

RELATÓRIO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA

DEZ. 2021



BANCO DE
PORTUGAL
EUROSISTEMA

RELATÓRIO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA

DEZ. 2021

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, 2021 • www.bportugal.pt

Índice

Sumário executivo | 7

I Perspetiva global da estabilidade financeira | 9

1 Vulnerabilidades, riscos e política macroprudencial | 11

1.1 Principais riscos e vulnerabilidades | 11

1.2 Implicações da crise pandémica para a atividade económica e para os mercados financeiros internacionais | 13

1.3 Os setores económicos e a coordenação das medidas de política | 16

1.4 Política macroprudencial | 38

2 Sistema bancário | 44

2.1 Rendibilidade | 45

2.2 Critérios de concessão de crédito | 47

2.3 Qualidade dos ativos | 51

2.4 Concentração de exposições | 56

2.5 Liquidez e financiamento | 59

2.6 Capital | 60

Caixa 1 Caracterização das empresas com pedidos de insolvência durante a pandemia | 60

Caixa 2 A heterogeneidade do impacto da pandemia no endividamento das empresas em 2020 | 60

Caixa 3 Quantificação da proporção de empréstimos com garantia pública e em moratória concedidos a empresas zombie | 60

Caixa 4 O contágio no incumprimento entre diferentes segmentos do crédito a famílias | 72

Caixa 5 Perspetivas sobre a adoção de novas tecnologias de informação por parte dos principais bancos portugueses | 76

II Temas em destaque | 79

A situação financeira das empresas portuguesas no pós-pandemia de COVID-19 | 81

Reconstituição das reservas de capital: uma discussão sobre diferentes ritmos de convergência | 95

CURTO PRAZO

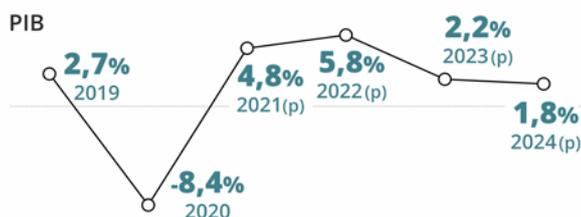


REAÇÃO À PANDEMIA

Recuperação da economia acima das expectativas

• **Atividade económica**

Recuperação mais rápida, embora com heterogeneidade entre setores de atividade



Fonte: Boletim Económico dezembro 2021. | Nota: (p) projetado.

• **Crédito**

Aumento, em particular no crédito concedido aos setores mais afetados e à habitação

Empréstimos bancários a SNF (tva)		Empréstimos bancários à habitação (tva)	
Dez. 2019	-0,3%	Dez. 2019	0,1%
Set. 2021	4,3%	Set. 2021	4,1%

• **Sistema bancário**

Evolução favorável, com recuperação da rentabilidade, redução adicional dos *non-performing loans* (NPL) e rácios de capital estáveis

Rentabilidade do ativo		Rácio de fundos próprios totais	
Dez. 2020 S1	0,1%	Dez. 2020	18,0%
Set. 2021 S1	0,4%	Jun. 2021	17,9%

Rácio de NPL bruto		Rácio de cobertura de NPL SNF		Setores mais afetados	
Dez. 2020	4,9%	Dez. 2020	56,5%	Dez. 2020	80,1%
Jun. 2021	4,3%	Jun. 2021	56,9%	Jun. 2021	87,4%

MÉDIO PRAZO



VULNERABILIDADES

Acumulação de vulnerabilidades, que se poderão traduzir na materialização de riscos no médio-prazo

• **Setor não financeiro**

Elevado endividamento

- **Administrações Públicas:** apoios na pandemia pesam sobre endividamento
- **Empresas:** heterogeneidade na recuperação
- **Particulares:** crescimento do crédito à habitação

Dívida pública (Maastricht)/PIB	Dívida part./ Rend. disp.	Dívida financeira SNF/PIB
2019	2019	2019
117%	95%	86%
2021 S1	2021 S1	2021 S1
135%	98%	93%

• **Mercados financeiros**

Exuberância e alguma volatilidade com o ambiente de baixas taxas de juro a propiciar *search for yield*

• **Imobiliário**

Desaceleração dos preços da habitação e alguma estabilização dos indicadores de sobrevalorização do mercado

Preços da habitação (tvh)

2019 T4	8,9%	2021 T2	6,6%
---------	------	---------	------

• **Sistema bancário**

Baixa rentabilidade e elevada exposição a determinados ativos, ainda que com redução da dívida soberana em % do balanço

Variação da rentabilidade do ativo		Títulos de dívida púb./Ativo do sistema bancário (Ativ. doméstica)	
Total SNF	Serviços, excl. comércio e transp. e armaz.	2020	2021 S1
-1,9pp	-1,7pp	14,6%	13,5%
2020	2020	2020	2021 S1
0,8pp	0,2pp		
2021 S1	2021 S1		

CURTO PRAZO



MÉDIO PRAZO



RISCOS

No curto-prazo riscos mitigados, embora subsista incerteza

- Perturbações na atividade económica, com impacto nas sociedades não financeiras e nos particulares
- Evolução da inflação e reação dos investidores

Desfasamento temporal até aferir o impacto global da crise pandémica sobre a economia

Riscos de médio-prazo

- Choques nos mercados financeiros internacionais, com impacto nas condições de financiamento e nos preços de ativos financeiros e valor dos colaterais imobiliários
- Deterioração das condições de financiamento dos setores residentes
- Incumprimento acrescido no crédito bancário
- Adaptação do modelo de negócio: transição climática e digitalização (inc. cibersegurança)
- Branqueamento de capitais/financiamento do terrorismo



A RESPOSTA DAS AUTORIDADES: A NECESSIDADE DE CONJUGAR EFEITOS DE CURTO E DE MÉDIO-PRAZO

O dilema temporal das políticas monetária e macroprudencial

Política monetária

- **Normalização prematura**
Impacto negativo sobre a economia e potenciais correções abruptas nos mercados financeiros
- **Normalização tardia**
Acumulação de vulnerabilidades, num contexto em que já existem sinais de exuberância nos mercados internacionais de ativos financeiros e do imobiliário residencial

Política macroprudencial em Portugal

- O Banco de Portugal manteve a percentagem de reserva contracíclica de fundos próprios em 0%
- As instituições designadas como O-SII e respetivos requisitos de reserva de fundos próprios e períodos de implementação mantêm-se inalterados
- As instituições têm cumprido genericamente com as orientações definidas na Recomendação macroprudencial relativa aos novos créditos à habitação e ao consumo

Num contexto de recuperação da atividade económica, o Banco de Portugal poderá tomar medidas macroprudenciais dirigidas à mitigação da potencial acumulação de risco sistémico em alguns setores

Sumário executivo

O processo de ajustamento que a economia portuguesa iniciou após a crise financeira internacional, embora incompleto, permitiu aumentar a sua resiliência a choques adversos, o que ganhou particular relevo na resposta à emergência que resultou da crise pandémica.

Os progressos alcançados pelo setor financeiro, enquadrados pela convergência para requisitos de regulação e supervisão mais exigentes, contribuíram para que o setor continuasse a assegurar o financiamento da economia portuguesa, em particular dos agentes e setores que viram a sua atividade, rentabilidade e liquidez comprometidos pelos efeitos da pandemia. O papel do setor financeiro durante a crise decorreu também da célere e coordenada adoção de medidas pelas autoridades nacionais e internacionais, nos planos orçamental, monetário, regulatório e de supervisão, sem paralelo histórico pela sua abrangência e intensidade. Estas medidas permitiram mitigar os efeitos adversos da pandemia sobre as instituições financeiras e contribuíram para que estas assumissem um papel central na redução dos efeitos adversos sobre a atividade económica e sobre a situação financeira dos agentes económicos.

Contudo, a evolução da pandemia continua a ter um impacto sobre a avaliação de riscos para a estabilidade financeira. A incerteza na vertente sanitária e a acumulação de algumas vulnerabilidades podem-se traduzir na materialização de riscos no médio-prazo. Os efeitos da pandemia não estão ultrapassados, nem integralmente materializados, sendo ainda incerta a sua extensão total.

Adicionalmente, as medidas de mitigação do impacto da pandemia e de apoio à atividade económica originaram um recurso acrescido a dívida, tanto pública como privada. Como a experiência passada demonstrou, a acumulação de dívida constitui uma vulnerabilidade que potencia a materialização de riscos de crédito e de mercado para os setores residentes.

Por fim, e também associado à pandemia, tem-se vindo a assistir a um aumento significativo da inflação a nível internacional, refletindo, *inter alia*, a recuperação desfasada da oferta face à procura em setores e atividades relevantes. Este elemento tem sido avaliado pelo Banco Central Europeu (BCE) e por outros bancos centrais como temporário. No entanto, a revelar-se mais persistente do que o esperado, existe o risco de gerar volatilidade excessiva nos mercados financeiros e de assumir uma natureza mais estrutural nas expectativas dos agentes económicos, condicionando as suas decisões de despesa e de poupança, podendo, em última instância, condicionar a condução da política monetária.

Dado este quadro geral, as principais vulnerabilidades e riscos para a estabilidade financeira no médio-prazo são:

- Reavaliação dos prémios de risco, em resultado do aumento de incerteza por parte dos investidores quanto à evolução da inflação e à reação das autoridades monetárias;
- Alterações nas condições de financiamento nos mercados internacionais, com impacto nos preços do mercado imobiliário residencial e no custo de financiamento do soberano e dos restantes setores institucionais;
- Perturbações da atividade das sociedades não financeiras com impacto no incumprimento e materialização do risco de crédito, em particular nos setores mais afetados pela pandemia;
- Subida do rácio de endividamento dos particulares em relação ao rendimento disponível, sobretudo decorrente do crescimento do crédito à habitação, que afetaria a resiliência financeira dos particulares a variações do desemprego e consequentes quebras de rendimento.

- Para o setor bancário português:
 - Deterioração da qualidade dos ativos e materialização do risco de crédito: importância de um adequado registo de imparidades para crédito;
 - Materialização do risco de mercado decorrente de um aumento das taxas de juro de longo prazo, com impacto na desvalorização dos ativos financeiros em carteira, com destaque para a dívida pública;
 - Reduzida rentabilidade, num quadro de taxas de juro baixas, expansão limitada do mercado de crédito doméstico e concorrência acrescida em segmentos mais rentáveis;
 - Desafios associados ao processo de digitalização da atividade bancária, incluindo a vertente da cibersegurança, e a transição para uma economia sustentável.

Na fase atual, as políticas económicas devem apoiar uma recuperação económica sustentável e duradoura de todos os setores, continuando a contribuir para a mitigação dos riscos e vulnerabilidades criados pelo choque pandémico. Trata-se de um desafio considerável perante a necessidade de conjugar efeitos de curto e de médio-prazo das políticas monetária e macroprudencial e das políticas de apoio às empresas.

Este processo deverá evitar impactos negativos sobre a economia que conduzam a correções abruptas nos mercados financeiros. Mas deverá ao mesmo tempo controlar a acumulação de vulnerabilidades, num contexto em que já existem sinais de exuberância nos mercados internacionais de ativos financeiros e do imobiliário residencial.

Ao nível dos apoios às empresas, importa promover a solvência daquelas que, embora em dificuldades financeiras, permanecem viáveis. Paralelamente, devem ser criadas condições para uma maior eficiência nos processos de reestruturação e liquidação de empresas não viáveis, que contribuam para a preservação do capital físico e humano.

Os desafios estendem-se também ao setor bancário. Para além da ponderação dos riscos, os bancos deverão, em permanência, considerar nos seus processos de decisão o inevitável regresso às normas prudenciais que vigoravam e/ou estavam previstas antes da crise pandémica.

A preservação da estabilidade financeira em Portugal dependerá, crucialmente, da situação financeira dos agentes domésticos e da capacidade de resposta das autoridades nacionais. O retomar das trajetórias de ajustamento do período pré-pandémico é, assim, essencial.

Num contexto de recuperação da atividade económica, o Banco de Portugal poderá tomar medidas macroprudenciais dirigidas à mitigação da potencial acumulação de risco sistémico em alguns setores.

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 de COVID-19 mantém-se como um desafio à resiliência do sistema financeiro nacional e internacional. Pela sua intensidade, abrangência e persistência, ainda não totalmente conhecidas, a pandemia confirmou a importância da redução prévia de vulnerabilidades, como a dívida excessiva e os elevados rácios de incumprimento na carteira de crédito, e a regulação financeira implementada nos anos subsequentes à grande crise financeira internacional. A redução do risco e o quadro regulatório foram fulcrais para o reforço da resposta de política, adotada a nível internacional e nacional, e para potenciar o impacto da coordenação das várias dimensões de política, monetária, governamental e orçamental, regulatória micro e macroprudencial e de supervisão, o que permitiu uma abordagem multidimensional aos desafios colocados pela pandemia.

A recuperação da atividade económica, mais forte do que o antecipado, contribuiu para a mitigação dos riscos para a estabilidade financeira no curto-prazo. No entanto, as perturbações nas cadeias da oferta e a evolução dos preços da energia, intensificam os riscos para o crescimento económico e para a inflação, fatores que se esperam temporários. As medidas de política monetária e orçamental permitiram mitigar os efeitos negativos sobre a situação financeira das empresas e das famílias e sobre os mercados financeiros, assegurando a manutenção de condições de financiamento favoráveis. Os mercados de ativos sustentaram a tendência generalizada de aumento de preços, induzida, *inter alia*, por comportamentos de *search for yield*.

Apesar da bem-sucedida preservação da estabilidade financeira, alguns dos efeitos da pandemia tenderão a perdurar no tempo, notavelmente o acréscimo da dívida, pública e privada. Nos próximos meses, é importante uma abordagem prudente e criteriosa na adaptação das medidas de apoio, que permita preservar valor e relações económicas, mas não impedindo o necessário processo de ajustamento do tecido económico, com a saída de mercado de empresas não viáveis.

As perspetivas para a estabilidade financeira no médio-prazo continuam, contudo, condicionadas pela incerteza, respeitante à evolução da pandemia, do crescimento económico e da inflação.

As principais vulnerabilidades e riscos para a estabilidade financeira no médio-prazo são:

- **Reavaliação dos prémios de risco, em resultado do aumento de incerteza por parte dos investidores quanto à evolução dos preços e reação das autoridades monetárias.** Num contexto em que já existem sinais de alguma exuberância nos mercados financeiros, uma reavaliação de prémios de risco pode desencadear efeitos de contágio global, com impacto no sistema financeiro, sobretudo ao nível de valorização de carteiras. No que diz respeito aos custos de financiamento, o BCE tem reiterado o seu compromisso em manter condições favoráveis, que não ponham em causa a recuperação da atividade económica, mitigando a probabilidade de deterioração abrupta das condições de financiamento e de fragmentação na área do euro.

- **Desenvolvimentos cíclicos menos favoráveis e/ou alterações internacionais nas condições de financiamento com impacto nos preços do mercado imobiliário residencial.** Em linha com o sucedido a nível internacional, os preços no mercado imobiliário residencial mantiveram-se resilientes em Portugal durante a crise pandémica. O crédito bancário interno não tem sido o principal fator subjacente ao aumento da procura neste mercado e, portanto, à subida dos preços da habitação. A Recomendação macroprudencial relativa aos novos créditos ao consumo e à habitação traduziu-se numa melhoria do perfil de risco dos mutuários e das características da carteira de crédito à habitação. O rácio de empréstimo relativamente ao valor do colateral (LTV) indicia resiliência dos bancos a uma potencial correção dos preços do imobiliário residencial. Uma continuada pressão sobre os preços, por exemplo originada no crédito à habitação, deve ser evitada, para não gerar situações de sobrevalorização.
- **Impacto de perturbações na atividade das sociedades não financeiras (SNF), com possíveis consequências no incumprimento e materialização do risco de crédito, tendo em conta o seu endividamento, em particular nos setores mais afetados pela pandemia.** O impacto heterogéneo da crise pandémica sobre os rácios de endividamento dos diversos setores de atividade, mais acentuado no Alojamento e Restauração, aumenta o potencial impacto de novas perturbações sobre a sua atividade. Não obstante as perspetivas de melhoria da situação financeira das empresas, incluindo das mais afetadas pela pandemia, persistem riscos decorrentes (i) das perspetivas de recuperação diferenciadas, que podem ser acentuadas por novas restrições à atividade decorrentes da evolução da pandemia; (ii) das perturbações nas cadeias de produção e do aumento dos preços das matérias-primas; (iii) da eventual subida dos custos de financiamento. O sucesso das instituições de crédito no desenho de soluções de financiamento/reestruturação de empréstimos que promovam a recuperação das empresas, se viáveis, será determinante para minorar o impacto em termos de incumprimento e da materialização do risco de crédito. A adequação das medidas de apoio e a tempestividade da execução do Plano de Recuperação e Resiliência (PRR) mitigam também estes riscos.
- **Aumento do desemprego e associadas quebras de rendimento que, a concretizar-se, afetariam a resiliência financeira dos particulares. No entanto, no presente quadro macroeconómico, este cenário encontra-se fortemente mitigado.** Um aumento sustentado do crédito à habitação, que se traduza numa subida adicional do rácio de endividamento dos particulares em relação ao rendimento disponível, pode levar ao aumento da vulnerabilidade deste setor a choques adversos, como a eventual subida dos custos de financiamento. A redução do endividamento observada no período anterior à pandemia e a melhoria do perfil de risco dos novos mutuários, em consequência da Recomendação macroprudencial, atuam como mitigantes deste impacto.
- **Agravamento das condições de financiamento a nível internacional, o que poderá ter reflexo no custo de financiamento do soberano.** A prossecução de um plano credível de consolidação orçamental, em particular de reversão do aumento da despesa permanente acima da trajetória do PIB, é importante para mitigar este risco. As projeções da Comissão Europeia e de outros organismos internacionais indicam que nos próximos anos será retomada a trajetória de redução do rácio de dívida das administrações públicas em percentagem do PIB, após o agravamento provocado pela crise pandémica.
- **Os desafios associados ao processo de digitalização, em particular de cibersegurança, e os associados à transição para uma economia sustentável.**

- Para o sistema bancário:
 - A possibilidade da deterioração da qualidade dos ativos e a materialização do risco de crédito. Os bancos continuaram a reduzir o montante de empréstimos não produtivos (NPL), principalmente através de vendas e de abatimentos ao ativo. Porém, a magnitude do impacto da pandemia na qualidade dos ativos é ainda incerta. Adicionalmente, uma eventual subida das taxas de juro no mercado interbancário, se não for acompanhada por uma recuperação da economia, poderá também traduzir-se em situações de materialização acrescida do risco de crédito;
 - A materialização do risco de mercado decorrente de um aumento das taxas de juro de longo prazo com impacto na desvalorização dos ativos financeiros em carteira, com destaque para a dívida pública. Contudo, tem-se verificado uma redução relativa da exposição à dívida pública nacional. Adicionalmente, a proporção da exposição a dívida pública a custo amortizado tem aumentado, mitigando o impacto de subidas das *yields*, uma vez que as alterações de valor são apenas refletidas no momento da venda;
 - A dificuldade em assegurar uma rendibilidade adequada, dado o contexto de taxas de juro baixas, expansão limitada do mercado de crédito doméstico e concorrência acrescida de intermediários em segmentos mais rentáveis. Apesar da melhoria recente da rendibilidade do sistema bancário, as perspetivas futuras apontam para a necessidade de continuar a aumentar a eficiência operacional do setor, vertente em que o processo de digitalização deverá constituir alavanca;
 - Riscos associados ao processo de digitalização da atividade bancária, incluindo a cibersegurança e à transição para uma economia sustentável. Apesar da posição de capital ter vindo a ser reforçada nos últimos anos, afigura-se indispensável que os bancos ajustem o seu modelo de negócio, incluindo como prioridade estratégica a transformação digital. Tal permitir-lhes-á também monitorizar os riscos *Environmental, Social e Governance* (ESG) e financiar investimentos necessários à reconversão energética da economia.

1.2 Implicações da crise pandémica para a atividade económica e para os mercados financeiros internacionais

A melhoria da situação sanitária contribuiu para a recuperação da atividade económica. O maior controlo sobre a pandemia e o bem-sucedido processo de vacinação têm apoiado a recuperação económica e refletiram-se na confiança dos agentes económicos. De acordo com as projeções do *Boletim Económico* do Banco de Portugal de dezembro de 2021, espera-se que o PIB em Portugal cresça 4,8% em 2021 e 5,8% em 2022, seguido de um ritmo de expansão mais moderado em 2023 e em 2024 (3,1% e 2,0%, respetivamente). O PIB atingirá o nível pré-pandemia na primeira metade de 2022. A inflação deverá aumentar para 0,9% em 2021, 1,8% em 2022, 1,1% em 2023 e 1,3% em 2024, com um perfil muito influenciado pelos preços dos bens energéticos. Excluindo a componente de bens energéticos, a inflação aumenta de forma gradual ao longo do horizonte de projeção, atingindo 1,5% em 2024.

