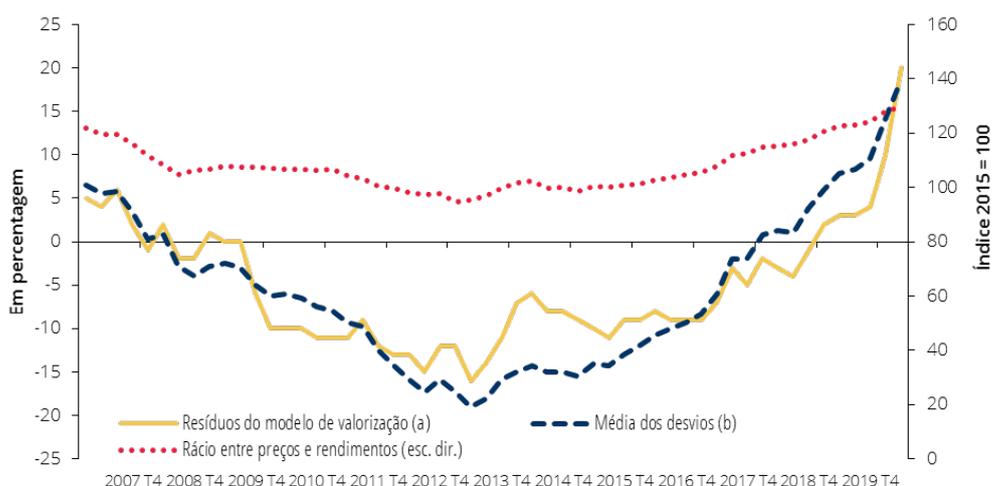
Fonte: Eurostat. | Nota: Última observação: junho de 2020.

A resiliência dos preços do imobiliário residencial não será estranha à política acomodatória da BCE. As taxas de juro muito baixas constituem um fator importante, favorecendo também a procura de crédito à habitação. De acordo com o *Inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito* de outubro de 2020, no terceiro trimestre de 2020, o nível geral de taxas de juro contribuiu para

um aumento da procura de crédito à habitação. A menor pressão de venda de ativos imobiliários residenciais estará também associada às moratórias de crédito que, ao mitigarem as dificuldades de liquidez e o incumprimento, reduzem a entrada de novas habitações no mercado ou a celebração de vendas com desconto. As taxas de juro muito baixas e a ampla liquidez no mercado favorecem os movimentos de *search-for-yield*, em particular por fundos do mercado imobiliário, gerando valorizações deste ativos.

Em momentos de crise, persiste um risco de correção dos preços neste mercado, não apenas em Portugal como noutros países da área do euro, e em particular para países com sinais de sobrevalorização dos ativos imobiliários residenciais (Gráfico I.1.12). Em Portugal, as estimativas de sobrevalorização dos ativos imobiliários residenciais deverão ser lidas com cuidado pelo facto de as variáveis consideradas na estimação não considerarem todas as determinantes da procura por imóveis residenciais, em particular, a procura externa e a procura de imóveis para atividades turísticas, que terão contribuído para o aumento dos preços neste mercado no período que antecedeu a crise pandémica. Contudo, e uma vez que estas duas determinantes estão particularmente expostas à incerteza da duração da crise pandémica, este risco é relevante para os agentes económicos com ativos imobiliários residenciais. Acresce que potenciais correções poderão afetar estes agentes de forma distinta, em consequência de uma segmentação muito pronunciada neste mercado, seja por tipo de habitação ou por localização dos imóveis.

**Gráfico I.1.12 • Medidas de valorização da habitação em Portugal | Em percentagem e índice 2015 = 100**



Fontes: Banco Central Europeu – SDW e OCDE. | Notas: Valores positivos sinalizam a existência de sobrevalorização dos ativos imobiliários residenciais. (a) Os resíduos do modelo de valorização resultam da estimação de um modelo de preços da habitação com base nos seus fundamentos económicos. (b) A média dos desvios é uma medida síntese que utiliza quatro métricas de valorização de preços, procurando conciliar indicadores sobre a procura da habitação com indicadores relacionados com métodos de valorização de ativos. O rácio entre o preço e os rendimentos corresponde ao rácio entre o índice do preço nominal da habitação e o rendimento disponível nominal por indivíduo.

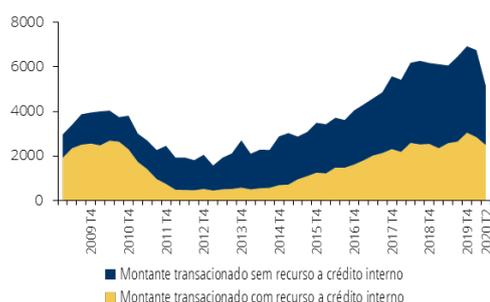
No mercado de arrendamento registou-se um aumento do valor médio das rendas, mas com um abrandamento face ao final de 2019, de 3,4% para 2,2% no terceiro trimestre de 2020. Na área do euro, onde o crescimento foi mais contido em 2019, registou-se um menor abrandamento de 1,5% para 1,2%, no mesmo período.

Uma recuperação incompleta do turismo poderá diminuir as rendibilidades neste mercado, levando a um aumento da oferta para residentes e conseqüente abrandamento adicional das rendas em algumas regiões. A expectativa de manutenção de taxas de juro muito baixas poderão contribuir para mitigar a dinâmica descrita. Apesar da relevância limitada do mercado de

arrendamento em Portugal, a redução do crescimento das rendas poderá traduzir-se no abrandamento dos preços da habitação pelo efeito de arbitragem entre o mercado de aquisição de habitação e o mercado de arrendamento.

Uma eventual diminuição do preço dos imóveis residenciais terá impactos negativos na carteira das instituições financeiras por duas vias: redução do valor dos imóveis em carteira e redução do valor dos colaterais, principalmente associados ao crédito à habitação. Contudo, a percentagem de transações de imobiliário residencial financiadas por empréstimos é inferior à do período que antecedeu a crise da dívida soberana, 48% em junho de 2020 e 66% em 2009 (Gráficos I.1.13 e I.1.14).

**Gráfico I.1.13 • Transações de alojamentos familiares e novas operações de crédito à habitação | Em milhões de euros**



**Gráfico I.1.14 • Transações de alojamentos familiares e novas operações de crédito à habitação | Em percentagem**



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: Última observação: 2020 T2. Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: Última observação: 2020 T2.

## Redução do risco no crédito à habitação associado às medidas tomadas nos últimos anos

A Recomendação Macroprudencial do Banco de Portugal de julho de 2018 contribuiu para uma redução do perfil de risco dos mutuários no crédito à habitação. A proporção de novos contratos à habitação com *loan-to-value* (LTV) médios superiores a 90% reduziu-se de 22% em junho de 2018 para 1% em setembro de 2020, diminuindo o potencial impacto sobre o balanço dos bancos da desvalorização das garantias hipotecárias. Em setembro de 2020, cerca de 90% da carteira de crédito à habitação tinha um LTV inferior a 80%. Nas novas operações de crédito à habitação até setembro de 2020, o perfil de risco foi novamente inferior ao perfil de risco do *stock* de crédito em 2019, com uma proporção de novas operações superior em mutuários com habilitações literárias mais elevadas e situações profissionais mais estáveis. Também se continuou a registar um maior peso dos escalões etários superiores, à semelhança do observado desde 2010.

## Os riscos de desvalorizações no imobiliário comercial são inferiores em Portugal aos da área do euro

Em Portugal, os riscos de uma queda abrupta dos preços do imobiliário comercial são inferiores aos riscos do imobiliário residencial. O crescimento dos preços destes ativos foi significativamente inferior ao que se observou no imobiliário residencial no período anterior à crise pandémica: entre 2013 e 2019, os preços do imobiliário comercial cresceram 14% por comparação a 43% no imobiliário residencial. O crescimento mais moderado em Portugal contrasta também com o

crescimento na área do euro em igual período, onde existem sinais de sobrevalorização destes ativos, de acordo com o *Financial Stability Review* de novembro de 2020 do BCE. Adicionalmente, o montante associado a estas exposições (diretas e indiretas) no balanço das instituições financeiras é inferior ao das exposições ao imobiliário residencial.

Contudo, a pandemia implicou restrições à atividade económica que têm penalizado alguns segmentos deste mercado. O mercado imobiliário comercial terá registado uma alteração mais significativa de expectativas de rentabilidade do que o mercado imobiliário residencial. Tal estará relacionado com a redução ou adiamento de investimento em novos empreendimentos, alterações nas características da procura de escritórios e alteração na procura de espaços comerciais de retalho.

### 1.4.3 Sociedades não financeiras

## Créditos em moratória e novas operações de crédito com garantia pública atingem volumes relevantes

O *layoff* simplificado, a suspensão temporária do serviço da dívida e a proibição da revogação de linhas de crédito contratadas proporcionadas pela moratória, o adiamento do cumprimento de algumas obrigações fiscais e contributivas e as linhas de crédito com garantia pública mitigaram as dificuldades de tesouraria das empresas.

No final de setembro de 2020, 32% dos empréstimos a empresas concedidos pelo setor bancário estavam em moratória, o que correspondia a 24,4 mil milhões de euros (Caixa 2). A proporção dos empréstimos a SNF em moratória, em junho, foi superior em Portugal por comparação ao observado no conjunto dos países da União Europeia, aproximadamente 30% face a 9%.

Por seu turno, cerca de 40% de novos empréstimos contratados por SNF entre março e setembro de 2020 estiveram associadas a linhas de crédito com garantia pública. Com referência a junho, o peso destas novas operações no *stock* total de empréstimos a empresas e particulares concedidos pelos bancos em Portugal foi um dos mais elevados entre o conjunto de países da União Europeia (2,1% face a 0,5%). A procura de empréstimos bancários pelas empresas foi principalmente motivada por financiamento de existências e de necessidades de fundo de maneo, de acordo com o *Inquérito aos bancos sobre os mercados de crédito* do Banco de Portugal de julho e de outubro de 2020.

Estas linhas de crédito permitiram às empresas obter liquidez em condições mais vantajosas de taxa de juro e de maturidade dos empréstimos (Caixa 2). As taxas de juro das novas operações com garantia pública foram, em média, inferiores às observadas nas operações sem este apoio: 1,3% nos empréstimos com garantia pública face a 2,4% nos empréstimos sem garantia pública. As linhas de crédito com garantia pública possibilitaram também períodos de carência de capital até 18 meses nas novas operações. O peso muito significativo de novas operações com garantia pública contratualizadas com maturidade máxima (6 anos), que corresponderam a aproximadamente um terço do total de novas operações às empresas neste período, permitiu uma extensão do perfil de amortização dos empréstimos, uma dimensão fundamental para a resiliência das empresas, em particular para as PME e para empresas dos setores de atividade mais afetados pela pandemia.

## O endividamento das empresas aumentou em paralelo com a sua liquidez

O rácio de endividamento das empresas aumentou 5,7 pp entre dezembro de 2019 e junho de 2020, para 98,0% do PIB (Quadro I.1.1). Para esta variação contribuiu o aumento da dívida total das empresas (contributo de 2,4 pp) e a redução do PIB nominal (3,3 pp). O aumento da dívida das empresas ocorreu pelo efeito combinado da ausência de amortizações e a obtenção de novos empréstimos e foi mais pronunciado nos setores da indústria transformadora e extrativa (taxa de variação anual (tva) de 6,2% em junho), comércio e alojamento e restauração (tva de 7,4% em junho) e construção e atividades imobiliárias (tva de 6,8% em junho).

As PME contribuíram mais para este aumento de dívida: tva de 7,9% face a -5,9% das grandes empresas em junho de 2020. Este padrão é inverso ao registado pelas PME e grandes empresas no período da crise da dívida soberana: em dezembro de 2011, a tva das PME foi de -1,7% e a das grandes empresas 8,0%.

O aumento do rácio de endividamento das empresas interrompeu a tendência de redução que se observava desde 2013, e que permitiu a convergência do endividamento com o rácio de endividamento da área do euro, ainda que permanecendo em níveis superiores: 92% face a 87%, em dezembro de 2019. O aumento da dívida total das empresas também se traduziu na subida do rácio entre a dívida e o capital das empresas em junho de 2020, que se situou em 45,3%. Este aumento é ainda reduzido face aos 54,2% em média que se observaram no período da crise da dívida soberana.

### Quadro I.1.1 • Dívida total das SNF | Em percentagem do PIB

	Dez. 13	Dez. 16	Dez. 17	Dez. 18	Dez. 19	Jun. 20
<b>Dívida Bruta</b>						
Portugal	122	103	100	95	92	98
Área do euro	88	90	88	88	87	
1.º quartil	76	68	64	61	58	
3.º quartil	126	138	131	128	123	
<b>Dívida líquida de depósitos</b>						
Portugal	103	83	78	73	69	72
Área do euro	69	68	65	65	64	

Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Dívida total corresponde à soma de empréstimos, títulos de dívida e créditos comerciais e adiantamentos. Os quartis têm como referência os valores do rácio de dívida total das SNF com referência à área do euro com 19 países.

O aumento do endividamento das empresas ocorreu em simultâneo com um aumento da respetiva liquidez. O rácio de dívida líquida de depósitos aumentou 2,7 pp no primeiro semestre de 2020 face a dezembro de 2019, para 72%, com contributos de 2,4 pp da dívida, -2,1 pp de numerário e depósitos e 2,4 pp decorrentes da queda do PIB nominal.

O aumento da liquidez das empresas estará associado à obtenção de novo crédito que não foi imediatamente utilizado numa despesa da empresa. No período subsequente à crise da dívida soberana, o aumento de liquidez foi transversal ao agregado das empresas e foi superior nas micro e pequenas empresas, no setor do alojamento e restauração, na construção e nas empresas com menores rácios de endividamento.

Com base num inquérito a sete dos maiores bancos do sistema financeiro português, conclui-se que entre as empresas com créditos em moratória, o peso de 20% dos depósitos no crédito em moratória das PME é superior ao das grandes empresas. Ainda que a maior liquidez nas PME por comparação com as grandes empresas possa estar associada a dificuldades estruturais de obtenção de financiamento, a existência de liquidez destas empresas junto das instituições onde detêm créditos em moratória poderá atuar como um mitigante à materialização do risco de crédito.

## O choque pandémico pressiona a solvência das empresas

A duração e dimensão da crise pandémica condiciona a recuperação dos fluxos de tesouraria das empresas. Tendo por base um cenário económico central, o aumento projetado para 2020 da dívida em vulnerabilidade das empresas seria em larga medida corrigido até 2022 (Tema em destaque “A vulnerabilidade da dívida das sociedades não financeiras na crise pandémica”). Por oposição, num cenário severo, o aumento da dívida em vulnerabilidade é mais persistente no tempo. Nenhum dos cenários projetados sugere uma situação de vulnerabilidade das empresas tão exacerbada como a observada em 2011-13.

Recorrendo a indicadores adicionais de resiliência financeira, as empresas projetadas como em vulnerabilidade em 2020 apresentam valores medianos de liquidez e capitalização inferiores à das empresas não vulneráveis. Contudo, se forem apenas consideradas as empresas com recurso a crédito bancário, os rácios medianos de liquidez e capitalização são mais elevados do que avaliado para o total de empresas em vulnerabilidade em 2020.

A crise sanitária traduziu-se na redução de 1,1 pp da rentabilidade das empresas em junho de 2020 face a dezembro de 2019, para 6,7%, destacando-se as reduções no setores das indústrias (1,8 pp), comércio (0,9 pp), transportes e armazenagem (1,7 pp) e outros serviços (1,1 pp) (Quadro I.1.2). A capitalização das empresas evidencia uma estabilização em junho de 2020, ainda que não transversal em termos setoriais. (Quadro I.1.3). Estes desenvolvimentos seguem-se a um período prolongado de melhoria e que levou a um aumento da generalidade dos indicadores económicos e financeiros das sociedades não financeiras em Portugal, em particular das PME.

Ainda que a indefinição da duração da crise pandémica implique incerteza sobre a extensão do impacto negativo na atividade empresarial, situações de limitação da solvabilidade das empresas poderão ter consequências negativas para o emprego e para as contrapartes de crédito das empresas. Instrumentos de capitalização das empresas serão importantes na promoção da sua resiliência. Medidas a nível europeu, incluindo as iniciativas do Banco Europeu de Investimento, são mecanismos relevantes a este respeito.

**Quadro I.1.2 • Rentabilidade das empresas | Em percentagem do total de ativo**

	Dez. 16	Dez. 17	Dez. 18	Dez. 19	Mar. 20	Jun. 20
Total de empresas	7,0	7,9	7,9	7,8	7,6	6,7
Indústrias	8,7	10,9	10,2	9,6	9,0	7,8
Construção	3,7	4,0	5,2	5,3	5,2	5,2
Comércio	7,1	7,8	7,2	7,7	7,1	6,8
Eletricidade, gás e água	9,1	8,2	7,4	7,8	7,9	8,0
Transportes e armazenagem	11,1	11,8	11,8	12,1	12,0	10,4
Outros serviços	6,6	7,5	7,7	7,6	7,6	6,5

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Indicadores das Estatísticas das empresas da Central de Balanços do Banco de Portugal. A rentabilidade corresponde ao rácio entre o resultado antes de depreciações e amortizações, juros suportados e impostos (no acrónimo em língua inglesa, EBITDA) e total de ativo e reporta o valor médio do ano terminado no trimestre de referência.

### Quadro I.1.3 • Capitalização das empresas | Em percentagem do total de ativo

	Dez. 16	Dez. 17	Dez. 18	Dez. 19	Mar. 20	Jun. 20
Total de empresas	34,9	35,9	37,6	38,9	39,0	38,9
Indústrias	39,5	40,5	42,0	42,9	43,2	42,9
Construção	26,0	27,7	29,5	30,0	30,1	29,9
Comércio	34,3	35,3	35,6	37,3	37,5	37,5
Eletricidade, gás e água	26,3	25,5	32,4	34,8	34,2	34,3
Transportes e armazenagem	18,8	20,8	21,3	22,9	22,3	22,0
Outros serviços	32,9	33,8	36,1	37,5	37,5	38,0

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Indicadores das Estatísticas das empresas da Central de Balanços do Banco de Portugal. A capitalização corresponde ao rácio entre o capital próprio e o total de ativo e reporta ao valor observado no trimestre de referência.

## As políticas de apoio às empresas devem ajustar-se ao ciclo económico

O processo de retirada das medidas de apoio deve ser gerido adequadamente para evitar efeitos negativos abruptos para as empresas e para as instituições financeiras (*cliff-effects*), com consequências negativas para a qualidade de crédito das exposições do sistema bancário.

As medidas excecionais de apoio às empresas devem alcançar um equilíbrio entre a reafetação dos recursos que limitem a manutenção de empresas *zombie* e a destruição de atividades produtivas cuja rendibilidade será retomada num horizonte mais alargado, garantindo a sua adequação a cada fase da crise pandémica.

### 1.4.4 Particulares

## As moratórias de crédito reduziram as dificuldades de liquidez dos particulares

Os programas de *layoff* simplificado e o reforço dos estabilizadores automáticos juntamente com várias medidas de apoio direto ao consumo de bens de primeira necessidade contribuíram para a manutenção do rendimento e da estabilização social das famílias mais afetadas pela redução da atividade económica. Por sua vez, os programas de moratória limitaram as situações de incumprimento no curto-prazo. Em setembro de 2020, 17% do *stock* de empréstimos a famílias estava em moratória, uma das proporções mais elevadas da União Europeia, 6,2% em junho. A proporção de crédito em moratória é semelhante para o crédito à habitação e crédito pessoal (aproximadamente 19%) e inferior no crédito automóvel (6%).

A situação financeira dos particulares já era mais favorável no eclodir da crise pandémica por comparação com a crise da dívida soberana. Em combinação com uma redução acentuada do endividamento dos particulares observou-se uma melhoria de alguns indicadores financeiros, em particular o rácio entre o serviço da dívida e o rendimento, que se reduziu de 20% em 2010 para 14% em 2017 e o rácio entre a dívida e o rendimento que se reduziu de 224% para 133% no mesmo período. A redução dos dois indicadores foi transversal a todos os quartis de rendimento.

O rendimento salarial das famílias aumentou entre 2013 e 2019, ou seja, no período anterior à crise pandémica, mais de 13 mil milhões de euros anuais, segundo os dados das declarações de

remunerações da Segurança Social. Apesar desta evolução, a taxa de poupança teve uma evolução mitigada neste período.

Pese embora os desenvolvimentos positivos, as moratórias de crédito são relevantes para a sustentabilidade financeira imediata dos particulares pela persistência de endividamento ainda elevado e de um fluxo reduzido de poupança no período que antecedeu a crise pandémica. A percentagem de população em Portugal que revelava incapacidade para fazer face a uma despesa inesperada sem recorrer a um empréstimo tem vindo a diminuir, aproximando-se da área do euro: 33% em Portugal face a 30% na área do euro. Acresce que para fazer face a uma emergência, de acordo com a *Global Findex* da OCDE, a proporção de famílias em Portugal que identificava em 2017 os rendimentos do trabalho como principal fonte de recursos era superior à média da área do euro, 25% face a 15%, respetivamente.

De acordo com um questionário realizado a sete das maiores instituições bancárias, menos de metade das famílias que recorreram à moratória do crédito à habitação registaram uma quebra do rendimento no momento em que solicitaram o acesso à moratória (Caixa 3). Para 25% destes mutuários essa quebra de rendimento superou 20% do rendimento obtido no período anterior à pandemia. Entre as famílias que aderiram à moratória no crédito à habitação 10% estavam em situação de desemprego, inatividade ou reforma. Estes resultados indiciam que uma parcela significativa das famílias que recorreram à moratória do crédito tê-lo-á feito por motivo de precaução. Pese embora a adesão às moratórias tivesse como principal objetivo o suporte à situação financeira das famílias, as condições de acesso abrangiam mutuários sem quebra de rendimento, como por exemplo em situação de desemprego pré-pandemia, de isolamento profilático ou doença, ou de apoio a familiares.

## Os depósitos dos particulares aumentaram com o aumento acentuado da poupança e as moratórias

O rendimento disponível dos particulares estabilizou no primeiro semestre de 2020 face ao primeiro semestre de 2019 (crescimento de 0,2% em 2020, face a 3,7% em 2019). Por sua vez, a taxa de poupança dos particulares ascendeu a 12,3% do rendimento disponível no primeiro semestre de 2020 (4,8% no primeiro semestre de 2019). O aumento da taxa de poupança foi motivado por uma redução do consumo associado às restrições de mobilidade que limitaram parte das despesas habituais das famílias e pela elevada incerteza sobre a duração da crise pandémica que potenciou a poupança por motivo de precaução.

O aumento da poupança aliada à moratória terá contribuído para a subida da liquidez dos particulares, traduzida num aumento de 4,0 pp da sua posição de numerário e depósitos para 137,0% do rendimento disponível em junho de 2020 face a junho de 2019. Contudo, a evolução agregada do rendimento disponível, da poupança e do consumo poderão esconder diferenças do impacto da crise pandémica sobre o rendimento individual dos particulares. Tal é especialmente relevante tendo em conta a heterogeneidade do impacto da crise pandémica no emprego entre diferentes setores de atividade e escalões de rendimento.

## O endividamento dos particulares representa uma vulnerabilidade, mas as taxas de juro baixas facilitam o serviço de dívida

O aumento do rácio de endividamento dos particulares interrompeu a redução iniciada na sequência da crise de dívida soberana. A dívida total dos particulares ascendeu a 94,6% do

rendimento disponível em junho de 2020, um acréscimo de 0,2 pp face a dezembro de 2019 (Quadro I.1.4). Para este aumento contribuíram as novas operações de empréstimos, em especial do crédito à habitação, o menor fluxo de amortizações e a interrupção na tendência de crescimento do rendimento disponível.

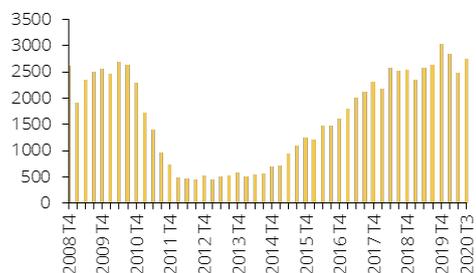
**Quadro I.1.4 • Dívida total dos particulares | Em percentagem do rendimento disponível**

	Dez. 13	Dez. 16	Dez. 17	Dez. 18	Dez. 19	Jun. 20
Portugal	122	105	102	98	94	95
Área do euro	98	95	95	95	95	
1.º quartil	66	67	70	69	68	
3.º quartil	123	112	113	117	106	

Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Dívida total corresponde à soma de empréstimos, títulos de dívida e créditos comerciais e adiantamentos. Os quartis têm como referência os valores do rácio de dívida total dos particulares com referência à área do euro com 19 países.

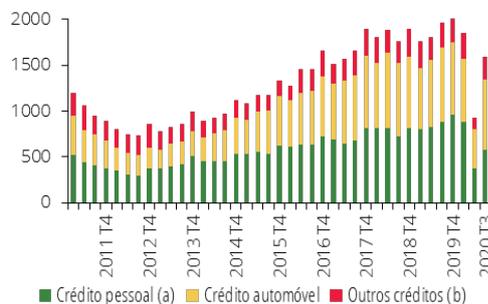
A redução das novas operações de crédito a particulares no segundo trimestre de 2020 foi mais acentuada no crédito ao consumo do que no crédito à habitação (Gráficos I.1.15 e I.1.16). A redução no crédito à habitação não alterou de forma significativa os montantes de novas operações registados no período de crise pandémica face ao observado entre 2017 e 2019. Por oposição, a quebra do crédito ao consumo implicou uma redução das novas operações para o montante total observado em 2014. A dicotomia observada entre a evolução do crédito à habitação e ao consumo deverá estar associada aos efeitos das medidas de confinamento sobre o consumo.

**Gráfico I.1.15 • Novas operações de crédito à habitação | Em milhões de euros**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Considera as novas operações de crédito à habitação por outras instituições financeiras monetárias.

**Gráfico I.1.16 • Novas operações de crédito ao consumo | 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. (a) Inclui a finalidade Obras. (b) Inclui cartões de crédito, linhas de crédito, contas correntes bancárias e facilidades de descoberto com prazo de reembolso superior a um mês.

As moratórias do crédito traduziram-se numa redução dos reembolsos do crédito à habitação e no crédito ao consumo no segundo e terceiro trimestres de 2020 (Quadro I.1.5). Relativamente às novas operações, a redução associada à crise pandémica decorreu da menor entrada de devedores que não estavam anteriormente no mercado de crédito. No terceiro trimestre de 2020 observou-se uma recuperação das novas operações nos dois tipos de crédito, e em particular no crédito à habitação, com maiores contributos da entrada de novos mutuários.

Quadro I.1.5 • Fluxos de crédito dos particulares | Em milhões de euros

	Crédito à habitação				Crédito ao consumo			
	Dez. 19	Mar. 19	Jun. 20	Set. 20	Dez. 19	Mar. 19	Jun. 20	Set. 20
Fluxo líquido	484	242	478	650	505	326	-195	246
Entradas	1737	1574	1271	1525	699	616	314	495
Apenas com crédito consumo	514	454	360	403	487	434	229	338
Apenas com crédito à habitação	636	566	548	597	376	334	180	304
Com crédito à habitação e crédito ao consumo	292	249	279	298	440	394	212	318
Reembolsos	2696	2602	1980	2173	1498	1452	1129	1208

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O fluxo líquido corresponde à diferença entre as novas operações de crédito e os reembolsos. As novas operações de crédito estão repartidas em operações em que o mutuário entrou no mercado de crédito ("Entradas") e em operações em que o mutuário: (i) apenas detinha crédito à habitação; (ii) apenas detinha crédito ao consumo; ou (iii) detinha crédito à habitação e ao consumo no momento da celebração do novo crédito.

## As condições diversas das famílias geram incerteza quanto à magnitude do potencial incumprimento pós-moratórias

O aumento do desemprego continuará a penalizar o rendimento dos particulares. A previsão da taxa de desemprego de 7,2% em 2020 corresponde a um aumento de 0,7 pp face ao observado em 2019. Face ao aumento do desemprego, o endividamento dos particulares é uma vulnerabilidade, apesar das baixas taxas de juro mitigarem a materialização do risco de crédito. A melhoria do perfil de risco dos mutuários, para a qual contribuiu a *Recomendação Macroprudencial* adotada pelo Banco de Portugal em julho de 2018, constitui também um mitigante ao aumento do incumprimento dos particulares (seccão1.5). Ainda que o principal foco de risco para as instituições financeiras sejam as perdas potenciais associadas a créditos já concedidos, as instituições financeiras deverão continuar a adequar as suas políticas de crédito à situação de elevada incerteza.

A prorrogação da moratória pública até setembro de 2021 (Decreto-Lei n.º 10-J/2020) contribuirá para a adequação do perfil de rendimento dos particulares ao seu serviço de dívida. As instituições financeiras deverão identificar de forma precoce limitações na capacidade de pagamento dos mutuários e evitar o reconhecimento tardio de perdas. Este comportamento pró-ativo é importante dado o peso das moratórias de crédito nas exposições dos bancos e o prazo de aplicação das moratórias em Portugal serem superiores à generalidade dos países da área do euro, ainda que nem todas as famílias que aderiram à moratória tenham verificado uma quebra de rendimento no momento de adesão.

## 1.4.5 Administrações públicas

### O prolongamento da crise pandémica requer atenção à sustentabilidade da dívida pública

No terceiro trimestre de 2020, o rácio de dívida pública em Portugal situou-se em 130,6% do PIB, o que representa um aumento de 13,4 pp face a dezembro de 2019, com os contributos da dívida (8,0 pp) e (da redução) do PIB (5,4 pp). Se considerada a dívida pública líquida de depósitos das administrações públicas, observa-se um acréscimo de 7,9 pp para 118,3% do PIB. Em 2020, os rácios de endividamento deverão aumentar de forma significativa, embora se preveja que o processo de ajustamento se reinicie no ano seguinte, refletindo a recuperação projetada para o PIB (Quadro I.1.6).

**Quadro I.1.6 • Rácio de endividamento do setor público | Em percentagem do PIB**

	2019	2020 (p)	2021 (p)	2022 (p)
Portugal	118	137	130	124
França	98	119	119	120
Alemanha	60	73	72	69
Itália	135	162	158	157
Espanha	96	123	121	120
Área do euro	84	101	100	98

Fonte: Fundo Monetário Internacional (*World Economic Outlook* de outubro de 2020). | Notas: (p) – projetado. Considerado o montante bruto da dívida pública.