Apesar de subsistirem riscos associados à evolução da pandemia, diminuiu a probabilidade de se observarem reduções significativas da atividade económica. Não obstante a melhoria das perspetivas para a recuperação económica a nível internacional, observa-se uma assincronia entre economias que reflete, entre outros, diferentes níveis de vacinação e de medidas de apoio. No curto-prazo, o agravamento da situação sanitária e a adoção de medidas de contenção

adicionais poderão repercutir-se, à semelhança do observado em episódios anteriores, nos setores que ainda não atingiram os níveis de atividade pré-pandemia, e traduzem-se na desaceleração da atividade. O seu impacto tenderá, porém, a ser menor, uma vez que as medidas de contenção tendem a ser menos restritivas e os agentes económicos têm vindo a melhor adaptar-se a estas situações. Adicionalmente, a atividade económica continuará a ser condicionada pelas perturbações nas cadeias de fornecimento globais, que se têm refletido na escassez de matérias-primas e outros bens e num aumento dos seus custos, assumindo-se que os seus efeitos se dissipam a partir da segunda metade de 2022.

As projeções para a economia portuguesa apontam para uma recuperação mais rápida do que a observada na sequência da crise da dívida soberana. O impacto diferenciado destas duas crises na atividade económica refletiu, em grande medida, a natureza diferente dos choques e uma situação inicial distinta em termos de desequilíbrios macroeconómicos e as medidas de política adotadas. Em particular, as medidas de apoio implementadas para a mitigação dos efeitos da crise pandémica permitiram preservar a capacidade produtiva e o emprego na economia, com impacto positivo também na estabilidade financeira.

O balanço dos riscos associados às projeções para a atividade económica é enviesado em baixa no curto-prazo. O principal risco descendente está associado a uma evolução mais desfavorável da pandemia. Adicionalmente, mantém-se a incerteza sobre a duração das perturbações nas cadeias de fornecimento, que se podem prolongar por um período superior ao considerado nas projeções. No médio-prazo, os riscos sobre a atividade são equilibrados. Por um lado, existe um risco ascendente sobre a atividade económica decorrente da possibilidade de parte da poupança acumulada durante a pandemia ser canalizada para consumo privado, o que contribuiria para um crescimento mais forte da atividade económica. Por outro lado, existe o risco de consequências mais persistentes da crise sobre os setores da economia mais afetados pela pandemia.

Os riscos para a inflação são enviesados em alta e decorrem principalmente da possibilidade de uma maior transmissão dos aumentos dos preços das matérias-primas e dos bens intermédios aos preços no consumidor, em particular se esses aumentos apresentarem uma natureza mais persistente do que o antecipado.

O BCE e outros bancos centrais têm reiterado que a subida da inflação tem uma natureza temporária, embora mais persistente do que o esperado. Na reunião de dezembro o BCE reafirmou que as pressões sobre a inflação são transitórias e as perspetivas para a inflação de médio-prazo permanecem abaixo do objetivo de política monetária. A subida dos preços reflete, em grande medida, o aumento do preço da energia, o impacto da recuperação da procura mais forte do que a recuperação da oferta e o efeito base da reposição da taxa normal do IVA na Alemanha. Nos EUA, face aos atuais níveis de inflação e emprego, a Federal Reserve manteve para já o intervalo da taxa de juro de política monetária, mas anunciou o início da redução do montante mensal de compras de ativos. Por seu turno, o Banco de Inglaterra anunciou na reunião de dezembro um aumento da taxa de juro de 0,1% para 0,25%, justificando-a com o dinamismo do mercado de trabalho e sinais de maior persistência da inflação.

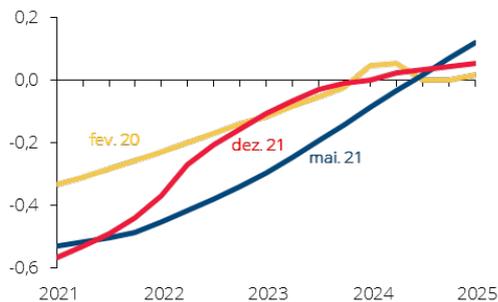
As expetativas de mercado sinalizam também aumentos da taxa de inflação no médio prazo, embora em níveis mais baixos na área do euro do que nos EUA (Gráfico I.1.1). Os investidores continuam a descontar, nos *swaps* de inflação, taxas de inflação mais elevadas do que perspetivado pelos Bancos Centrais. Também os futuros de taxas de juro de curto prazo de mercado sinalizam expetativas dos investidores de que a normalização da política monetária na área do euro possa ocorrer mais cedo do que o BCE tem reafirmado (Gráfico I.1.2).

Gráfico I.1.1 • 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 e EUA. Cotações de fecho de mercado. Última observação: 3 de dezembro de 2021.

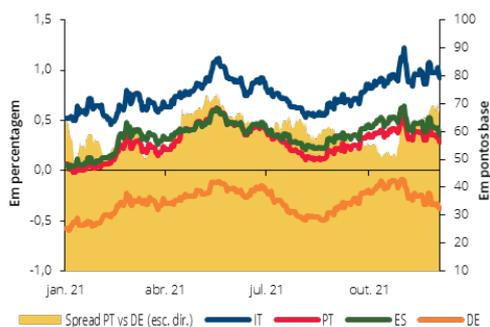
Gráfico I.1.2 • Taxa de juro implícita nos contratos de futuros sobre a Euribor a 3 meses
| Em percentagem



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: 3 de dezembro de 2021.

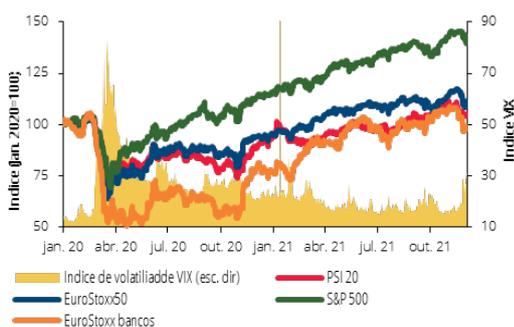
Nos meses mais recentes, as expetativas de que o aumento da inflação não seja temporário têm-se repercutido no comportamento dos investidores. Houve momentâneos aumentos de volatilidade das *yields* e dos *spreads* dos soberanos com dívida mais elevada, incluindo Portugal (Gráfico I.1.3). Apesar disso, os mercados acionistas (Gráfico I.1.4), continuaram a valorizar e os *spreads* de crédito mantiveram-se contidos aproximando-se de níveis observados no período pré-pandemia (Gráfico I.1.5). De igual forma, os títulos do setor financeiro tiveram valorizações expressivas. Também outros ativos têm vindo a valorizar-se, nomeadamente as matérias-primas (Gráfico I.1.6), devido, em parte, às disrupções de cadeias de produção e distribuição, e os ativos alternativos, como cripto-ativos, que os investidores têm vindo crescentemente a usar também como instrumento de cobertura de inflação.

Gráfico I.1.3 • Taxas de rendibilidade da dívida soberana a 10 anos na área do euro



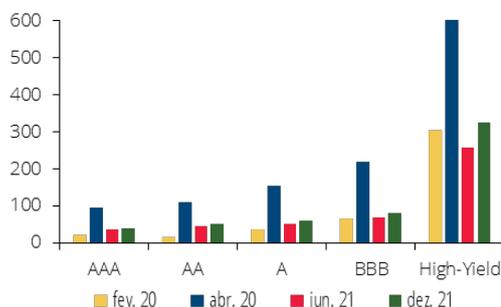
Fonte: Refinitiv. | Notas: As séries representam a cotação de fecho da rendibilidade das obrigações do Tesouro com maturidade a 10 anos. Última observação: 3 de dezembro 2021.

Gráfico I.1.4 • Índices acionistas e volatilidade



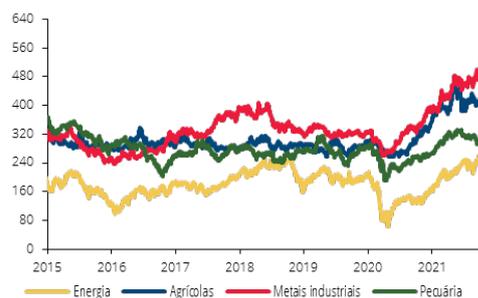
Fonte: Refinitiv. | Notas: O gráfico mostra a evolução dos índices acionistas tendo como base 1 de janeiro de 2020. O índice de volatilidade VIX é apresentado na escala da direita em cotação. Cotações de fecho de mercado. Última observação: 3 de dezembro de 2021.

Gráfico I.1.5 • Taxa de rentabilidade média nas obrigações de empresas não financeiras na área do euro | Pontos base



Fonte: Refinitiv (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Taxa de rentabilidade média dos índices iBoxx de sociedades não financeiras privadas, por notação de risco de crédito. Os valores apresentados referem-se à cotação observada no primeiro dia útil de cada mês. Última observação: 1 de dezembro de 2021.

Gráfico I.1.6 • Preços de matérias-primas | Índice



Fonte: Bloomberg | Notas: S&P Commodity Index. Última observação: 3 dezembro de 2021.

Face à possível sobreavaliação dos ativos financeiros, um choque exógeno adverso poderá desencadear uma reavaliação dos prémios de risco e, conseqüentemente, um agravamento das condições de financiamento. O BCE reiterou o seu compromisso em manter condições de financiamento favoráveis, que não ponham em causa a recuperação da atividade económica na área do euro, mitigando a probabilidade de deterioração abrupta das condições de financiamento na área do euro. Porém, uma correção nos mercados financeiros poderá ser desencadeada por crescimento económico abaixo do esperado e conseqüentes dificuldades nas empresas não financeiras, *spillovers* de desenvolvimentos adversos em economias de mercados emergentes ou um ajustamento brusco relativamente às perspetivas de normalização de política monetária a nível global. Esta possível reavaliação poderá interagir com as vulnerabilidades que se mantiveram ou até se reforçaram durante a pandemia em alguns segmentos de mercado, nomeadamente o endividamento crescente e o *search for yield* induzido pelo ambiente de baixas taxas de juros. Eventuais *spillovers* para Portugal não são de excluir dado o elevado endividamento em Portugal, em especial das administrações públicas, mas também do setor privado não financeiro, ainda que inferior aos níveis da anterior crise.

A situação atual reveste-se de particular complexidade para a condução da política monetária. Por um lado, uma normalização prematura da política monetária terá um impacto negativo sobre a economia, numa situação em que a recuperação não se encontra completa, podendo conduzir a correções abruptas nos mercados financeiros. Por outro lado, uma normalização tardia da política monetária tenderá a traduzir-se numa acumulação de vulnerabilidades, num contexto em que já existem sinais de exuberância nos mercados de ativos financeiros e do imobiliário residencial a nível internacional. Torna-se, assim, mais premente uma adequada conjugação de políticas das autoridades, envolvendo nomeadamente as componentes monetária e micro e macro prudencial.

1.3 Os setores económicos e a coordenação das medidas de política

1.3.1 Sociedades não financeiras

O comportamento das SNF caracterizou-se em 2021 por um aumento da rentabilidade e da poupança, uma redução das insolvências e um aumento da dívida. As empresas aumentaram a sua liquidez num contexto de crescimento do crédito total, ainda impulsionado pelas

moratórias e pelas linhas de crédito garantido pelo Estado. Ao longo de 2021 terminaram as moratórias de crédito para todos os setores de atividade. Os dados disponíveis mostram a importância destas medidas para o desempenho das empresas em Portugal. A informação, ainda limitada, para o período pós-moratória, não permite identificar um crescimento no incumprimento bancário.

A situação financeira das SNF foi afetada de forma diferenciada pela pandemia. A este risco acresce (i) o impacto das perturbações nas cadeias de produção e do aumento dos preços das matérias-primas; (ii) a incerteza associada à evolução da pandemia; e (iii) a eventual subida dos custos de financiamento. Tendo em conta o endividamento das SNF portuguesas, a materialização destes riscos teria consequências significativas no incumprimento e materialização de perdas para as instituições financeiras. No entanto, o crédito concedido a SNF sem indicação de vulnerabilidade teve o maior contributo para o crescimento deste agregado, e apenas as empresas do setor do Alojamento e Restauração apresentaram, em geral, um aumento dos rácios de endividamento. Neste enquadramento, importa acompanhar os outros fatores que mitigam estes riscos, incluindo a adequação das medidas de apoio, o controlo da pandemia e dos seus efeitos sobre a economia e a tempestividade na execução do PRR.

Num horizonte de previsão até 2023 estima-se que a rendibilidade média das SNF deverá recuperar gradualmente e exceder o observado em 2019. Perspetiva-se ainda que os setores do alojamento e restauração e do comércio apresentem uma recuperação mais lenta e, também, um aumento do risco de insolvência.

Face ao contexto de digitalização e necessidade de adaptação da estrutura produtiva, decorrentes das alterações climáticas e das alterações que foram introduzidas no pós-pandemia, importa aferir a viabilidade dos modelos de negócio das empresas. Entre as que apresentam um modelo de negócio viável, mas enfrentam dificuldades em retomar os pagamentos após o término da moratória e outras medidas de apoio, a reestruturação da dívida e uma eventual recapitalização poderão ser bem-sucedidas. No caso das empresas consideradas não viáveis, assume especial relevância a agilização dos procedimentos de insolvência e liquidação. É de esperar algum desfaseamento temporal até que seja possível aferir o impacto global da crise pandémica sobre o incumprimento das empresas.

Em 2020, o volume de negócios das SNF caiu 9,7% em termos agregados. A queda foi particularmente acentuada nos setores do alojamento e restauração; atividades lúdicas; e transportes e armazenagem (Quadro I.1.1).

Quadro I.1.1 • Evolução do volume de negócios e do VAB, por setor de atividade
| Em percentagem

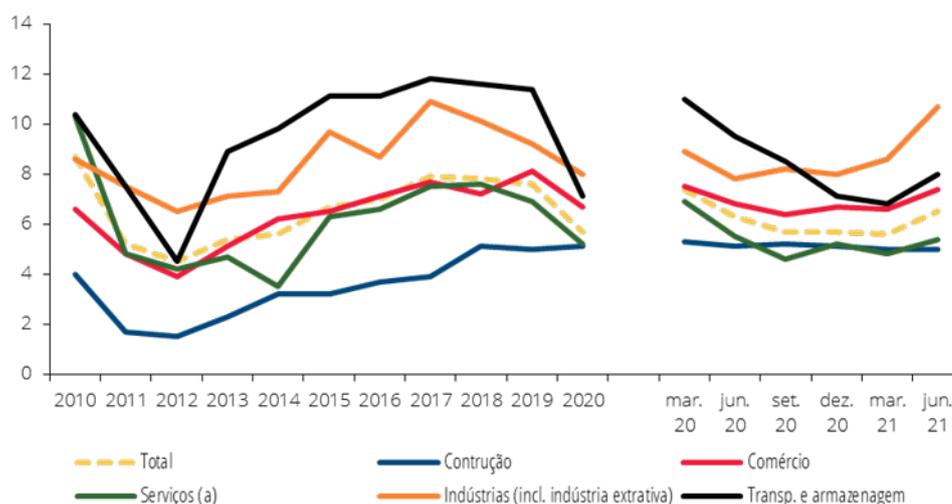
	Contributo para o VAB		Varição do volume de negócios
	2019	2020	2020
 Sociedades não financeiras	-	-	-9,7
 Alojamento e restauração	6,1	3,6	-42,5
 Atividades artísticas, de espetáculos, desportivas e recreativas	1,0	0,7	-35,5
 Transportes e armazenagem	5,1	3,9	-24,2
 Construção	4,4	4,8	3,0
 Atividades de informação e comunicação	3,9	4,4	4,4

Fontes: Banco de Portugal e INE.

A redução de atividade afetou os resultados das empresas (EBITDA), os quais decresceram 18,9% em 2020, face a 2019. Não existe informação comparável para 2021, sendo de esperar uma recuperação destes indicadores, de acordo com a informação infra-anual disponível. De forma análoga ao ocorrido com o volume de negócios, a quebra em termos de EBITDA foi particularmente acentuada nos setores do alojamento e restauração (-129,5%), setor no qual o EBITDA agregado foi negativo em 2020 e nos transportes e armazenagem (-72,4%). A construção registou o maior aumento do EBITDA em percentagem do ativo neste período (10,3%). Da mesma forma, a rentabilidade agregada, medida em percentagem do ativo, caiu para 5,9% (7,6% em 2019), tendo a queda sido mais acentuada nas empresas dos setores do alojamento e restauração (-9,2 pp; -2% em 2020) e transportes e armazenagem (-7,3 pp; 2,9% em 2020).

O período de confinamento no primeiro trimestre de 2021 não se traduziu numa redução adicional da rentabilidade das SNF, a qual, no decurso da crise pandémica, se manteve acima dos níveis observados durante a crise da dívida soberana. O impacto heterogéneo da crise levou a padrões de evolução diferenciados por setor de atividade: em junho de 2021 a rentabilidade do setor das indústrias já recuperou para um nível superior ao observado em 2019, contrastando com a recuperação gradual nos setores de comércio e serviços (Gráfico I.1.7). Para o conjunto das SNF, no segundo trimestre de 2021 a rentabilidade do ativo aumentou 0,8 pp face ao final de 2020. A rentabilidade do setor das indústrias apresentou um acréscimo de 2,7 pp, após a redução de 1,2 pp em 2020. No que toca aos transportes e armazenagem, observou-se um acréscimo de 0,9 pp da rentabilidade do ativo no primeiro semestre de 2021, após a redução de 4,3 pp em 2020. Por seu turno, a rentabilidade do ativo do setor dos serviços, exceto comércio e transportes e armazenagem, apresentou um crescimento de 0,2 pp até junho de 2021, após uma quebra de 1,7 pp em 2020.

Gráfico I.1.7 • Evolução da rentabilidade das SNF (EBITDA), por setor de atividade
| Em percentagem do ativo total



Fontes: Banco de Portugal e INE | Nota: (a) Inclui serviços exceto comércio e transportes e armazenagem (identificadas no gráfico).

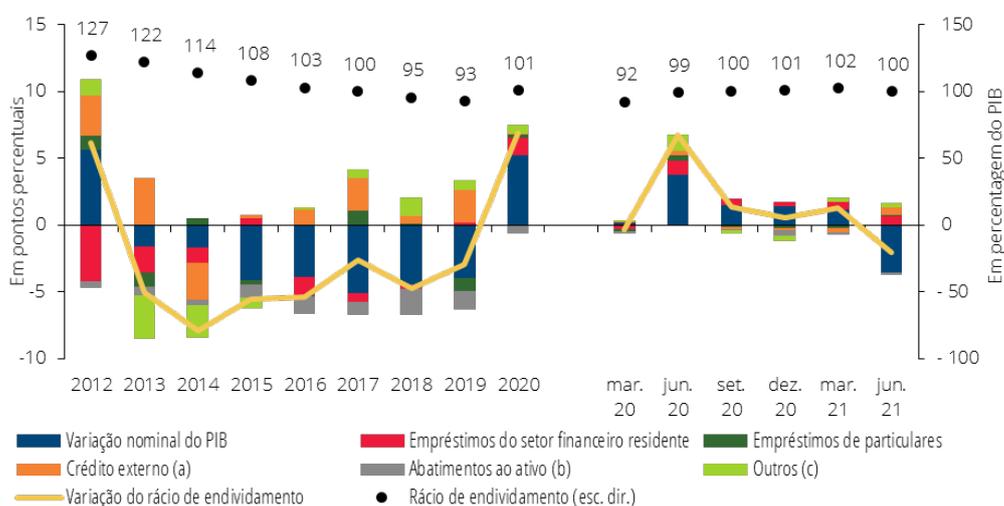
Apesar do impacto da crise pandémica no VAB e na rentabilidade das SNF, até junho de 2021 não se observou um aumento das insolvências de SNF, as quais se concentraram nas empresas que tinham uma situação financeira menos robusta no início da crise pandémica (Caixa 1).

De acordo com os resultados apresentados no Tema em destaque “A situação financeira das empresas no pós-pandemia de COVID-19”, até 2023 a rentabilidade média das SNF deverá recuperar gradualmente e exceder o observado em 2019, embora com heterogeneidade por

setor de atividade em termos do perfil de evolução e um aumento da dispersão entre empresas, mais acentuado nas microempresas e nos setores do alojamento e restauração e do comércio. No horizonte de projeção perspectiva-se que o número de empresas com capital próprio negativo ou em situação de insolvência possa vir a aumentar. Estima-se, ainda, que este aumento seja mais pronunciado nas empresas de menor dimensão e que o setor do alojamento e restauração apresente um acréscimo superior de empresas em situação de insolvência.

No primeiro semestre de 2021, o rácio de endividamento em percentagem do PIB das SNF manteve-se praticamente inalterado. Em 2020, as SNF tinham interrompido o processo de redução deste rácio, que tinha sido iniciado em 2012, refletindo maioritariamente a contração do PIB nominal e o aumento do endividamento face ao setor financeiro residente (Gráfico I.1.8). Durante os últimos dez anos, Portugal acompanhou o terceiro quartil da distribuição do rácio entre a dívida e o agregado capital e dívida das SNF, mantendo-se de forma consistente acima da média da área do euro. No entanto, o mesmo reduziu-se em 2020.

Gráfico I.1.8 • Contributos para a variação do rácio de endividamento das SNF



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

Em 2020, o aumento do rácio de endividamento das SNF em percentagem do PIB foi comum a Portugal e à área do euro. Este aumento é transversal aos diversos países da área do euro, com reflexo nos quartis da distribuição (Quadro I.1.2). Durante os últimos anos, Portugal teve uma redução mais acentuada do que a da média da área do euro, tendo mesmo reduzido mais intensamente a dívida bruta do que o primeiro quartil da área do euro, aproximando-se de forma consistente da média da área do euro.

Quadro I.1.2 • Comparação internacional - Dívida das SNF | Em percentagem do PIB

	dez.13	dez.17	dez.18	dez.19	dez.20	jun. 21
Dívida Bruta						
Portugal	122	100	95	93	101	100
Área do euro	91	90	90	90	97	
Quartil 1	76	64	61	61	67	
Quartil 3	123	129	130	130	138	
Dívida líquida de depósitos						
Portugal	103	79	74	69	71	70
Área do euro	72	67	67	66	66	

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

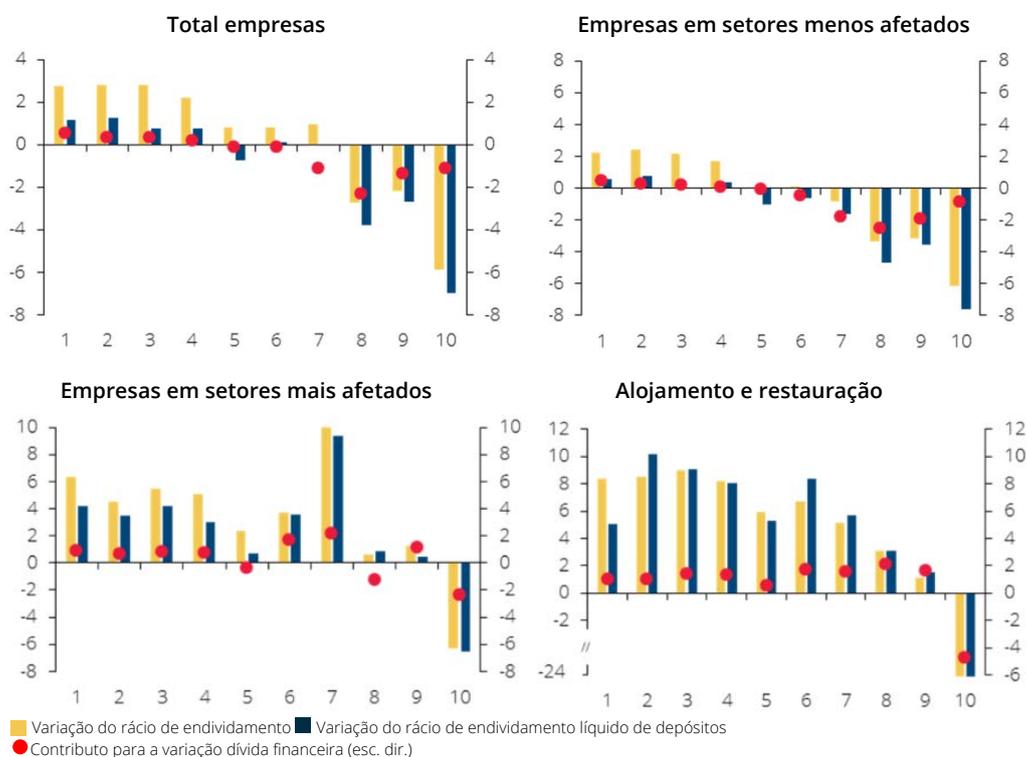
Em 2020, o crédito concedido a empresas sem indicação de vulnerabilidade financeira apresentou o maior contributo para a variação homóloga do crédito concedido a SNF, apesar de o crédito concedido a empresas que passaram a estar em vulnerabilidade financeira em 2020 apresentar a maior taxa de crescimento. Em setembro de 2021, observa-se uma forte desaceleração do crédito em termos homólogos, mas o maior contributo continua a ser o das empresas sem indicação de vulnerabilidade financeira (Caixa 2). Este resultado é consistente com o facto de parte das empresas que operam nos setores mais afetados apresentarem uma boa qualidade creditícia e rácios de endividamento mais baixos no período pré-pandemia. Uma análise da viabilidade dos modelos de negócio das empresas que beneficiaram de créditos com garantia pública permite concluir que, em 2019, apenas uma percentagem reduzida destas poderia ser incluída na categoria de *zombie* ou quase *zombie* (Caixa 3).

No caso das SNF portuguesas, o aumento do financiamento foi acompanhado pela constituição de reservas de liquidez, tendo-se reduzido, em termos agregados, o rácio de endividamento líquido de depósitos. Em junho de 2021, o rácio de numerário e depósitos sobre a dívida financeira era de 32,6%, face a 27,3% em março de 2020, traduzindo o aumento médio da liquidez das SNF após o início da crise pandémica.

Utilizando dados ao nível da empresa, observa-se que o maior crescimento do rácio de dívida financeira sobre ativos ocorreu em empresas que apresentavam menores rácios de endividamento antes da crise pandémica. Contudo, ao segmentar entre setores de atividade, mais e menos afetados pela pandemia, constata-se que o rácio de dívida financeira do primeiro conjunto de empresas aumentou de forma generalizada. Nos setores menos afetados, o padrão observado assemelha-se ao observado para o agregado de empresas (Gráfico I.1.9).

Nas empresas dos setores mais afetados observou-se, em geral, um aumento do rácio de dívida financeira e do rácio de dívida financeira líquida de depósitos, por oposição ao observado nas empresas dos setores menos afetados. No setor do alojamento e restauração, os aumentos dos dois rácios são mais pronunciados em todos os decis de endividamento. Nestes setores observa-se igualmente um aumento da concentração de empresas com rácios de dívida líquida de depósitos mais elevados (Caixa 2).

Gráfico I.1.9 • Variação, em 2020, do rácio de endividamento e do rácio de endividamento líquido de depósitos, por decís de endividamento em 2019 | Em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Rácio de dívida sobre ativos definido como o quociente entre a dívida financeira e o total de ativos da empresa. Rácio de dívida líquida de depósitos sobre os ativos definido com o quociente entre a diferença entre a dívida financeira das empresas e o total de caixa e depósitos bancários e o total de ativos das empresas. Os decís têm por referência a distribuição do rácio de dívida financeira em dezembro de 2019. São considerados como setores mais afetados os que constam no Decreto-Lei n.º 22-C/2021 e os setores elegíveis para a linha de apoio à recuperação económica - programa Retomar.

As linhas de crédito com garantia pública contribuíram de forma relevante para o aumento do *stock* de crédito concedido a SNF. Os critérios associados ao acesso a estas linhas, incluindo a avaliação *ex-ante* dos beneficiários, tiveram como objetivo afastar empresas em situação de dificuldades financeiras antes da crise pandémica do conjunto de potenciais beneficiários desta medida, limitando o risco moral e as responsabilidades contingentes do Estado Português.

Os empréstimos com garantia pública foram concedidos com maturidades longas e períodos de carência que podem ir até 18 meses, o que reduz, no curto prazo, o respetivo risco de refinanciamento. Em outubro de 2021, a maturidade média residual dos empréstimos era cerca de 4,5 anos. Desde o início da pandemia e até outubro de 2021, o montante concedido de novos empréstimos com garantia pública ascendeu a 8 870 mil milhões de euros, a maior parte dos quais contratados em 2020 (7500 mil milhões de euros). Em março de 2021, foi aberta a possibilidade de as empresas prolongarem até um máximo de nove meses o período de carência de capital e, por período idêntico, a maturidade de alguns empréstimos com garantia pública, tendo como limite a maturidade máxima acordada no âmbito do regime temporário de auxílio estatal da Comissão Europeia. A extensão do período de carência abrangeu empréstimos com garantia pública no valor de cerca de 4 100 milhões de euros, sobretudo associados a empresas dos setores mais afetados pela pandemia, para as quais o acesso à extensão foi automático.

Em outubro de 2021, o montante total de crédito de SNF em moratória totalizava 2707 milhões de euros, correspondente a 3,6% do total de crédito a este segmento, dos quais 51,3% se concentram nos setores mais afetados pela crise. Este montante diz respeito a créditos que

passaram a beneficiar da moratória apenas a partir dos três primeiros meses de 2021, estando em vigor, no máximo, até ao final do ano. O montante de crédito de SNF em moratória tinha vindo a diminuir, de um máximo de 34,1% do total dos créditos a este segmento, em setembro de 2020, para 28,5% em agosto de 2021, dos quais 36,6% foram concedidos a mutuários dos setores mais afetados. Em particular, o setor do alojamento e restauração mantinha, em agosto de 2021, 55% do crédito em moratória.

As medidas de apoio à economia têm sido adaptadas à evolução da pandemia, respeitando também o enquadramento europeu. Ao longo de 2021, as medidas de apoio às empresas têm privilegiado as subvenções à atividade dos setores mais afetados, por contraste com o apoio generalizado à liquidez adotado no início da pandemia. Em setembro de 2021, os apoios a fundo perdido concedidos totalizavam 2% do PIB de 2019, destacando-se os apoios concedidos no âmbito de regime de *lay-off* e medidas conexas e do Programa Apoiar. Ao longo de 2021 foram também implementadas medidas de natureza fiscal que permitiram o cumprimento desfasado no tempo das respetivas obrigações, num apoio adicional à gestão de liquidez das empresas.

O impacto na situação financeira das SNF do fim das medidas de apoio à liquidez, como as moratórias, depende de diversos fatores interdependentes. Destes, destacam-se a recuperação da economia, as medidas adotadas pelo Governo para facilitar o processo de transição das empresas mais afetadas (substituindo as medidas que terminam por outras) e o sucesso das instituições de crédito no desenho de soluções de financiamento/reestruturação de empréstimos que promovam a recuperação das empresas, se viáveis

O BEI criou o *Pan-European Guarantee Fund* (EGF), com os contributos dos Estados-Membros (EU27), com o objetivo de aumentar o financiamento de empresas afetadas pela crise pandémica, em particular PME e *Mid-Caps*. Diversas instituições financeiras portuguesas celebraram protocolos com o Fundo Europeu de Investimento, a fim de intermediarem a concessão de empréstimos com garantia do EGF (em regra 70% do empréstimo). Em geral, os protocolos não são muito limitativos relativamente à finalidade dos empréstimos, os quais podem destinar-se a fundo de manêio. No entanto, é sempre necessária uma análise de viabilidade da empresa (Secção 1.3.6).

Em 2021 foi criado o Fundo de Capitalização e Resiliência, com o objetivo de reforçar a situação de solvência das SNF e evitar o seu sobre-endividamento, com uma dotação de 1300 milhões de euros. O investimento público na reestruturação dos balanços das empresas e sua recapitalização pode tomar a forma de capital, quase-capital ou instrumentos de dívida (inclusive subordinados) e pode ainda incluir a concessão de garantias aos instrumentos de capital subscritos por terceiros. Os investimentos devem estar em conformidade com as regras de auxílios estatais da UE, *inter alia*, a intervenção do Estado deve ser temporária e deve ser definida à partida uma estratégia de saída. Este fundo encontra-se englobado no PRR. Paralelamente, algumas linhas de empréstimos com garantia pública e empréstimos públicos oferecem a possibilidade de conversão de 20% do empréstimo em subvenção, caso sejam cumpridos critérios de conservação de emprego, o que se traduz num apoio adicional à solvabilidade destas empresas.

1.3.2 Particulares

Em 2021, o rendimento dos particulares teve uma evolução mais favorável, tendo mesmo um aumento no segundo trimestre, e a poupança foi superior à do período pré-pandémico, se bem que inferior à registada em 2020. O crédito aos particulares continuou a aumentar. A resiliência financeira dos particulares continuou a ser suportada por um comportamento muito positivo do mercado de trabalho, com queda continuada da taxa de desemprego e aumento da taxa de participação, bem como do efeito das medidas de apoio, nomeadamente as moratórias e os apoios à manutenção do emprego e do rendimento dos desempregados.

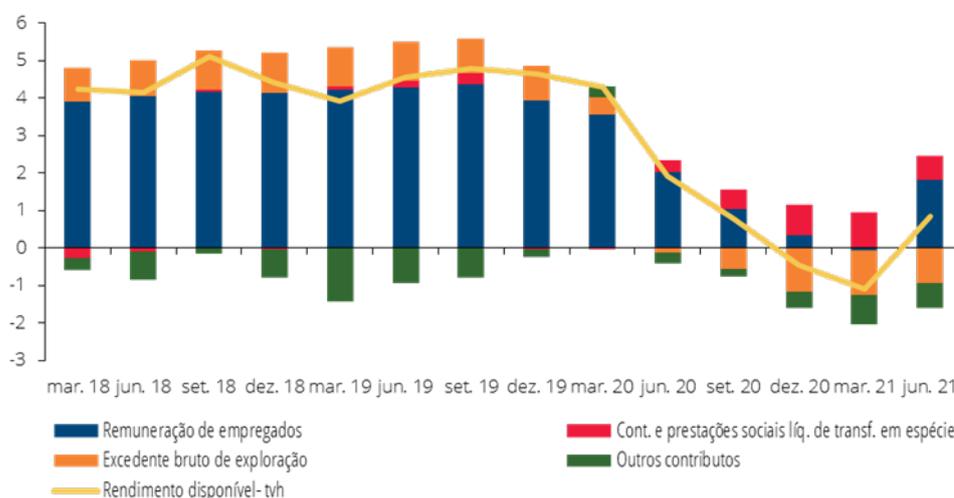
No curto prazo, diminuiu o principal risco para a resiliência financeira dos particulares, o desemprego, habitualmente associado a quebras de rendimento. Em termos de médio prazo, a

persistência do aumento do endividamento, como observado em 2020 e 2021, conjugado com a potencial alteração das condições de financiamento, particularmente favoráveis neste momento, pode ter impacto na situação financeira dos particulares, em especial dos mais endividados.

É assim fundamental que a concessão de crédito aos particulares tenha em conta os riscos de médio-prazo identificados. De igual forma, é desejável que a trajetória de aumento do rácio de endividamento dos particulares não se acentue, uma vez que níveis mais elevados de endividamento constituem uma vulnerabilidade a choques adversos.

No ano terminado no segundo trimestre de 2021, observou-se uma subida do rendimento disponível em termos nominais face ao período homólogo (0,9%), contrariando as variações negativas registadas desde o início da pandemia (Gráfico I.1.10). Em 2020, a queda do rendimento disponível (-0,5%) foi muito inferior à queda do PIB (-6,7%) devido às políticas públicas de apoio ao rendimento e ao emprego. Esta redução foi também bastante menor do que a observada em anteriores períodos de crise.

Gráfico I.1.10 • Evolução do rendimento disponível dos particulares (tvh) | Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: (a) Rendimento disponível dos particulares em valores nominais.

No primeiro semestre de 2021, a poupança dos particulares em percentagem do rendimento disponível continuou acima de 2019, mas reduziu-se face ao primeiro semestre de 2020, em Portugal e na área do euro. O aumento da poupança dos particulares desde o início da crise pandémica foi transversal aos países da área do euro. Em Portugal, traduziu-se num aumento do investimento em ativos financeiros, sobretudo em depósitos bancários, os quais apresentaram, em junho de 2021, um aumento de 3,6 pp do rendimento disponível face a junho de 2019 (Quadro I.1.3).

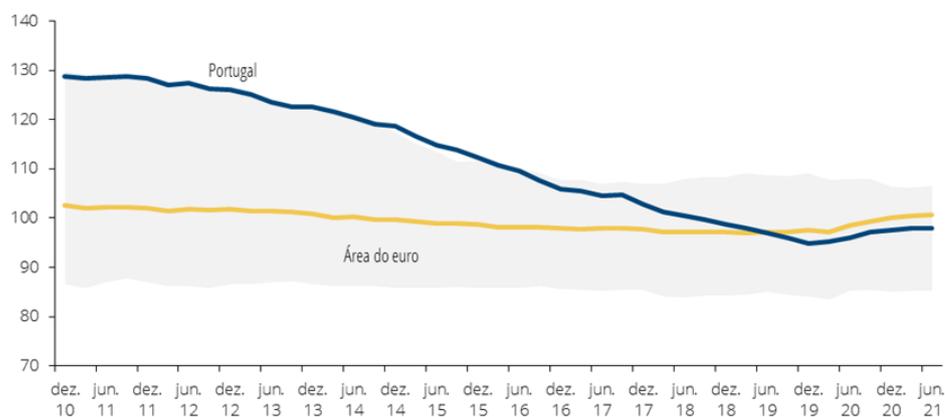
Quadro I.1.3 • Origem e aplicação de fundos dos particulares | Em percentagem do rendimento disponível

	2018	2019	2020	2018 S1	2019 S1	2020 S1	2021 S1
Poupança corrente na área do euro	12,7	13,3	19,7	13,9	14,8	22,2	21,3
Poupança corrente em Portugal	6,8	7,2	12,8	4,9	5,5	13,5	10,9
Ativos							
Investimentos em ativos reais ^(a)	4,8	5,0	4,6	4,7	5,2	4,8	5,0
Saldo das transferências de capital	-0,6	-0,4	-0,5	-0,5	-0,3	-0,6	-0,4
Aquisições líquidas de ativos financeiros	3,2	3,8	10,8	1,1	2,6	11,0	9,6
d.q. Numerário e depósitos em bancos residentes	5,9	3,6	8,2	5,1	4,9	10,5	8,7
Passivos							
Dívida financeira ^(b)	0,4	1,0	1,9	0,1	0,7	0,8	3,0
Aquisições líquidas de outros passivos financeiros ^(c)	0,2	0,2	0,3	0,3	1,3	0,9	0,3

Fontes: Banco de Portugal, Eurostat, INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Valores consolidados em termos nominais. Os valores semestrais correspondem ao semestre. (a) Corresponde à soma de formação bruta de capital fixo, variação de existências, aquisições líquidas de cessões de objetos de valor e aquisições líquidas de cessões de ativos não financeiros não produzidos. (b) Corresponde à soma de empréstimos e títulos de dívida. (c) Os outros passivos financeiros incluem os passivos associados a todos os instrumentos financeiros, definidos em sede de contas nacionais financeiras, com exceção de empréstimos e títulos de dívida (dívida financeira). Inclui também a discrepância estatística entre os saldos da capacidade/necessidade de financiamento apurada no âmbito da conta de capital e da conta financeira.

Em 2020, os particulares inverteram a tendência de redução do rácio de endividamento em termos do rendimento disponível observada no período anterior à pandemia. No entanto, este rácio manteve-se abaixo da média da área do euro. No primeiro semestre de 2021 o rácio manteve-se sensivelmente igual ao observado no final de 2020 (Gráfico I.1.11). O aumento da alavancagem potencia os impactos decorrentes de uma possível evolução menos favorável do mercado de trabalho e também da normalização da política monetária, com reflexo nas condições de financiamento. No entanto, a redução do endividamento observada no período anterior à pandemia e a melhoria do perfil de risco dos novos mutuários, em consequência da Recomendação macroprudencial, atuam como mitigantes deste impacto.

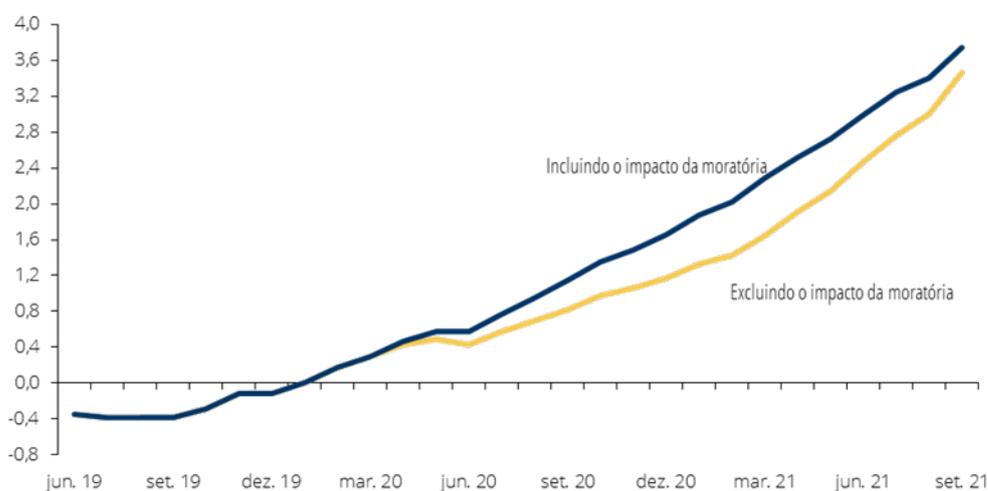
Gráfico I.1.11 • Evolução do rácio de endividamento dos particulares na área do euro e em Portugal | Em percentagem do rendimento disponível



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

Em setembro de 2021, o crédito total concedido a particulares acelerou (tva de 3,1%), em particular o crédito à habitação (tva de 3,7%). Estima-se que a suspensão dos pagamentos decorrente da moratória (amortizações e, em alguns casos, juros) contribuiu para 0,4 pp do crescimento do crédito à habitação. À medida que as moratórias privadas foram terminando e se aproximava o fim da moratória pública, o contributo das mesmas para a taxa de variação anual tem vindo a reduzir-se (Gráfico I.1.12). A aceleração das novas operações, suportada por taxas de juro baixas e pela melhoria do mercado de trabalho, é o fator preponderante para o crescimento deste agregado (Secção 2.2).

Gráfico I.1.12 • Impacto da moratória de créditos na taxa variação anual do crédito à habitação | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: A taxa de variação anual corresponde ao ano acabado no mês de referência.