Não obstante o aumento das necessidades de financiamento, as taxas de juro mantiveram-se em mínimos históricos, refletindo as medidas adotadas pelo BCE e pelas autoridades europeias para mitigação do impacto da crise pandémica. Este efeito é particularmente notório no mercado de dívida titulada na área do euro onde, após um momento de perturbação inicial, se observou uma redução das *yields* para níveis próximos do período pré-pandemia (Gráfico I.1.3). Na colocação de dívida de curto-prazo, a taxa de juro média das emissões dos bilhetes de Tesouro passou de -0,3% no primeiro semestre de 2020 para -0,5% nas colocações do segundo semestre (até à data). No caso das emissões de longo-prazo, a taxa de juro média da colocação de obrigações de Tesouro a 10 anos atingiu 0,8% na primeira metade de 2020, em contraste com a taxa de juro média observada nas emissões a partir de julho, que se situou em 0,3%. As emissões de obrigações do Tesouro têm ocorrido principalmente em prazos mais longos da curva de rendimentos (entre 6 e 10 anos), mitigando riscos de refinanciamento.

No primeiro semestre de 2020, as condições de financiamento favoráveis refletiram-se na manutenção da trajetória decrescente da despesa com juros das administrações públicas iniciada em 2015, observando-se uma redução de 8,6% face ao período homólogo. Adicionalmente, em 2020 o impacto do pacote de estímulo em Portugal (2,7% do PIB) situa-se abaixo da estimativa para a média da área do euro (4% do PIB), resultando numa menor deterioração do saldo orçamental por esta via. No entanto, o elevado endividamento público representa uma vulnerabilidade no médio prazo. Acresce que o risco latente se reflete numa maior dispersão entre a probabilidade implícita de *default* (*credit spreads*) e na avaliação prospetiva das agências de *rating*. Contudo, a atuação do BCE, de forma a preservar a transmissão da política monetária, continuará a ter um impacto positivo nas condições de financiamento dos países da área do euro, limitando os riscos de fragmentação na avaliação do risco. O anúncio do Mecanismo de Recuperação e Resiliência atuou no mesmo sentido.

#### 1.4.6 Sistema bancário

### Aumentou a exposição do sistema bancário ao setor público

O aumento das exposições dos bancos a títulos de dívida soberana, conjugado com o aumento de crédito concedido com garantia pública, reforçou o nexo entre o soberano e o sistema bancário.

No primeiro semestre de 2020, assistiu-se ao reforço da concentração da carteira de dívida pública, não só face ao soberano doméstico mas também a Espanha. O balanço dos bancos continua exposto à possibilidade de reavaliação dos prémios de risco destes títulos. No entanto, a política monetária do BCE, a operacionalização do *Pandemic Crisis Support* do Mecanismo de Estabilidade Europeu e o anúncio do Mecanismo de Recuperação e Resiliência europeu estabilizaram o mercado de dívida soberana na área do euro.

A proporção relevante de títulos de dívida pública registados a custo amortizado contribui também para a mitigação deste risco para o setor bancário e, mais recentemente, o CRR (*Quick fix*) incluiu a aprovação do filtro prudencial associado a variações de justo valor por contrapartida de reservas.

Apesar do crédito com garantia pública ter sido concedido em grande medida a empresas em setores mais sensíveis à pandemia, as empresas que apresentavam melhor qualidade creditícia antes da pandemia acederam mais do que as empresas com maior risco (Caixa 2). No caso de incumprimento, o Estado reembolsa a instituição na parte garantida, entre 80% e 90% do montante do empréstimo. As responsabilidades contingentes do Estado associadas a estas linhas de crédito situaram-se, em outubro de 2020, em cerca de 2,7% do PIB de 2019. No entanto, este é um limite superior, num cenário em que todas as garantias seriam acionadas. Posteriormente, o Governo anunciou, no âmbito de novos apoios à economia e emprego, a disponibilização de linhas de crédito com garantia pública no montante de 2150 milhões de euros (correspondendo a 1,0% do PIB).

### Espera-se um aumento dos NPL

No primeiro semestre de 2020, o rácio de NPL bruto (em percentagem do total de empréstimos) continuou a diminuir, apesar de ao menor ritmo observado desde junho de 2016. A redução do rácio refletiu, com contributos semelhantes, a diminuição dos NPL e o aumento dos empréstimos produtivos (Secção 2.2).

A crise pandémica comprometeu as condições para a manutenção do processo de redução dos NPL, pela dificuldade de prosseguir a venda e a recuperação de NPL já existentes. A evolução dos contributos dos NPL líquidos de curas e das vendas no primeiro semestre de 2020 poderá já sinalizar alguma inversão da trajetória observada nos semestres anteriores. A crise sanitária deverá materializar-se numa deterioração adicional da qualidade de ativos do sistema bancário.

No primeiro semestre de 2020, as perspetivas de agravamento da situação económica traduziram-se no aumento das perdas por imparidade de crédito, mais do que duplicando o custo do risco face ao período homólogo. No entanto, este movimento ocorreu principalmente nas instituições que apresentam melhores posições relativas de qualidade de ativos, rentabilidade e capital. Estas instituições mantiveram, contudo, um custo de risco de crédito mais baixo do que as restantes.

Os bancos deverão continuar a avaliar e a monitorizar a qualidade de crédito dos mutuários, classificando os empréstimos em conformidade e assegurando que não existe um reconhecimento tardio das perdas associadas. A crise pandémica recomenda a implementação de iniciativas que permitam reduzir NPL nos balanços dos bancos para preservar a capacidade de financiamento da economia.

## O ambiente de taxas de juro muito baixas pressiona a rentabilidade dos bancos

A persistência do ambiente de taxas de juro muito baixas coloca desafios adicionais à rentabilidade do sistema bancário e à adequação do modelo de negócio, focado nas funções de intermediação financeira tradicional, em particular na concessão de crédito. O contributo da margem financeira para a rentabilidade do ativo é inferior ao observado entre 2000 e 2008, apesar de se ter mantido resiliente nos últimos anos. As perspetivas para a evolução futura da situação económica condicionam a recuperação da margem financeira, em particular o potencial de novo negócio (efeito volume). Os bancos têm procurado outras fontes de rendimento, como as comissões, e ajustando a estrutura de custos. No entanto, estas fontes apresentam um potencial delimitado no tempo e poderão ser restringidas pela ascendente concorrência das Fintech.

A rentabilidade do sistema bancário também beneficiou do ambiente de baixas taxas de juro, uma vez que aumentou a capacidade de serviço de dívida dos mutuários e, conseqüentemente, menor incumprimento de crédito. A necessidade de constituição de imparidades adicionais na sequência da crise pandémica interrompeu esta evolução recente.

## O sistema bancário mantém-se resiliente

O sistema bancário português tem reforçado os rácios de capital (fundos próprios totais e fundos próprios principais de nível 1 – CET 1) desde o período da crise financeira, apresentando uma posição de solvabilidade mais favorável no final de 2019. Na primeira metade de 2020, o rácio de fundos próprios totais situou-se em 17,2%, um aumento de 0,3 pp vis-à-vis 2019 e de 7,9 pp desde o final de 2008.

O setor tem uma maior capacidade para acomodar as perdas resultantes da materialização do risco de crédito (Secção 2.6). Considerando o cenário (base) publicado no *Boletim Económico* do Banco de Portugal de dezembro de 2020, projeta-se a manutenção da resiliência do sistema bancário português e da sua capacidade para satisfazer a procura de crédito. Mesmo no cenário de prolongamento da crise pandémica (cenário severo), o sistema bancário mantém-se resiliente. Este resultado não leva em consideração potenciais medidas de apoio adicionais.

Os bancos dispõem ainda da possibilidade de utilizarem reservas de capital para absorver perdas e manter o financiamento à economia, em resultado da flexibilidade concedida pelas autoridades de regulação e de supervisão micro e macroprudencial. Contudo, estas autoridades deverão dar tempo suficiente para as instituições bancárias reporem estas reservas quando houver evidência de uma recuperação sustentada da economia, de normalização das condições financeiras e atendendo também às circunstâncias específicas de cada banco.

## Os bancos deverão acautelar os riscos inerentes ao processo de digitalização da atividade bancária

A pandemia reforçou a importância da digitalização na intermediação financeira. As recentes medidas de distanciamento social, ao privilegiarem a utilização de canais digitais, promoveram a alteração das preferências dos consumidores na relação com o sistema financeiro. A emergência de gerações de clientes bancários com maior literacia tecnológica tenderá a acelerar este fenómeno, conduzindo a alterações estruturais no modelo de negócio dos bancos. As instituições bancárias devem prosseguir com os processos de adequação tecnológica, ainda que exerçam pressão sobre a rentabilidade no curto-prazo.

Com a utilização mais intensiva dos meios digitais, as instituições financeiras deverão tomar as medidas necessárias para assegurar a continuidade do negócio sem perturbações, em particular na vertente de segurança tecnológica, minimizando o ciber-risco e os riscos de branqueamento de capitais e financiamento ao terrorismo.

A inovação tecnológica no sistema financeiro conduziu também ao surgimento de novos operadores que, ainda com expressão limitada, começam a entrar nas atividades tradicionalmente desempenhadas pelas instituições bancárias, como os sistemas de pagamento e a concessão de crédito, explorando sinergias existentes e vantagens relativas na obtenção de informação sobre os mutuários (Caixa 4).

## A transição para uma economia sustentável e digital requer uma resposta regulamentar europeia

Nos últimos meses, importantes desenvolvimentos foram alcançados no plano legislativo para promover a dupla transição para uma economia sustentável e digital. Em particular, das iniciativas associadas à reorientação de fluxos de capitais privados para investimentos mais sustentáveis, em linha com os objetivos previstos no Acordo de Paris, destacam-se (i) a publicação do Regulamento (UE) 2020/852, que estabelece critérios de classificação da sustentabilidade ambiental das atividades económicas (Regulamento da Taxonomia) e (ii) a consulta pública referente à criação de um normativo europeu para a emissão de obrigações “verdes” (ou *EU Green Bond Standard*), sendo expectável a apresentação de uma decisão por parte da Comissão Europeia durante o terceiro trimestre de 2021. No Plano de Recuperação e Resiliência, em face da crise motivada pela pandemia COVID-19, a vertente do investimento em atividades mais sustentáveis é uma das prioridades centrais da estratégia de recuperação europeia. O fundo de recuperação europeu prevê uma dotação orçamental, ao abrigo do *Recovery and Resilience Facility*, de 672,5 mil milhões de euros e, do *Just Transition Fund*, de 10 mil milhões de euros, que se irá destinar a apoiar os Estados-Membros na realização de investimentos e na implementação das reformas essenciais para uma recuperação sustentável, tendo em conta, entre outros elementos, os planos nacionais no domínio da energia e clima.

## A incompletude da União Bancária expõe o sistema financeiro a riscos acrescidos

Mais de uma década depois do início da crise financeira de 2007/08, a União Bancária continua incompleta, designadamente no que toca ao Sistema Europeu de Seguro de Depósitos (no

acrónimo inglês, EDIS) e à resolução das fragilidades entretanto detetadas na gestão de crises e no equilíbrio entre os Estados-Membros de origem e de acolhimento (*home-host*, como comumente designados).

No seguimento dos trabalhos do Grupo de Alto Nível do Eurogrupo, o enquadramento de gestão de crises e o equilíbrio *home-host*, por impactarem no desenho da União Bancária, têm sido discutidos no plano europeu. Temas como o tratamento regulamentar das exposições ao soberano, a criação de um *safe-asset* e as medidas de redução do risco no sistema bancário também têm sido abordados. Apesar dos avanços que têm tido lugar, permanece a possibilidade de uma adoção tardia de soluções.

Relativamente ao EDIS, apenas um enquadramento que preveja, no novo *steady state*, uma partilha total de risco, distanciando-se do modelo em que as perdas sejam absorvidas no plano nacional, assegurará que a confiança dos depositantes deixe de depender da localização geográfica do banco. Desta forma será possível promover a estabilidade financeira, assegurando a proteção dos depositantes através de um mecanismo europeu de garantia de depósitos mais eficaz.

Na gestão de crises, o sistema atual de resolução mostra-se insuficiente para as instituições de crédito de pequena e média dimensão e/ou cujo modelo de negócio seja baseado em depósitos (e que, por isso, apresentam restrições acrescidas no cumprimento dos requisitos relativos a capitais próprios e ativos elegíveis no âmbito do enquadramento relativo à resolução bancária, MREL na sigla inglesa). O regime aplicável a estas instituições deverá ser ajustado com o objetivo de promover a estabilidade financeira. A revisão do quadro de gestão de crises bancárias e de seguros de depósito deverá responder a estas limitações, bem como clarificar a aplicação da avaliação de interesse público e a utilização do Fundo Único de Resolução.

Também na União Bancária, a discussão sobre a consolidação do setor bancário tem ganho importância, dado a baixa rentabilidade das instituições. As sinergias associadas a processos de consolidação transfronteiriça poderão não resolver vulnerabilidades subjacentes a situações de sobrecapacidade do setor bancário e gerar instituições *too-big-to-fail* ou *too-complex-to-resolve*. Por outro lado, estes processos poderão criar riscos para a estabilidade financeira numa União Bancária incompleta, caracterizada por uma situação em que as decisões de supervisão e de resolução são europeias, enquanto as autoridades nacionais se mantêm responsáveis por manter a estabilidade financeira nacional. Estes processos devem ser cuidadosamente monitorizados de forma a minimizar estes riscos. As ações tomadas não devem perder de vista o objetivo de atingir uma União Bancária completa, com um terceiro pilar que tenha subjacente a mutualização de perdas.

No passado dia 30 de novembro, o Eurogrupo chegou a acordo (i) sobre a reforma do Mecanismo Europeu de Estabilidade (ESM, da sigla inglesa), estando agendada a assinatura da revisão do Tratado para janeiro de 2021, e (ii) sobre a possibilidade de introdução antecipada, i.e. no início de 2022, de um *backstop* comum para o Fundo Único de Resolução. Esta possibilidade estava já prevista desde 2018, tendo a sua adoção ficado condicionada a uma redução, considerada suficiente, dos riscos no setor bancário. Os progressos atingidos foram significativos. Porém, de acordo com o Eurogrupo, algumas vulnerabilidades ainda persistem, podendo a sua correção ser temporariamente interrompida pelos desafios inerentes à crise da pandemia de COVID-19. Estas vulnerabilidades deverão ser endereçadas conjuntamente pelos bancos, pelos Estados-Membros e pela União Europeia, em linha com as medidas acordadas e descritas na declaração do Eurogrupo.

## Novos riscos de branqueamento de capitais decorrentes das vulnerabilidades geradas pela crise pandémica

No quadro dos esforços desenvolvidos recentemente ao nível da União Europeia, a Comissão Europeia publicou, em maio deste ano, um Plano de Ação, propondo uma estratégia abrangente em matéria de prevenção do branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo (em consulta pública). No seguimento dessa publicação, a Autoridade Bancária Europeia divulgou a sua visão, nomeadamente sobre a definição do padrão europeu

No plano nacional, foi atualizada a avaliação nacional dos riscos de branqueamento de capitais e de financiamento do terrorismo. No seguimento, o Banco de Portugal encontra-se a desenvolver iniciativas específicas tendentes à mitigação das vulnerabilidades identificadas, com destaque para as medidas direcionadas a estruturas societárias complexas, já comunicadas ao setor.

No plano normativo, entrou em vigor a Lei n.º 58/2020, de 31 de agosto, que transpõe a Diretiva (UE) 2018/843 (5AMLD), a par da Instrução do Banco de Portugal n.º 25/2020, de 24 de setembro, que aprova a instituição de um reporte sobre a atividade desenvolvida, em território nacional, por entidades financeiras com sede noutro Estado-Membro da União Europeia, que operem em Portugal ao abrigo do regime da livre prestação de serviços.

O Banco de Portugal deu continuidade à trajetória de reforço da ação supervisora em matéria de prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo verificada nos últimos anos. Em paralelo com a supervisão presencial, o Banco de Portugal prosseguiu, no âmbito da monitorização *off-site* das instituições supervisionadas, a avaliação dos sistemas de controlo interno afetos à prevenção do crime financeiro.

No quadro da pandemia, o Banco de Portugal alertou as instituições financeiras para a necessidade de continuar a implementar sistemas e controlos efetivos que garantam que o sistema financeiro não é instrumentalizado para fins de branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo.

O Banco de Portugal advertiu também para o aumento de determinadas formas de criminalidade no contexto da pandemia de COVID-19, nomeadamente fraude e cibercrime, bem como o desvio ou abuso de fundos governamentais, assistência financeira internacional ou fundos de emergência. Identificou novas ameaças e vulnerabilidades que representam riscos emergentes de branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo e reiterou o incentivo ao uso de pagamentos eletrónicos e digitais e o *onboarding* digital.

### 1.5 Política macroprudencial

De forma a mitigar os efeitos da crise causada pela pandemia de COVID-19, o Banco de Portugal, a par de instituições nacionais e internacionais, adotou medidas para salvaguardar a estabilidade financeira, a capacidade para absorver perdas e a liquidez das famílias e das empresas. Este objetivo beneficiou do reforço quantitativo e qualitativo dos requisitos de capital das instituições que ocorreu na sequência da crise financeira de 2008, tornando-as mais resilientes a choques.

Em linha com a decisão tomada pelo BCE para as instituições de crédito significativas, o Banco de Portugal permite às instituições menos significativas, sujeitas à sua supervisão direta, a reposição do requisito combinado de reserva de fundos próprios (CBR, sigla na língua inglesa para *Combined Buffer Requirement*) e do nível de orientações para fundos próprios adicionais (P2G, sigla na língua inglesa para *Pillar 2 Guidance*) até pelo menos ao final de 2022. Adicionalmente, não exige o restabelecimento do requisito de rácio de cobertura de liquidez (LCR, sigla na língua inglesa para *Liquidity Coverage Ratio*) até, pelo menos, ao final de 2021.

Ao permitir que as instituições de crédito operem, temporariamente, abaixo dos referidos requisitos, promove-se a libertação de recursos adicionais que podem ser utilizados no financiamento às famílias e empresas e/ou na absorção de perdas não antecipáveis. A manutenção do financiamento a empresas viáveis pode potenciar a redução das perdas futuras e, consequentemente, ter um impacto positivo sobre os rácios de capital.

O Banco de Portugal estendeu o âmbito e o prazo das recomendações às instituições de crédito menos significativas e às empresas de investimento sujeitas à sua supervisão relativas à limitação de: (i) distribuir dividendos, (ii) assumir compromissos irrevogáveis de distribuição de dividendos, ou (iii) recomprar ações ordinárias. O prazo da recomendação vai agora até 1 de janeiro de 2021. No mesmo período, é recomendado que as referidas entidades adotem medidas mais restritivas na atribuição e pagamento de remuneração variável.

A extensão do prazo tem como objetivo limitar a distribuição de recursos que afete os fundos próprios, devendo as instituições conservar o seu capital para manter a capacidade de apoiar a economia e absorver potenciais perdas. Estas medidas seguem as recomendações das autoridades europeias.

A Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma e a Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF) também recomendaram a suspensão da distribuição de dividendos, recompra de ações ou pagamento de remunerações variáveis até, pelo menos, 1 de janeiro de 2021.

Em 27 de julho de 2020, entraram em vigor alterações ao regime de moratória pública. A data-limite para a apresentação dos pedidos de adesão a este regime foi alargada até 30 de setembro de 2020 e as condições alteradas.

As alterações flexibilizaram as condições relativas à situação contributiva e tributária dos clientes bancários. Além disso, a moratória de pagamento de créditos bancários foi prolongada até setembro de 2021, na componente de capital, exceto para empresas que exerçam a atividade em setores particularmente afetados, às quais se aplicam condições mais favoráveis.

O regime de *lay-off* simplificado, em vigor desde março de 2020, foi substituído pelo incentivo à retoma progressiva da atividade, prevendo este que apenas empresas com quebra de faturação superior a 75% possam reduzir na totalidade as horas trabalhadas e também que a remuneração auferida pelos trabalhadores deverá aproximar-se do respetivo salário.

No que toca aos créditos com garantia pública, foram operacionalizadas linhas de crédito no valor de 6961 milhões de euros (até 30 de setembro de 2020).

## O Banco de Portugal reviu o quadro analítico da reserva contracíclica de fundos próprios

O Banco de Portugal reviu o quadro analítico subjacente à aplicação da reserva contracíclica de fundos próprios, adicionando indicadores macroeconómicos e financeiros que sinalizam, de forma contemporânea, períodos de materialização de risco sistémico cíclico<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Para mais detalhes consultar *A reserva contracíclica de fundos próprios em Portugal*.

O Banco de Portugal decidiu que a percentagem de reserva contracíclica de fundos próprios, aplicável a exposições domésticas, a vigorar durante o 4.º trimestre de 2020 deverá manter-se em 0% do montante total das posições em risco.

A lista atualizada de países terceiros aos quais o sistema bancário português está exposto para efeitos de reconhecimento e definição de reserva contracíclica de fundos próprios, a vigorar até ao 2.º trimestre de 2021, inclui a República Federativa do Brasil, a República de Moçambique e a Região Administrativa Especial de Macau da República Popular da China. Relativamente ao ano anterior, a lista de países terceiros relevantes passa a incluir a República Federativa do Brasil e deixa de abranger a República de Angola.

## O Banco de Portugal procedeu à identificação das O-SII e à calibração da respetiva reserva de fundos próprios

Na segunda metade de 2020, o Banco de Portugal procedeu à identificação das instituições de importância sistémica a nível doméstico (O-SII, acrónimo na língua inglesa para designar as *Other Systemically Important Institutions*), bem como à calibração da respetiva reserva de fundos próprios.

Foram identificadas como O-SII, ordenadas pela importância sistémica: Banco Comercial Português (BCP); Caixa Geral de Depósitos (CGD); LSF Nani Investments S.à.r.l. (LSF Nani); Santander Totta, SGPS (BST), S. A.; Banco Português de Investimento (BPI) e Caixa Económica Montepio Geral (CEMG). A lista de instituições designadas como O-SII em 2020 coincide com a publicada em 2019. No entanto, há a salientar uma alteração na ordenação por importância sistémica. O BCP é agora o grupo bancário com maior importância sistémica em Portugal, substituindo a CGD, mas sem impacto sobre a reserva a constituir por cada uma das instituições (Quadro I.1.7).

### Quadro I.1.7 • Requisito O-SII entre 2020 e 2023

O-SII	Data de implementação da reserva de O-SII			
	1 de janeiro de 2020	1 de janeiro de 2021	1 de janeiro de 2022	1 de janeiro de 2023
Banco Comercial Português	0,563%	0,563%	0,750%	1,000%
Caixa Geral de Depósitos	0,750%	0,750%	1,000%	1,000%
Santander Totta – SGPS	0,375%	0,375%	0,500%	0,500%
LSF Nani Investments	0,375%	0,375%	0,500%	0,500%
Banco BPI	0,375%	0,375%	0,500%	0,500%
Caixa Económica Montepio Geral	0,188%	0,188%	0,250%	0,250%

A autoridade macroprudencial da Suécia (Finansinspektionen) decidiu estender por 1 ano a aplicação da medida macroprudencial que consiste na imposição, a instituições que utilizem o método de notações internas, de um requisito mínimo específico 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, que já em 2019 tinha decidido aplicar a reciprocidade desta medida macroprudencial, estendeu-a até 31 de dezembro de 2021.

## O Banco de Portugal não prorrogou o prazo de vigência das exceções temporárias aos limites na concessão de novos créditos aos consumidores

Relativamente à Recomendação macroprudencial sobre os novos contratos de crédito à habitação e ao consumo continua a observar-se uma convergência significativa para os limites estabelecidos. A percentagem de crédito à habitação concedido a mutuários com perfil de risco mais elevado reduziu-se de 35% em julho de 2018, para 3% em setembro de 2020. A recomendação contribuiu assim para uma menor percentagem do crédito concedido a mutuários com um maior rácio DSTI (sigla na língua inglesa para *debt service-to-income*) e um maior rácio LTV (sigla na língua inglesa para *loan-to-value*), verificando-se uma estabilização desde o final de 2019.

No final de março de 2020, o Banco de Portugal permitiu, temporariamente, que os créditos pessoais com maturidades até 2 anos, celebrados entre 1 de abril e 30 de setembro de 2020, e que fossem identificados como destinados a mitigar situações de insuficiência temporária de liquidez das famílias, deixassem de ter de cumprir o limite ao rácio de DSTI, ficando também dispensados de observar a recomendação de pagamento regular de capital e juros.

Contudo, com base numa amostra de instituições representativa das novas operações de crédito a particulares, o Banco de Portugal concluiu que não foram concedidos, até julho de 2020, novos créditos pessoais enquadráveis nas exceções temporárias acima referidas. Assim, o Banco de Portugal não prorrogou o prazo de vigência destas exceções temporárias, que terminaram a 1 de outubro de 2020.

## A EBA publicou Orientações sobre os subconjuntos de posições em risco para a aplicação da reserva para risco sistémico

A introdução da quinta versão da Diretiva de Requisitos de Capital veio clarificar que a reserva para risco sistémico (SyRB, sigla na língua inglesa para *Systemic Risk Buffer*) pretende prevenir e reduzir os riscos macroprudenciais ou sistémicos não abrangidos por outros instrumentos macroprudenciais. A aplicação do SyRB foi flexibilizada, eliminando-se a referência específica para a aplicação do SyRB para prevenção e redução do risco sistémico ou macroprudencial não cíclico a longo prazo. A percentagem do SyRB poderá passar a aplicar-se a todas as posições em risco ou a um subconjunto de posições em risco, havendo assim a possibilidade de aplicação setorial, a todas as instituições ou a um ou mais subconjuntos dessas instituições.

As Orientações da EBA de 2 de outubro, com aplicação a partir de 29 de dezembro de 2020, estabelecem um quadro comum às instituições a operar na União Europeia que permita harmonizar a definição dos subconjuntos de posições em risco para a aplicação do SyRB. Tal permitirá a implementação de uma abordagem comum, mas flexível, assim como facilitar a reciprocidade das medidas no âmbito do SyRB entre os Estados-Membros.

Segundo as Orientações, deve ser identificado um subconjunto de exposições setoriais combinando um elemento ou um subelemento de cada uma das dimensões, de acordo com o Quadro I.1.8.

### Quadro I.1.8 • Dimensões e subdimensões correlacionadas para aplicação de um SyRB

Dimensões para aplicação de um SyRB	Subdimensões correlacionadas
Tipo de devedor ou setor das contrapartes	Atividade económica (apenas aplicável a pessoas coletivas)
Tipo de posição em risco	Perfil de risco, avaliado tendo em conta um determinado número de indicadores como por exemplo o rácio LTV e DSTI (no caso das famílias), rácio dívida total/EBITDA <sup>(a)</sup> – no caso das pessoas coletivas e indicadores de incumprimento.
Tipo de garantia	Área geográfica onde se localiza a garantia

Nota: (a) Acrónimo em língua inglesa para resultado antes de depreciações e amortizações, juros suportados e impostos.

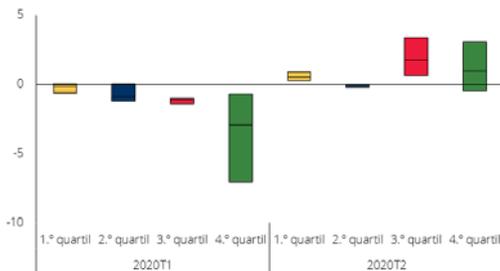
Quando apropriado, devidamente justificado e proporcional, estas dimensões podem ser complementadas com um elemento ou um subelemento de cada uma das subdimensões correlacionadas.

## Os bancos portugueses aumentaram a distância ao montante máximo distribuível, continuando a conceder crédito

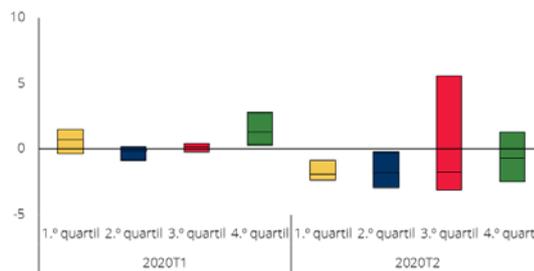
As políticas micro e macroprudencial, de forma articulada, têm vindo a promover a utilização das reservas de capital previamente constituídas, reduzindo o risco de uma quebra abrupta no fluxo de crédito à economia e aumentando a capacidade das instituições em absorver perdas. A flexibilização do cumprimento dos requisitos de capital é analisada na Caixa 1". A medida evitou a contração do crédito às empresas de forma expressiva, nos primeiros trimestres, mitigando o efeito do choque no investimento.

Do 1.º para o 2.º trimestre de 2020, os bancos aumentaram a distância face ao montante máximo distribuível (MDA, sigla na língua inglesa para *Maximum Distributable Amount*) (Gráfico I.1.17). Tal deveu-se à redução nos ponderadores de risco médios (Gráfico I.1.18), que reflete o aumento da exposição a classes de ativos com ponderadores de risco baixos (ou mesmo nulos), como é o caso dos depósitos junto do BCE, exposições a administrações públicas, empréstimos com garantia do Estado, e ao CRR (*Quick fix*), introduzido no final de junho, que promove um tratamento prudencial mais favorável às exposições a pequenas e médias empresas.