As medidas temporárias adotadas em resposta ao impacto da pandemia na resiliência financeira dos particulares e empresas estão a ser retiradas de forma gradual. Em 30 de setembro de 2021 terminou o período de vigência da moratória pública de pagamento de créditos para a maioria dos créditos. O montante de crédito a particulares em moratória tem vindo a reduzir-se de um máximo de 17,1% em setembro de 2020 para 11,1% em agosto de 2021, essencialmente respeitantes a crédito à habitação. Em outubro de 2021 encontravam-se ainda em moratória 424 milhões de euros de crédito a particulares. Estas moratórias, com maturidade máxima de 9 meses, irão terminar até ao final de 2021.

Com a reposição do serviço de dívida de todos os créditos, podem registar-se efeitos de contágio entre o incumprimento em empréstimos a particulares para diversas finalidades. (Caixa 4). Não obstante, não é esperado um impacto significativo no incumprimento dos particulares e este tenderá a distribuir-se ao longo do tempo. No caso das moratórias privadas que já terminaram, o impacto sobre o acréscimo de incumprimento tem sido reduzido (Secção 2.3), dado que uma parte significativa dos mutuários terá aderido à moratória por motivo de precaução. A mesma motivação poderá ter sustentado parte da acumulação de depósitos bancários que se observou neste período, constituindo uma reserva para retomar os pagamentos regulares de empréstimos.

Antecipando-se à saída da moratória de crédito, as autoridades portuguesas adotaram medidas de apoio aos consumidores que apresentam dificuldades financeiras. Em particular, o enquadramento legal e regulamentar da gestão do crédito em risco de incumprimento ou vencido (PARI e PERSI), em vigor desde 2013, foi reforçado, obrigando as instituições de crédito a uma abordagem mais pró-ativa na prevenção de situações de mora.

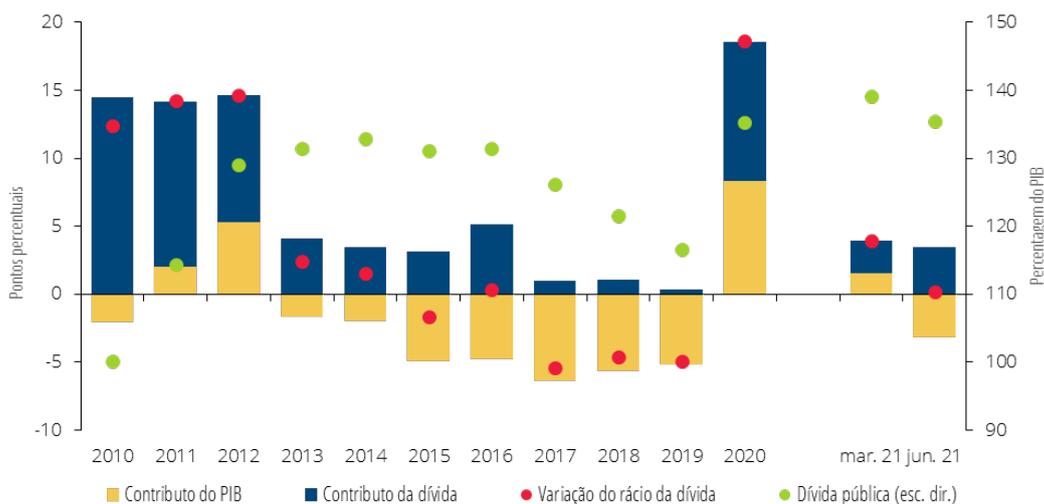
1.3.3 Administrações públicas

As administrações públicas retomaram em 2021 a trajetória de redução do endividamento em percentagem do PIB. Os custos de financiamento mantiveram-se particularmente baixos, num contexto de manutenção de condições de financiamento favoráveis. Desde o início da crise pandémica o setor aumentou de forma considerável a sua exposição às SNF através do aumento das garantias de Estado, uma das medidas de apoio às empresas no contexto da pandemia.

O aumento dos custos de financiamento e a necessidade de adoção de medidas de apoio público aos agentes económicos numa situação de agravamento da pandemia constituem um risco acrescido para a trajetória de redução atualmente prevista para o rácio de dívida das administrações públicas em percentagem do PIB. A prossecução de um plano credível de consolidação orçamental, em particular de reversão do aumento da despesa permanente acima da trajetória do PIB, é importante para mitigar este risco.

No final do primeiro semestre de 2021, o rácio da dívida pública manteve-se quase inalterado face ao final de 2020, representando 135,4% do PIB (Gráfico I.1.13). Em 2020, este rácio aumentou 18,6 pp, para 135,2%, interrompendo a redução verificada a partir de 2016. Com o eclodir da crise pandémica, o défice público aumentou para 5,8% do PIB, num contexto de contração acentuada do PIB em termos nominais (-6,7%). A subida foi transversal às economias da área do euro, com o rácio médio a aumentar 12,9 pp para 90,1% do PIB.

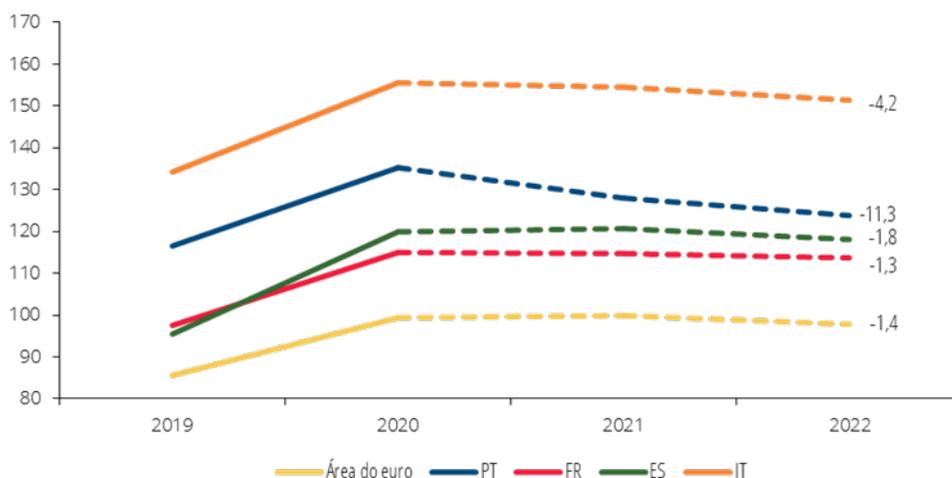
Gráfico I.1.13 • Contributos para a variação da dívida pública



Fontes: Banco de Portugal e INE.

As projeções disponíveis para Portugal (Comissão Europeia e FMI) apontam para o retomar da trajetória de redução do rácio da dívida pública, evolução que não é partilhada por todos os países da área do euro (Gráfico I.1.14).

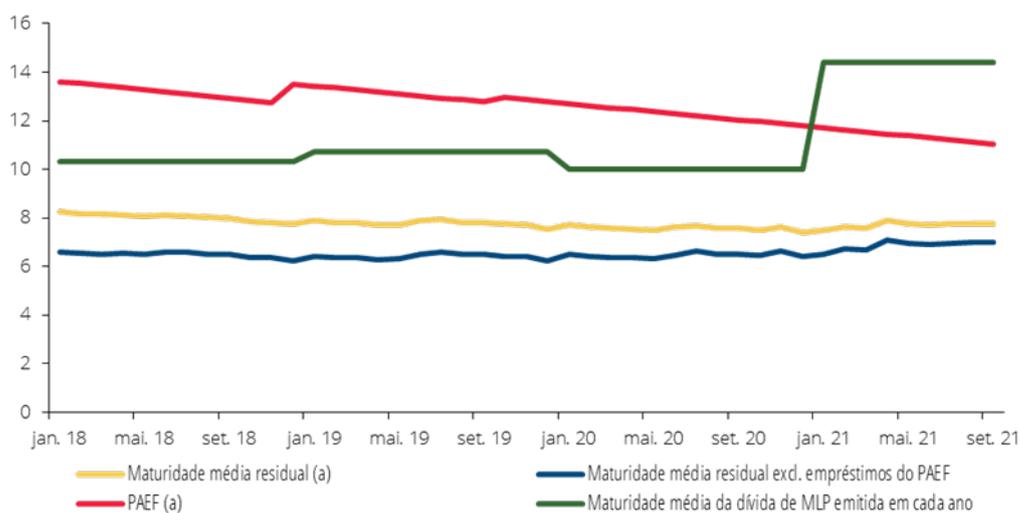
Gráfico I.1.14 • Projeções para a evolução da dívida pública | Em percentagem do PIB



Fonte: Comissão Europeia. | Notas: Projeções de Outono de 2021 da Comissão Europeia publicadas a 11 de novembro de 2021. Os valores (em pontos percentuais) referem-se à variação prevista para o rácio da dívida entre 2022 e 2020. PT – Portugal, FR – França, ES – Espanha, IT – Itália.

Ao longo de 2021, os custos de financiamento mantiveram-se em valores historicamente reduzidos. Apesar do aumento do montante da dívida, a despesa com juros tem continuado a descer, em virtude do ambiente de taxas de juro muito baixas e da compressão dos *spreads* pagos pela República Portuguesa. Adicionalmente, a emissão de títulos de dívida com maturidades mais longas e operações de troca de obrigações permitiram um aumento da maturidade média da dívida e a redução do risco de refinanciamento a curto prazo (Gráfico I.1.15).

Gráfico I.1.15 • Maturidade média residual da dívida pública | Em anos



Fonte: Instituto de Gestão do Crédito Público. | Nota: (a) A maturidade média residual tem em consideração o refinanciamento dos empréstimos do MEEF a ser concretizado.

A consolidação orçamental é necessária para suportar a expectável normalização da política monetária e o conseqüente aumento dos custos de financiamento (Secção 1.2). O programa extraordinário de compra de dívida pública e privada do BCE (PEPP) tem o seu término previsto em março de 2022, mantendo o reinvestimento dos títulos amortizados. O BCE já iniciou a redução moderada do ritmo de compras. Caso existam pressões de mercado para um aumento

das taxas de rendibilidade, a redução da flexibilidade assegurada pelo PEPP poderia constituir um risco para Portugal. No entanto, o BCE já reiterou a sua intenção de suportar a recuperação económica e evitar a fragmentação do mercado de dívida pública na área do euro.

Os critérios de concessão dos créditos com garantia pública e a avaliação *ex-ante* dos beneficiários mitigam o risco sobre as responsabilidades contingentes. Uma análise da viabilidade dos modelos de negócio das empresas que beneficiaram deste apoio permite concluir que apenas uma percentagem reduzida destas poderia ser incluída na categoria de *zombie* ou quase *zombie* em 2019 (Caixa 3). Este resultado é consistente com o facto de parte das empresas que operam nos setores mais afetados apresentarem uma boa qualidade creditícia pré-pandemia. Acresce, ainda, que a execução de garantias tem sido muito reduzida. Em termos de impacto no saldo orçamental, foi já registada em 2020 uma estimativa das perdas associadas a estas garantias. Assim, futuras execuções de garantias das linhas de apoio COVID-19 concedidas em 2020 não serão registadas como despesa de capital das administrações públicas até ao limite de 326,1 milhões de euros.

Ao longo dos próximos anos, a implementação do PRR, utilizando as verbas atribuídas a Portugal no âmbito do “*Next Generation EU*” (NGEU), poderá constituir um contributo para a redução do rácio da dívida em percentagem do PIB. Além do impacto estrutural no crescimento económico, o PRR viabiliza investimentos públicos e privados sem onerar, no curto prazo, o défice e a dívida pública. No entanto, na execução do PRR, devem ser tomados em atenção os desafios inerentes à muito curta janela temporal para utilização dos fundos (2021-26) e ao cumprimento das metas intermédias.

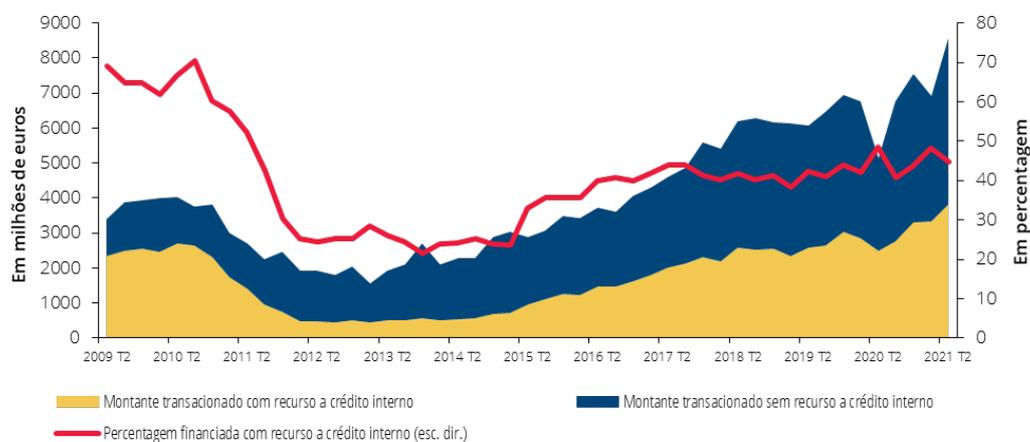
1.3.4 Mercado imobiliário residencial e comercial

O mercado imobiliário residencial foi caracterizado pelo aumento de preços e transações, ao contrário do mercado imobiliário comercial onde a tendência não foi clara, com quedas de preços e volume de transações em alguns segmentos. Os sinais de sobrevalorização dos preços mantiveram-se contidos, com alguns indicadores a estabilizarem face a máximos recentes. O crédito aumentou, mas os indicadores de qualidade creditícia e de exposição dos bancos ao mercado imobiliário dão indicação da resiliência do setor bancário face a potenciais correções neste mercado.

Em Portugal, à semelhança do observado na Europa, os preços no mercado imobiliário residencial continuaram a aumentar durante o período da pandemia, embora denotando algum abrandamento. No primeiro e segundo trimestres de 2021, o índice de preços da habitação cresceu 5,2% e 6,6% em termos homólogos, respetivamente. Na área do euro, no segundo trimestre de 2021, o crescimento foi quase idêntico (6,8%).

O número e montante de transações de imóveis para habitação continuou a aumentar no primeiro semestre de 2021, crescendo 12% e 27% respetivamente, face ao mesmo período de 2019, e 26% e 30% respetivamente, face ao mesmo período de 2020. A percentagem de transações de imobiliário residencial financiadas por crédito interno manteve-se muito inferior à do período anterior à crise da dívida soberana (66% em 2009), situando-se em 45% no segundo trimestre de 2021 (Gráfico I.1. 16).

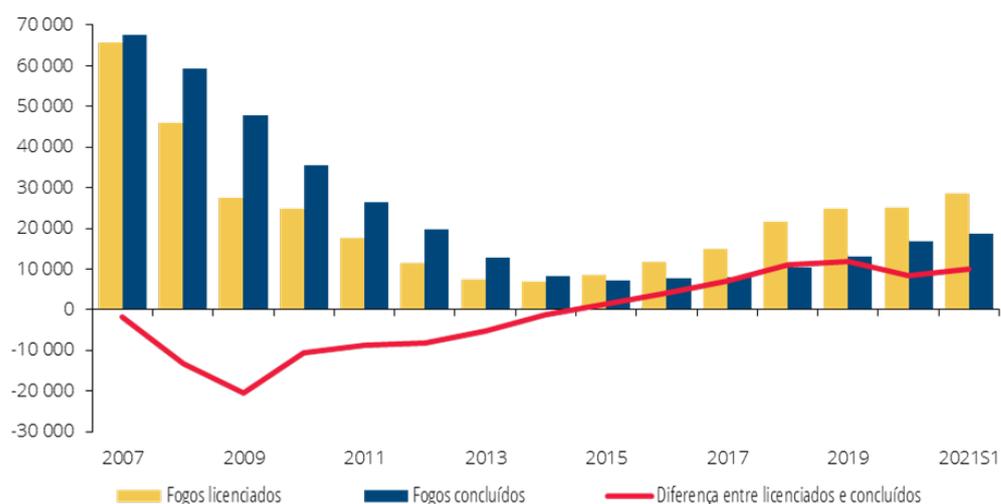
Gráfico I.1.16 • Transações de alojamentos familiares versus novas operações de crédito à habitação



Fontes: Banco de Portugal e INE.

A escassez de oferta de habitação, traduzida na reduzida atividade de construção nos anos que antecederam a crise pandémica, tem contribuído para a subida dos preços do imobiliário residencial. Contudo, o setor da construção manteve-se resiliente ao longo de 2020 e 2021, evidenciando uma recuperação das licenças para construção de habitação (Gráfico I.1.17). No primeiro semestre de 2021, o Valor Acrescentado Bruto (VAB) e o investimento em construção aumentaram 4,1% e 3,2% em termos homólogos, respetivamente (3,1% e 1,6% em 2020). Apesar deste crescimento, o aumento dos custos de construção observado nos últimos meses, associado a uma escassez de mão-de-obra e materiais, constitui um fator adicional de pressão ascendente sobre os preços do imobiliário residencial, mas não de sobrevalorização.

Gráfico I.1.17 • Fogos licenciados e concluídos em construções novas para habitação familiar | Em unidades

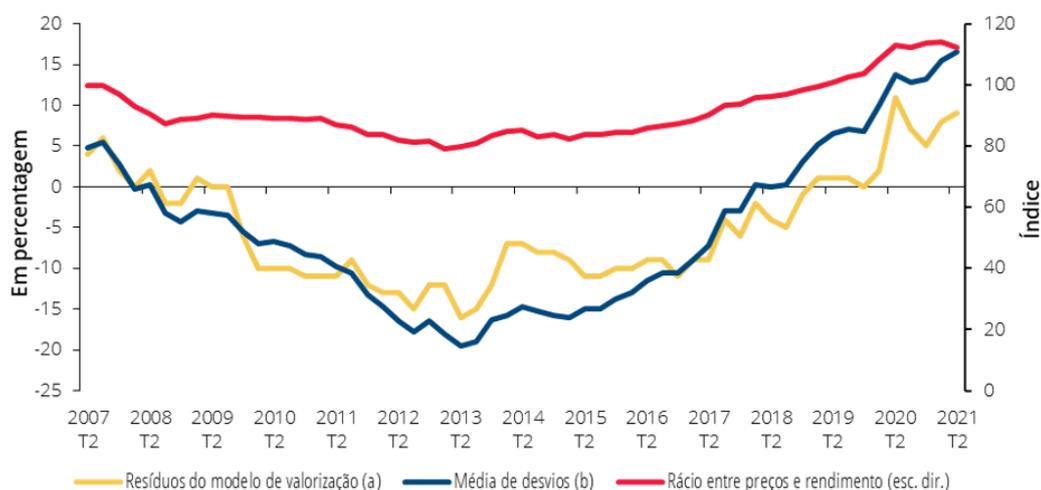


Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Os dados trimestrais foram anualizados.

As estimativas disponíveis sugerem alguma sobrevalorização do imobiliário residencial desde 2018, em termos agregados, mas com uma atenuação nos períodos mais recentes (Gráfico I.1.18).

Dos três indicadores apresentados dois revelam uma estabilização ou mesmo redução em 2020 e 2021. Note-se, contudo, que estas estimativas não incluem fatores determinantes como a procura por não residentes e a procura para atividades turísticas, que contribuíram para a evolução dos preços neste mercado no período que antecedeu a crise pandémica e que devem ser levadas em conta na avaliação de um indicador de sobrevalorização do mercado. Em 2019, os não residentes representaram 13% do valor total das aquisições de imóveis em Portugal e o crescimento do setor turístico nos últimos anos intensificou a procura por imobiliário residencial. O incremento dos novos registos de Alojamento Local contribuiu para a dinâmica do mercado, com impacto na valorização dos ativos imobiliários residenciais (Gráfico I.1.19), mas de magnitude limitada (Caixa “Impacto do investimento de não residentes e do alojamento turístico nos preços da habitação ao nível local”, *Boletim Económico*, dezembro de 2021).

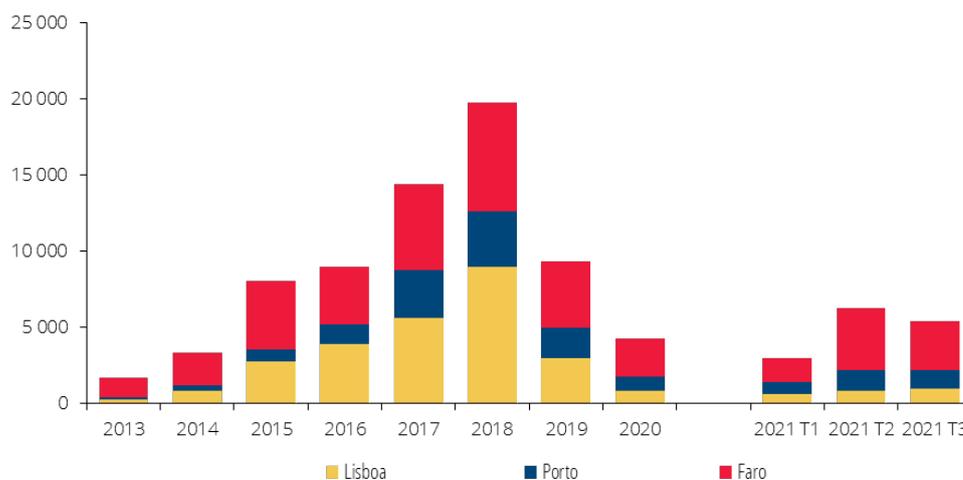
Gráfico I.1.18 • Medidas de valorização da habitação em Portugal



Fontes: Banco Central Europeu 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.

A procura de habitação por não residentes caiu face a 2019. O investimento imobiliário direto estrangeiro cresceu 8,2% em 2020 (10% em 2019), mas no primeiro semestre de 2021 caiu 12% face a período homólogo de 2019. O investimento em bens imóveis, através do regime de vistos *gold*, continuou a ser expressivo em 2020 e 2021, possivelmente antecipando o fim do regime nas regiões de Lisboa, Porto e Algarve previsto para o início de 2022. Desde o início do regime em 2012, representou 40% do investimento direto estrangeiro no setor imobiliário.

Gráfico I.1.19 • Registos de alojamento local em Lisboa, Porto e Faro | Em número



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

Nos últimos anos, o crescimento dos preços do mercado imobiliário residencial em Portugal tem vindo a ocorrer em simultâneo com uma evolução contida do crédito à habitação, ao contrário de outros países da área do euro. Contudo, o *stock* de crédito à habitação acelerou no decurso de 2021 e em setembro cresceu 3,7% face ao período homólogo (3,5% excluindo o efeito moratória), registando-se uma subida acentuada das novas operações de crédito à habitação. Este crescimento tem vindo a aproximar-se do observado para a área do euro. Em dezembro de 2019, a taxa de variação anual do *stock* de crédito à habitação em Portugal situava-se em -0,1%.

O crédito à habitação não deve transformar-se num fator determinante para a evolução dos preços no imobiliário residencial, prevenindo a criação de uma espiral entre crédito e preços neste mercado.

A atual distribuição do *loan-to-value* (LTV) da carteira de crédito à habitação é indicativa da resiliência do setor bancário a uma potencial correção dos preços da habitação. Em junho de 2021, cerca de 90% da carteira de crédito à habitação das instituições financeiras apresentava um rácio LTV inferior a 80% (Secção 2.4). No entanto, tem-se assistido a uma redução da taxa de juro média das novas operações de crédito à habitação que se situa entre as mais baixas dos países da área do euro onde domina o crédito à habitação com taxa variável.

Em Portugal, tal como observado na área do euro, os preços de alguns subsetores do imobiliário comercial mostraram-se menos resilientes durante a pandemia, embora não existissem sinais de sobrevalorização. De acordo com o índice da Morgan Stanley Capital International (MSCI), os preços das propriedades comerciais reduziram-se 3,8% em 2020. Por sua vez, o Índice de Preços das Propriedades Comerciais do INE aumentou 1,7% em 2020. Esta divergência poderá dever-se a diferenças na amostra de imóveis considerados, sendo que, no caso da MSCI, esta é largamente composta por imóveis do segmento de retalho situados em localizações *prime*.

A evolução do índice de preços agregado das propriedades comerciais tem subjacente uma grande heterogeneidade entre subsetores. O segmento de comércio a retalho registou desvalorizações em 2020 devido às restrições à mobilidade e ao comércio presencial. Contudo, a alteração de hábitos de consumo e maior valorização do comércio de conveniência e proximidade, contribuiu para a recuperação do volume de vendas a retalho. No segmento de escritórios, a escassez de oferta de qualidade em Portugal contribuiu para a resiliência dos preços e das rendas no segmento *prime*, apesar da incerteza introduzida pelas novas possibilidades de trabalho à distância. À semelhança de 2020, o agravamento da situação pandémica no início de 2021 afetou negativamente o segmento de hotelaria, existindo ainda alguma incerteza relativamente à

normalização dos níveis de procura. A diminuição do turismo de negócios, pelo crescimento do trabalho à distância, deverá ter um impacto mais limitado no setor hoteleiro português pela sua menor relevância relativamente ao observado a nível internacional (em 2016, o turismo de negócios representava apenas 8% do turismo em Portugal).

Não obstante a situação de pandemia, o investimento em imobiliário comercial continuou a ser significativo, totalizando 2,7 mil milhões de euros em 2020 e 1,2 mil milhões de euros até setembro de 2021, o que compara com 3,3 mil milhões de euros em 2019. Em 2021, os investidores internacionais representaram 70% do volume de investimento.

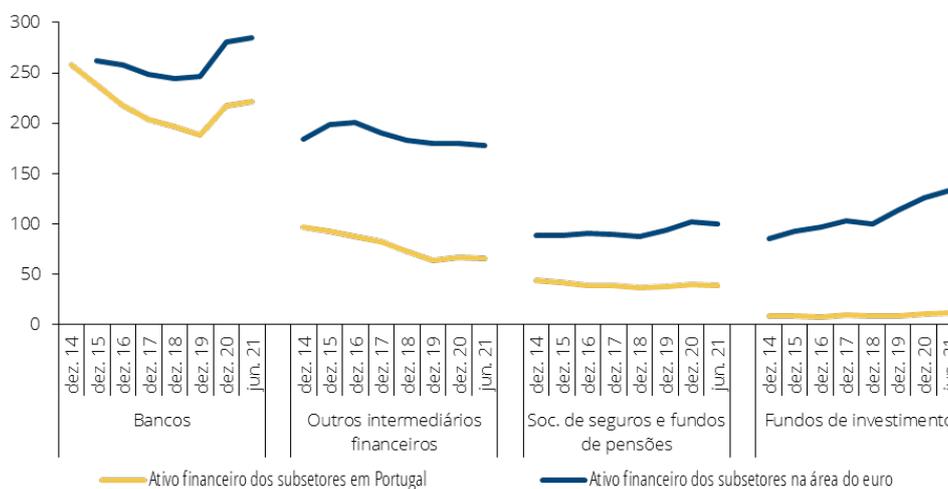
Uma correção de preços do imobiliário comercial tenderá a ter um impacto reduzido na estabilidade do setor bancário, uma vez que a exposição em balanço é limitada e consideravelmente inferior à do imobiliário residencial (Quadro I.2.13).

1.3.5 Setor financeiro não bancário

O setor financeiro não bancário em Portugal mantém uma expressão reduzida no financiamento da economia, quando comparado com a realidade da área do euro e com o peso do setor bancário.

Em junho de 2021, os ativos financeiros do setor financeiro não bancário representavam cerca de 117% do PIB, o que compara com cerca de 220% do PIB no caso do setor bancário (na área do euro estes valores eram, respetivamente, de 412% e 285%) (Gráfico I.1.20). Assim, eventuais perturbações no setor financeiro não bancário teriam um impacto direto reduzido na estabilidade financeira em Portugal.

Gráfico I.1.20 • Dimensão relativa dos subsectores do sistema financeiro em Portugal e na área do euro | Em percentagem do PIB



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

Em termos conjunturais, os setores segurador e dos fundos de pensões encontram-se expostos a riscos macroeconómicos, bem como à materialização de uma correção abrupta dos mercados financeiros, decorrente nomeadamente de um alargamento dos prémios de risco. Dado o modelo de negócio destes subsectores, verifica-se uma predominância de títulos de dívida, privada e

principalmente, pública nas carteiras de investimento, para fazer face ao horizonte temporal das suas responsabilidades. Esta característica torna os subsectores expostos a alterações das condições dos mercados financeiros, embora mitigadas pelo perfil de durações moderadas da carteira de dívida. Acresce que, em ambiente de Solvência II, enquanto os ativos são valorizados a preço de mercado, o valor dos passivos é determinado considerando taxas de desconto sem risco, que se encontram em níveis muito baixos. No setor segurador português, observa-se adicionalmente uma exposição material a títulos de dívida privada no limiar do nível de investimento, o que densifica vulnerabilidades face a um cenário potencial de revisões creditícias descendentes e de fragmentação dos mercados financeiros, num quadro de incerteza face à recuperação económica e de pressões inflacionistas.

Os setores segurador e dos fundos de pensões continuam pressionados pelo ambiente de taxas de juro baixas. O quadro de taxas de juro muito baixas exerce pressão sobre as suas posições de solvência e sobre a sua rentabilidade, vulnerabilidade à qual as instituições se têm ajustado, procurando repercutir na sua oferta de produtos o contexto de rentabilidades muito reduzidas. À semelhança de outros segmentos do sistema financeiro, estes setores enfrentam ainda desafios associados à digitalização do negócio, tanto na relação com o cliente como na vertente operacional, aumentando a relevância da cibersegurança. Salientam-se, ainda, os riscos associados às alterações climáticas, nomeadamente os riscos de transição das carteiras de investimento e o impacto dos riscos físicos no setor segurador, dada a exposição significativa do seu modelo de negócio a perdas decorrentes de catástrofes naturais.

Em junho de 2021, os fundos de investimento representam em Portugal cerca de 12% do PIB face a cerca de 130% do PIB na área do euro. Mesmo adicionando os ativos não financeiros presentes em fundos de investimento, o peso não excede os 17% do PIB. No final de setembro de 2021, o valor das unidades de participação ascendia a 33,2 mil milhões de euros, o mais elevado desde abril de 2008. O principal risco associado a este setor prende-se com eventuais questões de liquidez. Assinale-se, no entanto, que no caso dos fundos de investimento mobiliários, há um ano que se observam mais emissões que amortizações de unidades de participação.

1.3.6 Sistema bancário

O sistema bancário continuou, em 2021, a recuperação de indicadores de rentabilidade afetados pela crise pandémica, acompanhada de uma redução do rácio de NPL. As moratórias, um dos pilares da resiliência financeira do país, foram acompanhadas pelo sistema bancário, que preparou ao longo do ano a transição dos mutuários face ao término das moratórias. Os indicadores disponíveis, ainda limitados, apontam para que esta transição se esteja a processar de forma adequada, com um aumento, ligeiro, do incumprimento nas empresas após o término das moratórias. O sistema bancário deverá enfrentar o desafio da digitalização, em especial na sua dimensão de cibersegurança, e os desafios associados à transição para uma economia sustentável, evitando situações disruptivas.

O sistema bancário tem assegurado o financiamento da economia, tendo tirado partido das medidas de apoio adotadas na crise pandémica e do processo de ajustamento do setor realizado nos últimos anos. Contudo, continua condicionado pela evolução da pandemia e pelos desafios estruturais à sua atividade. Em particular, (i) pela possibilidade da deterioração da qualidade dos ativos através da materialização do risco de crédito, seja pelo impacto da pandemia ou de uma eventual subida das taxas de juro do mercado interbancário; (ii) pela desvalorização dos ativos financeiros em carteira, em particular da carteira de dívida pública, resultante de um aumento das taxas de juro de longo-prazo; (iii) pela dificuldade em assegurar uma rentabilidade adequada num mercado de crédito doméstico de expansão limitada e com concorrência acrescida de outros intermediários em segmentos mais rentáveis; e (iv) pelos riscos da digitalização, incluindo a cibersegurança, e de transição para uma economia sustentável.

O rácio de NPL continuou a reduzir-se na primeira metade de 2021. As vendas e os abatimentos ao ativo continuaram a ser os principais contributos para a redução do montante de NPL (Secção 2.3). Contudo, no curto a médio-prazo é esperado um aumento dos NPL, ainda que moderado. É essencial que os bancos mantenham uma avaliação cuidada do risco de crédito da sua carteira e da cobertura atempada das perdas potenciais.

Os dados disponíveis não permitem ainda determinar o impacto do final da moratória na qualidade dos ativos do sistema bancário. Na primeira metade de 2021, os empréstimos sob o regime de moratória apresentavam alguma deterioração de risco de crédito, em especial nas SNF (Quadro I.2.12). Os bancos, por indicação do supervisor, têm feito um acompanhamento próximo dos empréstimos em moratória, apresentando soluções que visam salvaguardar a capacidade de serviço de dívida dos mutuários, incluindo a renegociação e reestruturação dos contratos de crédito. A moratória pública terminou em setembro de 2021 para a maioria dos empréstimos. A informação recolhida junto das principais instituições bancárias sugere que os riscos de incumprimento se encontram mais controlados do que o inicialmente esperado, apesar da incerteza que ainda existe. No geral, o setor dos particulares demonstrou maior resiliência, enquanto no caso das empresas, em especial nos setores mais vulneráveis, poderão existir mais dificuldades com o retomar do serviço da dívida. Neste sentido, o enquadramento legal e regulamentar da gestão do crédito em risco de incumprimento ou vencido (PARI e PERSI), em vigor desde 2013, foi reforçado em agosto de 2021, obrigando as instituições de crédito a uma abordagem mais pró-ativa na prevenção de situações de mora, incluindo a necessidade de acompanhamento por parte dos bancos das situações de dificuldade dos devedores que beneficiaram do regime de moratória pública.

A avaliação da viabilidade e uma abordagem proativa na definição de soluções para a recuperação dos mutuários são fundamentais para a gestão eficiente do risco de crédito. No caso de mutuários viáveis, mas em dificuldade, os bancos poderão ter um papel essencial na sua recuperação através da renegociação e reestruturação atempada das operações de crédito. Os bancos têm ao dispor instrumentos, com condições favoráveis, que permitem o apoio à recuperação dos mutuários, como a linha Retomar e as linhas de crédito com garantia do EGF (Quadro I.1.4). No entanto, a melhoria da situação financeira das empresas deve também ser alcançada através do reforço dos seus capitais.

Quadro I.1.4 • Linha Retomar e linhas com garantia do EGF

	Linha “Retomar”	Linhas com garantia do EGF
Mutuários abrangidos	SNF viáveis dos setores mais afetados pela pandemia abrangidas pelo regime de moratória ^(a)	Pequenas e Médias Empresas (PME) e <i>Mid-caps</i> ^(b)
Âmbito	Instituições do sistema bancário	Protocolo entre os bancos aderentes e o FEI com a definição do montante das garantias
Finalidade	Operações de reestruturação, refinanciamento parcial das operações de crédito em moratória e/ou empréstimo adicional ^(c)	Financiamento adicional para mitigação dos efeitos da pandemia de COVID-19 e para promover crescimento e investimento de médio-prazo. Em geral destinam-se a operações de fundo de maneio e de investimento em ativos tangíveis e intangíveis
Garantia	Até 25% das operações elegíveis a serem reestruturadas e das linhas de liquidez adicional e 80% dos créditos utilizados para refinar operações elegíveis Montante máximo de 10 milhões de euros por mutuário; acima de 1 milhão de euros apenas nas situações em que os créditos abrangidos estejam cobertos por garantias hipotecárias com LTV igual ou inferior a 80%	70% do montante do empréstimo até aos limites acordados com cada banco aderente. São ainda definidos montantes máximos do empréstimo por setor de atividade e/ou por dimensão da empresa ^(d)
Montante máximo das garantias (M€)	1000	3456 ^(d)
Prazo de vigência	31 de dezembro de 2021	31 de dezembro de 2021 (podendo ser alvo de extensão)

Fontes: Banco de Portugal, Banco Europeu de Investimento, Banco Português de Fomento, Fundo Europeu de Investimento (FEI) e *sites* dos principais bancos do sistema. | Notas: São apresentadas as principais características das linhas com garantia. Não são incluídas as linhas específicas do FEI para as empresas do setor agrícola ou agroindústria resultam da celebração de um protocolo entre o Estado Português e o BEI/FEI no âmbito do Programa de Desenvolvimento Rural (PDR2020). (a) Aplicam-se outras condições às empresas tais como, queda da faturação operacional em 2020 igual ou superior a 15% face a 2019 e queda da faturação operacional em 2021 T2 face a 2019 T2 (ou nos últimos 3 meses disponíveis de 2021 face ao período homólogo de 2019), não serem consideradas empresas em dificuldade a 31 de dezembro de 2021, à data da contratação da garantia não apresentarem incumprimento junto do setor bancário há mais de 90 dias ou não estarem em insolvência, terem a situação regularizada junto da Administração Fiscal e Segurança Social. (b) Os critérios de elegibilidade incluem, entre outros, a condição de ausência de incumprimento junto do sistema bancário e da Administração Fiscal e Segurança Social, não estejam numa situação de não Exclusão ou de insolvência, demonstrar uma situação económico-financeira equilibrada e que a atividade seja desenvolvida em Portugal ou noutro Estado-Membro aderente ao EGF. (c) O montante do financiamento não poderá ser superior a 25% do volume de negócios em 2019 ou ao dobro da massa salarial. No caso da Linha Retomar aplica-se às operações de reestruturação. (d) Montante máximo das garantias para os principais bancos do sistema bancário. Inclui os montantes das garantias sem limite máximo (*uncapped*) e limitadas (*capped*). No caso das garantias limitadas foi assumido o valor obtido a partir da aplicação da taxa máxima (*cap rate*) ao montante de garantia a prestar pelo EGF. O montante total de garantias atribuíveis pode ultrapassar o montante de garantia prestado por Portugal ao FEI na criação do EGF.

A evolução favorável da pandemia contribuiu para a melhoria da rendibilidade do sistema bancário no primeiro semestre de 2021, embora as perspetivas continuem condicionadas pela incerteza económica e pelos desafios estruturais à atividade bancária. Apesar do aumento no primeiro semestre de 2021, a rendibilidade do ativo manteve-se inferior a 2019 (Secção 2.1). A melhoria observada não foi acompanhada pelo aumento da margem financeira. A diminuição das imparidades para crédito refletiu-se na redução do custo do risco de crédito, em linha com os pares europeus. No entanto, os bancos deverão ter em conta a incerteza sobre a evolução

futura do risco de crédito da carteira de empréstimos, assegurando que, em cada momento, as imparidades são adequadas às perdas esperadas.

Face aos desafios de geração de rendibilidade, de digitalização e de concorrência de novos intermediários com uma elevada componente tecnológica, os bancos devem continuar a aumentar a sua eficiência operacional. O peso dos custos operacionais no ativo médio tem-se reduzido desde 2013, apontando para uma melhoria da eficiência. As instituições devem continuar a adaptar o seu modelo de negócio ao contexto de digitalização dos serviços financeiros e à maior concorrência de novos concorrentes nas áreas de negócio tradicionalmente disponibilizadas pelo sistema bancário, como os sistemas de pagamentos. Porém, a redução de custos operacionais não poderá colocar em causa os investimentos em atividades para as funções de gestão de risco, em particular, para a observância da componente comportamental, do controlo do branqueamento de capitais, financiamento do terrorismo e da cibersegurança.

A adoção planos de transformação digital é crítica para manter a competitividade do setor num ambiente em que a digitalização domina cada vez mais os modelos de negócio. O Banco de Portugal tem vindo a monitorizar os planos de digitalização dos bancos nacionais. A Caixa 5 apresenta uma visão geral sobre este tema, subjacente às projeções reportadas pelos bancos no âmbito dos Planos de Financiamento e Capital relativos ao período 2020-2023.

A resiliência cibernética tornou-se crítica para a atividade bancária. A avaliação da capacidade de os bancos se defenderem perante uma potencial materialização de riscos de cibersegurança é uma das prioridades de supervisão do SSM/BCE e do Banco de Portugal. Com a digitalização observa-se um aumento dos pontos de entrada dos ciberataques, quer seja pelo aumento da utilização dos canais digitais pelos clientes, do trabalho remoto nas instituições bancárias ou da maior utilização de prestadores de serviços nas áreas de tecnologia de informação. Esta preocupação estende-se aos ataques a prestadores de serviços (*supply-chain attacks*) conforme reportado pela Agência da União Europeia para a cibersegurança.

Um evento de ciber-risco pode ser sistémico. Dadas as interligações existentes entre as instituições e o recurso a prestadores de serviços tecnológicos comuns, a possibilidade de riscos sistémicos não é negligenciável. Por isso, exige-se uma análise e mitigação de riscos mais abrangente. Adicionalmente, a informação disponível sobre eventos de ciber-risco continua a ser fragmentada e não harmonizada, dificultando uma visão transversal, incluindo entre autoridades de supervisão.

A normalização da política monetária pelo BCE, no médio-prazo, terá implicações nas perspetivas de rendibilidade do sistema bancário. A subida das taxas de juro no mercado interbancário tenderá a ter um impacto positivo sobre a margem financeira. Contudo, o acréscimo no serviço da dívida daí decorrente pode resultar na materialização de risco de crédito e na necessidade de constituição de imparidades.

O aumento das taxas de juro de longo prazo terá um efeito na valorização dos ativos financeiros em carteira. O incremento do peso da carteira de títulos de dívida pública nos últimos anos, conjugado com o alongamento da maturidade média, aumentou a sensibilidade dos bancos portugueses a alterações das *yields* (Secção 2.4). Contudo, o aumento desta exposição tem ocorrido através da carteira a custo amortizado, mitigando o impacto de subidas das *yields*, uma vez que as alterações de valor são apenas refletidas no momento da venda. O custo de emissão dos instrumentos elegíveis para cumprimento do requisito mínimo de fundos próprios e passivos elegíveis (MREL) tenderá também a subir.

Apesar da recuperação observada, as perspetivas de manutenção de rendibilidade baixa condicionam a acumulação de capital no setor. Contudo, a posição de capital foi reforçada nos últimos anos, permitindo às instituições bancárias acomodar potenciais perdas resultantes da materialização dos riscos decorrentes da crise pandémica.

Os riscos climáticos poderão afetar a estabilidade financeira ao longo das próximas décadas. Os reguladores e supervisores têm intensificado o apelo para as instituições financeiras integrarem os riscos climáticos e ambientais nas políticas de gestão de risco e na avaliação da resiliência perante riscos físicos e de transição.