**Gráfico I.1.17 • Variação trimestral da distância face ao MDA | Em pontos percentuais**



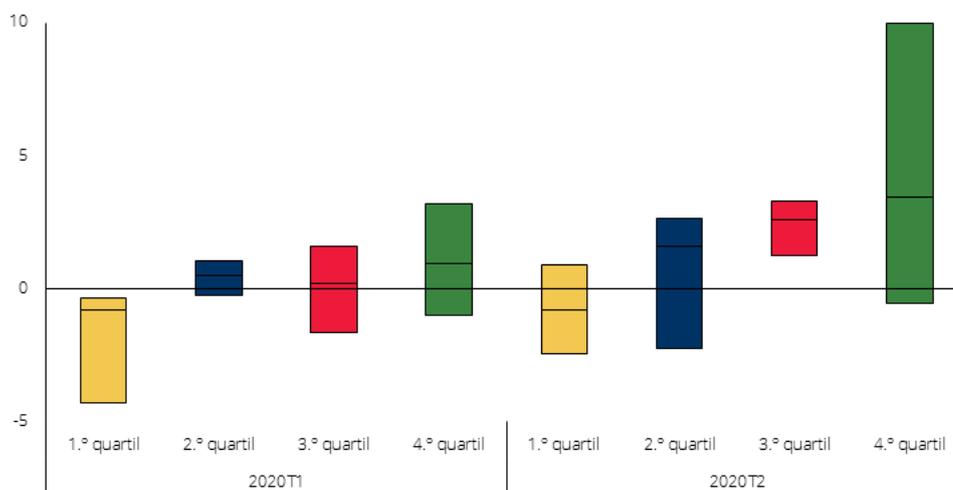
**Gráfico I.1.18 • Variação trimestral dos ponderadores de risco médios | Em pontos percentuais**



Fonte: Banco de Portugal. Notas: Os quartis estão constituídos de acordo com a posição da instituição na distribuição das distâncias face ao MDA (diferença entre o rácio de capital e o requisito global de fundos próprios) em 2020T1. Os gráficos representam os intervalos interquartil para a variação absoluta trimestral da distância ao MDA (em pontos percentuais), no Gráfico I.1.17, e a variação absoluta trimestral dos ponderadores de risco médios (em pontos percentuais), no Gráfico I.1.18. Para mais informações sobre o montante máximo distribuível, ver Tema em Destaque “Interação entre os requisitos mínimos regulamentares e as reservas de fundos próprios” do Relatório de Estabilidade Financeira do Banco de Portugal de junho de 2020.

As instituições com uma maior distância face ao MDA contribuíram de forma mais expressiva para o crescimento do crédito ao setor privado não financeiro durante o 2.º trimestre. De acordo com o Gráfico I.1.19, os bancos com menor distância ao MDA diminuíram a concessão de crédito ao setor privado não financeiro, contrariamente aos bancos com maior distância ao MDA (3.º e 4.º quartis).

**Gráfico I.1.19 • Taxa de crescimento trimestral da concessão de empréstimos ao setor privado não financeiro | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os quartis estão constituídos de acordo com a posição da instituição na distribuição das distâncias face ao MDA (diferença entre o rácio de capital e o requisito global de fundos próprios) em 2020T1. O gráfico representa os intervalos interquartil para a taxa de crescimento trimestral da concessão de empréstimos ao setor privado não financeiro (em percentagem).

Os bancos poderão não utilizar as reservas de capital para conceder crédito por questões de estratégia, de necessidade de capital para cobrir perdas no futuro ou de disciplina de mercado. Apesar de a disciplina de mercado ser essencial para a estabilidade financeira e para ajudar a evitar uma alavancagem excessiva no setor bancário, esta tende a aumentar durante períodos de *stress* financeiro, criando pressões de desalavancagem. Este comportamento pode ser devido a maiores custos de financiamento por parte das instituições, ou à restrição da disponibilidade de

financiamento quando os rácios de capital decrescem ou devido à perceção de maior risco de incumprimento.

Um eventual estigma de mercado quando a informação de utilização parcial ou total do CBR passa a ser pública pode funcionar como um fator dissuasor. Principalmente, quando o decréscimo dos rácios de capital está associado a um crescimento do crédito concedido, visto como uma tomada de risco excessiva. Outro fator importante é a reação das agências de notação de risco de crédito, que utilizam a distância ao MDA nas suas métricas da atribuição de notação.

O cumprimento de outros requisitos regulamentares, designadamente do rácio de alavancagem e MREL (acrónimo na língua inglesa para *Minimum Requirements for Own Funds and Eligible Liabilities*) poderá também condicionar a utilização de um determinado requisito de reserva de fundos próprios.

A incerteza de perdas futuras poderá também levar as instituições a manter o seu rácio de capital em níveis bastante superiores aos que desencadeariam um potencial incumprimento do CBR. Por fim, a incerteza relativamente ao momento em que as autoridades irão exigir de novo o cumprimento daquele requisito pode também desencorajar a utilização das reservas de capital.

Alguns destes fatores poderão ser mitigados através de uma comunicação clara e convincente das autoridades micro e macroprudenciais, que encoraje o uso das reservas em caso de necessidade.

A definição por parte das autoridades macroprudenciais de um prazo demasiado curto de restabelecimento dos requisitos, em particular quando a capacidade de geração interna das instituições é reduzida ou insuficiente, poderá condicionar a oferta de crédito num momento de recuperação da economia, atrasando esta mesma recuperação. O ritmo de reposição das reservas de capital deverá garantir que não haja uma tomada de risco excessivo nem a adoção de estratégias de desalavancagem excessiva, permitindo que as instituições apresentem uma rentabilidade sustentável.

As restantes medidas de apoio público também serão eliminadas gradualmente, nomeadamente, as moratórias de crédito e o regime de concessão de crédito com garantia pública. Caso se verifique que o término das moratórias ocorre antes da situação financeira dos mutuários se encontrar regularizada, este pode traduzir-se num aumento do incumprimento, com potencial para afetar a capacidade de intermediação e a resiliência do sistema financeiro. Assim, às instituições financeiras que aplicaram as moratórias de crédito cumpre manter a avaliação regular da capacidade creditícia dos mutuários, assegurando que um agravamento da mesma se traduza num aumento de provisões adequado ao risco esperado.

Estas considerações levam a crer que a experiência pandémica poderá, no médio prazo, levar à revisão do quadro de reservas macroprudenciais e avaliação do peso relativo das reservas para fins de risco sistémico estrutural e cíclico.

## 2 Sistema bancário

No primeiro semestre de 2020, a rentabilidade do sistema bancário português diminuiu para próximo de zero, mantendo-se em linha com a média da área do euro. Para esta evolução concorreu, em grande medida, o aumento das perdas por imparidade para crédito e a redução dos resultados de operações financeiras.

Estes desenvolvimentos ocorreram num enquadramento macroeconómico muito adverso, caracterizado por uma queda muito acentuada da atividade económica no segundo trimestre e com impactos diferenciados entre setores. Fruto da atuação tempestiva das autoridades, foi possível mitigar esses impactos, preservando o financiamento às empresas em condições de financiamento favoráveis.

Entre março e setembro de 2020, as novas operações de empréstimo a empresas aumentaram 15% em termos homólogos. Cerca de 38% dos novos empréstimos concedidos tinham uma garantia pública. O maior recurso a empréstimos com garantia pública observou-se nas empresas com menor risco pré-pandemia. Em junho de 2020, os setores mais afetados pela pandemia representavam 4% do ativo do sistema e 20% dos empréstimos a empresas. Os empréstimos com garantia pública acentuaram a tendência de redução da taxa de juro observada até maio. Contudo, a partir de junho, a taxa de juro a empresas aumentou, refletindo o menor volume dos novos créditos com garantia pública e a maior restritividade dos critérios de concessão de crédito.

O *stock* de crédito à habitação aumentou gradualmente ao longo do primeiro semestre. Tal resultou do crescimento das novas operações, face ao semestre homólogo, e da redução dos reembolsos, refletindo os efeitos da moratória. No segmento do crédito ao consumo, houve uma redução das taxas de variação anual, reflexo da forte queda das novas operações.

Os rácios de NPL bruto e líquido de imparidades continuaram a reduzir-se. Porém, a queda ocorreu a um menor ritmo, traduzindo maiores dificuldades na redução dos empréstimos não produtivos. Já há alguns sinais que apontam para uma materialização acrescida do risco de crédito. Verificou-se um ligeiro aumento dos empréstimos reestruturados, dos empréstimos produtivos vencidos e dos empréstimos não produtivos, no crédito a particulares para consumo e outros fins, tendo este último sido acompanhado por um aumento da cobertura por imparidades. De forma similar, a cobertura por imparidades aumentou para as duas componentes do crédito (produtivos e não produtivos).

O financiamento obtido pelo sistema bancário português junto do Eurosistema atingiu em junho 7,7% do ativo, aumentando 3,2 pp face a dezembro de 2019. Destaca-se a relevância das operações de refinanciamento a prazo alargado direcionada III (TLTRO III), a que os bancos recorreram de forma substancial em junho de 2020. Aliada à elevada liquidez estrutural do sistema, estes desenvolvimentos levaram a um aumento do rácio de cobertura de liquidez para 256,6%. Registou-se um aumento das reservas em bancos centrais (58%) e dos títulos de dívida pública (15%). O filtro prudencial temporário, criado no âmbito das alterações do enquadramento regulamentar, neutraliza o impacto da volatilidade nos mercados de dívida soberana sobre o capital regulatório.

Observou-se uma redução do ponderador médio de risco, que se traduziu na melhoria dos rácios de capital. Para este resultado contribuiu o aumento da exposição a títulos de dívida pública, das aplicações em bancos centrais, dos créditos com garantia pública e o impacto das medidas ao nível do CRR (*Quick fix*). Refira-se, também, o contributo positivo em capital da retenção de lucros.

O progresso realizado pelo sistema bancário português na última década revelou-se crítico num quadro tão desafiante como o atual. De acordo com as projeções do Banco de Portugal (cenário base) publicadas no *Boletim Económico* de dezembro de 2020, a resiliência do sistema bancário

português é preservada, assegurando a sua capacidade para satisfazer a procura de crédito. Mesmo no cenário de prolongamento da crise pandémica (cenário severo), o sistema bancário mantém-se resiliente. Estes resultados não levam em consideração medidas de apoio adicionais caso a probabilidade de materialização deste cenário aumentasse.

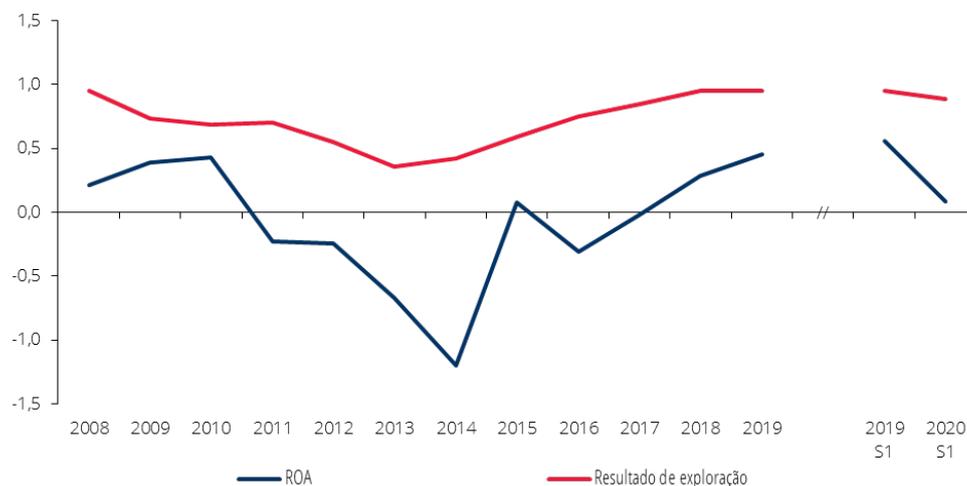
As medidas tomadas pelo BCE e pelo Banco de Portugal, para promover o desempenho dos bancos no financiamento à economia e a capacidade de absorção de potenciais perdas, desempenharam um papel crítico. Os bancos deverão continuar a tirar partido da flexibilidade concedida para utilizar as suas reservas de capital para absorver perdas e financiar a economia. Em paralelo, deverão investir no controlo adequado dos riscos da sua atividade e na melhoria do processo produtivo.

## 2.1 Rendibilidade

### A rendibilidade do sistema bancário diminuiu devido às imparidades para crédito

A rendibilidade do sistema bancário português no primeiro semestre de 2020 refletiu os impactos económicos da pandemia. A rendibilidade do ativo (na sigla inglesa, ROA) diminuiu 0,48 pp, para 0,08%, em termos anualizados (Gráfico I.2.1), mas a dispersão entre instituições aumentou. As instituições com ROA negativo representavam 18% do ativo do sistema bancário, face a 12% no período homólogo.

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



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

A deterioração da rendibilidade decorreu sobretudo do aumento das provisões e imparidades líquidas, que tiveram um contributo de -0,32 pp para a variação do ROA (Quadro I.2.1). O resultado de exploração, que inclui as componentes mais estáveis dos resultados (margem financeira e comissões líquidas), diminuiu 0,07 pp do ativo médio, para 0,88%. A variação dos resultados de

operações financeiras teve um impacto negativo de 0,16 pp. Em sentido oposto, a redução dos custos operacionais atenuou estes efeitos.

O contributo das provisões e imparidades foi quatro vezes menor para as instituições que, no final de 2019, apresentavam um ROA inferior à mediana (0,89%) face às restantes (Quadro I.2.1). Nas instituições mais rentáveis, o contributo da variação da margem financeira para a variação do ROA foi de -0,12 pp, o que contrasta com um contributo marginalmente positivo nas instituições com um ROA inferior à mediana. No sentido contrário, as instituições menos rentáveis registaram um contributo mais negativo dos resultados de operações financeiras (-0,33 pp).

**Quadro I.2.1 • ROA – Nível e contributo para a sua variação** | Em percentagem e pontos percentuais do ativo médio

	Sistema bancário	ROA inferior à mediana	ROA igual ou superior à mediana
<b>ROA 2019 S1</b>	<b>0,56</b>	<b>-0,01</b>	<b>1,12</b>
Margem financeira	-0,05	0,01	-0,12
Comissões líquidas	-0,04	-0,04	-0,04
Resultados operações financeiras	-0,16	-0,33	0,00
Outros resultados exploração	0,02	-0,02	0,06
Custos operacionais	0,05	0,01	0,08
Provisões e imparidades líquidas	-0,32	-0,12	-0,52
Outros efeitos no resultado líquido <sup>(a)</sup>	0,04	0,03	0,06
Ativo médio	-0,01	0,01	-0,01
<b>ROA 2020 S1</b>	<b>0,08</b>	<b>-0,47</b>	<b>0,63</b>

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A rentabilidade do ativo (ROA) consiste no resultado líquido anualizado em percentagem do ativo médio. (a) Inclui outros elementos da demonstração de resultados, entre os quais impostos, 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.

Os diferentes determinantes da rentabilidade entre os dois grupos de instituições refletem, entre outros fatores, as distintas fases de ajustamento em que se encontravam as instituições no início da crise pandémica, em particular no que respeita à redução de ativos não produtivos e ao ajustamento das estruturas de custos operacionais.

O custo do risco de crédito aumentou para 0,93% no primeiro semestre de 2020, mais do que duplicando face ao período homólogo, muito abaixo dos valores atingidos durante a crise da dívida soberana (1,5% a 2%). As instituições que, no final de 2019, tinham rácios de NPL líquidos inferiores à mediana registaram um maior aumento do custo do risco, sendo também, em geral, as instituições com rentabilidade do ativo e rácios de fundos próprios mais elevados e um custo do risco de crédito mais baixo (Quadro I.2.2).

## Quadro I.2.2 • Custo do risco de crédito em função do rácio de NPL líquido

	Sistema bancário	Rácio de NPL líquido	
		Inferior mediana	Igual ou superior mediana
Custo do risco de crédito (jun. 20)	0,93%	0,60%	1,78%
Varição (jun. 19 - jun. 20)	0,52 pp	0,84 pp	0,15 pp
<i>Por memória:</i>			
Rácio CET 1 (dez. 19)	14,6%	16,4%	12,5%
ROA (dez. 19)	0,08%	0,94%	-0,12%

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O custo do risco de crédito corresponde ao fluxo anualizado das imparidades para crédito em percentagem do total dos empréstimos brutos médios concedido a clientes. O rácio de NPL líquido corresponde ao rácio entre o valor dos empréstimos não produtivos (NPL) líquidos de imparidade e o valor total bruto dos empréstimos. O rácio CET 1 corresponde ao rácio entre os fundos próprios principais de nível 1 e os ativos ponderados pelo risco.

Os resultados de operações financeiras contribuíram em -0,16 pp para a variação do ROA, situando-se em -0,05% do ativo médio no primeiro semestre de 2020. Esta evolução reflete sobretudo a reavaliação das exposições a fundos de reestruturação por algumas instituições, traduzida no aumento dos resultados negativos em instrumentos de capital. Os resultados de operações com títulos de dívida também diminuíram, para 0,11% do ativo médio (0,22% no período homólogo).

### A margem financeira e as comissões reduziram a rentabilidade do ativo em 0,09 pp

A margem financeira diminuiu 3,4% em termos homólogos no primeiro semestre de 2020, registando um contributo negativo de 0,05 pp para a variação do ROA (Quadro I.2.3). A diminuição da margem financeira resulta de uma redução dos juros recebidos superior à redução dos juros pagos, explicada pelo efeito preço do diferencial de taxas. Os juros recebidos diminuíram mais significativamente nos empréstimos concedidos a particulares e SNF e nos títulos de dívida pública. O efeito volume (variação dos ativos ou passivos que geram juros) foi positivo, embora reduzido. As disponibilidades em bancos centrais aumentaram 89%, contribuindo em 0,01 pp para a diminuição da margem financeira em percentagem do ativo médio.

As comissões líquidas diminuíram 5,6% em termos homólogos, contribuindo em -0,04 pp para a variação do ROA. Esta evolução reflete o menor volume de transações e a redução da atividade de intermediação financeira em alguns segmentos.

**Quadro I.2.3 • Margem financeira - contributos para a variação do ROA | Em pontos percentuais do ativo médio**

	Efeito preço	Efeito volume	Varição do ROA
<b>Margem financeira</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,05</b>
<b>Juros recebidos<sup>(a)</sup></b>	<b>-0,19</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,18</b>
Títulos de dívida	-0,06	0,01	-0,05
Empréstimos a clientes	-0,07	-0,01	-0,08
Outros ativos <sup>(b)</sup>	-0,06	0,01	-0,05
<b>Juros pagos<sup>(a)</sup></b>	<b>0,14</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,13</b>
Depósitos de clientes	0,06	-0,01	0,06
Títulos emitidos	0,00	0,00	0,01
Outros passivos <sup>(c)</sup>	0,07	0,00	0,07

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: (a) não inclui juros de derivados de cobertura. (b) Inclui juros de derivados de negociação, aplicações em bancos centrais, aplicações em instituições de crédito e outros ativos. (c) Inclui juros de depósitos de bancos centrais, depósitos de instituições de crédito, derivados financeiros e outros passivos.

### O rácio *cost-to-core-income* aumentou 0,5 pp, para 60,6%

Os custos operacionais diminuíram 3,3% em termos homólogos devido às reduções de 5,0% dos custos com pessoal e de 3,3% dos outros gastos gerais administrativos. O produto bancário reduziu-se de forma mais acentuada, em 9,6%. Assim, o rácio *cost-to-income* aumentou 4,0 pp em termos homólogos, para 61,2%. Apesar do ajustamento da estrutura de custos observada até 2019, o rácio *cost-to-income* situa-se cerca de 7 pp acima do observado no período anterior à crise financeira internacional. O rácio *cost-to-core-income* corrigido das componentes mais voláteis dos resultados, como sejam os resultados de operações financeiras e outros resultados de exploração, aumentou 0,5 pp, para 60,6%.

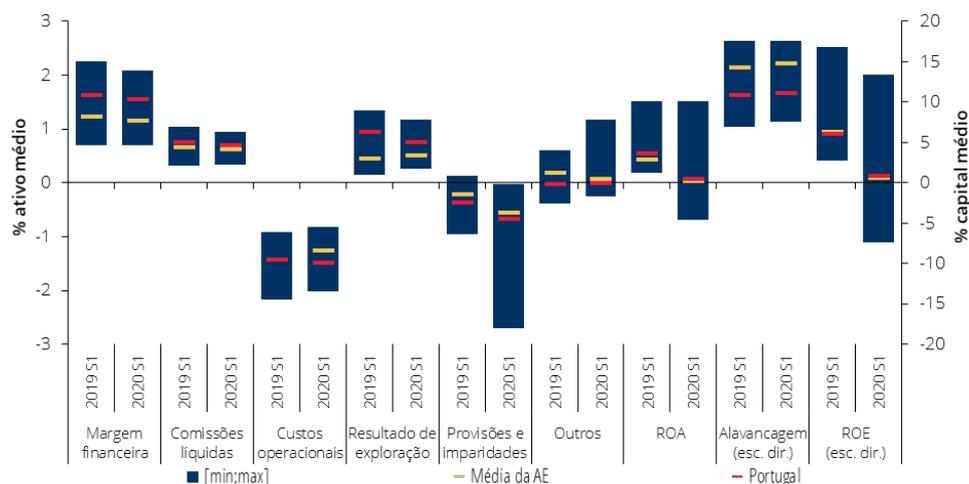
### A rendibilidade do sistema bancário português manteve-se em linha com a da área do euro

Na área do euro, o ROA médio diminuiu 0,4 pp, para 0,04%, cerca de metade do valor registado no sistema bancário português (0,08%) (Gráfico I.2.2). A deterioração da rendibilidade foi transversal entre os Estados-Membros, com alguns sistemas a registarem ROA negativo.

O sistema bancário português continua a apresentar provisões e imparidades, em percentagem do ativo médio, superiores à média europeia, refletindo um dos rácios de NPL mais elevados da área do euro (Secção 2.2). Contudo, no primeiro semestre de 2020, o aumento do fluxo de imparidades foi menos expressivo em Portugal.

Na área do euro, o resultado de exploração aumentou 19,5% em termos homólogos, tendo diminuído 5,2% no sistema bancário português. Estas diferentes dinâmicas decorrem sobretudo de uma redução mais significativa dos custos operacionais na área do euro. A redução menos acentuada da margem financeira e a estabilização das comissões líquidas na área do euro também contribuíram para a evolução distinta. Ainda assim, o resultado de exploração em percentagem do ativo médio, bem como o ROA, continuam a ser superiores em Portugal.

Gráfico I.2.2 • ROA, ROE e alavancagem – comparação internacional | Em percentagem



Fontes: Banco de Portugal 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 para a rentabilidade do ativo (ROA). A rubrica 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 e impostos. O ROA consiste no resultado líquido anualizado em percentagem do ativo médio. O ROE consiste no resultado líquido anualizado em percentagem do capital próprio médio. A alavancagem corresponde ao rácio entre o capital próprio e o ativo.

## 2.2 Qualidade dos ativos

### Os rácios de NPL bruto e líquido de imparidades continuaram a diminuir

No primeiro semestre de 2020, o rácio de NPL bruto (em percentagem dos empréstimos totais) diminuiu 0,6 pp para 5,5%. As instituições com um maior rácio de NPL bruto apresentaram uma redução superior às restantes. Os rácios de NPL bruto das SNF e dos particulares para habitação diminuíram 1,2 e 0,2 pp, respetivamente, para 11,1% e 2,2% (Quadro I.2.4). Porém, o rácio de NPL dos particulares relativo a empréstimos para consumo e outros fins aumentou 0,4 pp, em virtude de um aumento dos NPL em 3,7%. Note-se que a carteira de empréstimos para consumo e outros fins tem uma menor expressão no balanço do sistema do que as restantes, representando 7,6% do ativo em junho de 2020.

Em junho de 2020, o rácio de NPL líquido de imparidades situou-se em 2,6%, -0,4 pp que em dezembro de 2019. A redução do rácio de NPL bruto e o aumento da cobertura por imparidades contribuíram em 0,3 pp e 0,1 pp respetivamente para a diminuição do rácio. Esta redução foi transversal aos segmentos de SNF e particulares. Apesar do rácio de NPL bruto ter aumentado no segmento dos particulares relativo ao consumo e outros fins, a subida da cobertura por imparidade mais do que compensou o acréscimo dos NPL.

**Quadro I.2.4 • Rácio de NPL bruto e líquido de imparidades | Em percentagem**

	Jun. 16	Dez. 17	Dez. 18	Dez. 19	Jun. 20
<b>Rácio de NPL bruto<sup>(a)</sup></b>					
Total <sup>(b)</sup>	17,9	13,3	9,4	6,2	5,5
Percentil 5 <sup>(c)</sup>	7,2	6,2	3,3	2,4	2,2
Percentil 95 <sup>(c)</sup>	36,1	27,9	22,6	11,8	11,3
Sociedades não financeiras	30,3	25,2	18,5	12,3	11,1
Particulares	9,2	7,1	5,1	3,7	3,6
Habituação	7,2	5,7	3,8	2,4	2,2
Consumo e outros fins	19,0	13,1	10,5	8,2	8,6
<b>Rácio de NPL líquido de imparidades<sup>(d)</sup></b>					
Total <sup>(b)</sup>	10,2	6,7	4,5	3,0	2,6
Percentil 5 <sup>(c)</sup>	2,7	2,7	1,4	1,1	1,3
Percentil 95 <sup>(c)</sup>	19,7	12,4	9,6	6,0	4,8
Sociedades não financeiras	16,3	11,6	8,0	5,4	4,8
Particulares	5,8	4,5	3,0	2,1	1,9
Habituação	5,5	4,4	2,7	1,8	1,5
Consumo e outros fins	7,6	4,9	4,2	3,4	3,3

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O máximo histórico de NPL ocorreu em junho de 2016. (a) Corresponde ao rácio entre o valor dos empréstimos não produtivos (NPL) e o valor total bruto dos empréstimos. (b) Inclui os empréstimos e disponibilidades em bancos centrais e instituições de crédito, e os empréstimos às administrações públicas, outras sociedades financeiras, sociedades não financeiras e particulares. (c) Os percentis foram obtidos através da distribuição ponderada pelo ativo dos rácios de NPL bruto e líquido de imparidade. (d) Corresponde ao rácio entre o valor dos empréstimos não produtivos (NPL) líquidos de imparidade e o valor total bruto dos empréstimos.

A redução do rácio de NPL bruto deveu-se, em magnitudes semelhantes, à diminuição dos NPL e ao aumento dos empréstimos produtivos. As vendas de NPL e os abatimentos ao ativo contribuíram em 0,2 e 0,1 pp, respetivamente para a redução do rácio (Quadro I.2.5).

As vendas de NPL ocorreram antes de se terem começado a registar os efeitos da pandemia em Portugal. As instituições terão de se adaptar a condições de mercado de venda de NPL mais exigentes, que refletem o efeito da crise pandémica sobre o valor dos ativos e sobre os processos de recuperação.

No primeiro semestre, o crescimento dos empréstimos produtivos foi de 6,1%, tendo o aumento das disponibilidades em bancos centrais contribuído em 4 pp. Esta subida não pode ser dissociada do aumento do financiamento junto do Eurosistema ocorrido no fim do semestre (Secção 2.5). Adicionalmente, a carteira de empréstimos produtivos a SNF aumentou 5%, contribuindo em 1,6 pp para o total (Secção 2.4).

O contributo dos novos NPL líquidos de curas para a evolução do rácio de NPL bruto foi aproximadamente nulo. Este desenvolvimento contrasta com os contributos significativos desta componente no passado (pela via das curas). A atual situação económica veio reduzir a capacidade do setor privado não financeiro em servir a dívida, dificultando a desmarcação de NPL através de curas.

### Quadro I.2.5 • Rácio de NPL bruto – contributos para a variação | Em pontos percentuais

	2016 S2	2017 S1	2017 S2	2018 S1	2018 S2	2019 S1	2019 S2	2020 S1
Abatidos ao ativo	-0,8	-0,4	-0,8	-0,6	-0,5	-0,4	-1,0	-0,1
Vendas de NPL	-0,2	-0,2	-0,7	-0,3	-1,0	-0,1	-0,9	-0,2
Novos NPL, líquidos de curas	-0,2	-0,7	-0,2	-0,5	-0,6	-0,3	-0,2	0,0
Outros efeitos denominador	0,5	-0,6	-0,4	-0,1	-0,1	-0,3	0,0	-0,3
Total	-0,8	-1,8	-2,1	-1,6	-2,3	-1,1	-2,1	-0,6

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 produtivos).

No primeiro semestre de 2020 não se observou uma deterioração significativa da qualidade da carteira do sistema. Por exemplo, a estrutura da carteira de empréstimos por *stage* de imparidade<sup>2</sup> manteve-se estável. Em junho 2020, os empréstimos nos *stages* 1, 2 e 3 representavam 85,1%, 8,8% e 6,1% do total, respetivamente. Este facto beneficia das medidas de política tomadas pelas autoridades nacionais e europeias, que mitigaram o choque na liquidez nas SNF e nos particulares. Outras medidas, como a emissão pelo BCE/SSM de uma *guidance* para evitar uma excessiva prociclicidade da aplicação da IFRS9 terão também sido importantes para a estabilidade observada. Nesta *guidance* o BCE/SSM recomendou, entre outros, a utilização de um cenário macroeconómico de longo prazo.

Entre as medidas de resposta à crise pandémica destacam-se a moratória ao pagamento de juros ou de capital e juros e as linhas de crédito com garantia pública. Em setembro de 2020, 32% dos empréstimos a SNF e 17% dos empréstimos a particulares estavam em moratória (Caixas 2 e 3). A garantia pública cobria cerca de 15% dos empréstimos a SNF (do qual cerca de um terço relativo a empréstimos concedidos antes do início da pandemia). Considerando apenas os empréstimos com moratória para os sete maiores grupos bancários, em setembro de 2020, a proporção classificada em *stage* 2 era superior ao total da carteira, tanto para SNF (8,0 pp) como para particulares (4,9 pp).

## Os empréstimos produtivos vencidos entre 30 a 90 dias e a cobertura por imparidade aumentaram

Ainda que se observe uma redução do total de NPL, os empréstimos reestruturados aumentaram 2,1% no primeiro semestre de 2020, 1% nas SNF e 5% nos particulares. O aumento dos empréstimos reestruturados deveu-se ao crescimento da componente reestruturados produtivos, essencialmente devido à modificação dos termos e condições. Já os empréstimos reestruturados não produtivos diminuíram.