O enquadramento europeu de regulação e supervisão prudencial aplicável às instituições de crédito está em transformação e adaptação aos riscos ESG. Na regulação prudencial, o enquadramento microprudencial foi adaptado aos riscos ESG, nos seus três pilares. Importantes iniciativas desenrolar-se-ão a curto-prazo, destacando-se que o BCE realizará em 2022 o *stress test* de supervisão sobre os riscos relacionados com o clima e uma revisão temática das práticas de gestão de risco ambiental e climático das instituições sob a sua supervisão, cujos resultados poderão vir a ser incorporados no SREP. Na vertente macroprudencial, a EBA e o ESRB deverão apoiar a avaliação da Comissão Europeia, até 30 de junho de 2022, sobre atuais instrumentos macroprudenciais para gerir os riscos para a estabilidade financeira relacionados, entre outros aspetos, com as alterações climáticas. Até ao final de 2022, será apresentado um relatório e, se adequado, uma proposta legislativa de revisão do quadro macroprudencial bancário.

Adicionalmente, a Comissão Europeia adotou, em 6 de julho de 2021, medidas que reforçam a ambição da UE em matéria de financiamento sustentável e de combate às alterações climáticas, da qual faz parte (i) a referida nova Estratégia de financiamento sustentável, (ii) uma proposta de norma para a emissão de Obrigações “Verdes” Europeias e (iii) um Ato Delegado sobre as informações a divulgar pelas empresas financeiras e não financeiras quanto à sustentabilidade das suas atividades, ao abrigo do Artigo 8.º do Regulamento da Taxonomia.

Apesar dos desenvolvimentos alcançados, o processo da adaptação do enquadramento europeu de regulação e de supervisão aos riscos climáticos e ambientais afigura-se longo. Desde logo porque requer um processo (i) de “interpretação” e integração na taxonomia prudencial da taxonomia científica sobre os riscos associados às alterações climáticas, e (ii) de identificação dos canais de transmissão desses riscos ao sistema financeiro, nomeadamente na manifestação desses riscos nas “tradicionais” classes de risco previstas no enquadramento prudencial e nas atividades de supervisão (e.g. risco de crédito, risco de liquidez, risco de mercado e risco operacional).

O processo de recuperação económica europeia não deve secundarizar a importância da conclusão da União Bancária. O atual enfoque dos decisores políticos na adoção de medidas de recuperação e resiliência económica dos Estados-Membros não deve ser encarado como alternativa aos esforços para conclusão da União Bancária. O reforço da integração europeia, impulsionado por essas medidas, deve ter seguimento na criação de um Sistema Europeu de Garantia de Depósitos (o terceiro pilar da União Bancária), que preveja a redução prévia do risco, mas também a mutualização total das perdas. É importante assegurar o alinhamento na Europa entre a responsabilidade pela tomada de decisões e o financiamento das mesmas – essencial para mitigar a ligação entre os bancos e os soberanos –, a proteção dos depositantes e a sua confiança no sistema financeiro, reduzindo-se os riscos de fragmentação e atingindo-se uma verdadeira União Bancária promotora de estabilidade financeira, na União e em cada Estado-Membro.

A trajetória de prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo foi reforçada. O Banco de Portugal participou em colégios de supervisão preventiva ABC/CFT, difundiu informação ao setor privado e iniciou os trabalhos de revisão do modelo de supervisão baseada no risco, no quadro de projeto desenvolvido com o apoio da Comissão Europeia. A atividade de supervisão concluiu inspeções transversais aos sistemas ABC/CFT de duas entidades financeiras supervisionadas, procedeu à análise dos reportes anuais submetidos em 2021 neste domínio e empreendeu ações de verificação do cumprimento de medidas emitidas.

Em 20 de julho de 2021, a Comissão Europeia apresentou um pacote de propostas legislativas – “AML Package” –, cujo objetivo é reforçar o quadro regulatório e institucional de ABC/CFT da UE, em resposta às fragilidades da UE reveladas pelos casos de branqueamento de capitais em bancos europeus trazidos a público nos últimos anos. Com estas propostas, espera-se uma maior

harmonização e robustecimento de práticas de supervisão, em paralelo com a diminuição da arbitragem regulatória que resultava das diferentes abordagens nacionais aos riscos de branqueamento de capitais e de financiamento do terrorismo.

1.4 Política macroprudencial

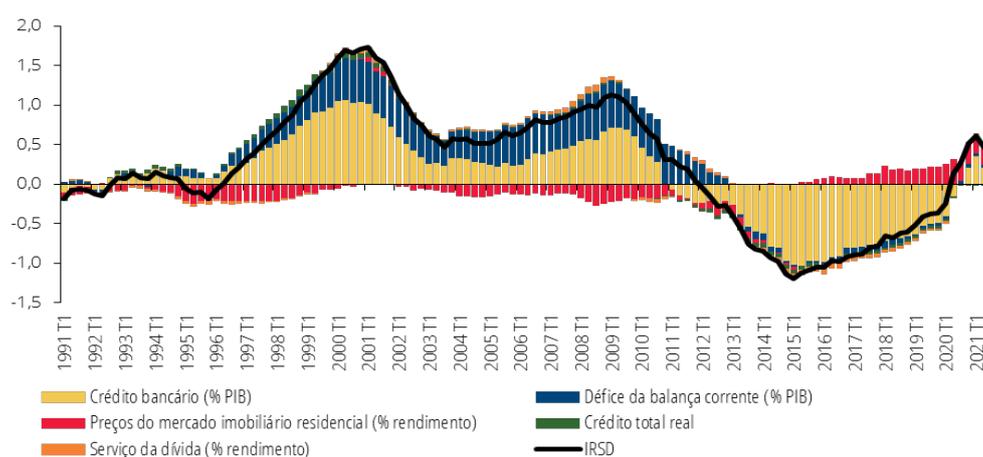
O *Growth-at-Risk* (GaR), uma medida de “risco de cauda”, e o indicador de risco sistémico para Portugal evoluíram positivamente com a economia. No período pré-pandemia, o GaR sinalizava um crescimento do PIB, no horizonte de um ano com uma probabilidade de 90%, indicando um risco baixo. Este resultado encontrava-se em linha com as expectativas para a atividade económica no final de 2019. No início da pandemia, o “risco de cauda” aumentou e o GaR apresentou valores negativos para o horizonte de projeção de um ano, situação que foi gradualmente revertida. As projeções mais recentes para o GaR apresentam valores positivos, refletindo o dinamismo da atividade económica. Ao longo do período em análise, a taxa de variação homóloga do PIB é o principal fator que explica a dinâmica de melhoria observada no GaR.

Em 2021, o indicador de risco sistémico doméstico (IRSD) reverteu parcialmente a trajetória, após um crescimento acentuado, que reflete o efeito mecânico da queda da atividade económica na crise pandémica. Este indicador apresentou uma trajetória de subida desde o primeiro trimestre de 2015, impulsionada pelo crescimento dos preços no mercado imobiliário residencial e pela contribuição cada vez menos negativa do crédito bancário até 2019 (Gráfico I.1.21). Com a crise pandémica, no primeiro trimestre de 2020, a trajetória de aumento do IRSD acelerou significativamente com a contribuição expressiva e positiva do crescimento do crédito bancário em percentagem do PIB, substancialmente influenciada pela queda abrupta da atividade.

Mais recentemente, no segundo trimestre de 2021, observa-se já uma inversão da evolução do IRSD. Com a gradual normalização da atividade económica é expectável que a inversão do IRSD se torne mais expressiva ao longo de 2021 e de 2022. Uma vez eliminado o efeito mecânico da queda do PIB durante a pandemia, a evolução futura deste indicador dependerá essencialmente dos desenvolvimentos no mercado imobiliário residencial e do endividamento das empresas e particulares.

Assim, a utilização deste indicador para efeitos de avaliação de acumulação de risco sistémico cíclico deve ser feita com alguma prudência.

Gráfico I.1.21 • Indicador de Risco Sistémico Doméstico | Desvios padrão em relação à mediana



Fontes: Banco Central Europeu, Banco de Pagamentos Internacionais (BIS) (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Última observação: 2021 T2. O IRSD, desenvolvido por Lang et al. (2019), é um indicador composto que pretende identificar a acumulação de desequilíbrios cíclicos gerados no setor privado não financeiro doméstico. Para uma descrição pormenorizada do Indicador de Risco Sistémico Doméstico para Portugal, ver Caixa 3 do *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2019.

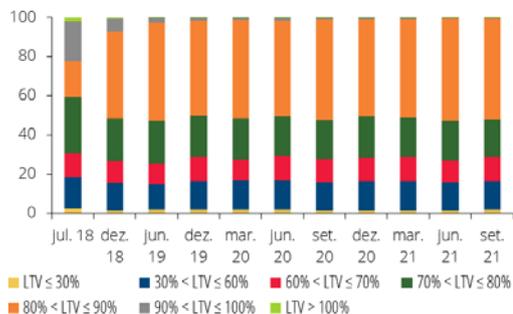
Neste enquadramento, o Banco de Portugal manteve a percentagem de reserva contracíclica de fundos próprios, aplicável às exposições de crédito ao setor privado não financeiro nacional, em 0% das exposições em risco. A evolução do risco sistémico cíclico continuará a ser acompanhada, tendo em consideração o impacto atual e projetado da pandemia, incluindo das medidas adotadas.

O Banco de Portugal efetuou o exercício regular de identificação de outras instituições de importância sistémica (O-SII) e de 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); Santander Totta, SGPS (BST), S. A.; LSF Nani Investments S.à.r.l. (LSF Nani); Banco Português de Investimento (BPI) e Caixa Económica Montepio Geral (CEMG). A lista de instituições designadas como O-SII e respetivos requisitos de reserva de fundos próprios e períodos de implementação, em 2021, coincide com a publicada em 2020.

As instituições têm cumprido genericamente com as orientações definidas na Recomendação macroprudencial relativa aos novos créditos à habitação e ao consumo. No final do terceiro trimestre de 2021 a quase totalidade de novos créditos para aquisição de habitação própria e permanente apresentam um rácio *loan-to-value* (LTV) inferior ao limite de 90% (Gráfico I.1.22). Relativamente ao rácio *debt-service-to-income* (DSTI),¹ em setembro de 2021, cerca de 94% do total de novas operações de crédito à habitação e consumo foi concedido a mutuários com um DSTI inferior a 50%, mantendo-se esta percentagem estável face ao início do ano. Apenas 4% das novas operações de crédito estão associadas a mutuários com um DSTI entre 50% e 60%, abaixo da exceção de 10% prevista na Recomendação, enquanto que cerca de 2% do novo crédito foi concedido com um DSTI superior a 60% (dentro da exceção de 5% prevista na Recomendação) (Gráfico I.1.23).

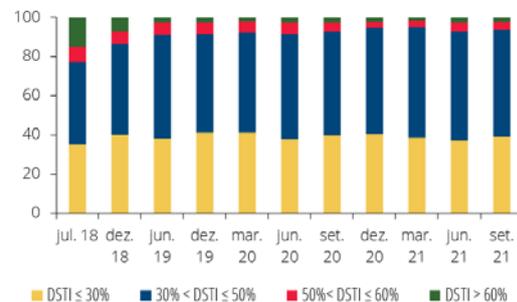
¹ O rácio DSTI é o rácio entre o montante total das prestações mensais associadas à totalidade dos empréstimos detidos pelo mutuário e o rendimento mensal líquido de impostos e contribuições obrigatórias para a Segurança Social. Para o cálculo do rácio DSTI as prestações do novo contrato de crédito devem assumir-se constantes e deve ser considerado o impacto de um aumento da taxa de juro, em função da maturidade, no caso de contratos com taxa de juro variável ou mista. Deverá ser considerado um choque na taxa de juro de 1 pp para novas operações com maturidade menor ou igual a 5 anos, 2 pp para contratos com maturidade entre 5 a 10 anos e 3 pp para contratos com um prazo superior a 10 anos. No caso de contratos a taxa de juro mista, é considerada a prestação mais gravosa para o cliente entre a que resulta da aplicação do aumento do indexante, tendo em conta o prazo do contrato no período de taxa de juro variável, e aquela que resulta do período de taxa fixa. Considera também uma redução no rendimento do(s) mutuário(s) quando a idade no termo previsto do contrato for superior a 70 anos, exceto se no momento de avaliação da solvabilidade o(s) mutuário(s) já se encontrar(em) em situação de reforma.

Gráfico I.1.22 • Distribuição das novas operações de crédito à habitação por rácio LTV | Em percentagem do total das novas operações de crédito à habitação



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Com base em informação reportada por uma amostra de 9 instituições. Rácio LTV calculado conforme definido nos artigos 2.º e 3.º da Recomendação.

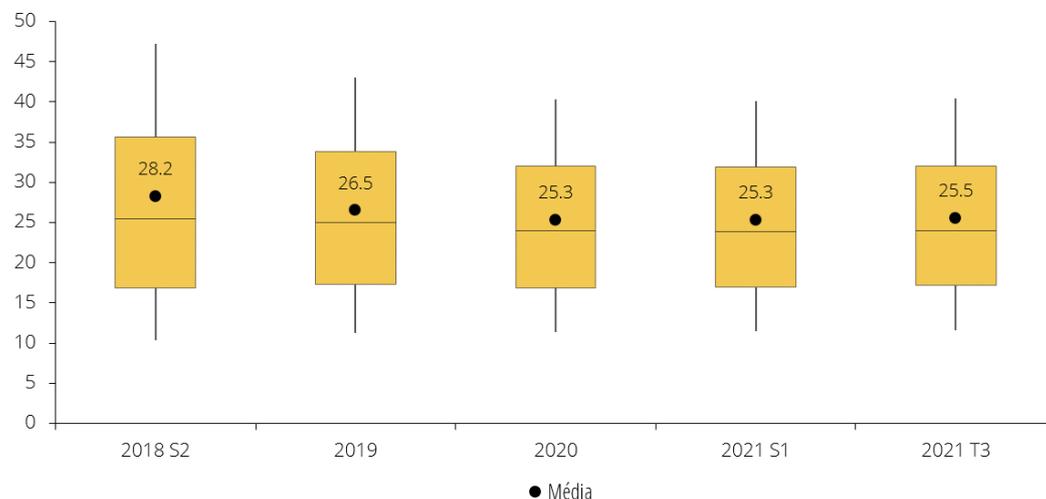
Gráfico I.1.23 • Distribuição das novas operações de crédito por limites ao rácio DSTI | Em percentagem do total das novas operações de crédito



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

Em setembro de 2021, o DSTI efetivo médio, ou seja, sem ter em conta choques de taxas de juro e rendimento, manteve-se estável em 25,5% face ao final de 2020, após uma redução de 3 pp face ao segundo semestre de 2018. Cerca de 75% dos novos empréstimos às famílias apresentaram, no final do terceiro trimestre de 2021, um DSTI inferior a 32% (Gráfico I.1.24).

Gráfico I.1.24 • Distribuição do rácio DSTI efetivo para novos créditos às famílias | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Com base em dados da Central de Responsabilidades de Crédito. Rácio DSTI efetivo (exclui os choques à taxa de juro e rendimento). O gráfico representa a distribuição de quartis do rácio DSTI efetivo, em que os extremos inferior e superior correspondem, respetivamente, ao percentil 10 e ao percentil 90, enquanto que os extremos inferior e superior das caixas correspondem aos percentis 25 e 75 respetivamente.

De forma geral, os limites máximos definidos para a maturidade também têm vindo a ser respeitados desde a implementação da medida macroprudencial. Contudo, a maturidade média dos novos empréstimos à habitação manteve-se relativamente estável em cerca de 33 anos. Após uma redução de 33,5 anos, em julho de 2018, para 32,6 anos, em dezembro de 2019, ocorreu um

aumento para 33,0 anos, em setembro de 2021. Para além de definir uma maturidade máxima de 40 anos para este tipo crédito, a Recomendação estabelece uma convergência gradual da maturidade média dos novos contratos para 30 anos no final de 2022.

As autoridades macroprudenciais em alguns Estados-Membros adotaram medidas de mitigação da acumulação de risco sistémico cíclico, especialmente no setor imobiliário residencial, para elevar a resiliência do sistema financeiro e para tornar mais restritivos os critérios de concessão de crédito (Quadro I.1.5).

Quadro I.1.5 • Descrição das medidas adotadas e/ou reativadas por parte de alguns Estados-Membros

País	Medida	Implementação
Bulgária	Aumento da taxa de CCyB	Outubro 2022
Noruega	Aumento da taxa de CCyB	Junho 2022
República Checa	Aumento da taxa de CCyB	Julho 2022
Suécia	Aumento da taxa de CCyB	Setembro 2022
Holanda	Extensão da utilização do artigo 458.º do CRR	Janeiro 2022
Estónia	Extensão da utilização do artigo 458.º do CRR	Setembro 2021
Lituânia	Requisito de capital adicional (SyRB) para exposições ao setor imobiliário residencial	Julho 2022
Finlândia	Reposição do limite máximo de LTV para empréstimos à habitação (exceto para primeira habitação) para o nível pré-pandemia	Outubro 2021
Lituânia	Redução do limite máximo de LTV para empréstimos a segunda habitação	Janeiro 2022
França	Extensão da utilização do artigo 458.º do CRR para limitar as grandes exposições das O-SII a empresas muito endividadas	Junho 2020

Fontes: Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS) e autoridades nacionais.

Num contexto de recuperação da atividade económica, o Banco de Portugal poderá tomar medidas macroprudenciais dirigidas à mitigação da potencial acumulação de risco sistémico em alguns setores.

Não obstante a recuperação da atividade económica, subsiste incerteza quanto aos efeitos da crise pandémica no setor bancário. O tema em destaque “Reconstituição das reservas de capital: uma discussão sobre diferentes ritmos de convergência” avalia, conceptualmente, as implicações para a estabilidade financeira e atividade económica de períodos distintos para a reconstituição gradual de reservas de capital. A análise confirma que uma reconstituição das reservas de capital demasiado célere reforça a resiliência bancária, mas pode causar disrupções significativas na concessão de crédito no processo de convergência para um novo equilíbrio. A consideração de períodos de transição mais longos, face ao período de transição abrupto, reduz os efeitos sobre o fluxo de crédito de um ajustamento abrupto e diminui a volatilidade do PIB e do crédito, reduzindo, porém, ligeiramente a resiliência bancária. Tal como anunciado pelo BCE em julho de 2020, não será exigido aos bancos que comecem a reconstituir as reservas de capital, que tenham sido ou venham a ser entretanto utilizadas, pelo menos antes do final de 2022.

Na sequência da decisão do CERS, o BCE e o Banco de Portugal não estenderam as restrições de distribuição de dividendos e outras formas de distribuição de capital para as instituições sob sua supervisão para além de setembro de 2021. Com a redução na incerteza e a trajetória de recuperação económica, foi reforçada a importância de uma abordagem prudente por parte das instituições. Estas devem assegurar que são retidos capitais próprios suficientes para fazer face a uma possível deterioração da qualidade dos ativos, preservando deste modo o financiamento à economia. As autoridades de supervisão microprudencial farão um acompanhamento casuístico.

Em setembro de 2020, o total de dividendos, referentes a resultados de 2019, não distribuídos terá ascendido a cerca de 26 mil milhões de euros na área do euro (Dautovic et al., 2021) e a 800 milhões de euros em Portugal. Isto não exclui a possibilidade de os bancos virem, num futuro próximo, a distribuir um montante de dividendos que possa compensar as retenções efetuadas. A evidência microeconómica aponta para que, em média, os bancos que seguiram as recomendações reduziram menos a concessão de crédito e aumentaram mais as provisões do que bancos que não foram afetados pelas recomendações (Dautovic et al., 2021 e Martínez and Vegas, 2021).

É fundamental prosseguir o reforço do enquadramento regulamentar com o objetivo de assegurar a resiliência do sistema financeiro no médio e longo prazo. Este processo de reforço passa por, entre outros aspetos: (i) completar a implementação das reformas presentes no acordo de Basileia III; (ii) rever o enquadramento macroprudencial; e (iii) reforçar as medidas dirigidas ao setor financeiro não bancário.

A Comissão Europeia publicou uma proposta de revisão da regulação bancária composta por três pilares. O objetivo deste pacote legislativo é o de finalizar a implementação na UE das reformas dos padrões do Comité de Basileia de Supervisão Bancária (BCBS) – *Basel III reforms 2017-2020*, vertidas na proposta mais extensa de revisão do *Capital Requirements Regulation* (CRR). Adicionalmente, visa-se reforçar o quadro de supervisão aplicável às instituições de crédito, bem como em diversas vertentes da gestão de riscos e governo interno, incrementando a sua harmonização na UE, através de propostas de revisão da CRD. A situação pandémica levou o BCBS a adiar, por um ano, a adoção das revisões finais ao acordo de Basileia III (Basel Committee on Banking Supervision, 2017) para 1 de janeiro de 2023. Dada a importância de robustecer o quadro regulamentar para reforçar a resiliência do sistema bancário, o Banco de Portugal associou-se a outros bancos centrais e autoridades de supervisão da União Europeia com o objetivo de enfatizar a importância da implementação plena, atempada e consistente do último conjunto de reformas de Basileia III.

Está em curso uma revisão do enquadramento legal europeu da política macroprudencial, que visa reforçar a sua eficácia, eficiência e transparência. A Comissão Europeia deve proceder a uma proposta de revisão das regras macroprudenciais presentes na *Capital Requirements Regulation* (CRR) e na *Capital Requirements Directive* (CRD), apresentando uma proposta legislativa ao Conselho e ao Parlamento Europeu até dezembro de 2022. No contexto desta revisão macroprudencial, está em curso a fase de consulta da Comissão Europeia. A Comissão Europeia solicita aconselhamento em quatro áreas: (i) o desenho e funcionamento do quadro das reservas de fundos próprios; (ii) instrumentos em falta ou obsoletos; (iii) funcionamento do mercado interno; e (iv) riscos globais.

Uma fonte relevante de riscos globais em discussão na revisão macroprudencial, e em outros fóruns, são os Fundos de Mercado Monetário (FMM) que representam, a nível internacional, uma relevância significativa para o financiamento de curto prazo das instituições financeiras, SNF e governos. As unidades de participação (UP) nestes fundos são percecionadas pelo mercado como tendo um risco semelhante ao associado aos depósitos bancários. No entanto, a turbulência vivida nos mercados financeiros internacionais em março de 2020, resultante da pandemia de COVID-19, veio sublinhar vulnerabilidades estruturais dos FMM, em particular o elevado desfasamento de liquidez (*mismatch*). Neste contexto, várias instituições como o FSB, o CERS e a Autoridade

Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) têm vindo a debater medidas para mitigar os riscos identificados.

Referências

Dautovic, E., Marques, A., Reghezza, A., Rodriguez d'Acri, C., Martín, D. e N. Wildmann. (2021), "Evaluating the benefits of euro area dividend distribution recommendations on lending and provisioning", *Macprudential Bulletin*, Issue 13, European Central Bank, Frankfurt am Main

European Commission Directorate-General for Financial Stability, Financial Services, and Capital Markets Union (2021). "Review of the EU Macprudential Framework Call for advice", Ref. Ares (2021) 4439183 – 08/07/2021

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

Martínez Miera, D., e R. Vegas (2021). "Impact of the dividend distribution restriction on the flow of credit to non-financial corporations in Spain", Analytical Articles, *Economic Bulletin*, 1/2021, Banco de España.

2 Sistema bancário

A rentabilidade do ativo do sistema bancário aumentou para 0,44%, na primeira metade do ano, em linha com a área do euro, embora permaneça baixa. A evolução reflete a redução das imparidades para crédito associadas à pandemia e, em menor grau, a redução dos custos operacionais, perspetivando-se aumentos da eficiência operacional com a implementação de planos de reestruturação anunciados por algumas instituições. Não obstante, persistem desafios de rentabilidade: o ambiente de taxas de juros baixas, a incerteza sobre a materialização do risco de crédito, e a maior concorrência.

Apesar do dinamismo recente no crédito à habitação, o peso do setor imobiliário no balanço dos bancos continuou a reduzir-se no primeiro semestre de 2021. Em junho de 2021, cerca de 90% da carteira de empréstimos à habitação apresentava um rácio LTV igual ou inferior a 80%, permitindo ao setor bancário acomodar uma potencial queda dos preços do imobiliário residencial sem incorrer em perdas elevadas. No crédito a SNF, observou-se uma desaceleração reduzindo-se o diferencial de crescimento entre os setores mais e menos afetados pela pandemia. Contudo, o *stock* de empréstimos a SNF continuou a aumentar (taxa de variação anual de 4,3% em setembro de 2021) e os setores mais afetados pela pandemia aumentaram o seu peso na carteira de empréstimos a empresas para 28,2%, dos quais 9,9 pp no setor do alojamento e restauração.

O rácio de NPL continuou a trajetória descendente iniciada em junho de 2016. Os rácios de NPL bruto e líquido de imparidades situaram-se em 4,3% e 1,9% em junho de 2021, respetivamente. A redução deveu-se a vendas e abatimentos de créditos, mas também ao aumento das disponibilidades em bancos centrais e instituições de crédito (efeito denominador). A redução do rácio de NPL líquido de imparidades foi também explicada pelo aumento do rácio de cobertura de NPL por imparidades (para 55,5%), que foi particularmente notório em setores mais afetados pela pandemia (para 87,4%).

No final do primeiro semestre de 2021, observaram-se, contudo, alguns sinais de deterioração na qualidade do crédito para alguns dos mutuários que beneficiaram da moratória e para as empresas de setores mais afetados. Em junho de 2021, os empréstimos ao setor privado não financeiro sob o regime de moratória (15,9% em base consolidada) e com moratória expirada (5,3%) registaram aumentos dos rácios de NPL, de empréstimos em *stage 2* e de empréstimos reestruturados. Por seu turno, os rácios de cobertura por imparidades para os empréstimos em moratória e com moratória expirada aumentaram, refletindo o risco acrescido associado a estes empréstimos percecionado pelos bancos. A informação preliminar relativa a outubro de 2021, para as principais instituições, não sugere uma deterioração significativa da qualidade dos empréstimos que beneficiaram de moratória. A monitorização do risco de crédito requer uma abordagem proativa por parte dos bancos na definição de soluções de recuperação dos mutuários viáveis e, nas situações de não viabilidade, o reconhecimento atempado das perdas.

A liquidez estrutural do sistema, medida pelo rácio de transformação, manteve a tendência de aumento. Os depósitos de clientes aumentaram no primeiro semestre, mantendo-se em máximos da série (67,8% do ativo em junho de 2021). O financiamento junto de bancos centrais atingiu, em junho, 9,3% do ativo, 1,5 pp acima do registado em dezembro de 2020. A evolução foi transversal em Portugal e na área do euro, no contexto da política monetária de suporte à liquidez do sistema bancário. O rácio de cobertura de liquidez manteve a tendência de aumento evidenciada nos últimos anos, em resultado do aumento das reservas em bancos centrais. No âmbito dos planos de financiamento para cumprimento dos requisitos de MREL, a maioria das principais instituições do sistema bancário português emitiu instrumentos elegíveis para MREL no decurso de 2021, totalizando cerca de 3,5 mil milhões de euros.

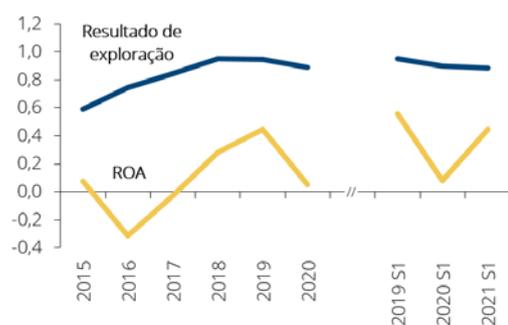
A solvabilidade estabilizou no primeiro semestre de 2021, fixando-se o rácio de fundos próprios totais em 17,8% e o rácio CET 1 em 15,3%. Atendendo ao fim das recomendações das autoridades de

supervisão para a não distribuição de resultados a setembro de 2021, a distribuição de dividendos deve ser feita com prudência, refletindo os desafios enfrentados pelo setor bancário.

2.1 Rendibilidade

No primeiro semestre de 2021, a rendibilidade do ativo (ROA) aumentou 0,37 pp face ao período homólogo, para 0,44% (Gráfico I.2.1). Para esta evolução contribuiu, por um lado, o aumento dos resultados de operações financeiras, em 0,30 pp, fruto da dissipação do efeito do registo de perdas com instrumentos de capital e derivados no primeiro semestre de 2020. Por outro lado, a diminuição do custo com provisões e imparidades, em 0,19 pp, em resultado da diminuição do fluxo de imparidades para crédito (Quadro I.2.1). A dispersão do ROA entre instituições diminuiu: o percentil 5 da distribuição do ROA ponderada pelo ativo foi de -0,34%, que compara com -2,43% do período homólogo de 2020. O número de bancos com ROA negativo diminuiu, em termos homólogos, de 26 para 22 no primeiro semestre de 2021. A rendibilidade do capital próprio (ROE) aumentou 4,3 pp, face ao período homólogo, para 5,2%.

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



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

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

	2019	2020	2019 S1	2020 S1	2021 S1
Margem financeira	1,64	1,52	1,64	1,55	1,44
Comissões líquidas	0,76	0,70	0,74	0,69	0,68
Resultados op. Fin.	0,05	0,03	0,11	-0,05	0,25
Custos operacionais	-1,46	-1,33	-1,43	-1,34	-1,23
Provisões e imp. líquidas	-0,38	-0,84	-0,36	-0,68	-0,49
d.q. Imp. para crédito	-0,33	-0,61	-0,26	-0,57	-0,20
Outros resultados	-0,17	-0,03	-0,14	-0,09	-0,20
ROA	0,45	0,05	0,55	0,08	0,44
Resultado de exploração	0,94	0,89	0,95	0,90	0,88

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

O ROA situa-se 0,11 pp abaixo do primeiro semestre de 2019, o que reflete principalmente a diminuição do resultado de exploração para 0,88% do ativo. A evolução desta componente foi ditada pela diminuição da margem financeira e das comissões e atenuada por uma queda dos custos operacionais.

Em percentagem do ativo médio, a margem financeira diminuiu face aos semestres homólogos de 2020 e 2019 (Quadro I.2.2). A redução, face ao primeiro semestre de 2019, deveu-se à diminuição dos juros de empréstimos, em particular dos do setor privado não financeiro (SPNF), e de títulos de dívida, em especial dos de dívida pública, tendo sido atenuada pela redução dos juros de depósitos. Esta evolução resultou principalmente de reduções das taxas de juro implícitas (efeito preço), maiores em ativos do que em passivos. Os juros pagos ao SPNF pelos depósitos representavam 0,07% do ativo, enquanto o peso destes depósitos se cifrou em mais de 60% do ativo.

Na atividade doméstica, o diferencial entre a taxa de juro de empréstimos e de depósitos nas novas operações com o SPNF prosseguiu a trajetória decrescente, convergindo para o diferencial dos saldos, em 2020 e no primeiro semestre de 2021. A diminuição do diferencial nas novas operações no primeiro semestre de 2020 e de 2021 foi transversal a SNF e particulares. Em ambos os casos, as descidas das taxas de juro do mercado interbancário neste período contribuíram para a

diminuição da taxa de juro dos novos empréstimos. No caso das SNF, acresce o impacto das linhas de crédito garantidas pelo Estado com taxas de juro mais baixa (Secção 2.2). Relativamente aos particulares, o peso dos empréstimos para consumo e outros fins reduziu-se, o que também contribuiu para uma redução do diferencial, uma vez que estes empréstimos se caracterizam por taxas de juro mais altas.

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

	2019	2020	2019 S1	2020 S1	2021 S1
Total	1,64	1,52	1,64	1,55	1,44
Derivados	0,04	0,02	0,04	0,03	0,00
Títulos de dívida	0,36	0,30	0,38	0,32	0,26
Empréstimos	1,64	1,44	1,63	1,50	1,30
d.q. SNF	0,68	0,60	0,67	0,62	0,56
d.q. Particulares	0,82	0,73	0,81	0,76	0,66
Outros ativos	0,02	0,00	0,02	0,01	0,00
Depósitos	-0,27	-0,12	-0,29	-0,19	-0,02
Títulos emitidos	-0,09	-0,08	-0,09	-0,08	-0,07
Outros passivos	-0,06	-0,04	-0,06	-0,04	-0,04

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

O sistema bancário português é mais sensível a uma subida das taxas de juro do mercado interbancário. Comparativamente com a área do euro, o sistema bancário português apresenta um maior peso dos empréstimos com taxa variável. Desde 2003, em média, cerca de 90% dos novos empréstimos ao SPNF tinham taxa variável, o que compara com 71% na área do euro. Esta diferença é maior nos empréstimos à habitação, 87% versus 32%.

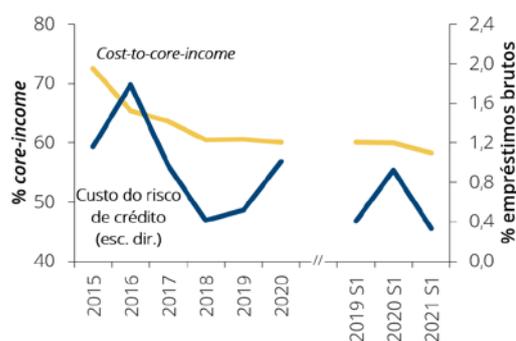
Depois de uma estabilização no primeiro semestre de 2020 face ao período homólogo, no primeiro semestre de 2021 o rácio *cost-to-core-income* diminuiu para 58,3% (-1,8 pp face a 2019 S1) (Gráfico I.2.2). A melhoria reflete a redução dos custos operacionais (contributo de -3,8 pp), atenuada pela diminuição da margem financeira e das comissões (contributo de +2,0 pp). Contudo, a redução dos custos operacionais não deverá pôr em causa o financiamento das atividades para o controlo de branqueamento de capitais, para a prevenção do financiamento do terrorismo e para a cibersegurança.

Apesar da diminuição do fluxo de provisões e imparidades no primeiro semestre de 2021, este foi ainda superior ao observado no primeiro semestre de 2019, embora com uma composição diferente. Por um lado, as provisões aumentaram devido a um processo de otimização da rede de agências e investimentos em processos, digitalização e tecnologia por parte de uma instituição e ao registo de potenciais perdas relativas a riscos legais por parte de outra. Por outro, diminuiu o fluxo de imparidades de ativos financeiros para valores inferiores ao observado pré-pandemia (0,26%) e de ativos não financeiros para próximo de zero.

As instituições devem garantir que, em cada momento, o registo de imparidade é o adequado para fazer face às perspetivas de materialização de riscos, devendo adequá-lo à incerteza sobre as perdas na sequência da pandemia. No primeiro semestre de 2021, o custo do risco de crédito diminuiu 0,59 pp em termos homólogos, para 0,33% (Gráfico I.2.2), situando-se abaixo do primeiro semestre de 2019, em linha com os pares europeus. Esta evolução deveu-se, essencialmente, à redução de imparidades para crédito, após um aumento significativo no primeiro semestre de 2020.

A rentabilidade do sistema bancário encontrava-se em linha com a área do euro (Quadro I.2.3). No entanto, a composição é diferente. O sistema bancário português apresenta, por um lado, um maior contributo da margem financeira e, por outro lado, mais provisões e imparidades. As comissões líquidas e os custos operacionais encontram-se em linha com a média da área do euro.

Gráfico I.2.2 • Cost-to-core-income e custo do risco de crédito



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

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

	PT		AE	
	2020 S1	2021 S1	2020 S1	2021 S1
Margem financeira	1,55	1,44	1,15	1,06
Comissões líquidas	0,69	0,68	0,62	0,65
Resultados op. fin.	-0,05	0,25	0,11	0,17
Custos operacionais	-1,34	-1,23	-1,26	-1,21
Provisões e imp. líquidas	-0,68	-0,49	-0,54	-0,20
Outros resultados	-0,09	-0,20	-0,04	-0,01
ROA	0,08	0,44	0,04	0,46
Resultado de exploração	0,90	0,88	0,51	0,50

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

2.2 Critérios de concessão de crédito

Em junho de 2021 a carteira de empréstimos a clientes (líquida de imparidades) registou um aumento de 3,3% face ao período homólogo. Os empréstimos a SNF contribuíram 1,8 pp e os a particulares 1,2 pp. Verificou-se um aumento dos empréstimos produtivos (4,0%) e a continuação da redução dos empréstimos não produtivos (-18,9%). No mesmo período, a exposição a títulos de dívida emitidos por SNF diminuiu 7,8%. A atividade doméstica foi a que mais contribuiu para a evolução dos empréstimos e dos títulos, representando 70% do total das exposições.

A taxa de variação anual do *stock* de empréstimos bancários a particulares fixou-se em 3,5% em setembro de 2021, refletindo o aumento dos empréstimos ao consumo e à habitação (Quadro I.2.4). Depois da redução dos empréstimos ao consumo registada em 2020 e início de 2021, a partir de fevereiro de 2021 ocorreu uma inversão, tendo o crescimento atingido 1,6% em setembro.

No *stock* de empréstimos à habitação observou-se uma trajetória de aceleração ao longo de 2020 e 2021, com a taxa de variação anual a fixar-se em 4,1% em setembro de 2021. Estima-se que fosse cerca de 0,3 pp inferior se o impacto das moratórias fosse excluído. A taxa de variação anual (não ajustada de cedências de crédito) do *stock* de empréstimos para habitação era inferior à da área do euro em setembro de 2021 (4,3% e 5,5%, respetivamente). Contrariamente ao observado noutros países da área do euro, o crescimento dos preços da habitação não tinha, até agora, sido acompanhado por um forte dinamismo da concessão de crédito. No entanto, em relação a dezembro de 2019, o diferencial da taxa de crescimento do *stock* de empréstimos à habitação entre Portugal e a área do euro reduziu-se. Esta evolução deveu-se a uma maior aceleração em Portugal (em dezembro de 2019, as taxas de variação anual foram de 1,0% e 3,9%, respetivamente).

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

	dez. 15	dez. 16	dez. 17	dez. 18	dez. 19	dez. 20	mar. 21	jun. 21	set. 21
Total	-2,4	-1,7	-0,3	0,8	1,1	1,6	1,9	3,0	3,5
Habituação	-3,1	-2,8	-1,7	-0,6	0,1	2,0	2,7	3,4	4,1
Consumo	3,3	9,2	10,7	11,0	8,2	0,6	-1,1	1,5	1,6

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. Empréstimos concedidos por instituições financeiras monetárias residentes em Portugal a residentes na área do euro. Atividade em base individual.

Os novos empréstimos para aquisição de habitação continuaram a aumentar nos primeiros nove meses de 2021. A taxa de variação homóloga foi de 37,8% e de 47,3% em relação a 2019. Na área do euro, o aumento das novas operações foi de 9,5% e 19,5%, respetivamente. A taxa de juro média nos novos empréstimos à habitação, 0,8%, é 0,2 pp inferior à registada em 2020. A Taxa Anual de Encargos Efetiva Global (TAEG), que inclui outros encargos além dos juros, com destaque para os seguros, tem vindo a reduzir-se desde 2012. Nos primeiros nove meses de 2021 reduziu-se 1 pp face ao final de 2020, fixando-se em 2%, 0,4 pp acima da média área do euro.

Nos primeiros nove meses de 2021 os novos empréstimo ao consumo cresceram 9,0% em termos homólogos. Contudo, registou-se uma redução deste segmento, de 14,1%, face ao mesmo período de 2019. A taxa de juro destes empréstimos reduziu-se e a TAEG manteve-se inalterada nos primeiros nove meses do ano, face ao final de 2020, fixando-se em 6,5% e 8,6%, respetivamente (5,2% e 5,8% na área do euro).

Nos primeiros três trimestres de 2021, os critérios de concessão de crédito a particulares permaneceram praticamente inalterados, de acordo com o *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito (BLS)*. Enquanto no primeiro trimestre apenas se observou uma maior restritividade no crédito ao consumo e outros fins, originada por uma maior perceção de riscos associados à situação económica, no segundo trimestre observou-se uma ligeira redução dos *spreads* em empréstimos para habitação, refletindo uma menor perceção de riscos e pressões concorrenciais. No inquérito de outubro de 2021 os bancos antecipam a manutenção dos critérios de concessão de crédito para o quarto trimestre de 2021. Desde a entrada em vigor da Recomendação macroprudencial do Banco de Portugal, o perfil de risco dos mutuários associado aos novos empréstimos concedidos a particulares tem melhorado (Secção 1.4).

O *stock* de empréstimos bancários concedidos a SNF tem aumentado desde o início da crise pandémica, mas observa-se um abrandamento desde o primeiro trimestre de 2021. Em setembro de 2021, a taxa de variação anual fixou-se em 4,3%, destacando-se, em termos setoriais, o aumento do *stock* de empréstimos bancários nos setores da indústria e do alojamento, restauração e comércio e, por dimensão, o das PME (Quadro I.2.5). Em comparação com os países da área do euro, Portugal tem a terceira taxa de variação anual (não ajustada de cedências de crédito) mais elevada, o que poderá estar associado aos valores mais elevados de crédito em moratória, resultando numa redução das amortizações.

Quadro I.2.5 • Taxa de variação anual dos empréstimos bancários concedidos a SNF – atividade doméstica | Em percentagem

	dez. 15	dez. 16	dez. 17	dez. 18	dez. 19	dez. 20	mar. 21	jun. 21	set. 21
Total	-1,5	-2,2	-0,8	0,8	-0,3	7,8	9,3	5,6	4,3
Indústria	0,7	0,7	2,1	1,7	2,8	10,4	15,7	10,3	8,7
Construção e at. imobiliárias	-5,1	-5,4	0,7	2,4	-0,8	5,3	5,7	3,2	2,5
Alojamento, rest. e comércio	1,6	2,4	2,9	-1,3	3,4	14,2	14,3	7,7	6,7
PME	-3,0	-2,1	0,6	2,6	2,8	11,6	12,6	7,9	6,4
Grandes empresas	0,3	-2,7	-6,8	-4,3	-10,2	-6,0	-2,3	-3,1	-3,1

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. Inclui títulos de dívida detidos por bancos. Empréstimos concedidos por instituições financeiras monetárias residentes em Portugal a residentes na área do euro. Atividade em base individual. Indústria inclui as “indústrias transformadoras” e as “indústrias extrativas”; Alojamento, rest. e comércio corresponde aos setores “alojamento, restauração e similares” e “comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos”.