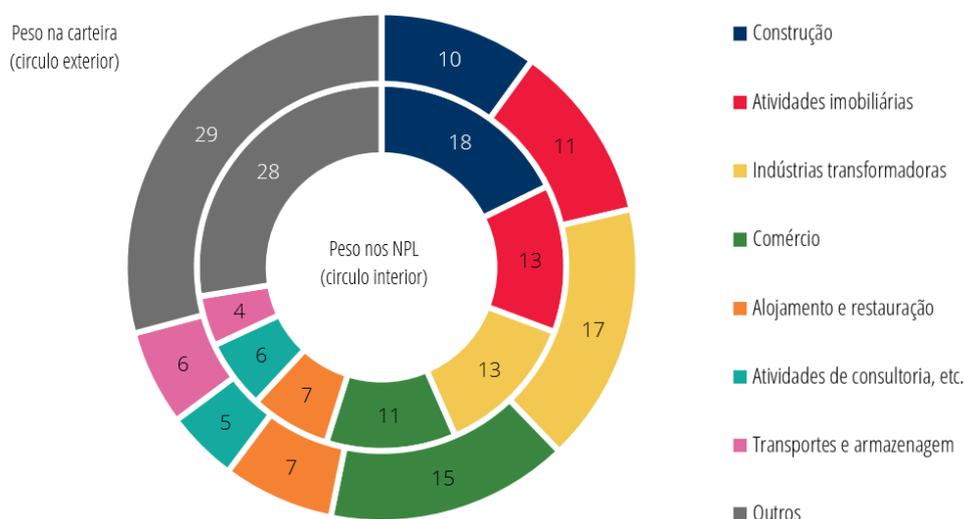
<sup>2</sup> O *stage* 1 inclui todos os empréstimos onde ainda não ocorreu um aumento significativo do risco de crédito. O *stage* 2 compreende os empréstimos onde se observou um aumento significativo do risco de crédito. Fazem parte do *stage* 3 os empréstimos onde já se observa incumprimento da contraparte. Para mais detalhe sobre a classificação dos ativos por *stage* de imparidade consultar: Tema em destaque 2 “IFRS 9 – Principais alterações e impactos previstos para o sistema bancário e para a estabilidade financeira”, *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2017.

Observou-se também uma subida de 44% nos empréstimos produtivos vencidos há mais de 30 dias e há menos de 90 dias (aumento de 514 milhões de euros). Este crescimento observou-se tanto nos empréstimos a SNF como a particulares.

A cobertura por imparidade dos empréstimos a SNF e a particulares aumentou para a componente produtiva e não produtiva. Esta evolução reflete o aumento dos empréstimos produtivos vencidos há mais de 30 dias (parte dos quais, pelo menos, poderão ter passado de *stage 1* para *stage 2*) e a antecipação da materialização do risco de crédito nos próximos períodos.

A pandemia teve um impacto assimétrico por setor e por condições de liquidez e capital das empresas antes da pandemia. Em junho de 2020, os setores onde se inserem as empresas mais afetadas apresentavam menores rácios de NPL e um peso menor no total de NPL de SNF do que na carteira de SNF (Gráfico I.2.3). Em sentido contrário, o setor da construção apresenta o maior peso nos NPL de SNF (18%), sendo este superior à sua dimensão relativa na carteira (10%). Esta situação reflete os impactos da crise da dívida soberana no setor. Porém na atual crise pandémica a construção é um dos setores menos afetados em Portugal.

**Gráfico I.2.3 • Empréstimos a SNF por ramo de atividade – junho de 2020 | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: NPL na definição da EBA. Os setores de atividade seguem a classificação a um dígito. O setor “comércio” corresponde ao setor “comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos”.

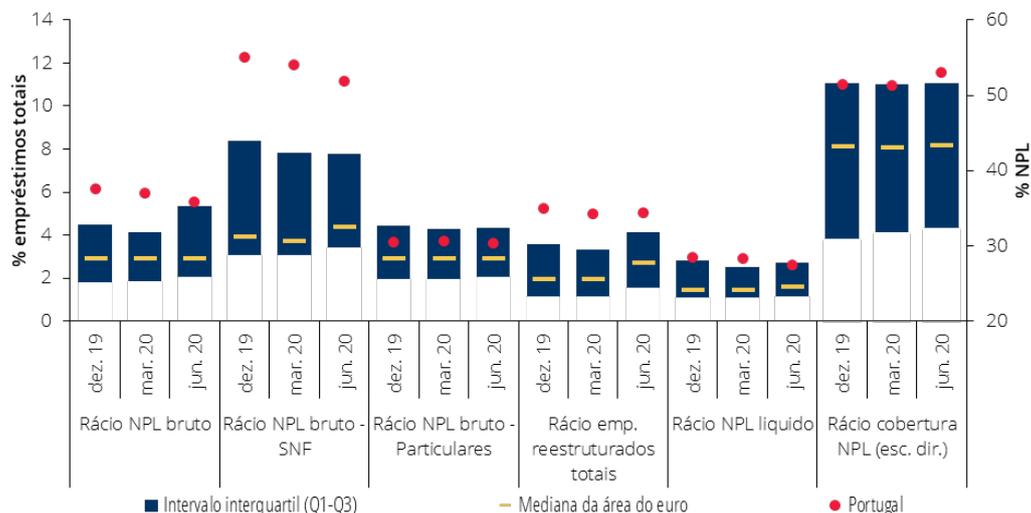
No primeiro semestre de 2020 observou-se uma redução generalizada dos rácios de NPL bruto dos diferentes ramos de atividade. Adicionalmente, a cobertura por imparidade dos NPL dos ramos acima mencionados aumentou consideravelmente.

Com base nas projeções do Banco de Portugal (cenário base) publicadas no *Boletim Económico* de dezembro de 2020, prevê-se que a probabilidade de incumprimento das SNF aumente em 2020, em especial no setor do alojamento e restauração, reduzindo-se gradualmente em 2021 e 2022. Neste último, prevê-se um nível superior em cerca de um quinto face a 2019. No cenário severo, espera-se uma evolução semelhante ao cenário base em 2020, mas uma redução mais lenta das probabilidades de incumprimento, em 2021 e 2022.

A evolução observada na qualidade dos ativos em Portugal encontra paralelo na Europa. No segundo trimestre de 2020, prosseguiu a trajetória decrescente do rácio de NPL bruto para os países que apresentavam os rácios mais elevados. O sistema bancário português continua a comparar desfavoravelmente com a mediana da área do euro, em termos de NPL bruto (Portugal: 5,5% e área do euro: 2,9%) (Gráfico I.2.4). Contudo, em termos do rácio de NPL líquido

de imparidades, o setor bancário português encontra-se, em junho de 2020, apenas 1 pp acima da mediana da área do euro (1,5 pp em dezembro de 2019).

**Gráfico I.2.4 • Qualidade dos empréstimos – Comparação internacional**



Fonte: Banco Central Europeu (*Consolidated Banking Data*). | Notas: NPL na definição da EBA. Por indisponibilidade de dados, a Alemanha não foi considerada nos valores do rácio de NPL líquido e no de cobertura de NPL.

O sistema bancário português enfrenta diversos desafios no curto e médio prazo. A degradação da situação económica e a incerteza sobre a magnitude e duração da pandemia deverão contribuir para uma deterioração da qualidade dos ativos nos próximos trimestres. Assim, as instituições deverão continuar a monitorizar a qualidade de crédito dos mutuários, classificando os empréstimos em conformidade e evitando um reconhecimento tardio das perdas.

## 2.3 Concentração de exposições

### Os empréstimos aos setores mais afetados representavam 4% do ativo e cerca de 20% dos empréstimos a SNF

Os empréstimos concedidos na atividade doméstica aos setores mais afetados (com quebra do volume de negócios superior a 40%) representavam 4% do ativo e cerca de 20% dos empréstimos a SNF em junho de 2020 (Gráfico I.2.5). Entre março e junho de 2020, estes empréstimos aumentaram 8,1% (1,2 mil milhões de euros), refletindo as medidas adotadas para suprir necessidades de liquidez, com destaque para as linhas de crédito com garantia pública (Secção 2.4). Estas medidas permitiram um aumento da oferta de crédito a SNF, com aumento do crédito a ser acompanhado de uma redução das taxas de juro.

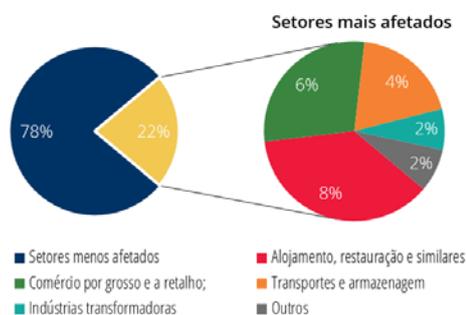
O aumento dos empréstimos aos setores mais afetados observou-se, essencialmente, a empresas do comércio por grosso e a retalho (758 milhões de euros; 14%) e do alojamento, restauração e similares (331 milhões de euros; 8%).

## O peso da exposição ao mercado imobiliário prosseguiu a trajetória descendente

No primeiro semestre de 2020 prosseguiu a trajetória descendente do peso da exposição do setor bancário ao mercado imobiliário, passando a representar 35,6% do ativo (-2,1 pp face a dezembro de 2019 e -3,0 pp face a dezembro de 2015). A redução decorreu, essencialmente, da expansão do ativo através de “ativos que não imóveis ou colateralizados por imóveis”. Em termos absolutos, a exposição total era em junho de 147 mil milhões de euros (-0,2% face ao final de 2019 e -6,5% face ao final de 2015), dos quais 106 mil milhões de euros correspondem à exposição indireta ao mercado imobiliário através dos empréstimos a particulares colateralizados por imóveis.

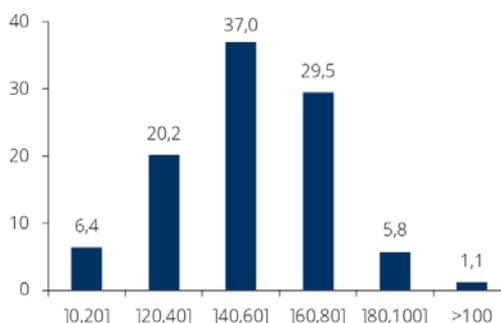
Em setembro de 2020, 90% do valor da carteira de empréstimos a particulares para habitação apresentava um LTV igual ou inferior a 80%, sendo que o valor mediano situava-se em 53% (Gráfico I.2.6). Quanto menor for o valor do empréstimo face ao valor do imóvel associado (*loan-to-value*), maior será a capacidade do sistema bancário para acomodar uma descida dos preços no mercado imobiliário.

**Gráfico I.2.5 • Empréstimos brutos a SNF – junho de 2020 e atividade doméstica**  
| Em percentagem da carteira



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: São considerados como setores mais afetados (CAE-Rev 3 dois dígitos) os que registaram uma quebra no volume de negócios superior a 40% no 2.º trimestre de 2020 (face a situação expectável num cenário sem pandemia, com base nos resultados do Inquérito Rápido e Excepcional às Empresas – COVID-19 (COVID-IREE) e onde, simultaneamente, pelo menos 1/3 das empresas do setor não prevê um regresso ao nível de atividade normal até ao final de 2020.

**Gráfico I.2.6 • LTV atual do stock de empréstimos a particulares para habitação em setembro de 2020**  
| Em percentagem da carteira



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Indicador apurado com base em dados granulares da Central de Responsabilidade de Crédito ao nível do empréstimo. Sempre que a data de última avaliação do imóvel é anterior a 2020Q2, o valor atual do mesmo é estimado com base no Índice de Preços da Habitação do INE.

## A exposição a títulos de dívida soberana de Portugal e de Espanha aumentou

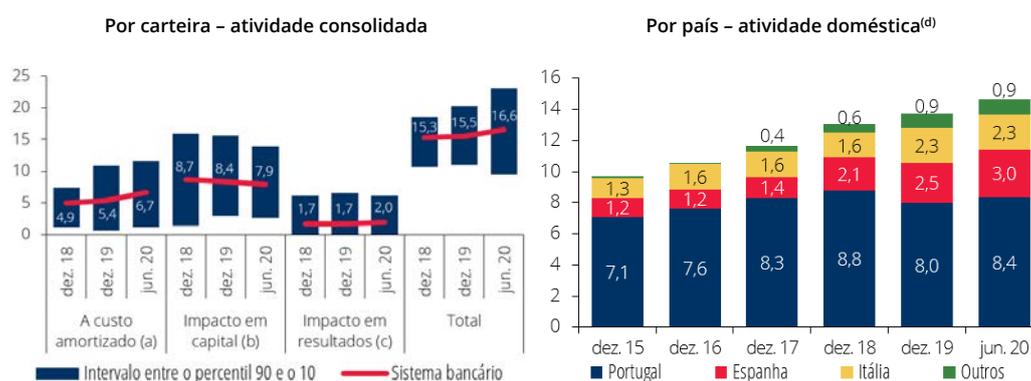
Em junho de 2020, a exposição a títulos de dívida pública representava 16,6% do ativo do sistema bancário, mais 1 pp que em dezembro de 2019 (Gráfico I.2.7, painel esquerdo). Esta evolução deveu-se a um aumento, no primeiro semestre, de 13% da exposição, refletindo a liquidez abundante no setor bancário (Secção 2.5).

As consequências financeiras desta exposição dependem, *inter alia*, do método de gestão da carteira de títulos de dívida pública, que implica diferentes impactos das variações das *yields* de mercado no capital próprio dos bancos. Os ativos financeiros registados a custo amortizado não apresentam alterações de valor no balanço decorrentes de variações de preço nos mercados financeiros. Tal só acontece quando o título for vendido.

No primeiro semestre de 2020, a proporção de títulos de dívida pública avaliada a custo amortizado aumentou para 40%, representando 6,7% do ativo (Gráfico I.2.7, painel esquerdo). Em sentido contrário, o peso dos títulos com impacto em capital diminuiu 0,4 pp, para 7,9% do ativo. Esta redução reflete apenas o aumento do ativo, uma vez que o valor dos títulos nesta carteira permaneceu estável.

O aumento da exposição a títulos de dívida pública ocorreu na atividade doméstica do sistema bancário. O crescimento da carteira no ativo refletiu um aumento dos títulos de dívida, em especial de Portugal (+0,4 pp do ativo) e de Espanha (+0,5 pp do ativo) (Gráfico I.2.7, painel direito). Uma análise de sensibilidade mostra que uma eventual subida de 100 pb das *yields* ao longo da curva de rendimentos da dívida pública em Portugal, Espanha e Itália, teria um impacto negativo de cerca de 74 pb no rácio prudencial de fundos próprios de nível 1 (na sigla inglesa, CET 1) dos principais bancos portugueses. No entanto, considerando o impacto dos choques em cada banco individualmente considerado, os rácios CET 1 destas instituições continuariam acima dos mínimos regulamentares.

**Gráfico I.2.7 • Títulos de dívida pública | Em percentagem do ativo**



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

## As interligações diretas entre os bancos e o sistema financeiro diminuiram

A materialidade da exposição ao soberano é partilhada por outros subsetores do sistema financeiro. Assim, perante uma subida das *yields*, o impacto na solvabilidade do sistema bancário poderá ser amplificado, reflexo da existência de interligações no sistema financeiro, que pode assumir um papel relevante na transmissão e amplificação de choques.

Como no último ano, também no primeiro semestre de 2020 se observou uma redução das interligações diretas entre os bancos e o sistema financeiro (Quadro I.2.6). O peso dos ativos detidos pelos bancos (depósitos, títulos de dívida, empréstimos, ações e outras participações de fundos de investimento e ações cotadas), cuja contraparte é o setor financeiro, diminuiu 0,5 pp para 16,6%. Esta diminuição refletiu a redução de títulos de dívida e de empréstimos a Outros Intermediários Financeiros e, em menor grau, de empréstimos a Fundos de Investimento. A evolução foi atenuada pelo aumento de títulos de dívida de bancos no seu ativo. O aumento das disponibilidades em bancos centrais, dos títulos de dívida pública e dos empréstimos a SNF, também contribuiu para a redução do peso da exposição ao setor financeiro.

**Quadro I.2.6 • Interligações entre os bancos e o sistema financeiro | Em percentagem do ativo do subsetor**

	Dez. 13	Dez. 14	Dez. 15	Dez. 16	Dez. 17	Dez. 18	Dez. 19	Dez. 20
Bancos	13,4	9,6	10,3	10,8	9,9	10,7	11,0	11,1
Outros intermediários financeiros	6,9	6,9	6,6	6,5	5,9	6,0	4,4	3,9
Sociedades de seguros e fundos de pensões	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fundos de investimento	2,1	2,3	2,3	2,2	2,1	2,0	1,7	1,6

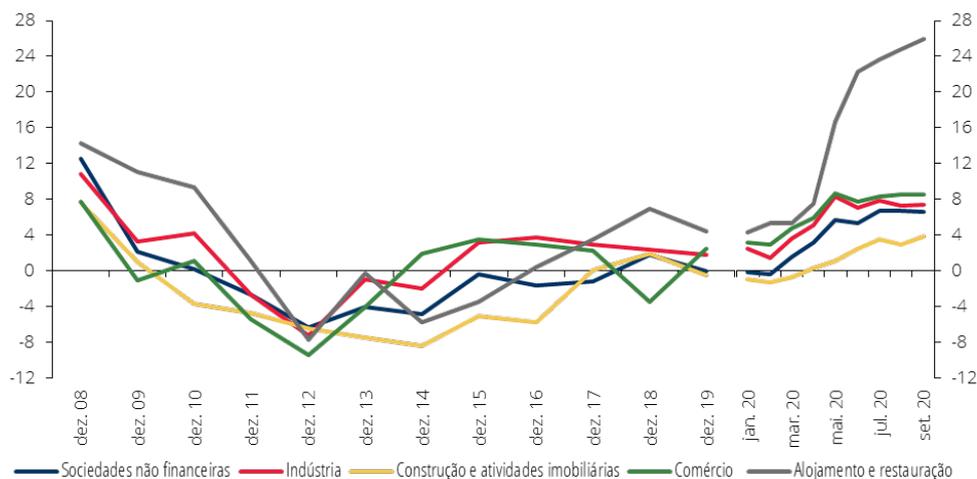
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Para o cálculo da exposição foram considerados os seguintes ativos financeiros: depósitos, títulos de dívida, empréstimos, ações e outras participações de fundos de investimento e ações cotadas. Foi ainda considerado o ativo total não consolidado de cada setor.

## 2.4 Critérios de concessão de crédito

As linhas de crédito com garantia pública estimularam o financiamento do sistema bancário às SNF, apesar da restritividade dos critérios de concessão

As linhas de crédito com garantia pública, operacionalizadas através do sistema bancário, mitigaram o choque de liquidez associado à pandemia e asseguraram taxas de juro mais baixas e maturidades mais longas (Caixa 2). As SNF nos setores mais afetados foram as principais beneficiárias destas linhas de crédito, observando assim um maior crescimento do crédito (Gráfico I.2.8).

Gráfico I.2.8 • Crédito bancário concedido a SNF – Taxa de variação anual | Em percentagem



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

Entre março e setembro de 2020, os novos empréstimos a SNF registaram um aumento de 15% em termos homólogos e de 82% quando considerado apenas o segundo trimestre. Entre março e setembro, cerca de 39% dos novos empréstimos a SNF tinham garantia pública (Quadro I.2.7), sendo essa proporção de 59% nos setores de atividade mais afetados (Caixa 2).

Os empréstimos com garantia pública acentuaram a tendência de redução da taxa de juro dos novos empréstimos a SNF, que atingiu um mínimo no ano de 1,6% em maio de 2020. Apesar da limitação legal ao valor máximo do *spread* das linhas de crédito com garantia pública, a baixa taxa de juro é consistente com o menor risco incorrido pelas instituições. Embora a probabilidade de incumprimento tenha aumentado, decorrente da deterioração da atividade económica, a perda em caso de incumprimento é menor devido à garantia.

A partir de junho, a taxa de juro dos novos empréstimos a SNF aumentou, para cerca de 2,0%, em média, no terceiro trimestre (Quadro I.2.7). Esta evolução reflete o menor volume de novos empréstimos com garantia pública e a maior restritividade dos critérios de concessão de crédito, reportada pelos bancos na edição de outubro do *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* (BLS, na sigla em língua inglesa). Ainda assim, de acordo com as respostas dos bancos, o aumento da restritividade dos critérios de concessão de crédito é inferior ao observado durante a última crise financeira internacional e a crise da dívida soberana.

**Quadro I.2.7 • Novos empréstimos a SNF líquidos de reembolsos e taxa de juro**  
| Em milhões de euros e percentagem

	Jan. 20	Fev. 20	Mar. 20	Abr. 20	Mai. 20	Jun. 20	Jul. 20	Ago. 20	Set. 20
Utilização líquida de linhas de crédito <sup>(a)</sup>	24	185	375	89	-495	-88	196	145	97
Reembolsos (contratos antigos)	-2532	-2555	-2374	-1356	-1450	-1930	-1803	-1354	-1038
Novo contrato (com garantia pública)	69	73	156	346	2579	1219	607	205	527
Novo contrato (sem garantia pública)	1756	1937	2274	1335	1393	1730	1389	1070	1597
Novos empréstimos líquidos de reembolsos	-683	-359	431	413	2027	930	388	67	1184
<i>Por memória:</i>									
Taxa de juro	2,3%	2,1%	2,1%	2,1%	1,6%	1,7%	2,0%	1,9%	2,0%

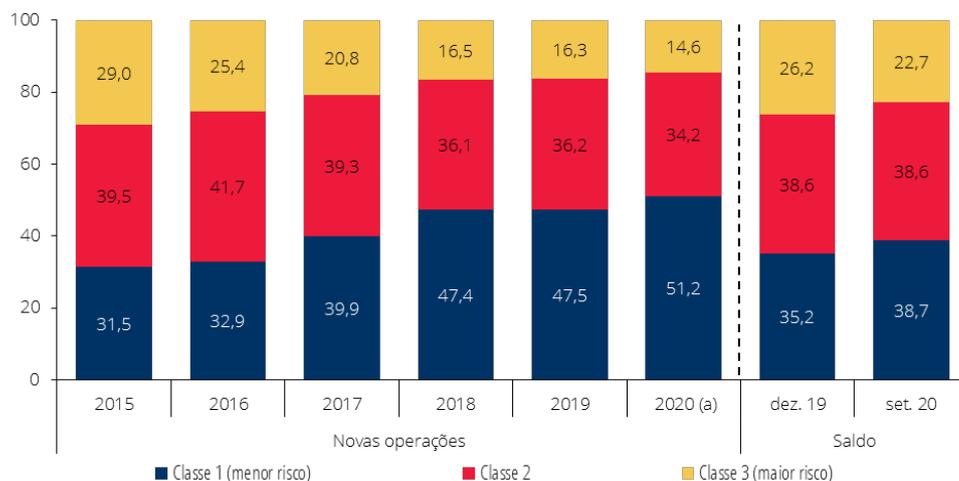
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: (a) Assume-se a utilização de uma linha de crédito sempre que, num mesmo contrato, se registam variações aproximadamente simétricas (+/- 25%) dos montantes de crédito efetivo e potencial. A utilização da linha de crédito significa que a diminuição do crédito potencial coincidiu aproximadamente com o aumento do crédito efetivo, enquanto a reposição da linha de crédito traduz variações de sentido oposto. Atividade doméstica.

As empresas com menor risco pré-pandemia beneficiaram relativamente mais dos empréstimos com garantia pública do que as restantes. Entre março e setembro, 46% dos novos empréstimos contratados com SNF com menor risco tinham garantia pública, contra 30% nas restantes (Caixa 2).

Nos primeiros nove meses de 2020, os novos empréstimos bancários a SNF nas classes de menor risco aumentaram 22% em termos homólogos. Os novos empréstimos nas classes de risco intermédio e de maior risco aumentaram 10% e 12%, respetivamente. Assim, as classes de menor risco aumentaram o seu peso nos novos empréstimos em 4 pp, para 51% (Gráfico I.2.9). Por comparação, em setembro de 2020, o peso no balanço dos bancos dos empréstimos a SNF com menor risco era de 39% (mais 4 pp face a dezembro de 2019). Contudo, a atual situação macroeconómica poderá levar ao aumento do risco de crédito na carteira de empréstimos a empresas.

Em 2020, no conjunto dos sete maiores grupos bancários, a diferenciação dos *spreads* dos novos empréstimos a SNF de acordo com o risco de crédito diminuiu. Estima-se que o prémio de risco da classe 2 face à classe 1 tenha diminuído 13 pb, para 0,5 pp, e o prémio da classe 3 face à classe 1 tenha diminuído 16 pb, para 1,2 pp. Esta evolução deve-se, em parte, à redução dos *spreads* dos empréstimos com garantia pública ser mais significativa para as empresas com maior risco.

**Gráfico I.2.9 • Empréstimos a sociedades não financeiras por classe de risco**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: (a) Novas operações entre janeiro e setembro de 2020. 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. Apenas foram consideradas 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%. Atividade doméstica.

Segundo um inquérito realizado aos sete maiores grupos bancários, as perspetivas futuras sobre a situação da empresa, o setor de atividade e a economia em geral passaram, nos últimos meses, a ter maior relevância na avaliação do risco dos novos empréstimos. A maior ponderação destes fatores é consistente com as expectativas reportadas no BLS, de aumento da restritividade dos critérios de concessão de crédito a empresas, no quarto trimestre. Contudo, a operacionalização de novas linhas de crédito com garantia pública, até seis mil milhões de euros, anunciadas no Orçamento do Estado para 2021, contribuirá para a manutenção do financiamento das SNF a um custo baixo.

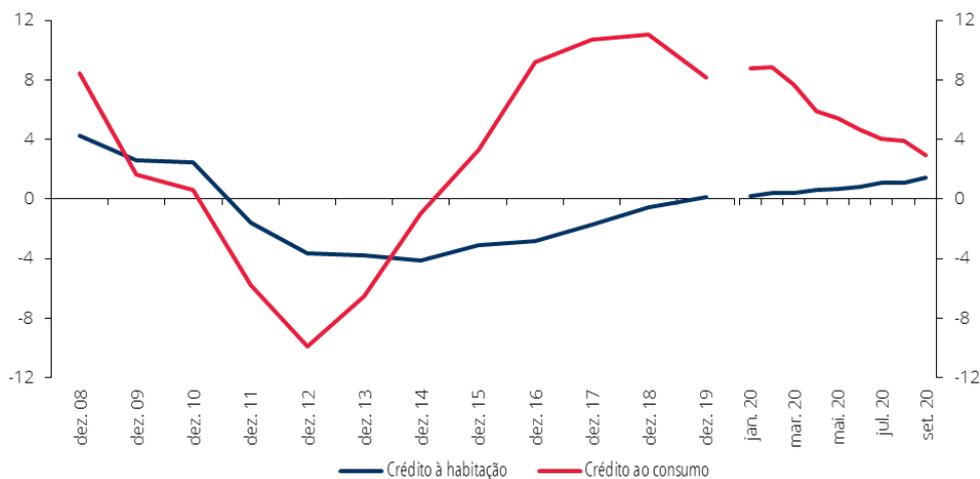
## O crédito à habitação acelerou, mas o crédito ao consumo abrandou

O stock de crédito a particulares para habitação tem aumentado desde dezembro de 2019, após vários anos em que diminuiu (Gráfico I.2.10). Nos primeiros nove meses do ano, as novas operações de crédito à habitação aumentaram 6,9% face ao período homólogo (Gráfico I.2.11, painel esquerdo). No mesmo período, os reembolsos diminuíram 14,8%. A redução dos reembolsos deve-se, em parte, às moratórias de crédito. Nos primeiros nove meses do ano, a taxa de juro dos novos empréstimos neste segmento diminuiu 6 pb, para 1,0%. Contudo, a média trimestral ponderada da taxa anual efetiva global (TAEG), que inclui outros encargos além dos juros, aumentou 20 pb no mesmo período, situando-se em 2,2% (Gráfico I.2.11, painel esquerdo).

No segmento do crédito ao consumo, a taxa de variação anual tem vindo a diminuir desde o início do ano (Gráfico I.2.10). A queda registada nas novas operações atinge 22% em termos homólogos (Gráfico I.2.11, painel direito). Os reembolsos de crédito ao consumo diminuíram 4%, o que estará associado à moratória de juros e capital. A média trimestral da taxa de juro dos novos

empréstimos ao consumo manteve-se estável até setembro, em cerca de 6,6% (Gráfico I.2.11, painel direito). A TAEG também não registou alteração significativa, mantendo-se em torno de 9,0%, cerca de 3 pp superior à média da área do euro.

**Gráfico I.2.10 • Crédito bancário concedido a particulares – Taxa de variação anual**  
| Em percentagem

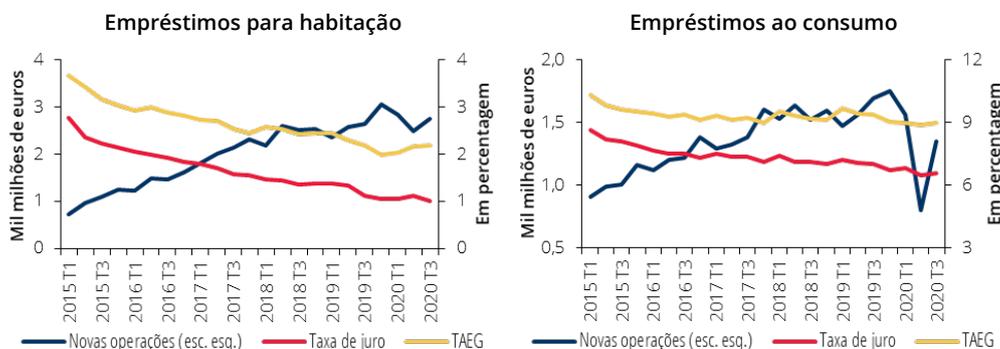


Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Taxas de variação anual ajustadas de operações de titularização, reclassificações, abatimentos ao ativo e reavaliações cambiais e de preço e, quando relevante, ajustadas do efeito de vendas de carteiras de crédito. Crédito concedido por instituições financeiras monetárias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

Nos primeiros nove meses de 2020, assistiu-se a uma maior concorrência entre as instituições no crédito à habitação e no crédito automóvel, face ao crédito pessoal. Nestes segmentos, mais de 70% dos reembolsos totais antecipados estão associados a uma nova operação de crédito numa instituição diferente da do crédito reembolsado.

De acordo com os resultados do BLS, os critérios de concessão de crédito a particulares tornaram-se mais restritivos ao longo do ano, em especial no segmento do consumo e outros empréstimos. Para o quarto trimestre, os bancos antecipam uma ligeira diminuição da restritividade no crédito a particulares.

**Gráfico I.2.11 • Novas operações de empréstimo a particulares e taxas de juro**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os empréstimos ao consumo não incluem cartões de crédito. Média trimestral da taxa de juro ponderada pelos montantes de novas operações. Taxas de juro sobre novas operações realizadas por instituições financeiras monetárias residentes em Portugal (excluindo o banco central) com residentes na área do euro. Atividade em base individual.

## 2.5 Liquidez e financiamento

### A política monetária preservou a capacidade de concessão de crédito dos bancos

De acordo com o BLS, a participação na TLTRO-III contribuiu consideravelmente para reduzir dificuldades de financiamento atuais e/ou evitar dificuldades de financiamento futuras para dois dos cinco maiores bancos do sistema bancário português. No entanto, neste universo de bancos apenas um participou na operação de setembro de 2020 e quatro indicam que não pretendem participar em operações futuras.

O financiamento obtido junto de bancos centrais atingiu em junho 7,7% do ativo, aumentando 3,2 pp face a dezembro de 2019 (Gráfico I.2.12). Este movimento foi transversal aos sistemas bancários português e europeu. Conforme observado a seguir à crise financeira internacional, o peso desta fonte de financiamento tende a aumentar em períodos de maior adversidade. Na área do euro, o peso do financiamento junto de bancos centrais atingiu 4,7% do ativo em junho de 2020, o valor mais elevado da última década.

No segundo trimestre de 2020 houve um aumento das necessidades de financiamento das empresas traduzido num crescimento dos empréstimos a clientes de 1,5% face a dezembro de 2019. Não obstante, o rácio entre empréstimos a clientes líquidos de imparidades e os depósitos de clientes, rácio de transformação, diminuiu 2,4 pp para 84,6%, refletindo o maior aumento dos depósitos das SNF e de particulares (4,4%). O motivo de precaução perante a subida de incerteza estará a contribuir para o aumento dos depósitos (Secção 1.1).

O baixo rácio de transformação observado atualmente, inferior à média dos sistemas bancários da área do euro, é representativo de uma posição de elevada liquidez estrutural, sendo transversal ao sistema bancário. Simultaneamente, a estrutura de financiamento reflete um maior recurso a fontes de financiamento menos sensíveis a alterações na perceção de risco, como os depósitos de clientes, com um peso de 67,5% do ativo. Em contrapartida, as responsabilidades representadas por títulos representam 3,6% do ativo.

O menor peso do financiamento de mercado no setor bancário português deverá permanecer no futuro próximo. As exigências de emissão em mercado de instrumentos elegíveis para o cumprimento dos requisitos de MREL foram proteladas. Foram definidos objetivos intermédios a partir de janeiro de 2022, com o período de transição a terminar em janeiro de 2024. Não obstante, se o momento de normalização dos empréstimos concedidos pelos bancos centrais e do mercado não for coincidente pode colocar alguns desafios futuros ao financiamento do setor.

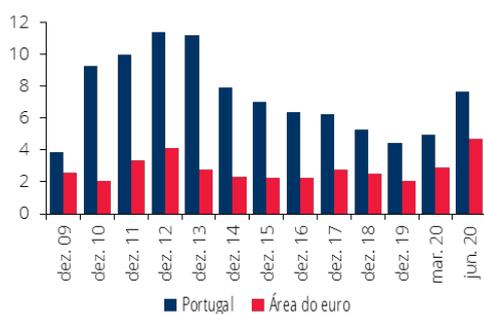
### As medidas adotadas permitem manter condições de financiamento favoráveis e ampla liquidez

O rácio de cobertura de liquidez (na sigla inglesa LCR) cifrou-se em 256,6%, aumentando 38,2 pp face a dezembro de 2019. O aumento do LCR foi transversal à generalidade do sistema bancário português. Esta evolução assentou na variação positiva da reserva de liquidez (24,2%), sendo que as saídas líquidas de liquidez cresceram 5,7%. O que mais contribuiu para a variação da reserva de liquidez foram os ativos de liquidez e de qualidade de crédito muito elevadas, reflexo do aumento dos títulos de dívida pública não onerados (15%) e das reservas em bancos centrais (58,4%), que, em conjunto, representam 96% destes ativos (Gráfico I.2.13).

A proporção do total do ativo e do colateral recebido que está a ser utilizada como colateral para a obtenção de liquidez, rácio de ativos onerados, aumentou 3,1 pp face a dezembro de 2019, para 18,1%. A evolução do rácio reflete o aumento dos ativos onerados e colateral recebido e reutilizado na obtenção de liquidez (28,1%), face ao aumento dos ativos e colaterais disponíveis para oneração (6,3%). Entre os ativos não onerados e colaterais disponíveis para oneração, a fração elegível para operações de política monetária manteve-se praticamente inalterada, situando-se em junho em 26%. A menor relevância do financiamento de mercado permitiu uma diminuição dos ativos onerados decorrentes deste tipo de financiamento, registando-se uma redução de 16,4 pp face a dezembro de 2019. Isto traduz-se numa maior proteção das instituições a potenciais variações de valor dos colaterais reutilizados.

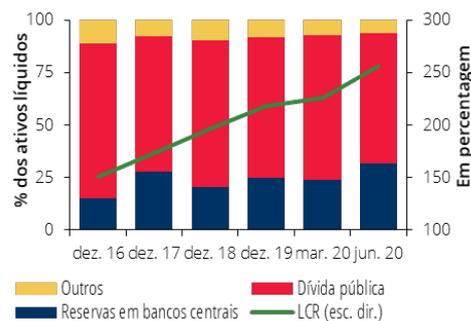
O BCE adotou medidas temporárias de flexibilização dos requisitos impostos aos ativos de garantia utilizados pelos bancos no financiamento junto dos bancos centrais. Destaca-se a decisão de congelamento dos *ratings*, isto é, a continuação da elegibilidade dos ativos transacionáveis e emitentes que cumpram os requisitos mínimos a 7 de abril de 2020, desde que permaneçam acima do nível de qualidade de crédito 5 (CQS 5) na escala harmonizada do Eurosistema. Esta flexibilização deverá permitir que os bancos mantenham ativos de garantia suficientes para participar nas operações de cedência de liquidez e, dessa forma, preservar a sua capacidade de concessão de crédito à economia.

**Gráfico I.2.12 • Financiamento junto de bancos centrais | Em percentagem do ativo**



Fontes: Banco de Portugal e Banco Central Europeu (*Balance Sheet Items*).

**Gráfico I.2.13 • Ativos líquidos e rácio de cobertura de liquidez (LCR)**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: O rácio de cobertura de liquidez consiste no rácio entre os ativos líquidos disponíveis e as saídas líquidas de caixa calculadas num cenário adverso com duração de 30 dias.

## 2.6 Capital

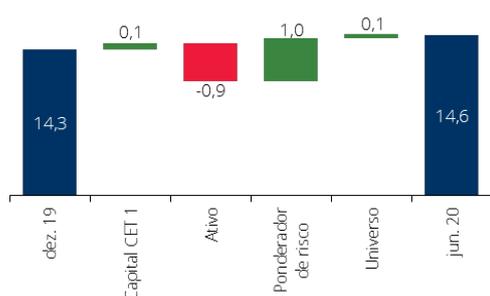
### Redução dos ativos ponderados pelo risco e estabilização dos fundos próprios totais

Em junho de 2020, o rácio entre os fundos próprios totais e os ativos ponderados pelo risco, rácio de fundos próprios totais, do sistema bancário português atingiu 17,2%, 0,3 pp acima do observado no final de 2019. No mesmo período, o rácio CET 1 aumentou de 14,3% para 14,6% (Gráfico I.2.14).

Face ao final de 2019, o aumento do rácio CET 1 ficou a dever-se essencialmente à redução dos ativos ponderados pelo risco, por via de uma redução de 3,7 pp do ponderador médio de risco, rácio entre os ativos ponderados pelo risco e o ativo total. Esta diminuição observou-se em praticamente todos os países da área do euro, com magnitudes diferenciadas, mantendo-se

Portugal com um ponderador médio mais elevado (cerca de 50%). Em menor grau, o aumento do capital CET 1 também contribuiu positivamente para esta evolução e traduziu, em grande medida, a retenção de lucros. A reclassificação de uma instituição no segundo trimestre, de filial para sucursal, concorreu também para o aumento dos rácios de capital. Estes desenvolvimentos foram parcialmente contrabalançados pelo aumento do ativo.

**Gráfico I.2.14 • Rácio CET 1 – nível e contributos para a variação do rácio**  
| Em percentagem e pontos percentuais



**Quadro I.2.8 • Risco de crédito – Contributos para a variação no primeiro semestre de 2020 das posições em risco originais e posições ponderadas pelo risco**  
| Em mil milhões de euros

	Posições em risco originais	Posições ponderadas pelo risco
Administrações públicas ou BC	18,3	-0,5
Empresas	2,8	-0,6
Retalho	2,8	0,3
Posições em incumprimento	-0,8	-0,6
Outros	-4,7	-2,1
Universo	-4,8	-2,2

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A componente “Universo” quantifica o impacto decorrente da alteração do universo de instituições observada no 2.º trimestre de 2020, devido à reclassificação de uma instituição de filial para sucursal. O rácio CET 1 corresponde ao rácio entre os fundos próprios principais de nível 1 e os ativos ponderados pelo risco.

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: As exposições agregam as carteiras associadas ao Método Padrão e ao Método das Notações Internas; A componente ‘Universo’ quantifica o impacto decorrente da alteração do universo de instituições observada no 2.º trimestre, devido à reclassificação de uma instituição de filial para sucursal.

## A recomposição do ativo contribuiu para a redução dos ativos ponderados pelo risco

Entre dezembro de 2019 e junho de 2020, a análise das posições ponderadas pelo risco associadas ao risco de crédito, que representam 87% das exposições totais (junho de 2020), evidencia um aumento significativo das posições em risco originais a classes de ativo com ponderadores baixos (ou mesmo nulos) como é o caso das administrações públicas ou bancos centrais (Secção 2.5) (Quadro I.2.8). De forma similar, observou-se o aumento da exposição aos segmentos empresas e retalho associada a linhas de crédito com garantia pública e, consequentemente, com ponderadores de risco mais baixos. Estes desenvolvimentos, conjugados com alguma recomposição destas carteiras e com a já referida reclassificação de uma instituição, motivaram a redução dos ativos ponderados pelo risco, impulsionando os rácios de capital.

Em junho de 2020, o rácio de alavancagem prudencial, medido como o rácio entre fundos próprios de nível 1 e a exposição total, fixou-se em 7,6%, reduzindo-se 0,4 pp face a dezembro de 2019. Esta diminuição refletiu o maior aumento da exposição total do sistema bancário face à subida dos fundos próprios de nível 1. Esta redução foi, em termos médios, maior para as instituições que apresentavam um rácio mais elevado no final de 2019, reduzindo a heterogeneidade no sistema bancário. Recentemente, o SSM exerceu discricionariedade regulamentar permitindo que os bancos excluam as exposições de bancos centrais, até junho de 2021, do cálculo do rácio de alavancagem. Esta decisão não deverá ter impacto material para as instituições do sistema

bancário português, atendendo ao mínimo regulamentar de 3%, o qual se tornará um requisito de cumprimento obrigatório a partir de junho de 2021.

Tendo em conta o cenário (base) publicado no *Boletim Económico* do Banco de Portugal de dezembro de 2020, projeta-se a manutenção da resiliência do sistema bancário português e da sua capacidade para satisfazer a procura de crédito da economia. Mesmo no cenário de prolongamento da crise pandémica (cenário severo), o sistema bancário mantém-se resiliente. Estes resultados não levam em consideração medidas de apoio adicionais que poderiam ser adotadas para evitar uma desalavancagem dos bancos que pusesse em causa o financiamento da economia.

Estes desenvolvimentos sinalizam a importância das medidas tomadas pelo BCE e pelo Banco de Portugal para promover o desempenho dos bancos no financiamento à economia e a capacidade de absorção de potenciais perdas.

## Caixa 1 • O sistema bancário como fator de estabilização económica do choque pandémico: uma simulação de políticas micro e macroprudencial

A capacidade de financiamento da economia por parte do sistema bancário tem sido um fator de estabilização e não de amplificação dos efeitos económicos negativos decorrentes da pandemia de COVID-19.

Esta Caixa simula os efeitos no crédito, no investimento e no produto da utilização da medida de flexibilização da orientação de fundos próprios (*Pillar 2 Guidance*) e da reserva combinada de fundos próprios dos bancos. Neste exercício são considerados dois cenários: um onde a medida não está disponível; e um segundo em que a medida está disponível e as instituições de crédito usam a sua flexibilidade. A comparação dos resultados permite aferir a eficácia da medida na promoção da função de intermediação financeira do sistema bancário e na estabilização económica.

O modelo utilizado neste exercício é um modelo dinâmico de equilíbrio geral baseado em Clerc et al. (2015) e calibrado para a economia portuguesa. O modelo incorpora os principais fundamentos micro e macroprudenciais que motivam a necessidade de adotar políticas que regulem os rácios de capital dos bancos, nomeadamente a possibilidade de falência dos agentes económicos. Contudo, apresenta como limitação, entre outras, a impossibilidade de analisar o impacto de medidas de política monetária e governamentais.

Para simular uma perturbação da oferta com a magnitude e a dinâmica observada na pandemia optou-se por um choque que afeta negativamente o produto. Este choque procura traduzir o encerramento, parcial ou total, de empresas e estabelecimentos comerciais e as quebras de eficiência. Embora atue do lado da oferta, tem efeitos significativos sobre a procura através do impacto no rendimento.

A resposta dos bancos à medida de flexibilização é simulada a partir de uma regra de resposta do rácio de capital a desvios do crédito total (empréstimos às famílias e às empresas) face ao valor inicial de equilíbrio. Esta regra parece reproduzir melhor os objetivos da medida de flexibilidade, designadamente o de garantir que os bancos continuam a assegurar o financiamento da economia. O coeficiente de resposta utilizado retrata uma situação em que os bancos utilizam na totalidade e ao longo de todo o período de projeção a amplitude de flexibilização que lhes foi concedida pela medida.

### Resultados do exercício de simulação

No primeiro cenário, em que se assume que a medida não está disponível, os resultados obtidos face ao choque aplicado no modelo simulam uma dinâmica do produto caracterizada por uma queda acentuada no segundo trimestre de 2020 e por uma recuperação gradual em direção ao equilíbrio após 12 trimestres. Em termos do mecanismo de transmissão do choque, este conduz inicialmente a uma diminuição da despesa e da produção, que faz diminuir o preço relativo entre habitação e capital físico. No mercado de trabalho, as horas de trabalho e os salários diminuem. A falência de empresas e de famílias aumenta, o que conduz ao aumento das taxas de juro praticadas pelos bancos e à diminuição do crédito. O aumento de falências induz também um custo mais elevado dos depósitos que, por seu turno, é transmitido para as famílias e empresas por via de um aumento dos *spreads* praticados nas operações de crédito. O facto de as atuais projeções para a economia portuguesa assumirem que os *spreads* no crédito às empresas se mantêm globalmente favoráveis está associado às medidas de política monetária adotadas pelo BCE, que o modelo utilizado não permite contemplar. Na fase seguinte, estes efeitos afetam a economia por via do impacto negativo no investimento, amplificando o impacto do choque inicial. O processo de recuperação é lento, em particular para o crédito e o investimento.

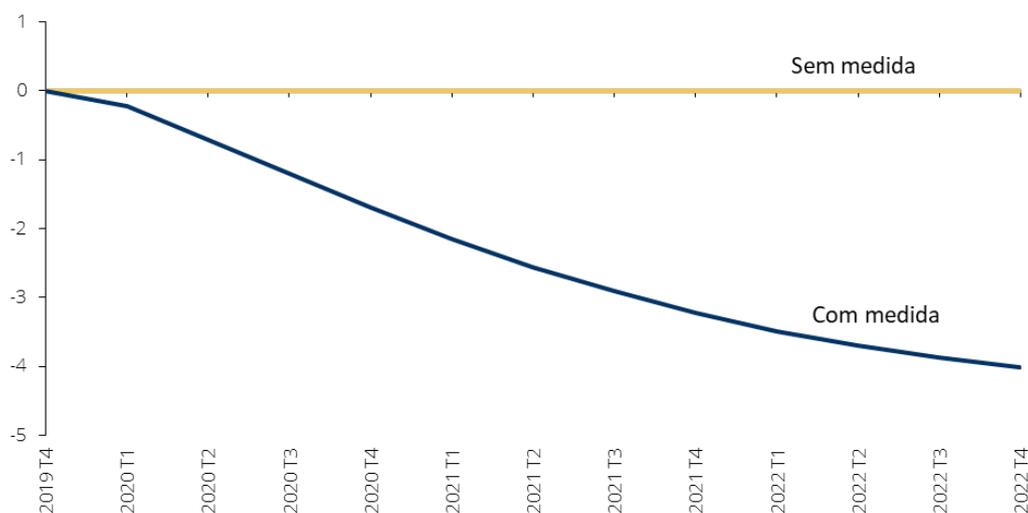
No segundo cenário, os bancos utilizam a flexibilidade, reduzindo o rácio de capital em resposta a desvios do crédito total relativamente ao seu valor inicial, pré-choque (Gráfico C1.1). Esta resposta permite atenuar a contração do crédito às famílias e às empresas (Gráfico C1.2).

A suavização é mais pronunciada no crédito às empresas, devido aos ponderadores de risco mais elevados neste segmento. O principal efeito desta suavização no crédito é observado no investimento, sobretudo no investimento em capital físico das empresas cuja queda é mitigada nos primeiros trimestres. A melhoria da capacidade de financiamento da economia possibilita uma atenuação da queda do produto ao longo de todo o horizonte temporal, embora de forma menos pronunciada do que no investimento.

Embora os efeitos no produto de uma redução dos rácios de capital sejam relativamente moderados, o que é justificado pela origem do choque ser exógena ao sistema bancário, estes resultados encontram-se alinhados com o objetivo dos requisitos de capital. A definição de requisitos e reservas de capital, conjugada com a possibilidade da utilização de uma parte deles em contexto de *stress* no sistema financeiro, previne que situações de materialização de risco se propaguem à economia, dado que dotam o sistema bancário de maior capacidade de absorção de perdas. Contudo a eficácia na contenção dos efeitos de amplificação associados a perturbações que surgem primeiramente na economia e depois se transmitem ao sistema bancário é menor. Desta forma, é necessário implementar medidas de apoio que se complementem e permitam recuperar a economia da situação atual de crise pandémica.

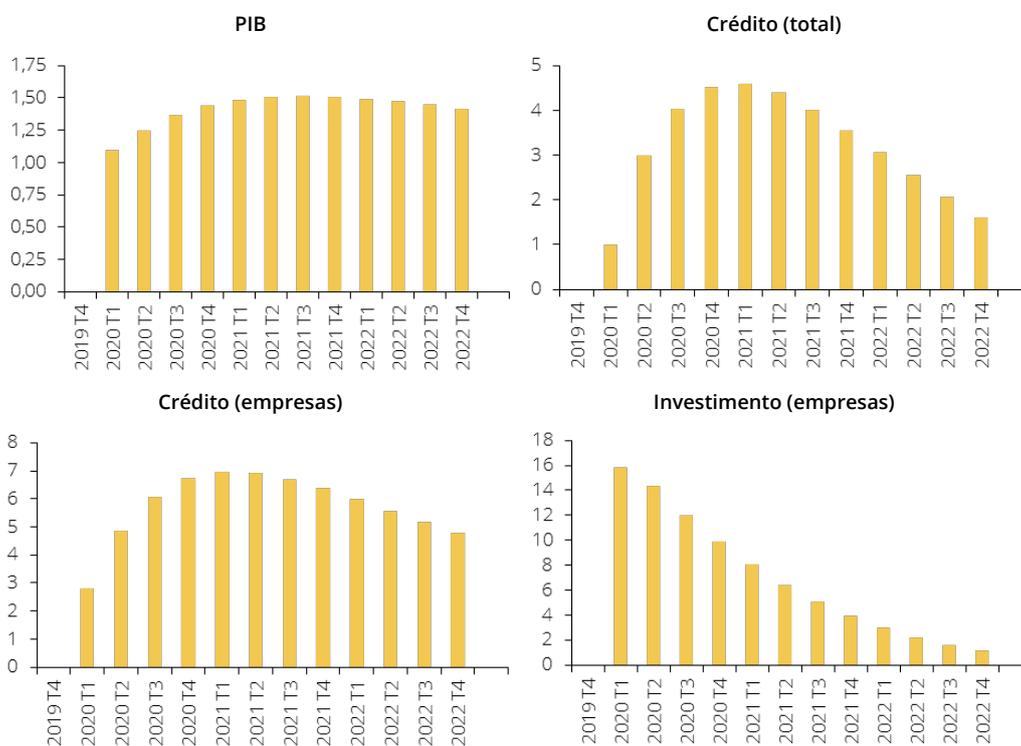
A medida de flexibilização do cumprimento de alguns requisitos de capital revela-se eficaz em promover o financiamento da economia. A utilização desta flexibilidade por parte dos bancos atenua o efeito de transmissão do choque para o crédito concedido tanto a empresas como a famílias. O crédito às empresas beneficia especialmente desta medida, o que se traduz numa dinâmica mais favorável do investimento das empresas.

**Gráfico C1.1 • Funções de resposta a impulso do rácio de capital a um choque que simula a contração do PIB (cenários com e sem medida de flexibilização) | Em pontos percentuais**



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico C1.2 • Impactos da medida a um choque que simula a contração do PIB**  
 | Em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal.

## Referências

Clerc, L., Derviz, A., Mendicino, C., Moyen, S., Nikolov, K., Stracca, L., Suarez, J., e Vardoulakis, P. (2015). "Capital Regulation in a Macroeconomic Model with Three Layers of Default." *International Journal of Central Banking*, Volume 11(3), pp. 9-63.

## Caixa 2 • O recurso a moratórias e linhas de crédito com garantia pública pelas sociedades não financeiras: uma perspetiva de risco de crédito

### A importância das medidas de apoio ao financiamento às empresas

A pandemia de COVID-19 provocou uma quebra significativa na atividade económica. A redução abrupta da faturação e a dificuldade de ajustar a estrutura de custos fixos em conformidade refletiram-se num aumento das necessidades de liquidez das empresas, com reflexo na procura de crédito. Face à menor tolerância ao risco por parte do sistema financeiro, com reflexo num aumento da restritividade nos critérios de concessão de crédito, as medidas de apoio às empresas, e, em particular, o *layoff* simplificado, seguido do apoio à retoma progressiva, as moratórias de crédito e as linhas de crédito com garantia pública foram essenciais para mitigar o impacto da pandemia na liquidez e solvabilidade das empresas.

As linhas de crédito com garantia pública expandiram a oferta de crédito, contribuindo para que, entre março e setembro de 2020, o fluxo bruto de novos empréstimos bancários a empresas aumentasse cerca de 15% em termos homólogos (de 18,7 mil milhões de euros, em 2019, para 21,5 mil milhões de euros em 2020), beneficiando de taxas de juro menores e prazos alongados.

De acordo com informação da Central de Responsabilidades de Crédito (CRC), entre março e setembro de 2020, cerca de 40% do montante de novos empréstimos contratados por sociedades não financeiras (SNF) encontrava-se ao abrigo destas linhas de crédito (nos empréstimos com maturidade original superior a um ano, este peso ascende a cerca de 50%).

Em termos agregados, 59% do montante de novos empréstimos concedidos aos setores mais afetados pela pandemia teve uma garantia pública associada, sobretudo concentrado em empresas dos setores do alojamento e restauração, comércio, transportes e armazenagem, atividades artísticas, de espetáculos e recreativas e, em menor medida, da indústria transformadora (Gráfico C2.1).

As linhas de crédito com garantia pública foram desenhadas para suprir as necessidades de liquidez das empresas de menor dimensão que, por norma, estão mais dependentes do crédito bancário. Com efeito, o recurso a linhas de crédito com garantia pública foi mais significativo nas pequenas e médias empresas (PME), 44% do total dos novos empréstimos, do que nas grandes empresas, apenas 17%.

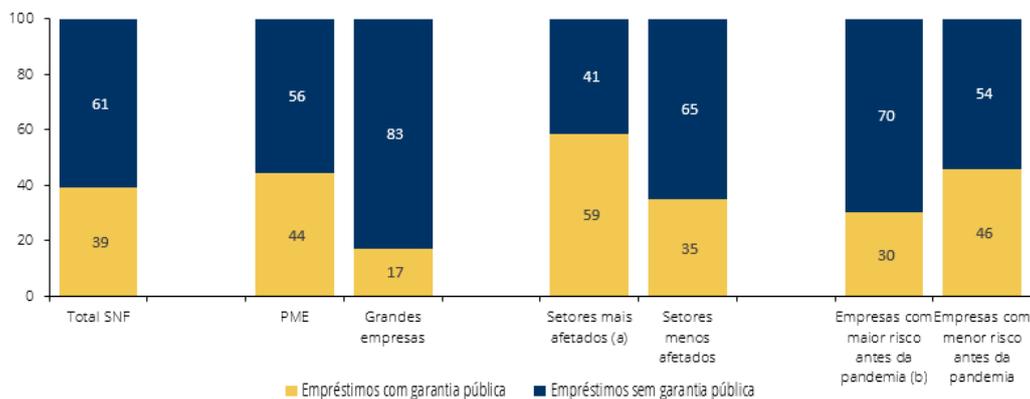
Os critérios de concessão de crédito com garantia restringiam o acesso apenas a empresas sem incidentes não regularizados junto dos bancos e do Sistema de Garantia Mútua, à data da emissão de contratação. Acresce que parte das empresas em setores mais afetados tinham uma boa qualidade creditícia pré-pandemia. Assim, as empresas que tinham um menor risco de crédito, avaliado com base no Sistema Interno de Avaliação de Crédito do Banco de Portugal (SIAC), recorreram relativamente mais às linhas de crédito com garantia pública (46% dos novos empréstimos) do que as empresas com maior risco (30%).

As condições das linhas de crédito com garantia pública, mais favoráveis do que as prevalentes no mercado, contribuíram para o aumento da maturidade média e para a redução do custo de financiamento das empresas, reduzindo assim o seu risco de refinanciamento. A taxa de juro média dos empréstimos com garantia pública concedidos entre março e setembro foi de 1,2%, face a 2,4% nos empréstimos sem garantia. A maturidade também foi significativamente mais longa, atingindo muito frequentemente seis anos (Gráfico C2.2). Alguns dos empréstimos contemplam também períodos de carência, de até 18 meses.

As necessidades de liquidez das empresas foram também mitigadas pela moratória de crédito pública que mediante o cumprimento de certas condições permitiu o diferimento da amortização de capital e/ou juros. No final de setembro de 2020, 32% do *stock* de empréstimos a SNF encontrava-se em moratória e cerca de 15% tinha uma garantia pública, dos quais cerca de um

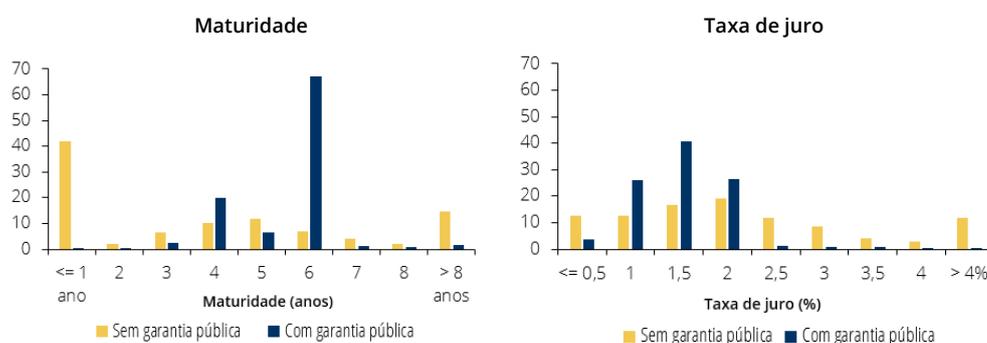
terço relativo a garantias concedidas antes do início da pandemia. De acordo com informação dos sete maiores grupos bancários com atividade em Portugal, cerca de 20% do crédito em moratória de PME encontrava-se coberto por depósitos bancários na mesma instituição (15% nas grandes empresas).

**Gráfico C2.1 • Novos empréstimos contratados por dimensão, setor e classe de risco |**  
**Percentagem do montante de novos empréstimos contratados entre março e setembro de 2020**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: São considerados todos os empréstimos contratados no período, incluindo montantes de crédito não utilizados no mês de celebração mas previstos no contrato (crédito potencial). (a) Estão incluídos nesta categoria os setores de atividade (CAE-Rev.3 a dois dígitos) que registaram uma quebra no volume de negócios superior a 40% no 2.º trimestre de 2020 (face a situação expectável num cenário sem pandemia) e nos quais, simultaneamente, pelo menos 1/3 das empresas do setor não prevê um regresso ao nível de atividade normal até ao final de 2020, com base nos resultados do Inquérito Rápido e Excepcional às Empresas – COVID-19 (COVID-IREE). Incluiu, sobretudo, empresas dos setores do alojamento e restauração, comércio, transportes e armazenagem, atividades artísticas, de espetáculos e recreativas e, em menor medida, da indústria transformadora. (b) Estão incluídas nesta categoria as empresas cujo risco de crédito antes da pandemia, medido pela probabilidade de incumprimento, se encontra abaixo da mediana do total das empresas. O risco de crédito tem por base notações de crédito disponíveis no SIAC.

**Gráfico C2.2 • Distribuição da maturidade e da taxa de juro (TAA) dos novos empréstimos bancários contratados entre março e setembro de 2020 | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Cada classe contém o montante de empréstimos cuja maturidade ou taxa de juro é inferior ou igual à da própria classe e superior à da classe anterior. Por exemplo, a classe de maturidade 6 inclui todos os empréstimos cuja maturidade é inferior ou igual a 6 anos e superior a 5 anos.

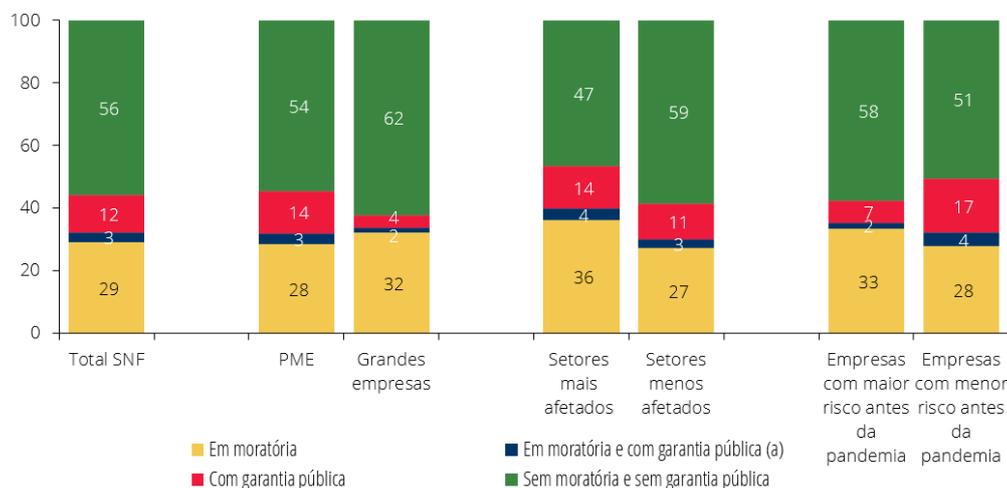
As PME, os setores mais afetados pela crise pandémica e as empresas com menor risco de crédito antes da pandemia registaram, em termos relativos, um maior recurso a medidas de apoio. Este resultado reflete, em larga medida, o maior recurso às linhas de crédito com garantia pública, uma vez que o recurso à moratória de crédito foi relativamente homogéneo entre as diferentes dimensões analisadas, o que deverá refletir os critérios de elegibilidade (Gráfico C2.3).

A adesão à moratória de crédito contribuiu para reduzir as necessidades de liquidez das empresas. Estima-se que até ao final do período de vigência da moratória (setembro de 2021), as prestações devidas e não pagas possam ascender a cerca de 15% do *stock* de empréstimos das empresas (cerca de 11 mil milhões de euros, do qual um terço relativo a prestações devidas até setembro 2020). Este alívio temporário do serviço da dívida, que inclui a totalidade do montante em dívida no caso de empréstimos que se venceriam no período da moratória, deverá beneficiar relativamente mais as PME e os setores mais afetados pela crise.

Entre março e setembro de 2020, cerca de 40% do montante dos novos empréstimos celebrados tinham como contraparte um mutuário que aderiu à moratória. Para algumas empresas, o alívio temporário do serviço da dívida proporcionado pela adesão à moratória foi complementado com a contratação de novo crédito, incluindo com garantia pública, para o financiamento da sua atividade corrente.

### Gráfico C2.3 • Recurso a medidas de apoio por dimensão, setor e classe de risco

| Em percentagem do *stock* de empréstimos em setembro de 2020



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Ver notas do Gráfico C2.1 para mais informação sobre os setores mais afetados pela pandemia, o risco das empresas antes do choque pandémico. (a) Os empréstimos que se encontram em moratória e que têm uma garantia pública foram celebrados antes do início da pandemia.

### Medidas de apoio e incumprimento

O incumprimento dos empréstimos bancários a SNF manteve, em 2020, a tendência de decréscimo observada nos últimos anos, apesar do risco de crédito latente ter aumentado. Esta evolução está, em larga medida, associada à entrada em vigor da moratória de crédito. Desde março, registou-se uma redução acentuada do número e montante de novos empréstimos vencidos (Gráfico C2.4).

Tendo como referência a informação dos sete maiores grupos bancários com atividade em Portugal, é possível verificar que a percentagem de empréstimos classificado na *fase 2 (Stage 2)* de imparidade, i.e. com um aumento significativo do risco de crédito desde a originação, é superior no crédito que se encontrava em moratória (22%), por comparação com a carteira total (13,7%), tendo sido observado um ligeiro aumento entre junho e setembro (Gráfico C2.5). Estes resultados evidenciam alguma prudência dos bancos na avaliação do risco de crédito dos devedores na conjuntura atual, refletindo também uma maior perceção de risco relativamente à carteira de crédito que se encontra em moratória. Por sua vez, a percentagem de crédito em moratória classificado como NPL manteve-se inalterada.

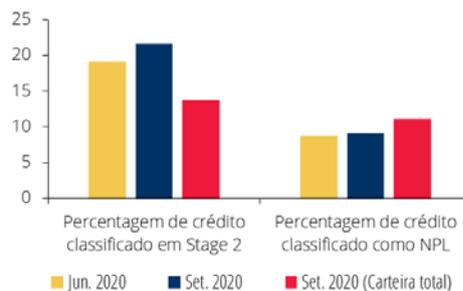
A moratória e as linhas de crédito com garantia pública foram fundamentais para mitigar os efeitos da pandemia sobre a liquidez e sobre o risco de crédito das empresas, sendo particularmente importantes nos setores de atividade mais afetados pela crise e, em especial, para as PME. Não obstante, no momento em que as moratórias de crédito expirarem poderá ocorrer um aumento significativo do incumprimento, em magnitude dependente da duração da pandemia e das outras medidas que estiverem em vigor à data.

**Gráfico C2.4 • Número e montante de contratos de empréstimos que entraram em situação de vencido em situação de vencido**



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico C2.5 • Empréstimos em moratória classificados na fase 2 de imparidade e como NPL | Em percentagem**



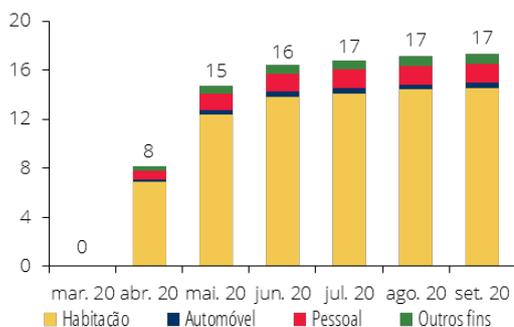
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Informação relativa aos 7 maiores grupos bancários com atividade em Portugal. Dados consolidados. Para mais detalhe sobre a classificação dos empréstimos de acordo com o modelo de imparidades IFRS 9, ver Tema em destaque "IFRS 9 – Principais alterações e impactos previstos para o sistema bancário e para a estabilidade financeira", *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2017.

### Caixa 3 • O recurso a moratórias de crédito pelas famílias<sup>3</sup>

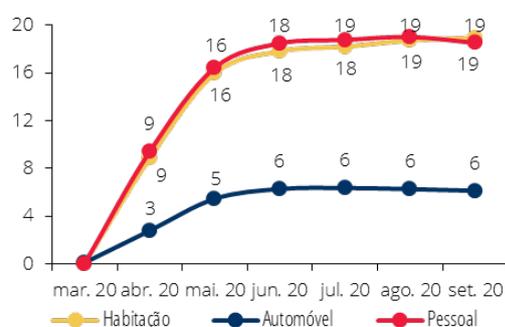
As famílias têm à sua disposição moratórias de crédito que foram definidas em legislação própria (públicas) ou pelas instituições de crédito (privadas). Em setembro de 2020, 17% do total de empréstimos concedidos a famílias encontrava-se em moratória, sobretudo empréstimos à habitação (Gráfico C3.1). A adesão à moratória foi significativa nos meses de abril e maio de 2020, sendo residual entre junho e setembro, apesar dos prolongamentos dos prazos-limite para adesão. Considerando o crédito a famílias por finalidade, observa-se que 19% do *stock* de crédito pessoal, 19% do *stock* de crédito à habitação e 6% do *stock* de crédito automóvel se encontravam abrangidos por moratória (Gráfico C3.2).

Dos devedores com moratórias, 51% apenas o fizeram no crédito à habitação, 20% apenas no crédito pessoal e 22% recorreram simultaneamente no crédito à habitação e ao consumo (pessoal/automóvel/cartão de crédito) (Gráfico C3.3).

**Gráfico C3.1 • Montante de empréstimos em moratória | Em percentagem do total de empréstimos a famílias pelo setor financeiro e contributos**



**Gráfico C3.2 • Montante de empréstimos em moratória | Em percentagem do total de empréstimos concedidos pelo setor financeiro a cada finalidade**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Informação da Central de Responsabilidades de Crédito. O total compreende empréstimos à habitação, crédito automóvel, crédito pessoal, cartões de crédito, linhas de crédito e descobertos e empréstimos com outras finalidades.

## Os contratos em moratória têm características semelhantes aos que não estão em moratória

A antiguidade da carteira de crédito à habitação em moratória é um pouco inferior à antiguidade da carteira de crédito que não está em moratória. Cerca de 26% dos empréstimos em moratória foram concedidos desde 2015 (77% desde 2005), o que compara com 21% (e 66% desde 2005) para os empréstimos que não estão em moratória (Gráfico C3.4).

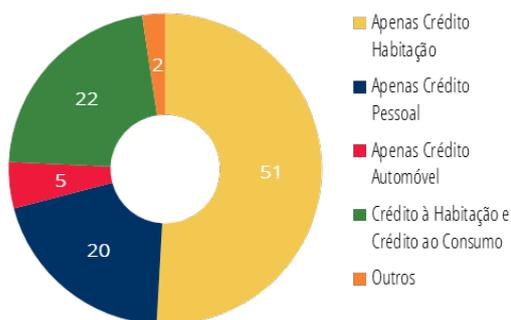
Refletindo a menor antiguidade dos empréstimos à habitação em moratória observa-se um peso ligeiramente superior de maturidades residuais mais elevadas e valores de *Loan-to-value* (LTV) atuais mais altos. Em média, os empréstimos à habitação em moratória têm um LTV atual de 57%, comparando com 50% para os empréstimos que não estão em moratória. Contudo, a diferença do

<sup>3</sup> A generalidade dos indicadores apresentados nesta caixa foram calculados com base em informação da CRC relativa a famílias residentes. O universo considerado representa aproximadamente 95% do total de empréstimos de pessoas singulares em moratória, excluindo uma componente residual relativa a mutuários não residentes.

LTV médio na origem é apenas de 1 pp. Observa-se, ainda, que o *spread* médio nos empréstimos que estão em moratória é apenas cerca de 0,1 pontos percentuais mais elevado (Quadro C3.1).

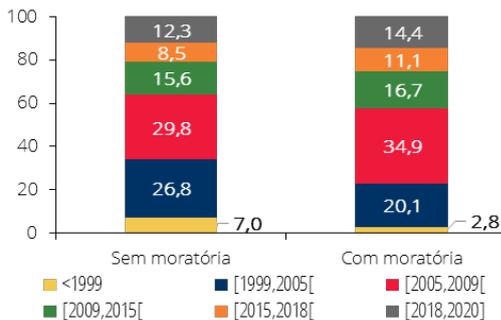
O crédito pessoal e o crédito automóvel em moratória estão mais concentrados em maturidades residuais médias ligeiramente mais elevadas (em cerca de 1 ano) do que os créditos que não estão em moratória. Por sua vez, observa-se uma distribuição semelhante da taxa de juro nos empréstimos com e sem moratória tanto no crédito pessoal como no crédito automóvel.

**Gráfico C3.3 • Devedores com empréstimos em moratória, por finalidade | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Informação da Central de Responsabilidades de Crédito referente a famílias com pelo menos um crédito em moratória em setembro de 2020. A categoria "Outros" compreende as restantes combinações possíveis de devedores que recorreram a moratória.

**Gráfico C3.4 • Contratos de crédito à habitação, por ano de celebração | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Informação da Central de Responsabilidades de Crédito.

**Quadro C3.1 • Características dos contratos de crédito concedidos a famílias, com e sem moratória | Em percentagem e em anos**

		Crédito Habitação		Crédito Pessoal		Crédito Automóvel	
		Sem moratória	Com moratória	Sem moratória	Com moratória	Sem moratória	Com moratória
<i>Spread</i> (CH) ou TAN (%)	Mediana	1,0	1,2	7,5	7,5	6,7	7,0
	Média	1,2	1,3	6,7	6,6	6,5	6,7
Maturidade original (anos)	Mediana	36	38	7	9	8	10
	Média	35	37	8	10	8	9
Maturidade residual (anos)	Mediana	27	29	5	7	6	7
	Média	26	28	6	7	6	7
LTV atual (%)	Mediana	51	58				
	Média	50	57				
LTV na origem (%)	Mediana	77	78				
	Média	73	74				

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Informação da Central de Responsabilidades de Crédito referente ao *stock* de crédito a famílias em setembro de 2020. Valores ponderados pelo montante em dívida e ajustados de valores extremos. Sempre que a data de última avaliação do imóvel é anterior a 2020Q2, o valor atual do mesmo é estimado com base no Índice de Preços da Habitação do INE.

Em setembro de 2020, cerca de 9% dos devedores com empréstimos à habitação e/ou ao consumo tinham empréstimos em moratória. Os devedores que aderiram à moratória em pelo menos um contrato de crédito caracterizam-se por estarem mais endividados, tendo um maior número de contratos de crédito e de relacionamentos bancários. Os devedores que recorreram

à moratória têm, em média, 5 contratos de crédito e 3 relações bancárias (3 contratos e 2 relações bancárias para os devedores que não aderiram a moratórias).

## Moratórias concedidas a devedores sem quebra de rendimento

O recurso a moratórias (públicas ou privadas) por parte das famílias é possível mediante a verificação de condições previstas na regulamentação. A perda de rendimento dos mutuários/agregado familiar (e.g. *layoff* ou desemprego) é uma das condições, que não são necessariamente cumulativas.

De acordo com um inquérito realizado a sete das principais instituições bancárias a operar em Portugal, cerca de metade dos devedores que aderiram à moratória estavam empregados nos setores mais afetados pela pandemia. Este valor é ligeiramente superior ao registado para o total de famílias que têm dívida (45%), segundo o *Inquérito à Situação Financeira das Famílias* (ISFF) de 2017.

Cerca de 10% dos devedores com moratória estão em situação de desemprego, inatividade ou reforma, valor inferior ao observado para as famílias com dívida no ISFF. Esta diferença deverá resultar do menor peso dos reformados que terão recorrido menos à moratória por não registarem quebras de rendimento.

Mais de metade dos mutuários com empréstimos em moratória pertencem a agregados familiares que não terão registado uma quebra de rendimento face ao nível pré-pandemia. Este resultado indicia que uma parcela significativa de devedores terá recorrido à moratória por motivo de precaução, pese embora esta possa ter sido, também, a principal motivação para famílias com quebras de rendimento. A possibilidade de famílias em situação de desemprego, em isolamento profilático, de doença ou prestando assistência a familiares terem acesso a esta medida terá, entre outras condições de elegibilidade, contribuído para este resultado. Contudo, dos devedores com reduções de rendimento, mais de metade registaram uma quebra superior a 20%. Não se observa uma diferença significativa no perfil de emprego e de alteração de rendimento entre devedores com moratória no crédito à habitação e devedores com moratória no crédito ao consumo. Contudo, no caso do crédito ao consumo em moratória, a percentagem de mutuários com quebra de rendimento é superior em 1 pp.

## Crédito em moratória aparenta risco acrescido

O rácio de NPL apresenta valores semelhantes para o total da carteira e para a carteira em moratória, sendo, nesta última, composto sobretudo por *unlikely to pay* (Quadro C3.2). De notar que um dos critérios de acesso à moratória está associado à ausência de incumprimento do crédito em questão por mais de 90 dias. No entanto, recorde-se que os empréstimos poderão ser classificados como NPL mesmo não estando vencidos, ou estando vencidos há menos de 90 dias, e as orientações da EBA sobre os créditos em moratória apontam para a necessidade das instituições continuarem a avaliar continuamente o risco intrínseco das exposições abrangidas por moratória e a classificá-las adequadamente. O peso do crédito a particulares em *stage 2*, i.e. com um aumento significativo do risco de crédito desde a originação, é superior na carteira de crédito em moratória, por comparação com o que se regista para o total da carteira de crédito a particulares. A carteira em moratória tem, assim, na perspetiva dos bancos, um risco acrescido por comparação com a carteira *performing* que não está em moratória.

Cerca de 29% do crédito em moratória está associado a mutuários com incumprimento recente – interpretado, neste contexto específico, como havendo registo de crédito vencido há mais de

30 dias em algum dos créditos que detinham – em pelo menos um mês entre janeiro de 2019 e setembro de 2020, dos quais 5% apenas o registaram nos meses da pandemia, o que compara com 17% e 2%, respetivamente, para o crédito que não está em moratória. Por finalidade, e por comparação com o crédito sem moratória, observa-se uma maior percentagem do montante associado a mutuários com um episódio recente de crédito vencido nos créditos em moratória, tanto no crédito pessoal como no crédito à habitação (Quadro C3.3).

#### Quadro C3.2 • Risco de crédito em empréstimos a particulares | Em percentagem

	Crédito em <i>stage 2</i>	Crédito classificado como NPL	Do qual: <i>Unlikely to pay</i>
Carteira em moratória	12,1	2,5	2,1
Carteira total	7,2	3,1	1,2

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Informação relativa aos 7 maiores grupos bancários com atividade em Portugal. Informação com referência a setembro de 2020. Os valores para a carteira em moratória permaneceram virtualmente inalterados. Dados consolidados.

#### Quadro C3.3 • *Stock* de empréstimos a famílias, por tipo de incumprimento recente do mutuário | Em percentagem

	Crédito Habitação		Crédito Pessoal		Total	
	Sem moratória	Com moratória	Sem moratória	Com moratória	Sem moratória	Com moratória
Incumprimento entre janeiro de 2019 e setembro de 2020	14	27	27	34	17	29
Do qual: Incumprimento apenas a partir de março de 2020 (pós-pandemia)	2	4	4	7	2	5

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Informação da Central de Responsabilidades de Crédito referente a famílias com dívida em setembro de 2020. Considera-se que um mutuário teve incumprimento recente se tiver registado crédito vencido em pelo menos um mês entre janeiro de 2019 e setembro de 2020 (crédito vencido há mais de 30 dias) em algum dos créditos que detinha.

A adesão à moratória de crédito contribuiu para aliviar temporariamente o serviço da dívida das famílias. Estima-se que entre março e setembro de 2020, as prestações devidas e não pagas tenham ascendido a aproximadamente 800 milhões de euros. Até setembro de 2021, e tendo em consideração os diferentes prazos de vigência para a moratória pública e para as moratórias privadas e a hipótese de não existirem saídas voluntárias de moratória, este montante poderá ascender a 2 mil milhões de euros, com cerca de 4% deste montante a corresponder a juros não pagos.

#### Caixa 4 • Breve revisão de literatura sobre crédito FinTech: principais benefícios e riscos na perspetiva da estabilidade financeira

No atual enquadramento pandémico o crédito FinTech pode assumir uma maior relevância refletindo o recurso acrescido de canais digitais e as necessidades de liquidez do setor privado não financeiro

O termo FinTech pode referir-se a entidades que desenvolvem e fornecem serviços financeiros baseados em tecnologias inovadoras ou às próprias tecnologias utilizadas por essas entidades, por bancos ou por outras instituições do sistema financeiro. Para efeitos desta Caixa o crédito FinTech, entendido como a concessão de crédito facilitada por uma plataforma eletrónica, inclui o crédito concedido por BigTech e exclui o crédito concedido diretamente por instituições financeiras digitais através das suas plataformas. Na maioria dos estudos apresentados, o crédito titulado não é incluído.

Há uma grande heterogeneidade entre países na dimensão do mercado de crédito FinTech. Em Portugal, à semelhança da maioria dos países da área do euro, este crédito assume ainda uma importância reduzida face ao crédito bancário (Quadro C4.1). Tal poderá estar associado a diferenças na abordagem regulamentar às atividades de concessão e intermediação de crédito, bem como de financiamento colaborativo, sendo que em Portugal estas atividades são supervisionadas pelo Banco de Portugal e CMVM. Contudo, o crédito FinTech tem um potencial de crescimento significativo, em particular em alguns segmentos da economia habitualmente com menos acesso ao crédito bancário, como as pequenas e médias empresas (PME). É assim relevante perceber as especificidades e os potenciais impactos na estrutura do mercado de crédito e do financiamento da economia.

#### Quadro C4.1 • Volume de crédito FinTech<sup>(a)</sup> | Em percentagem do *stock* de crédito total

	China	EUA	Reino Unido	APAC <sup>(c)</sup>	Área do euro <sup>(c)</sup>	p.m. Portugal
2015	0,5	0,2	0,1	0,1	0,0	0,00
2019 <sup>(b)</sup>	2,1	0,4	0,2	0,2	0,1	0,01

Fonte: Cornell et al. (2020). | Notas: (a) Base de dados construída por recurso a diversas fontes de informação e algumas hipóteses de trabalho (Cornell et al., 2020). (b) Para 2019, o *stock* em denominador é referente a dezembro de 2018. (c) APAC, países da Ásia-Pacífico, excluindo China; área do euro não inclui informação sobre Chipre, Grécia ou Malta.

Esta Caixa apresenta uma descrição das características do crédito FinTech e da situação particular do crédito concedido por grandes empresas com plataformas tecnológicas próprias (denominadas BigTechs), com enfoque nos benefícios e riscos para a estabilidade financeira.

#### Relação com instituições financeiras incumbentes

O modelo mais comum do crédito FinTech tem por base uma relação de crédito direta entre devedores e investidores não financeiros facilitada pela plataforma eletrónica (habitualmente designado por *peer to peer* (P2P) ou *crowdfunding* (financiamento colaborativo)). Todavia, as plataformas podem também conceder crédito em nome próprio (obtendo financiamento através da emissão de obrigações, de instrumentos de capital ou de empréstimos) ou atuar como intermediário de crédito entre os seus clientes e uma instituição de crédito com que estabeleça parceria.

As instituições financeiras incumbentes podem intervir diretamente enquanto responsáveis pelo crédito concedido através da plataforma, ou indiretamente investindo/participando na plataforma.

Desta forma, o crédito FinTech pode materializar-se numa desintermediação financeira ou numa alteração dos canais e intervenientes da intermediação financeira.

BIS (2018a) analisa cinco cenários para o setor bancário considerando diferentes disposições de interface com o cliente e da entidade que providencia o serviço e assume o risco. Designadamente: (i) "banco melhor", em que as instituições incumbentes evoluem digitalmente, beneficiando das novas tecnologias, e mantêm os serviços bancários essenciais e a relação direta com o cliente; (ii) "banco novo", em que as instituições incumbentes são substituídas por novos bancos, concebidos desde o início com um modelo de negócio digital e máximo usufruto das novas tecnologias, incluindo o apoio de plataformas digitais; (iii) "banco descentralizado", em que os serviços financeiros tornam-se cada vez mais modulares e podem ser individualmente prestados por diferentes instituições – incumbentes, FinTech e BigTech –, que atuam em parceria e partilham a relação com o cliente; (iv) "banco delegado", em que a relação com o cliente é dominada pelas FinTech e BigTech através das suas plataformas, e oferecem diversos serviços financeiros que são assegurados por instituições incumbentes; e (v) "banco desintermediado", em que as instituições incumbentes se tornam irrelevantes e os clientes interagem diretamente com os fornecedores de serviços financeiros, sendo o risco das operações assumido pelo próprio cliente. O mais plausível será a observação de uma combinação destes cenários, com graus de realização que dependem de fatores internos e externos às instituições intervenientes.

Os bancos podem alterar o seu comportamento em resposta à concorrência do crédito FinTech. Por um lado, podem ser motivados a adotar práticas mais eficientes na concessão de crédito e explorar os benefícios das novas tecnologias. Por outro lado, podem ser induzidos a assumir mais risco de crédito ou a restringir alguns serviços essenciais, como o financiamento da economia, na sequência da perda de rentabilidade. FSB-CGFS (2017) apresenta também uma discussão das várias formas como o setor bancário pode reagir à disrupção das FinTech.

### **Pricing e custo de intermediação financeira**

O custo de intermediação financeira das plataformas pode ser mais baixo do que o dos bancos tradicionais. A concessão de crédito através das plataformas é um processo digital e automatizado, o que permite que as FinTech operem com custos de transação mais baixos e de um modo mais eficiente do que os bancos tradicionais. Estes apresentam uma estrutura de custos fixos mais pesada devido à rede de agências físicas e aos sistemas de informação pré-existentes. A título de exemplo, Philippon (2019) demonstra que o custo de intermediação financeira no mercado de crédito dos Estados Unidos tem diminuído nos últimos 10 anos no contexto do processo de digitalização, quebrando a rigidez que se observou no último século. Bazot (2017) chega a resultados semelhantes para países europeus. No mesmo sentido, Fuster et al. (2018) estimam que o processo de concessão de crédito FinTech no mercado hipotecário americano é mais rápido do que o dos credores tradicionais. Adicionalmente, as plataformas fora do perímetro de regulação prudencial têm também custos regulatórios mais reduzidos (FSB-CGFS (2017)).

Não é consensual que o potencial ganho associado a custos de intermediação mais baixos seja refletido na relação com os clientes sob a forma de taxas de juro mais baixas e/ou com os investidores através de taxas de rentabilidade superiores. Os resultados divergem de acordo com a amostra utilizada: o estudo para o mercado de crédito ao consumo dos Estados Unidos apresentado por Jagtiani e Lemieux (2017) sustenta que o crédito FinTech tem inerente taxas de juro mais baixas do que o crédito bancário; Roure et al. (2016) concluem que as taxas de juro praticadas por plataformas e por bancos no mercado alemão são semelhantes; as estimativas apresentadas por Buchak et al. (2018) para o mercado do crédito à habitação nos Estados Unidos indicam que as instituições FinTech oferecem taxas de juro ligeiramente mais elevadas do que os bancos, em especial no segmento de menor risco de crédito; Fuster et al. (2018) analisam o mesmo mercado, embora com base numa amostra de devedores com um rendimento mais baixo, e estimam que as instituições FinTech oferecem uma taxa de juro marginalmente mais baixa.

Balyuk e Davydenko (2019) exploram a relação na perspetiva do retorno oferecido aos investidores e estimam que este é relativamente mais elevado numa fase inicial de constituição/lançamento da plataforma, mas tende a diminuir em fases subsequentes.

### **Inclusão financeira**

Entre os potenciais benefícios do crédito FinTech, destaca-se a disponibilização de fontes alternativas de financiamento à economia, o que pode contribuir para uma menor concentração nas fontes de financiamento bancário tradicionais e uma maior resiliência da economia face a eventuais problemas idiossincráticos no setor bancário.

Concomitantemente, diversos autores sustentam que as plataformas podem aumentar a oferta de crédito para segmentos que tradicionalmente têm menos acesso a serviços financeiros como, por exemplo, as micro e pequenas empresas ou o segmento de pequenos empréstimos ao consumo (Claessens et al., 2018, FSB-CGFS, 2017, Jagtiani e Lemieux, 2017, Roure et al., 2016 e Philippon, 2019). Alguns estudos concluem que os algoritmos de apoio às decisões de crédito utilizados por plataformas apresentam um menor enviesamento a favor dos principais segmentos de clientes bancários do que o implícito nas decisões de crédito dos bancos tradicionais. O modelo estimado por Philippon (2019), para o mercado americano, aponta para uma maior inclusão associada ao uso de algoritmos para avaliação do risco de crédito baseados em grandes volumes de dados, em especial quando incluem fontes de informação alternativas (como a pegada digital do mutuário). Esta evidência é documentada para outros mercados/segmentos, e.g. Bartlett et al., 2019, Frost et al., 2019 e Jagtiani e Lemieux, 2017. Pelo contrário, o modelo utilizado por Fuster et al. (2018) para o crédito hipotecário americano não encontra evidência que o crédito FinTech beneficie devedores de segmentos marginais, com pouco acesso a financiamento, quando comparado com a intermediação tradicional.

Não é claro que o crédito FinTech seja apenas canalizado para segmentos marginais e tendencialmente associados a um maior risco de crédito e/ou maior dificuldade de avaliar pelos métodos e fontes de informação tradicionais. Alguns autores encontram evidência de que em determinados segmentos de devedores que já beneficiam de crédito bancário, o crédito FinTech é utilizado como forma de financiar despesas de consumo mais elevadas (v.g. resultados estimados por Maggio e Yao (2018) para o crédito pessoal sem colateral, e Buchak et al. (2018) para o crédito hipotecário, ambos com referência aos EUA).

### **Critérios de concessão de crédito, incluindo avaliação do risco de crédito**

O risco financeiro na atividade das plataformas pode ser maior do que nos bancos tradicionais devido a um maior apetite pelo risco, à utilização de processos de avaliação de risco não testados ao longo de um ciclo económico completo e a uma maior exposição ao ciber-risco. Esta perceção é sustentada por alguns estudos que encontram evidência de que a inclusão financeira promovida pela concessão de crédito facilitada pelas plataformas leva a que estas apresentem uma base de clientes com risco de crédito mais elevado quando comparadas com a dos bancos. Veja-se, a título de exemplo, Buchak et al. (2018) e Roure et al. (2016) para os mercados de crédito americano e alemão, respetivamente. A situação referida anteriormente, em que os mutuários utilizam o crédito FinTech como forma de aumentar o seu consumo imediato, pode também refletir-se num maior risco de crédito. De acordo com os resultados obtidos por Maggio e Yao (2018) estes devedores apresentam um aumento de alavancagem, de risco de crédito e de probabilidade de incumprimento nos 6 a 12 meses seguintes à obtenção de crédito FinTech.

Este aumento do número de agentes com acesso a crédito pode estar associado a um relaxamento dos critérios de concessão de crédito. Segundo FSB-CGFS (2017) há fatores do lado da procura e da oferta que explicam esta situação, e.g. um mercado de crédito bancário muito

abrangente pode “forçar” as plataformas para segmentos de franja ou haver incentivos para a plataforma se focar nestes segmentos.

Esta perspetiva não é consensual. Alguns autores sustentam que o uso de modelos de notação baseados em inteligência artificial e fontes de informação menos tradicionais e o escrutínio por parte dos investidores das plataformas induz as mesmas a aumentar progressivamente a sua capacidade de avaliação dos empréstimos, manter padrões de concessão de crédito exigentes e apresentar taxas de incumprimento mais baixas do que a do crédito tradicional (c.f. Balyuk e Davydenko, 2019, e Jagtiani e Lemieux, 2017, para as plataformas de crédito ao consumo nos EUA ou Fuster et al., 2018, para o mercado de crédito hipotecário americano). Contudo, a maioria destes estudos não considera períodos temporais suficientemente longos para abranger diferentes fases do ciclo económico.

Em qualquer situação, o crédito FinTech concedido por entidades não supervisionadas pode fragilizar políticas preventivas, incluindo as baseadas na definição de limiares quantitativos para o endividamento bancário (*borrower based measures*).

### **BigTech**

As BigTech são grandes empresas tecnológicas com uma extensa rede de clientes, cuja principal atividade está relacionada com a prestação de serviços não financeiros, e que utilizam plataformas próprias para facilitar a sua atividade (FSB, 2019). A atividade e características destas entidades colocam questões específicas que devem ser abordadas pelas autoridades. Contudo, em termos da concessão de crédito, apresentam benefícios e riscos genericamente semelhantes aos anteriormente apresentados com as ressalvas seguintes:

- A oferta de produtos e serviços financeiros é considerada pelas BigTech como uma forma de diversificar as receitas, aceder a novas fontes de informação sobre os clientes (e.g. hábitos de consumo e situação financeira) e, talvez de forma mais frequente, complementar e reforçar a atividade comercial, melhorando a experiência e fidelidade do consumidor e aumentando a base de clientes (ver Frost et al. (2019), FSB (2019) e Vives (2019) sobre as motivações e desenvolvimento destas empresas nas diversas economias. FSB (2019) apresenta um quadro simplificado com as atividades financeiras de um conjunto selecionado de BigTech);
- Os potenciais impactos assumem uma escala significativa, considerando que estas empresas possuem (i) uma marca largamente reconhecida e recursos financeiros que lhes conferem a possibilidade de ganhar escala rapidamente e em diferentes áreas de negócio; e (ii) uma ampla base de clientes e, conseqüentemente, um grande volume de dados granulares, cuja exploração pode gerar um ciclo interativo entre atividades financeiras e não financeiras. Diversos autores documentam que o acesso à informação obtida através das plataformas comerciais (e.g. informação de transações e avaliação por clientes) alimenta e aumenta as vantagens e riscos associados à prestação de serviços financeiros como na avaliação de risco de crédito. Por sua vez, a nova informação sobre o cliente obtida através da prestação de serviços financeiros contribui para a oferta de produtos e serviços não financeiros, atividade *core* das BigTech. Frost et al. (2019), FSB, (2019) e Vives (2019) apresentam uma discussão mais detalhada deste processo. As BigTech possuem, assim, uma dimensão que lhes atribui o potencial para ter um impacto sistémico e disruptivo na estrutura e funcionamento do setor financeiro (ver Dietz et al., 2017, FSB, 2019, Vives et al., 2019, e Frost et al., 2019);
- As plataformas geridas pelas BigTech aglomeram um variado conjunto de produtos e serviços financeiros e não financeiros. Os efeitos de rede e de escala que lhe estão associados podem contribuir positivamente para a concessão de crédito por estas entidades, reduzindo os custos de intermediação e desincentivando o incumprimento pelos clientes, devido ao receio de uma avaliação negativa ou de exclusão da plataforma. FSB (2019) e Frost et al. (2018) exploram os

benefícios para as BigTech resultantes do efeito de rede. Adicionalmente, o estudo de Tongia e Wilson (2018) apresenta os efeitos de rede na perspetiva dos clientes e do seu comportamento.

Fatores como o desenvolvimento do país, do setor bancário e o nível de exigência regulamentar podem influenciar o crescimento do crédito concedido pelas BigTech (Frost et al., 2019, e Cornelli et al., 2020). Estes fatores permitem compreender as diferenças entre os países, e a pouca materialidade do crédito concedido por BigTech em alguns deles (Quadro C4.2), bem como os diferentes cenários de relacionamento com o setor bancário referidos anteriormente.

**Quadro C4.2 • Volume de crédito concedido por BigTech<sup>(a)</sup> | Em percentagem do volume de crédito FinTech**

	China	EUA	Reino Unido	APAC <sup>(b)</sup>	Área do euro <sup>(b)</sup>	p.m. Portugal
2015	8,6	1,4	1,6	92,9	0,0	0,00
2019	82,3	10,5	1,0	77,8	4,1	0,00

Fonte: Cornelli et al. (2020). | Notas: (a) Base de dados construída por recurso a diversas fontes de informação e algumas hipóteses de trabalho (c.f. Cornelli et al., 2020). (b) APAC, países da Ásia-Pacífico, excluindo China; área do euro não inclui informação sobre Chipre, Grécia ou Malta.

### Notas finais

A pandemia de COVID-19 incentivou e acelerou a transformação tecnológica no sistema financeiro, promoveu o contacto digital em detrimento do presencial e criou novas oportunidades para os serviços financeiros prestados através de canais digitais, o que torna mais relevante a compreensão e mitigação dos riscos associados. Alguns estudos preliminares sugerem que o crédito FinTech poderá mitigar o impacto económico da pandemia pela maior inclusão financeira, em especial junto das PME (Sahay et al., 2020).

Os riscos e benefícios associados ao crédito FinTech justificam o acompanhamento das autoridades e a continuação do trabalho em curso a nível nacional e europeu reconhecendo os benefícios de coordenação entre as diferentes autoridades responsáveis por estas áreas – autoridades de supervisão e regulação financeiras, de concorrência e de proteção de dados pessoais. Atualmente, na ausência de um enquadramento europeu comum, a regulação do crédito FinTech varia de acordo com a jurisdição e a responsabilidade pela sua supervisão não recai habitualmente sobre uma autoridade de supervisão financeira (BIS, 2020, e Parlamento Europeu, 2020).

## Referências

- Balyuk, T., e Davydenko, S. A. (2019). “Re-intermediation in FinTech: Evidence from Online Lending”, *Michael J. Brennan Irish Finance Working Paper Series Research Paper No. 18-17*.
- Bartlett, R., Morse, A., Stanton, R., e Wallace, N. (2019). “Consumer-lending discrimination in the era of FinTech” *NBER Working paper No.25943*.
- Bazot, G. (2017). “Financial Consumption and the Cost of Finance: Measuring Financial Efficiency in Europe (1950–2007)” *Journal of the European Economic Association* 16(1): 123–160.
- BIS (2018a). “Implications of FinTech developments for banks and bank supervisors”, fevereiro 2018.
- BIS (2018b). “FinTech credit markets around the world: size, drivers and policy issues”, *BIS Quarterly Review*, setembro 2018.
- BIS (2020). *Regulating FinTech financing: digital banks and FinTech platforms*.

Buchak, G., Matvos, G., Piskorski, T., e Seru, A. (2018). "FinTech, Regulatory Arbitrage, and the Rise of Shadow Banks", *Journal of Financial Economics*.

Claessens, S., Frost, J., Turner, G., e Zhu, F. (2018). "FinTech credit markets around the world: size, drivers and policy issues", *BIS Quarterly Review*, setembro 2018.

Cornelli, G., Frost, J., Gambacorta, L., Rau, R., Wardrop, R. e Ziegler, T. (2020). "FinTech and big tech credit: a new database", *BIS working paper*, no 887, setembro 2020.

Dietz, M., Lemerle, M., Mehta, A., Sengupta, J., e Zhou, N. (2017). "Remaking the bank for an ecosystem world", McKinsey.

Ehrentraud, J., Garcia Ocampo, D., e Quevedo Veja, C. (2020). "Regulating FinTech financing: digital banks and FinTech platforms", *FSI Insights on policy implementation* No 27.

Frost, J., Gambacorta, L., Huang, Y., Song Shin, H., e Zbinden, P. (2019). "BigTech and the changing structure of financial intermediation", *BIS Working Papers* No 779.

FSB (Financial Stability Board) e CGFS (Committee on the Global Financial System). (2017). "FinTech credit".

FSB (Financial Stability Board). (2019). "BigTech in finance, market developments and potential financial stability implications".

Fuster, A., Plosser, M., Schnabl, P., e Vickery J. (2018). "The Role of Technology in Mortgage Lending". *FED New York Staff Report* No. 836.

Jagtiani, J. A., e Lemieux, C. (2017). "FinTech Lending: Financial Inclusion, Risk Pricing, and Alternative Information" *FRB of Philadelphia Working Paper* No. 17-17.

Maggio, M., e Yao, V. (2018). "FinTech Borrowers: Lax-Screening or Cream-Skimming?".

Parlamento Europeu. (2020). "Is data the new oil? Competition issues in the digital economy" Nota de briefing do Parlamento Europeu.

Philippon, T. (2019). "On FinTech and financial inclusion", *NBER working paper* 26330.

Roure, C., Pelizzon, L., e Tasca, P. (2016). "How does P2P lending fit into the consumer credit market?", *Deutsche Bundesbank, Discussion Papers*, No 30.

Sahay, R., Eriksson von Allmen, U., Lahreche, A., Khera, P., Ogawa, S., Bazarbash, M., e Beaton, K. (2020). "The Promise of Fintech; Financial Inclusion in the Post COVID-19 Era" <https://ideas.repec.org/s/imf/imfdep.html> 20/09.

Tongia, R., e Wilson III, E. J. (2018). "The Dark Side of Metcalfe's Law: Multiple and Growing Costs of Network Exclusion".

Vives, X. (2019). "Digital disruption in financial markets", apresentado na 131.ª reunião do Comité da Concorrência /OCDE de 5-7 junho 2019.



---

## II Temas em destaque

A vulnerabilidade da dívida  
das sociedades não financeiras  
na crise pandémica

*Growth-at-risk*: a interação entre  
as condições financeiras e a economia  
na crise pandémica



# A vulnerabilidade da dívida das sociedades não financeiras na crise pandémica

## 1 Introdução

O choque associado à pandemia de COVID-19 interrompeu, de forma abrupta, três anos consecutivos, 2017-2019, de convergência económica de Portugal com a área do euro. A crise alterou as perspetivas económicas das sociedades não financeiras (SNF), suscitando receios de resiliência financeira face à duração incerta da crise pandémica.

A resiliência financeira das empresas pode ser avaliada através de indicadores financeiros, como o de “empresa em vulnerabilidade financeira” e de “dívida em excesso”. Em dois cenários, estimam-se estes indicadores para 2020-2022 com base na correlação existente entre as variáveis financeiras das empresas e os agregados macroeconómicos.

No cenário central observa-se, em 2020, um aumento significativo da dívida associada a empresas em vulnerabilidade financeira e da dívida em excesso, atingindo 31% e 21%, respetivamente, do total da dívida financeira das empresas portuguesas. Nos anos seguintes há uma diminuição, atingindo em 2022 valores próximos, mas superiores, aos de 2019 (22% e 18%, respetivamente). No cenário severo estima-se que a proporção da dívida de empresas em vulnerabilidade e de dívida em excesso permaneça em níveis mais elevados em 2022, 26% e 20%, respetivamente.

Não obstante os aumentos estimados para os dois indicadores, os resultados em ambos os cenários mostram que a dívida associada a empresas em vulnerabilidade financeira deverá ficar aquém do observado no período da crise da dívida soberana, refletindo o ponto de partida mais favorável. Para a redução da posição de vulnerabilidade contribuíram o aumento dos resultados operacionais das empresas e a diminuição dos juros suportados associada à redução do endividamento das empresas portuguesas e à política acomodatória do BCE que se observaram desde a crise da dívida soberana.

## 2 Indicadores de vulnerabilidade da dívida financeira

A avaliação da vulnerabilidade financeira das empresas toma como ponto de partida o rácio de cobertura de juros (RCJ) que relaciona os resultados operacionais e os encargos financeiros de cada empresa:

$$\text{Rácio de Cobertura de Juros (RCJ)} = \frac{\text{Juros Suportados}}{\text{EBITDA}} \quad (1)$$

Uma empresa é identificada como estando em vulnerabilidade se o rácio de cobertura de juros for superior a 0,5 ou se o resultado antes de depreciações e amortizações, juros suportados e impostos (no acrónimo em língua inglesa, EBITDA) for negativo. O limiar de 0,5 está associado a uma probabilidade de incumprimento das obrigações creditícias de 20% num horizonte temporal de 5 anos (FMI, 2013).

O excesso de dívida financeira relaciona a dívida da empresa com uma estimativa do limiar de dívida que a empresa consegue suportar. Este limiar é dado por:

$$\overline{Dívida\ financeira}_{it} = RCJ \times \frac{1}{Taxa\ de\ juro\ implícita_{it}} \times \overline{EBITDA}_{it} \quad (2)$$

O limiar de dívida financeira é uma função crescente do EBITDA médio da empresa ( $\overline{EBITDA}$ ) e decrescente com a taxa de juro implícita. Sobre esta identidade assumiu-se o limiar do rácio de cobertura de juros é 0,5 e que a taxa de juro implícita da empresa reflete o seu risco creditício.

Com o objetivo de mitigar o efeito da volatilidade do EBITDA no limiar de endividamento das empresas, considerou-se uma média ponderada do EBITDA nos últimos três anos. A ponderação coloca maior peso relativo em períodos mais recentes:

$$\overline{EBITDA}_{it} = 0.2 \times EBITDA_{i(t-2)} + 0.3 \times EBITDA_{i(t-1)} + 0.5 \times EBITDA_{it} \quad (3)$$

Quando a informação do EBITDA não estava disponível para os três anos, foi calculada uma média ponderada do EBITDA em que para os anos sem informação se assumiu o valor zero. Esta ponderação penaliza empresas sem informação e novas empresas às quais é comumente atribuído maior risco. Assim, o excesso de dívida é dado por:

$$Excesso\ de\ dívida_{it} = \begin{cases} \max\{0; Dívida\ financeira_{it} - \overline{Dívida\ financeira}_{it}\}, se\ \overline{EBITDA} \geq 0 \\ Dívida\ financeira_{it}, se\ \overline{EBITDA} < 0 \end{cases} \quad (4)$$

Note-se que caso o EBITDA da empresa seja negativo, toda a dívida é considerada em excesso.

### 3 Projeção das variáveis financeiras das empresas com variáveis macroeconómicas

A estimação da vulnerabilidade e da dívida em excesso das empresas procura tirar partido da correlação entre as variáveis financeiras das empresas não financeiras privadas entre 2007 e 2018, com base na Informação Empresarial simplificada (IES) e os agregados macroeconómicos. A disponibilidade de projeções regulares para as variáveis macroeconómicas num horizonte até 3 anos permite estimar a evolução das rubricas das demonstrações financeiras. Em particular, estimaram-se variações de EBITDA, juros suportados e dívida financeira.

$$\widehat{EBITDA}_{it} = EBITDA_{i(t-1)} + \Delta \widehat{EBITDA}_{st} \quad (5)$$

$$\widehat{Juros\ suportados}_{it} = Juros\ suportados_{i(t-1)} + \Delta \widehat{Juros\ suportados}_{st} \quad (6)$$

$$\widehat{Dívida\ financeira}_{it} = Dívida\ financeira_{i(t-1)} + \Delta \widehat{Dívida\ financeira}_{st} \quad (7)$$

A estimação das variações nominais para cada rubrica considerou 44 grupos de empresas (*s*) que resultaram do cruzamento de 11 setores de atividade com 4 categorias de dimensão das empresas (Quadro 1).

**Quadro 1 • Setores de atividade e dimensão de empresa**

Setores de atividade		Dimensão
A	Agricultura, silvicultura e pesca	Micro empresas
B+D+E	Indústria extrativa, eletricidade, gás e água	Pequenas empresas
C	Indústria transformadora	Médias empresas
F 41 + L	Construção e atividades imobiliárias	Grandes empresas
F 42+F43	Outra construção	
G	Comércio	
H	Transportes e armazenagem	
I	Alojamento e restauração	
J	Telecomunicações	
M+N	Ativ. de consultoria, técnicas e administrativas	
Restantes setores	Outros serviços	

Notas: Os setores de atividade foram construídos com base na definição CAE rev.3. O setor da construção e atividades imobiliárias considera as divisões 41 e 68 e o setor da outra construção considera as divisões 42 e 43. Esta decomposição do setor da construção segmenta entre as atividades de construção e imobiliário e as atividades de engenharia e tem por objetivo acautelar evoluções distintas dos dois setores: o máximo do rácio de crédito vencido foi cerca de 33% nas divisões 41 e 68, por oposição a cerca de 21% nas divisões 42 e 43. Também a evolução entre os dois conjuntos de divisões foi dessincronizada durante a crise da dívida soberana, tendo estabilizado mais cedo nas divisões 42 e 43. Contudo, uma vez que esta evolução apenas diz respeito ao processo de estimação, os resultados finais podem ser considerados de forma agregada. A definição da dimensão de empresas tem por referência a Recomendação da Comissão Europeia 2003/361/CE. Excluíram-se as SNF com atividades de sedes sociais.

As variações nominais das 3 variáveis foram estimadas para os 44 grupos de empresas com base em agregados macroeconómicos e características das empresas no período 2007-2018. O Quadro 2 detalha as variáveis macroeconómicas utilizadas na estimação de cada rubrica. Aplicando esta estrutura, verificou-se que nem todos os 44 grupos de empresas apresentam resultados estatisticamente robustos. De forma a contornar esta limitação, foi desenhado um esquema de decisão que implicou a escolha de especificações semelhante às referidas no Quadro 2, mas excluindo as variáveis sem significância estatística (removendo, por exemplo, a variável que relaciona VAB e atividade exportadora ou o tempo de atividade da empresa). Nos casos em que nenhuma das variáveis explicativas era significativa, optou-se por utilizar um conjunto adicional de equações, com a formulação idêntica à apresentada no Quadro 2 mas agrupando as empresas apenas por dimensão. As regressões por dimensão foram aplicadas a cerca de um terço das empresas, com maior relevância nas grandes empresas, que concentram um terço do total de Ativo e EBITDA das empresas portuguesas e correspondem a aproximadamente 15% do número total de empresas. Para tal terá contribuído o menor número de empresas associadas à combinação setor de atividade por grande empresa.

**Quadro 2 • Variações estimadas e variáveis explicativas consideradas**

Variações	Formulação/Variáveis explicativas		
$\Delta EBITDA_{ist}$	$\Delta VAB_{ist} - \Delta Remuneração\ de\ empregados_{ist}$		
$\Delta VAB_{ist}$	$tvh\_VAB_t$	$tvh\_VAB_t$ $\times D_{\{Emp.instalada=1\}t}$	$tvh\_VAB_t$ $\times D_{\{Emp.Export=1\}t}$
$\Delta Remuneração\ de\ empregados_{ist}$	$tvh\_Rem\_Emp_t$	$tvh\_Rem\_Emp_t$ $\times D_{\{Emp.instalada=1\}t}$	$tvh\_Rem\_Emp_t$ $\times D_{\{Emp.Exportadora=1\}t}$
$\Delta Juros\_Suportados_{ist}$	$tvh\_div\_fin_t$	$\Delta\_tx\_nvs\_emp_t$	$D_{\{Ind.Vuln=1\}t-1}$ $\times \Delta\_tx\_nvs\_emp_t$
$\Delta Dívida\_Financeira_{ist}$	$tvh\_div\_fin_t$	$\Delta\_tx\_nvs\_emp_t$	$D_{\{Ind.Vuln=1\}t-1}$

Notas: As estimações consideram o período 2007-2018 e para estimação de cada rubrica por grupo de empresas foram consideradas todas as empresas afetas a esse grupo.  $\Delta EBITDA_{ist}$  corresponde à variação absoluta do EBITDA de uma empresa *i* do grupo *s* no ano *t*,  $\Delta VAB_{ist}$  corresponde à variação absoluta do valor acrescentado bruto de uma empresa *i* do grupo *s* no ano *t* e  $\Delta Remuneração\ dos\ empregados_{ist}$  corresponde à variação absoluta da remuneração de empregados de uma empresa *i* do grupo *s* no ano *t*. A  $tvh\_VAB_t$  corresponde à taxa de variação homóloga do valor acrescentado bruto do total da economia no ano *t* segundo as contas nacionais do INE,  $tvh\_Rem\_Emp_t$  corresponde à taxa de variação homóloga da remuneração de empregados do total da economia no ano *t* segundo as contas nacionais do INE,  $D_{\{Emp.instalada=1\}t}$  é uma variável binária que toma o valor de um se uma empresa tem mais de cinco anos de idade no ano *t* e zero nos restantes casos, e  $D_{\{Emp.Export=1\}t}$  uma variável binária que toma o valor de um quando uma empresa tem atividade exportadora no ano *t*, e zero nos restantes casos.  $\Delta Juros\_Suportados_{ist}$  corresponde à variação absoluta dos juros suportados por uma empresa *i* do grupo *s* no ano *t*,  $tvh\_div\_fin_t$  corresponde à taxa de variação homóloga da dívida financeira consolidada das empresas segundo as contas nacionais do INE,  $\Delta\_tx\_nvs\_emp_t$  corresponde à variação absoluta anual da taxa de juro ponderada de novos empréstimos concedidos por instituições financeiras monetárias segundo as estatísticas monetárias e financeiras do Banco de Portugal e  $D_{\{Ind.Vuln=1\}t}$  é uma variável binária que toma o valor de 1 se uma empresa estava em vulnerabilidade no ano anterior.  $\Delta Dívida\_Financeira_{ist}$  corresponde à variação anual da dívida financeira de uma empresa *i* do grupo *s* no ano *t*. Os valores projetados para  $\Delta EBITDA_{ist}$ ,  $\Delta Juros\_Suportados_{ist}$  e  $\Delta Dívida\_Financeira_{ist}$  correspondem aos valores  $\Delta EBITDA_{st}$ ,  $\Delta Juros\_Suportados_{st}$  e  $\Delta Dívida\_Financeira_{st}$  nas equações 5, 6 e 7, uma vez que serão idênticas para todas as empresas pertencentes a um mesmo grupo.

As equações apresentadas permitem estimar variações nas rubricas de balanço por grupo de empresas, sendo estas variações nominais idênticas para todas as empresas dentro desse grupo. Com base no ponto de partida da rubrica no ano anterior e da sua variação, é possível analisar as implicações de diferentes cenários macroeconómicos em todas as empresas.

## 4 Definição dos cenários macroeconómicos de projeção

Foram considerados dois cenários de análise: um cenário central e um cenário severo. Estes dois cenários têm por base as projeções do *Boletim Económico* de dezembro de 2020, e consideram como ponto de partida um impacto negativo muito próximo em 2020. Contudo, o perfil de recuperação em 2021 e 2022 é distinto, sendo a recuperação no cenário central mais célere (Quadro 3).

**Quadro 3 • Taxa de variação anual do PIB no horizonte de projeção 2020-22 | Em percentagem**

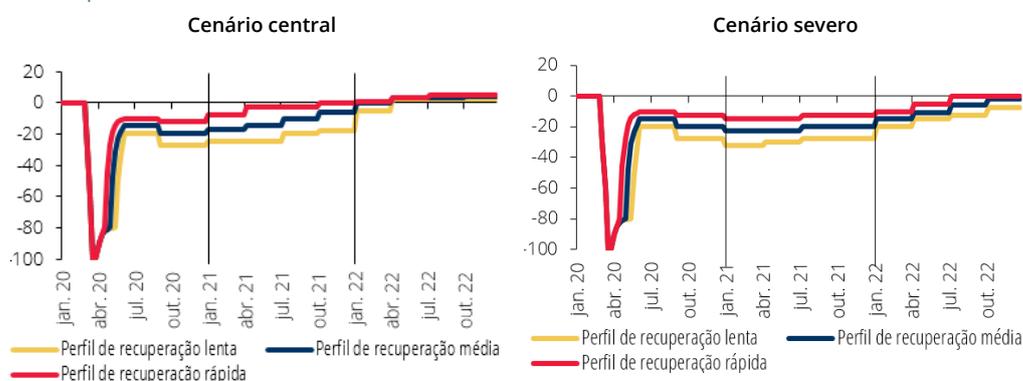
Projeções PIB	2019 <sup>(a)</sup>	2020	2021	2022
Cenário central	2,2	-8,1	3,9	4,5
Cenário severo	2,2	-8,2	1,3	3,1

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: As projeções do PIB respeitam aos cenários publicados no *Boletim Económico* de dezembro de 2020 do Banco de Portugal para o horizonte de 2020-22. (a) À data de elaboração deste estudo ainda não se encontravam disponíveis os dados ao nível da

empresa para o ano de 2019, tendo sido necessário estimar os valores das rubricas de balanço e demonstração de resultados das empresas também para este ano.

Para a evolução do VAB das empresas no horizonte de projeção, consideraram-se perfis distintos por setor de atividade. A partir dos impactos estimados no Tema em Destaque: “O impacto económico da crise pandémica”, do *Boletim Económico* de maio de 2020 do Banco de Portugal, definiram-se três perfis de recuperação (Gráfico 1). A cada setor de atividade foi atribuído um perfil de recuperação, em função da intensidade inicial do choque pandémico. Estes perfis foram criados de tal forma que geram uma evolução média semelhante à evolução do PIB em cada ano do período da projeção, após ponderação pelo peso do VAB de cada setor de atividade no período 2010-17. Esta abordagem é uma adaptação da metodologia anteriormente apresentada a variações de cada setor de atividade, uma vez que a variável explicativa original era o VAB agregado. Este pressuposto é uma limitação deste exercício, que se considera relevante dado a natureza heterogénea do choque pandémico.

**Gráfico 1 • Diferentes perfis de recuperação nos cenários central e severo | Em proporção do choque**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Para cada setor de atividade enumerado no Tema em destaque do *Boletim Económico* de maio de 2020 foi considerado um perfil de recuperação (semanal) que considera o impacto do choque de abril de 2020. Atribuiu-se um perfil de recuperação rápido aos setores de atividade com uma diminuição no VAB igual ou inferior a 20%, um perfil de recuperação médio a setores de atividade com uma diminuição no VAB superior a 20% e inferior ou igual a 40% e um perfil de recuperação lento a setores de atividade com uma diminuição no VAB superior a 40%.

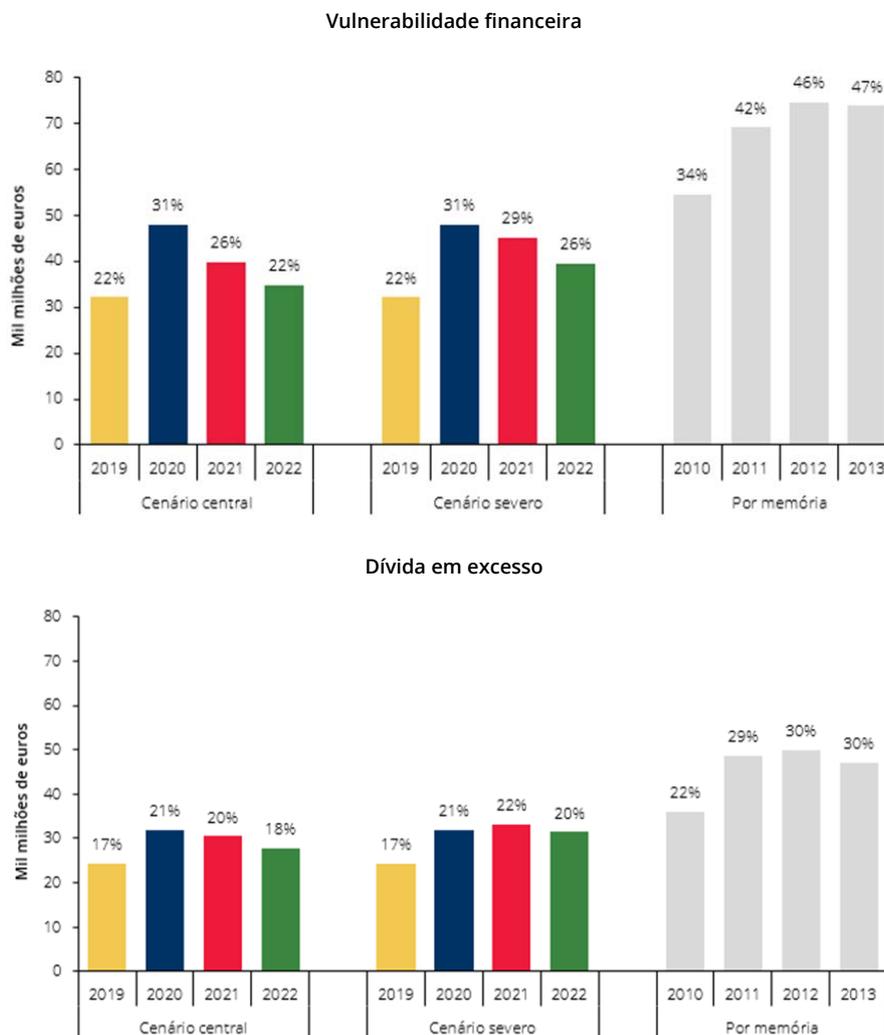
Às empresas com choques iniciais mais intensos (menos intensos) foram atribuídos perfis de recuperação mais lentos (mais rápidos). A título de exemplo, o setor do alojamento e restauração, que teve uma quebra estimada em cerca de 70%, foi alocado a um perfil de recuperação lento. Esta simplificação não considera possíveis adaptações/alterações na estrutura de atividade das empresas.

Por sua vez, os dois cenários consideram a evolução da remuneração dos empregados, da dívida financeira das empresas e das taxas de juro das novas operações em termos agregados e coerentes com a projeção do PIB no horizonte 2020-22.

## 5 Vulnerabilidade financeira e dívida em excesso: 2020-22

Em 2020, estima-se um aumento de 49% da dívida associada a empresas em vulnerabilidade financeira e de 31% da dívida em excesso como consequência da crise pandémica tanto no cenário central como no cenário severo (Gráfico 2). Em nenhum dos cenários se atingem níveis semelhantes aos observados durante a crise da dívida soberana (2011-13).

**Gráfico 2 • Evolução da dívida de empresas em vulnerabilidade financeira e da dívida em excesso nos dois cenários de projeção | Em mil milhões de euros e em percentagem do total de dívida financeira**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os valores no topo de cada barra correspondem ao peso da dívida de empresas em vulnerabilidade e da dívida em excesso na dívida financeira total em cada ano, em percentagem. À data de elaboração deste estudo ainda não se encontravam disponíveis os dados ao nível da empresa para o ano de 2019, tendo sido necessário estimar os valores das rubricas de balanço e demonstração de resultados das empresas também para este ano. As projeções não consideram a possibilidade de entradas no mercado de crédito. Caso uma empresa não tenha dívida, não a tendo em 2018 ou por projeção de amortização total da sua dívida, considera-se que essa empresa não volta a entrar no mercado de crédito.

No cenário central, o total de dívida associada a empresas em vulnerabilidade aumenta em 2020 (para 31% do total da dívida financeira), reduzindo-se nos dois anos seguintes. A dívida em excesso cresce em 2020 (para 21% do total da dívida financeira), seguindo-se uma redução gradual até 2022, período em que corresponderia a 18% da dívida financeira (apenas 1 pp acima do estimado para 2019).

No cenário severo, o total de dívida financeira associado a empresas em vulnerabilidade regista um aumento idêntico ao registado no cenário central. Também a dívida identificada como em excesso regista uma evolução similar, existindo no entanto uma persistência do aumento em 2021, atingindo 22% do total da dívida financeira. As reduções estimadas para 2022 seriam insuficientes para reverter o choque inicial.

Em ambos os cenários, os níveis de dívida atingidos são inferiores aos observados durante a crise da dívida soberana (2011-13). De referir também que o contributo para o crescimento da dívida identificada como em excesso de empresas com EBITDA negativo seria superior ao dobro do contributo de empresas que, mantendo resultados positivos, se encontram acima do limiar de vulnerabilidade.

A decomposição da dívida identificada como em excesso por dimensão de empresa no horizonte 2020-22 reproduz a estrutura de dívida observada no período que precedeu o impacto económico da pandemia, sendo o aumento da dívida identificada como em excesso transversal às diferentes classes de dimensão.

A evolução da dívida identificada como em excesso por setor de atividade é também diferenciada. No cenário central, destaca-se o aumento do peso da dívida em excesso entre 2019 e 2020 nos setores da Indústria transformadora (aumento de 5 pp), comércio (5 pp), alojamento e restauração (9 pp) e atividades de consultoria, técnicas e administrativas (11 pp).

No cenário severo, o setor de atividade com o maior aumento do peso da dívida em excesso é o do Alojamento e restauração (um aumento em 13 pp entre 2019 e 2021), atingindo um máximo de 40% em 2021. Os setores da indústria transformadora (aumento de 6 pp), comércio (6 pp) e atividades de consultoria, técnicas e administrativas (aumento de 10 pp) registam também aumentos expressivos.

## 6 Distribuição da dívida das empresas vulneráveis e não vulneráveis por quartil do rácio de liquidez e capitalização

Empresas com mais liquidez (rácio de caixa e depósitos sobre o passivo corrente) terão mais recursos disponíveis para limitar o impacto de choques negativos no curto prazo. Por seu turno, empresas mais capitalizadas (rácio capital próprio para ativo) terão, tudo o resto igual, maior margem para evitar a insolvência.

A maior parte da dívida das empresas vulneráveis encontra-se concentrada em empresas situadas nos quartis de menor liquidez e de menor capitalização; em 2020, cerca de 50% do total de dívida (que inclui os empréstimos bancários, os títulos de dívida emitidos e os empréstimos obtidos junto de empresas do grupo) encontra-se localizada nos dois primeiros quartis de ambos os rácios, 14% da qual no primeiro quartil. A dívida das empresas não vulneráveis concentra-se em empresas que se encontram em quartis intermédios de capitalização e liquidez; cerca de metade da dívida. Este padrão está também presente nos diferentes setores de atividade. A diferença entre as empresas vulneráveis e não vulneráveis está também patente na mediana dos rácios de liquidez e de capitalização, que em 2018 se situavam em 0,32 e 0,28, nas primeiras, e em 0,43 e 0,36 nas segundas.

As conclusões mantêm-se quando se analisa a distribuição do *stock* de empréstimos bancários em setembro de 2020. Os resultados parecem sugerir que a qualidade creditícia das empresas que têm empréstimos bancários, avaliada apenas com base nos rácios de liquidez e capitalização, é superior à qualidade creditícia das empresas que não têm esta forma de financiamento.

Para as empresas identificadas como vulneráveis a dificuldade em gerar resultados para assegurar o serviço da dívida, conjugada com a baixa liquidez e capitalização, contribui para aumentar o seu risco de incumprimento.

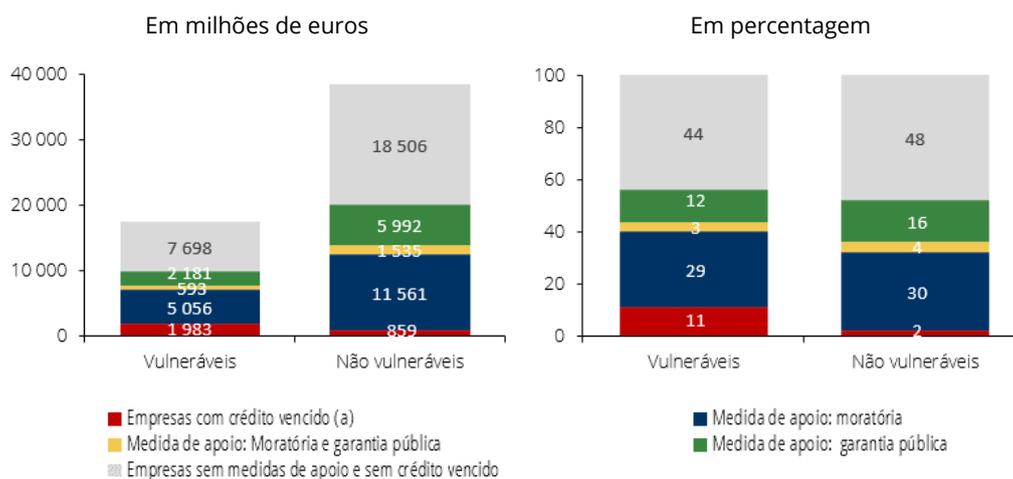
## 7 Vulnerabilidade financeira e medidas de apoio às empresas na crise

A severidade dos riscos no período da pandemia justificou medidas de apoio à liquidez das empresas procurando salvaguardar o regular cumprimento das suas obrigações creditícias e um quadro de normalidade no financiamento da economia pelo sistema financeiro. De destacar, a este respeito, a criação de linhas de crédito com garantias públicas e de moratórias de crédito (Caixa 2).

Em setembro de 2020, de acordo com a Central de Responsabilidades de Crédito (CRC), cerca de 11% do *stock* de empréstimos bancários do grupo das empresas vulneráveis estava em empresas que registavam crédito vencido (Gráfico 3). No grupo de empresas identificadas como não vulneráveis este peso situava-se em torno de 2%.

Tendo por base a projeção do cenário central para 2020, o montante de empréstimos associados a empresas que recorreram a medidas de apoio é superior nas empresas não vulneráveis, como se esperaria dos critérios estabelecidos para acesso a estas medidas. Não obstante, em termos relativos, existe uma grande proximidade entre os dois grupos no recurso a medidas de apoio.

**Gráfico 3 • Stock de empréstimos bancários em setembro de 2020 | Em função da vulnerabilidade, recurso a medidas de apoio e situação creditícia das empresas**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Não foi possível determinar o estado de vulnerabilidade associado a algumas empresas que são caracterizadas por não terem informação de balanço disponível (novas ou empresas que já terão abandonado atividade) ou por reportarem juros nulos. As empresas sem estado de vulnerabilidade pesavam cerca de 25% no *stock* de empréstimos bancário em setembro de 2020. (a) Nestes gráficos considera-se que uma empresa regista crédito vencido se pelo menos 2,5% do seu *stock* de crédito se encontrar vencido. Todos os empréstimos associados a empresas que registam crédito vencido são alocada à categoria “Empresas com crédito vencido”, independentemente de ter recorrido a medidas de apoio.

## 8 Conclusão

Num cenário central estima-se um aumento do montante de dívida associado a empresas vulneráveis (49%) e da dívida em excesso (31%) em consequência do choque pandémico. Neste cenário é projetado um aumento da vulnerabilidade e da dívida em excesso em 2020 e uma redução em 2021 e 2022. Num cenário severo, a dívida financeira considerada em excesso aumentaria em 2021, ainda que menos do que o observado em 2020, apenas se estimando uma redução em 2022.

Apesar dos aumentos projetados, a proporção e o nível de dívida financeira associada a empresas em vulnerabilidade, no total da dívida financeira, ficaria aquém dos valores máximos observados na crise da dívida soberana. A maior resiliência identificada nas empresas advém de um aumento dos resultados das empresas e da diminuição dos juros suportados observados no período que sucedeu a essa crise, para a qual contribuiu a política monetária acomodatória e a redução de endividamento das empresas.

As empresas em vulnerabilidade apresentam, em termos medianos, piores rácios de liquidez e de capitalização do que as empresas não vulneráveis. Por último, os resultados mostram que o montante de empréstimos em empresas que recorreram a moratórias e/ou crédito com garantia pública é superior nas empresas não vulneráveis. Não obstante, em termos relativos os resultados mostram uma grande proximidade entre estes dois grupos de empresas no recurso a medidas de apoio.

## Referências

De Socio, A., e Michelangeli, V. (2017). "A model to assess the financial vulnerability of Italian firms." *Journal of Policy Modeling*, 39(1), 147-168.

IMF. (2013). *Global Financial Stability Report*, April 2013. Washington, DC.

# *Growth-at-risk*: a interação entre as condições financeiras e a economia na crise pandémica

## 1 Introdução

Ao contrário da anterior crise financeira internacional, a crise económica na sequência da pandemia de COVID-19 é o resultado de um choque exógeno ao setor financeiro e não está diretamente relacionada com a acumulação de desequilíbrios macroeconómicos e financeiros. Dada a magnitude e incerteza inerentes à crise pandémica, foram adotadas medidas extraordinárias com o objetivo de mitigar o risco de contágio entre o setor financeiro e o setor não financeiro. Algumas destas medidas são de política monetária, de supervisão, como a flexibilização do cumprimento de alguns requisitos de capital e de liquidez, ou adotadas pelo Estado como as moratórias públicas de crédito e as linhas de crédito com garantia pública. Estas medidas visam garantir não só o financiamento adequado da economia, mas também que o sistema financeiro não tenha um papel amplificador do ciclo económico, como observado durante a crise anterior.

A análise da interação entre as condições financeiras prevalentes na crise pandémica e a atividade económica no futuro torna-se relevante na medida em que permite avaliar, em parte, a eficácia das medidas implementadas. Para esse efeito, utiliza-se uma metodologia de determinação do *Growth-at-Risk* (GaR) que se baseia na estimação da relação histórica entre as condições financeiras e a atividade económica em períodos subsequentes. Na realidade, a evolução da atividade económica observada até ao final do terceiro trimestre, com uma recuperação mais rápida do que esperado, pode traduzir o papel dessas medidas.

## 2 Metodologia

A metodologia do GaR estima a distribuição condicionada de uma variável de interesse através de uma regressão de quantis definida em termos de projeções (Koenker e Bassett, 1978; Jordà, 2005).

Este tipo de regressões difere das regressões lineares habituais. Ao tratar-se de uma regressão de quantis, em vez de caracterizar a média da distribuição da variável de interesse, caracteriza os diferentes percentis da distribuição. Além disso, enquanto as variáveis explicativas ou de controlo são consideradas no período presente, a variável de interesse é refletida no horizonte de previsão pretendido, o que permite obter diretamente projeções com base em informação presente. O processo consiste em estimar os impactos marginais de cada variável explicativa ou de controlo para cada horizonte de previsão e percentil. Subsequentemente, com base nos valores observados das variáveis explicativas e de controlo são projetados os percentis da distribuição condicionada da variável de interesse para os respetivos horizontes temporais (Adrian, Boyarchenko e Giannone, 2019).

No modelo empírico considerado, a variável de interesse é a variação da atividade económica, medida pela taxa de variação homóloga do produto interno bruto (tvh\_PIB). Como variáveis explicativas foram consideradas o indicador de risco sistémico cíclico – *Systemic Risk Indicator* (SRI) –, o indicador de stress financeiro – *Country Level Indicator of Financial Stress* (CLIFS) – e o indicador de clima económico (ICE).

O SRI é um indicador compósito avançado de acumulação de risco sistémico cíclico. Dado o desfasamento entre os primeiros sinais de acumulação de vulnerabilidades e a sua potencial materialização, espera-se que a distribuição condicionada da taxa de variação homóloga do PIB seja significativamente mais afetada a médio e longo prazos por variações no SRI.

O CLIFS baseia-se na evolução dos mercados financeiros, sendo composto por variáveis que refletem, no mais curto prazo, desenvolvimentos económicos e financeiros. Assim, espera-se que o CLIFS seja mais importante para explicar a evolução da distribuição condicionada da taxa de variação homóloga do PIB no curto prazo, refletindo os efeitos das condições vigentes nos mercados financeiros em cada momento.

O ICE traduz as expectativas das empresas, adicionando ao modelo informação sobre a situação económica atual e futura.

Finalmente, a taxa de variação homóloga do PIB desfasada foi incluída como variável de controlo.

Para efeitos de estimação dos efeitos marginais das variáveis foi utilizada a amostra relativa ao período compreendido entre o primeiro trimestre de 1991 e o quarto trimestre de 2019. Para efeitos de projeção do impacto da crise pandémica, foram ainda utilizados dados relativos ao segundo trimestre de 2020.

O GaR corresponde ao valor de um dado percentil da distribuição condicionada e consideram-se geralmente percentis baixos, dada a sua associação à ocorrência de eventos extremos de crise económica, que a literatura mostra estarem associados a períodos precedidos por eventos de *stress* ou crise financeira. Assim, o GaR pode ser interpretado como um indicador de sinalização de um potencial agravamento da situação económica, uma vez que a sua deterioração está associada ao aumento da probabilidade de se observar uma taxa de variação homóloga do PIB muito baixa.

A análise foca-se na evolução do percentil 10 da distribuição condicionada da taxa de variação homóloga do PIB.

### 3 Os efeitos marginais na distribuição do crescimento económico

As estimativas sugerem que as variáveis associadas às condições financeiras têm um efeito distinto nos diferentes percentis da distribuição condicionada da taxa de variação homóloga do PIB a um ano (Gráfico 1). Desenvolvimentos adversos nas condições financeiras, aproximadas por um aumento do SRI e/ou do CLIFS, têm um impacto maior nos percentis mais baixos da distribuição, normalmente associados a taxas de variação homóloga negativas.

O SRI apresenta um impacto marginal estimado negativo e estatisticamente significativo em todos os percentis da distribuição, mas não de forma uniforme. Um aumento do risco sistémico cíclico no sistema financeiro implica uma deslocação da distribuição condicionada da taxa de variação homóloga do PIB para a esquerda. Dado que os impactos marginais têm uma magnitude superior nos percentis mais baixos, a distribuição tem uma aba esquerda mais “pesada”. Consequentemente, podem surgir com maior frequência resultados extremos e a incerteza associada às projeções também aumenta.

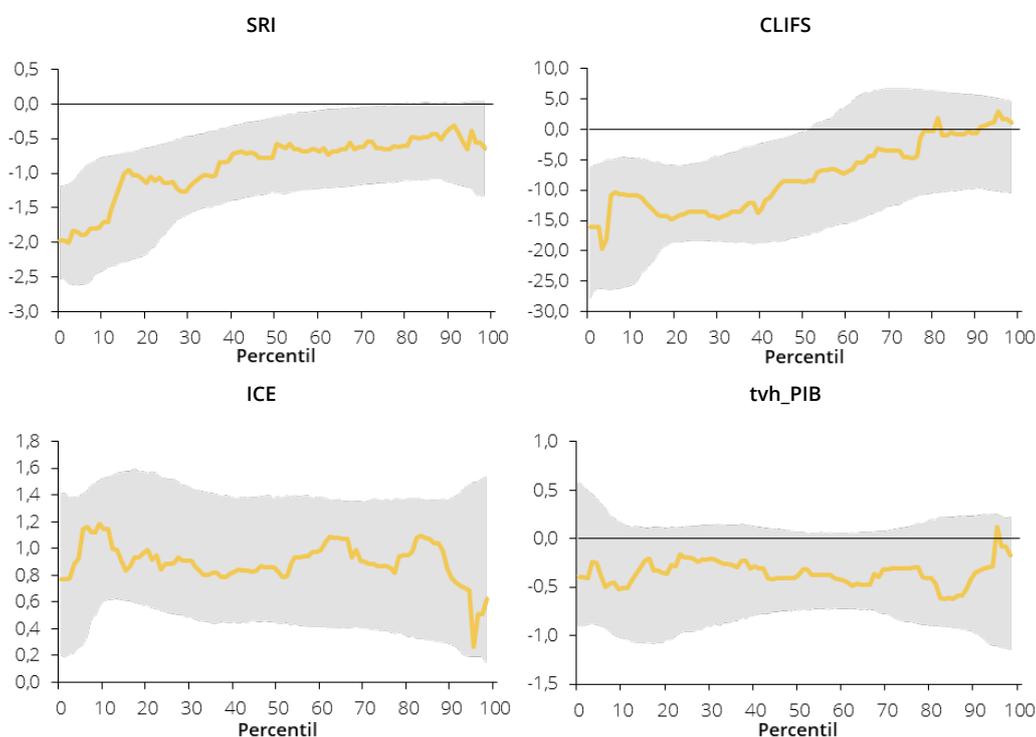
Este resultado contrasta, com o efeito negativo estimado do CLIFS que é apenas estatisticamente significativo para os percentis à esquerda da mediana da distribuição condicionada da taxa de variação homóloga do PIB. Consequentemente, perante um agravamento das condições financeiras captadas pelo CLIFS não se observa uma deslocação da distribuição como no caso anterior, mas sim uma aba esquerda mais “pesada”. Este efeito é ainda mais acentuado porque os impactos estimados do CLIFS são mais negativos nos percentis mais baixos.

Em suma, desenvolvimentos negativos nas condições financeiras estão associados a projeções mais adversas para a atividade económica e a uma maior incerteza. A degradação das condições financeiras têm um potencial de amplificação dos efeitos negativos de uma crise económica.

Ao contrário dos indicadores financeiros, estima-se que uma melhoria das expectativas dos agentes económicos (ICE) tenha efeitos marginais positivos, estatisticamente significativos e relativamente mais uniformes na distribuição condicionada da taxa de variação homóloga do PIB e esteja associada a uma deslocação uniforme para a direita de toda a distribuição, melhorando as perspetivas para a atividade económica.

Por último, a taxa de variação homóloga do PIB desfasada não tem um efeito estatisticamente significativo na distribuição condicionada projetada a um ano.

**Gráfico 1 • Efeito marginal estimado das variáveis explicativas e de controlo nos percentis da distribuição condicionada da taxa de variação homóloga do PIB projetada a um ano**  
| Em pontos percentuais



Fontes: Banco Central Europeu, Banco de Portugal e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: As áreas a sombreado correspondem a intervalos de confiança a 95%, obtidos através de *bootstrapping*, método *xy-pair* (Davino, Furno e Vistocco, 2013).

## 4 Growth-at-Risk

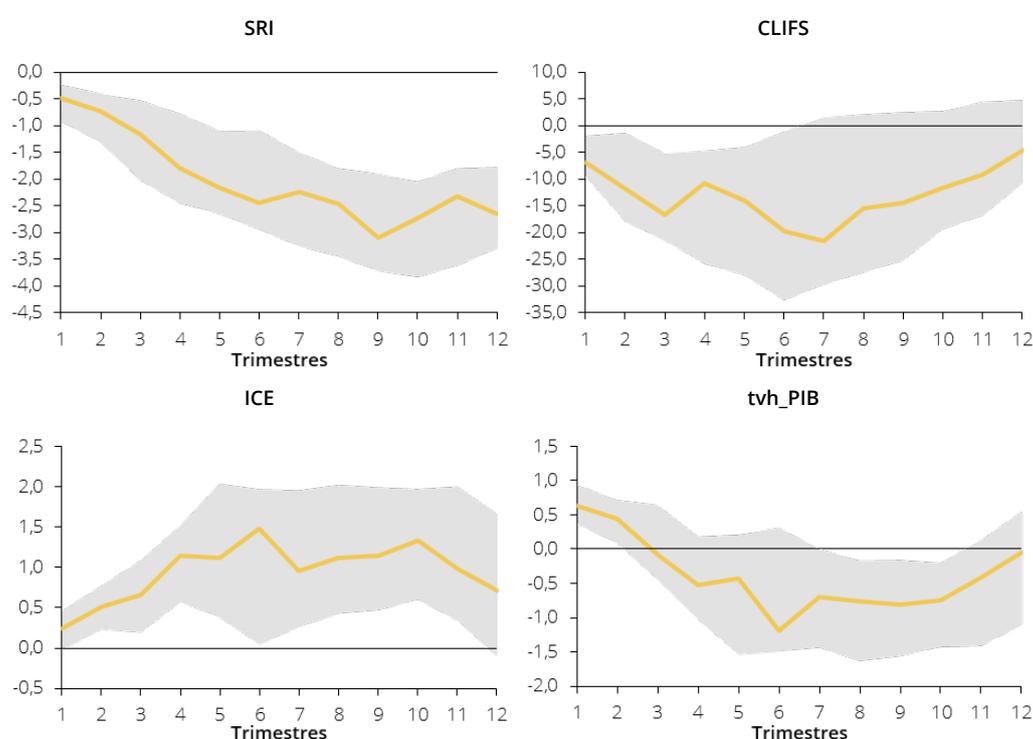
O impacto marginal estimado sobre o GaR do risco sistémico cíclico (SRI) é sempre negativo e estatisticamente significativo, apresentando uma tendência de agravamento com o aumento do horizonte de previsão até nove trimestres (Gráfico 2). Isto significa que um aumento do risco sistémico cíclico está associado a um aumento crescente do risco da atividade económica se agravar nos períodos subsequentes. Este resultado é também indicativo das propriedades de sinalização do SRI, dados os impactos estimados mais negativos e significativos em horizontes mais longínquos.

Quanto ao indicador de *stress* financeiro (CLIFS), embora o seu impacto marginal seja negativo, não é estatisticamente significativo para determinar o GaR a horizontes de previsão superiores a seis trimestres.

Os efeitos marginais estimados do ICE no GaR são sempre positivos e estatisticamente significativos. Estes resultados evidenciam que uma melhoria das expectativas das empresas contribui para uma melhoria do GaR, evidenciando a prociclicidade entre o sentimento económico e os desenvolvimentos da atividade económica.

Por último, a taxa de variação homóloga do PIB desfasada tem um efeito marginal positivo e estatisticamente significativo sobre o GaR apenas num horizonte de dois trimestres.

**Gráfico 2 • Efeito marginal estimado das variáveis explicativas e de controlo no GaR da distribuição condicionada da taxa de variação homóloga PIB a diferentes horizontes de previsão | Em pontos percentuais**



Fontes: Banco Central Europeu, Banco de Portugal e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: As áreas a sombreado correspondem a intervalos de confiança a 95%, obtidos através de *bootstrapping*, método *xy-pair* (Davino, Furno e Vistocco, 2013).

## 5 Distribuição do crescimento económico antes e depois do eclodir da crise pandémica

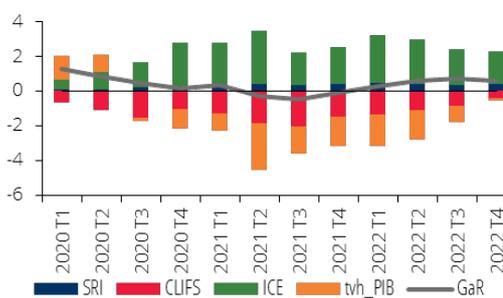
Com base nas estimativas para os efeitos marginais apresentadas anteriormente, é possível projetar para diferentes horizontes o GaR. Dada a alteração significativa das condições económicas e financeiras induzida pela pandemia, é interessante comparar as estimativas para o GaR com base em dois conjuntos de informação diferentes. O primeiro utiliza a informação disponível até ao quarto trimestre de 2019, procurando refletir nas projeções realizadas a informação disponível antes do início da crise pandémica. O segundo considera a informação

disponível no segundo trimestre de 2020, período que coincide com os primeiros efeitos em Portugal da crise pandémica.

Antes do início da crise pandémica de COVID-19 a economia portuguesa apresentava perspetivas positivas de crescimento, embora existissem sinais de algum abrandamento da economia mundial. Os resultados obtidos para o GaR com base em informação até ao quarto trimestre de 2019 parecem refletir esta realidade (Gráfico 3). A evolução projetada para o GaR é relativamente estável e contida. No final de 2019, a probabilidade estimada de se observar uma taxa de variação homóloga do PIB negativa num horizonte de dois anos era reduzida.

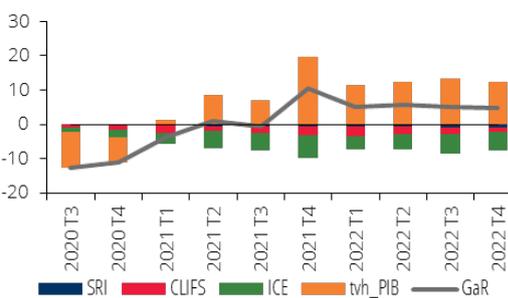
No final do primeiro trimestre de 2020, a situação económica e financeira alterou-se drasticamente. As projeções de curto prazo apontam para valores negativos do GaR, mas com uma tendência de melhoria ao longo do horizonte de previsão (Gráfico 4). Estes resultados são consistentes com a evidência de uma recuperação gradual das condições económicas. Para o período compreendido entre o segundo trimestre de 2021 e o final de 2022, as projeções para o GaR já são positivas, o que está em linha com as projeções disponíveis para a atividade económica. Além disso, as variáveis associadas ao sistema financeiro têm um contributo bastante diminuto para a evolução do GaR. Este resultado advém, por um lado, da natureza desta crise, exógena ao sistema financeiro, e, por outro lado, da rápida implementação de políticas que promoveram a manutenção de condições favoráveis nos mercados financeiros internacionais.

**Gráfico 3 • Contributos das variáveis explicativas e de controlo para o GaR projetado com base em informação disponível até 2019 T4 | Em percentagem e pontos percentuais**



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

**Gráfico 4 • Contributos das variáveis explicativas e de controlo para o GaR projetado com base em informação disponível até 2020 T2 | Em percentagem e pontos percentuais**



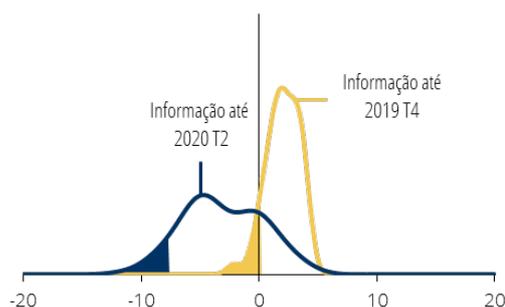
Fontes: Banco Central Europeu, Banco de Portugal e INE (cálculos do Banco de Portugal).

A distribuição condicionada da taxa de variação homóloga do PIB projetada para o primeiro trimestre de 2021 deslocou-se para a esquerda e tornou-se mais achatada entre o final de 2019 e o segundo trimestre de 2020 devido à crise pandémica (Gráfico 5). A distribuição antes da crise era bastante concentrada, refletindo a baixa incerteza, e, por outro, a probabilidade de se observar uma taxa de variação homóloga negativa do PIB era reduzida. Após o choque exógeno causado pela pandemia, a distribuição condicionada da taxa de variação homóloga do PIB traduz uma maior probabilidade de projeções negativas para a taxa de variação homóloga do PIB e uma maior incerteza.

Tendo por base a informação disponível até o segundo trimestre de 2020, a distribuição condicionada da taxa de variação homóloga do PIB para o primeiro trimestre de 2021 já reflete uma recuperação em comparação com a distribuição condicionada da taxa de variação homóloga do PIB para o terceiro trimestre de 2020 (Gráfico 6). Como esperado, esta última distribuição está bastante concentrada em taxas de variação homóloga do PIB negativas, pelo que a probabilidade

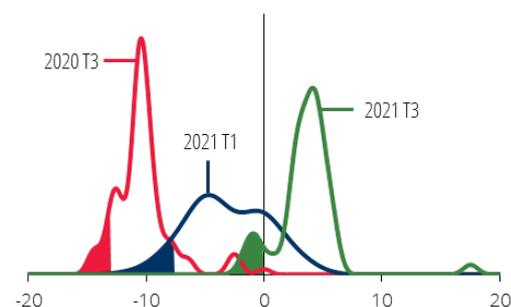
de se observar uma taxa positiva era bastante reduzida. Contudo, observa-se uma deslocação relativamente rápida da distribuição para a direita. Assim, a distribuição projetada para o terceiro trimestre de 2021 já apresenta uma concentração da massa de probabilidade em torno de valores positivos da taxa de variação homóloga.

**Gráfico 5 • Distribuição condicionada da taxa de variação homóloga do PIB projetada para 2021 T1 | Em percentagem**



Fontes: Banco Central Europeu, Banco de Portugal e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: As áreas a cheio correspondem ao GaR da respetiva distribuição. Resultados obtidos utilizando os percentis projetados e a aplicação de um *kernel gaussiano* com *bandwidth* otimizada (Bowman e Azzalini, 1997).

**Gráfico 6 • Evolução projetada da distribuição condicionada da taxa de variação homóloga do PIB com base na informação disponível até 2020 T2 | Em percentagem**



Fontes: Banco Central Europeu, Banco de Portugal e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: As áreas a cheio correspondem ao GaR da respetiva distribuição. Resultados obtidos utilizando os percentis projetados e a aplicação de um *kernel gaussiano* com *bandwidth* otimizada (Bowman e Azzalini, 1997).

## 6 Conclusões

A análise da interação entre as condições financeiras e a atividade económica futura mostra que:

- A probabilidade de cenários mais adversos para a economia (taxas de variação homóloga do PIB negativas) aumenta perante desenvolvimentos negativos nas condições financeiras;
- As projeções a médio e longo prazos para a atividade económica são afetadas pela evolução do risco sistémico cíclico no sistema financeiro, enquanto as condições dos mercados financeiros apenas têm impactos significativos no curto prazo;
- Quando existe um agravamento das condições financeiras observa-se, também, uma menor concentração da distribuição em torno das projeções para a mediana da atividade económica.

Com a crise pandémica, as projeções para a atividade económica apresentam uma degradação face às obtidas com informação anterior. Observa-se também um aumento da incerteza associada às projeções futuras e que as condições financeiras têm um papel diminuto na sua evolução. Embora se tenha assistido a uma quebra na atividade económica, o modelo considerado prevê uma recuperação durante 2021.

## Referências

- Adrian, T., Boyarchenko, N., e Giannone, D. (2019). "Vulnerable growth." *American Economic Review*, 109(4), 1263-89.
- Banco de Portugal. (2019). *Relatório de Estabilidade Financeira*, junho.
- Bowman, A. W., e Azzalini, A. (1997). *Applied smoothing techniques for data analysis: the kernel approach with S-Plus illustrations*. New York: OUP Oxford.
- Davino, C., Furno, M., e Vistocco, D. (2013). *Quantile regression: theory and applications*. United Kingdom: John Wiley & Sons.
- Duprey, T., Klaus, B., e Peltonen, T. (2017). "Dating systemic financial stress episodes in the EU countries." *Journal of Financial Stability*, 32(C), 30-56.
- Jordà, Ò. (2005). "Estimation and inference of impulse responses by local projections." *American economic review*, 95(1), 161-182.
- Koenker, R., e Bassett Jr, G. (1978). "Regression quantiles." *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 46(1), 33-50.
- Lang, J. H., Izzo, C., Fahr, S., e Ruzicka, J. (2019). "Anticipating the bust: a new cyclical systemic risk indicator to assess the likelihood and severity of financial crises." *ECB Occasional Paper Series*, 219.