O *stock* de empréstimos a empresas que recorreram a medidas de apoio ao financiamento aumentou em setembro de 2021, mas observou-se uma desaceleração face a dezembro de 2020. Estas empresas contribuíram positivamente para o crescimento do *stock* de empréstimos, enquanto as empresas que não recorreram a estas medidas contribuíram negativamente. Destacaram-se, pelo maior crescimento do *stock*, as empresas que apenas recorreram a linhas de crédito com garantia pública, e, em sentido contrário, as que apenas recorreram à moratória (Quadro I.2.6).

O *stock* de empréstimos aumentou quer para os setores mais afetados quer para os menos afetados pela crise pandémica. A taxa de variação homóloga do *stock* de empréstimos a empresas de setores mais afetados foi superior à observada para os restantes setores (8,0% e 0,4%, respetivamente). Contudo, desde março de 2021 que se observa uma redução do diferencial entre as taxas de crescimento do *stock* de empréstimos entre os setores mais e menos afetados. Em ambos os casos, observa-se uma desaceleração do *stock* de empréstimos desde março de 2021 (Gráfico I.2.3). Este diferencial terá ficado a dever-se essencialmente ao crédito concedido ao abrigo das linhas garantidas pelo Estado.

Quadro I.2.6 • Taxa de variação homóloga do *stock* de empréstimos de instituições de crédito a SNF | Em percentagem

	Dezembro 2020			Setembro 2021		
	Total	PME	Grandes e sedes sociais	Total	PME	Grandes e sedes sociais
Total	5,9	9,4	-7,6	2,5	3,4	-1,9
Empresas que recorreram a medidas de apoio ao financiamento:						
Linhas de crédito com garantia pública	42,5	51,3	1,7	19,4	21,0	9,8
Moratória	-3,2	1,0	-13,9	-3,1	-2,7	-4,1
Linhas de crédito com garantia pública e moratória	19,4	25,0	0,0	7,5	8,3	3,6
Total	12,5	18,8	-6,9	5,4	6,6	0,7
Empresas que não recorreram a medidas de apoio ao financiamento:						
	-6,1	-5,6	-9,9	-3,8	-2,8	-10,5

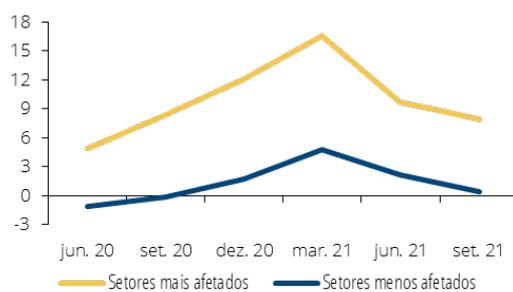
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Informação da Central de Responsabilidades de Crédito (CRC). As taxas de variação homólogas são calculadas com base nos saldos em fim de mês, não sendo realizados quaisquer ajustamentos relativos a vendas, reclassificações, abatimentos ao ativo ou reavaliações cambiais e de preço. O recurso a medidas de apoio foi avaliado no período entre março de 2020 e setembro de 2021, bastando ter medidas de apoio ao financiamento num dos meses deste período para que uma empresa se encontre classificada no ramo de empresas que recorreram a medidas.

Os novos empréstimos bancários a SNF reduziram-se nos primeiros nove meses de 2021, após um período de aumento mais intenso da concessão de empréstimos. A redução da taxa de variação homóloga face a 2020 foi de -26% (-5% face a igual período de 2019). Tanto os setores mais afetados como os menos afetados pela crise pandémica contribuíram para a redução observada. O peso dos setores afetados no total de novos empréstimos reduziu-se de 26% em 2020 para 24% nos primeiros nove meses de 2021. No que respeita a novos empréstimos ao abrigo de linhas com garantia pública, tem-se observado uma redução no total de novos empréstimos, fixando-se em 10% nos primeiros nove meses de 2021 (34% em igual período de 2020).

À semelhança do observado na área do euro, a taxa de juro média dos novos empréstimos a SNF manteve-se constante nos primeiros nove meses do ano, face ao verificado em igual período de 2020. O diferencial face à média da área do euro manteve-se em 0,8 pp. As linhas de crédito com garantia pública contratadas nos primeiros nove meses de 2021 apresentavam uma taxa de juro média de 1,3%, o que compara com 2,0% nos novos empréstimos sem garantia. A redução do peso das novas operações com garantia contribuiu para um aumento da taxa de juro. Contudo, a redução da taxa para os novos empréstimos sem garantia compensou este efeito. A diminuição das taxas de juro de mercado interbancário terá contribuído para esta redução.

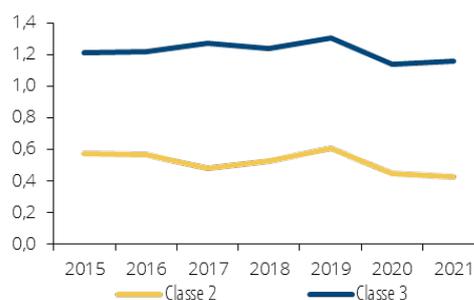
Nos primeiros nove meses de 2021, e face ao ano anterior, a diferenciação de *spreads* dos novos empréstimos a SNF concedidos pelos sete maiores grupos bancários aumentou ligeiramente para a classe de maior risco. Estima-se que o prémio de risco da classe 2, com probabilidade de incumprimento entre 1% e 5%, face à classe 1, com menos de 1% de probabilidade de incumprimento, tenha diminuído 2 pb face a 2020. Esta evolução encontra-se, em parte, associada à redução dos *spreads* dos empréstimos com garantia pública, mais relevantes em empresas classificadas na classe de risco 2. Este fator foi, também, o que contribuiu para a redução da diferenciação observada em 2020. Contudo, em 2021, a diferenciação aumentou 2 pb na classe de maior risco (com probabilidade de incumprimento superior a 5%), fixando-se em 1,2 pp (Gráfico I.2.4).

Gráfico I.2.3 • Taxa de variação homóloga do stock de empréstimos a SNF – atividade doméstica | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Esta análise baseia-se nos dados da Central de Responsabilidades de Crédito (CRC). As taxas de variação homólogas são calculadas com base nos saldos em fim de mês, não sendo realizados quaisquer ajustamentos relativos a vendas, reclassificações, abatimentos ao ativo ou reavaliações cambiais e de preço. São considerados como setores mais afetados os que constam no Decreto-Lei n.º 22-C/2021 e os setores elegíveis para a linha de apoio à recuperação económica - programa Retomar (ver documento de divulgação da linha Retomar no [site](#) do Banco Português de Fomento).

Gráfico I.2.4 • Prémio de risco das classes de risco de crédito vis-à-vis a classe de menor risco – Novas operações | Em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A atribuição de classe 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 e dos sete maiores grupos bancários. 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%.

O peso da classe de menor risco nos novos empréstimos a SNF foi semelhante ao registado em 2019, mas inferior ao observado em 2020, evolução que teve como contrapartida um maior peso da classe de risco intermédio. No *stock* de empréstimos a SNF também se observou a mesma tendência. No seu conjunto, as duas classes de maior risco continuam a ter, no *stock*, uma maior preponderância, a qual resulta de uma maior concessão, no passado, de empréstimos a classes de risco intermédio ou elevado (Quadro I.2.7). Nos setores mais afetados, reduziu-se o peso da classe de menor risco no *stock* de empréstimos e nas novas operações, apresentando um valor inferior à média das empresas. Por sua vez, a classe de maior risco aumentou e situou-se acima da média das empresas (26% e 21% do *stock*, respetivamente). O aumento da representatividade das classes de maior risco no *stock* de empréstimos aos setores mais afetados deveu-se, principalmente, a uma reclassificação do risco de parte da carteira, de classe de risco 1 em 2020 para as classes de maior risco em 2021. Destaca-se, maioritariamente, o contributo do setor do alojamento e restauração.

De acordo com o BLS, os critérios de concessão de crédito a empresas tornaram-se ligeiramente mais restritivos nos dois primeiros trimestres de 2021. O principal fator identificado foi o aumento dos riscos associados à situação e perspetivas de setores e empresas específicos. O aumento da restritividade traduziu-se na generalidade dos termos e condições, com exceção dos *spreads* de empréstimos com risco médio. Os critérios de concessão mantiveram-se inalterados no terceiro trimestre de 2021, tendo os bancos a expectativa de que o mesmo se verifique no quarto trimestre.

Quadro I.2.7 • Empréstimos a SNF por classe de risco | Em percentagem

			Classe 1 (menor risco)	Classe 2	Classe 3 (maior risco)
Total	Novas operações	2019 T1-T3	48,7	36,2	15,1
		2020 T1-T3	53,2	32,9	13,9
		2021 T1-T3	50,3	36,4	13,3
	Saldo	set.19	36,5	38,4	25,1
		set.20	40,1	37,6	22,3
		set.21	37,5	41,5	21,0
Setores mais afetados	Novas operações	2019 T1-T3	49,9	35,8	14,3
		2020 T1-T3	52,7	30,8	16,4
		2021 T1-T3	44,3	38,6	17,2
	Saldo	set.19	41,6	41,1	17,3
		set.20	43,6	36,2	20,2
		set.21	28,7	45,0	26,3

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A atribuição de classe 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. Os setores mais afetados seguem a definição da nota ao Gráfico I.2.3.

2.3 Qualidade dos ativos

Em junho de 2021, os empréstimos não produtivos continuaram a reduzir-se. O rácio de NPL bruto diminuiu 0,6 pp face ao final de 2020, para 4,3% (Quadro I.2.8). O contributo do aumento do denominador, por via das disponibilidades em bancos centrais e instituições de crédito e dos

empréstimos produtivos, foi idêntico ao associado à redução dos empréstimos não produtivos por via das vendas e dos abatimentos ao ativo (Quadro I.2.9). A diminuição dos empréstimos não produtivos deveu-se essencialmente à redução dos empréstimos vencidos há mais de 90 dias. A amplitude entre os percentis 5 e 95 do rácio de NPL bruto manteve a trajetória descendente, o que é consistente com reduções mais expressivas nas instituições onde o rácio era mais elevado. O diferencial entre o indicador para Portugal e a mediana do rácio na área do euro manteve o movimento decrescente, ainda que mais contido face ao observado nos últimos anos, o que resulta da convergência observada no período, de cerca de 10 pp em dezembro de 2017, para 2 pp em junho de 2021.

O rácio de NPL bruto dos particulares para habitação diminuiu 0,2 pp face ao final de 2020, situando-se em 1,7% em junho de 2021. Nos empréstimos ao consumo e outros fins o rácio também se reduziu, situando-se em 8,1%. No mesmo período, o rácio de NPL bruto das SNF diminuiu 1,0 pp face a dezembro de 2020, situando-se em 8,7%. O principal contributo para a redução foram as vendas de NPL. Pelo contrário, os novos NPL, líquidos de curas, aumentaram, seguindo a tendência iniciada em 2020.

Quadro I.2.8 • Rácio de NPL bruto
| Em percentagem

	dez. 17	dez. 18	dez. 19	dez. 20	jun. 21
Rácio de NPL bruto total ^(a)	13,3	9,4	6,2	4,9	4,3
Percentil 5 ^(b)	6,2	3,3	2,4	2,1	1,8
Percentil 95 ^(b)	27,9	22,6	11,8	9,4	7,7
Setor privado não financeiro	14,6	10,5	7,0	5,8	5,3
Sociedades não financeiras	25,2	18,5	12,3	9,7	8,7
Setores mais afetados ^(c)	25,8	18,8	14,6	11,6	11,2
Particulares	7,1	5,1	3,7	3,4	3,1
Habitação	5,7	3,8	2,4	2,0	1,7
Consumo e outros fins	13,1	10,5	8,2	8,5	8,1
Mediana da área do euro	3,5	3,1	2,9	2,5	2,3

Quadro I.2.9 • Rácio de NPL bruto –
contributos para a variação

	Total	SNF	Particulares
Rácio de NPL bruto, dez. 2020 (%)	4,9	9,7	3,4
Abatidos ao ativo (pp)	-0,16	-0,33	-0,12
Vendas de NPL (pp)	-0,17	-0,40	-0,04
Novos NPL, líq. de curas (pp)	0,03	0,12	-0,03
Outros efeitos denominador (pp)	-0,31	-0,34	-0,06
Rácio de NPL bruto, jun. 2021 (%)	4,3	8,7	3,1

Fontes: Banco Central Europeu (*Consolidated Banking Data*) e Banco de Portugal. | Notas: (a) Corresponde ao rácio entre o valor bruto dos NPL e o valor total bruto dos empréstimos. Inclui os empréstimos e disponibilidades em bancos centrais e instituições de crédito, e os empréstimos às administrações públicas, outras sociedades financeiras, sociedades não financeiras e particulares. (b) Os percentis foram obtidos através da distribuição ponderada pelo ativo do rácio de NPL bruto. (c) Os setores mais afetados correspondem às secções do CAE (H, I, M, N, P, Q, R e S) em que o *stock* de empréstimos concedido aos setores identificados no Decreto-Lei n.º 22-C/2021 e aos elegíveis para a linha de apoio à recuperação económica (programa Retomar), representa, pelo menos, cerca de 50% do total de exposição da respetiva secção.

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

O rácio de NPL das empresas dos setores mais afetados pela pandemia cifrou-se em 11,2% em junho de 2021, diminuindo 0,4 pp face a dezembro de 2020. No entanto, em quatro dos setores, que representam 12,7% do total de empréstimos a SNF, registaram-se aumentos no rácio de NPL bruto. Os setores que registaram maiores aumentos foram os do alojamento, restauração e similares (8,2% dos empréstimos a SNF) e o das atividades artísticas, de espetáculos, desportivas e recreativas (1,3% dos empréstimos a SNF), com rácios de NPL brutos de 12,0% (+1,9 pp) e 34,2% (+1,4 pp), respetivamente.

Em junho de 2021, o rácio de cobertura de NPL por imparidades do sistema bancário aumentou 0,5 pp face ao final de 2020, para 55,5%, situando-se 14,1 pp acima da mediana da área do euro (Quadro I.2.10). Nos empréstimos a SNF, o rácio aumentou 0,4 pp, para 56,9%. Contudo, os setores mais afetados pela pandemia registaram um aumento de 7,3 pp, para 87,4%. Nos empréstimos a

particulares para habitação, o rácio de cobertura aumentou 3,9 pp face a dezembro de 2020, situando-se em 34,4%, refletindo a redução de NPL em balanço e o aumento das imparidades. O rácio de cobertura dos empréstimos ao consumo e outros fins diminuiu 2,3 pp, para 64,1%.

De forma consistente, o rácio de NPL líquido de imparidades diminuiu 0,3 pp face ao final de 2020, situando-se em 1,9%. A diminuição foi observada nos empréstimos às SNF e a particulares para habitação, situando-se em 3,8% (-0,4 pp) e 1,1% (-0,2 pp), respetivamente. Nos empréstimos ao consumo e outros fins, o rácio de NPL líquido aumentou 0,1 pp, para 2,9%. A diminuição do indicador para o sistema bancário português foi idêntica à da mediana da área do euro.

Quadro I.2.10 • Rácio de cobertura de NPL por imparidades | Em percentagem

	dez. 17	dez. 18	dez. 19	dez. 20	jun. 21
Rácio de cobertura de NPL ^(a)	49,4	52,0	51,5	55,0	55,5
Sociedades não financeiras	53,9	56,5	56,5	56,5	56,9
Setores mais afetados ^(b)	58,3	63,0	70,3	80,1	87,4
Particulares	37,1	40,7	42,3	50,4	51,2
Habitação	22,8	27,1	26,3	30,6	34,4
Consumo e outros fins	62,6	59,8	58,8	66,4	64,1
Mediana da área do euro	42,5	43,7	43,2	43,0	41,4
<i>Por memória:</i>					
Rácio de NPL líquido de imparidades ^(c)	6,7	4,5	3,0	2,2	1,9
Mediana da área do euro	2,1	1,9	1,4	1,5	1,2

Fontes: Banco Central Europeu (*Consolidated Banking Data*) e Banco de Portugal. | Notas: (a) Corresponde ao rácio entre as imparidades acumuladas em NPL e o valor bruto dos NPL. (b) Os setores mais afetados correspondem às secções do CAE (H, I, M, N, P, Q, R e S) em que o *stock* de empréstimos concedido aos setores identificados no Decreto-Lei n.º 22-C/2021 e aos elegíveis para a linha de apoio à recuperação económica (programa Retomar), representa, pelo menos, cerca de 50% do total de exposição da respetiva secção. (c) Corresponde ao rácio entre o valor dos empréstimos não produtivos (NPL) líquidos de imparidade e o valor total bruto dos empréstimos.

Em junho de 2021, o rácio de empréstimos reestruturados situou-se em 4,1%, diminuindo 0,6 pp face a dezembro de 2020. No primeiro semestre de 2021, o montante de empréstimos reestruturados manteve a trajetória decrescente, após o ligeiro aumento registado no primeiro semestre de 2020. A diminuição dos empréstimos reestruturados foi de 5,9%, enquanto a componente não produtiva destes empréstimos registou uma redução superior, de 7,2%.

A proporção de empréstimos classificados em *stage 2*, que compreende os empréstimos para os quais se observou um aumento significativo do risco de crédito, no total de empréstimos, manteve-se estável face ao final de 2020. Em junho de 2021, os empréstimos nos *stages* 1, 2 e 3 representavam 84,2% (+0,9 pp), 10,9% (-0,2 pp) e 4,9% (-0,7 pp) do total, respetivamente. O montante bruto de empréstimos em *stage 2* manteve-se ao nível do final de 2020, tendo a diminuição de 4,3% no segmento dos particulares sido compensada pelo aumento de 2,4% nas SNF.

Em junho de 2021 os empréstimos ao SPNF sob o regime de moratória representavam 15,9% em base consolidada. No mesmo período, e na mesma base, a percentagem de empréstimos em moratória a SNF e particulares cifrou-se em 26,2% e 9,4%, respetivamente. Neste último caso essencialmente empréstimos para habitação, em linha com o progressivo fim das moratórias privadas, a última a 30 de junho de 2021, que abrangiam uma significativa parte do crédito ao consumo e outros fins. Em agosto de 2021 e, na atividade doméstica, manteve-se uma fração considerável dos empréstimos em moratória nos diversos segmentos de SNF, em especial no setor do alojamento e restauração (54,9%), e, no caso dos particulares, para habitação (12,9%)

(Quadro I.2.11). A redução acentuada de outubro refletiu o término da moratória pública a 30 de setembro de 2021 para a maioria dos empréstimos. Os contratos de crédito ainda sob moratória pública neste período irão deixar de beneficiar desta medida até ao final do ano, dado que as adesões ocorridas no primeiro trimestre de 2021 poderão manter-se ao abrigo deste regime por um período máximo de nove meses.

Quadro I.2.11 • Empréstimos a SNF e particulares em moratória – atividade doméstica

Sociedades não financeiras	set. 20	dez. 20	mar. 21	jun. 21	ago. 21	out. 21
Em mil milhões de euros						
Total	25,2	24,8	24,3	22,3	21,5	2,7
Em % do total de empréstimos a SNF						
Total	34,0	33,7	32,6	29,5	28,5	3,6
Indústrias transformadoras	6,6	6,4	6,0	5,2	4,9	0,3
Construção e atividades imobiliárias	7,7	7,6	7,0	6,5	6,2	0,9
Comércio	4,7	4,5	4,3	3,8	3,7	0,3
Alojamento e restauração	4,9	5,2	5,6	5,6	5,4	0,9
Outros setores	10,2	9,9	9,7	8,4	8,3	1,2
PME	28,5	28,4	27,6	25,1	24,5	2,9
Grandes empresas	5,5	5,3	5,0	4,4	4,0	0,7
Em % do total de empréstimos a cada segmento						
Indústrias transformadoras	34,2	33,3	30,3	26,2	24,7	1,5
Construção e atividades imobiliárias	33,1	33,0	31,6	29,5	28,4	4,2
Comércio	26,5	24,8	24,3	21,7	20,9	1,7
Alojamento e restauração	57,2	57,2	58,9	56,0	54,9	9,7
PME	33,9	33,3	32,7	29,8	28,7	3,4
Particulares						
Em mil milhões de euros						
Total	21,1	20,1	17,1	14,4	14,1	0,4
Em % do total de empréstimos a particulares						
Total	17,1	16,2	13,7	11,5	11,1	0,3
Habituação	14,3	13,8	11,9	10,4	10,1	0,3
Consumo e outros fins	2,8	2,4	1,8	1,1	1,1	0,1
Em % do total de empréstimos a cada segmento						
Habituação	18,5	17,8	15,3	13,2	12,9	0,3
Consumo e outros fins	12,4	10,7	8,0	5,2	4,8	0,3

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Empréstimos na carteira das entidades do setor financeiro supervisionadas pelo Banco de Portugal. Atividade em base individual. O segmento de particulares inclui os empresários em nome individual e as instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias.

Em junho de 2021 a qualidade dos empréstimos em moratória apresentou alguns sinais de deterioração. O rácio de NPL bruto nos empréstimos em moratória situou-se em 8,3% (Quadro I.2.12), 4,1 pp acima do rácio de NPL bruto do total de empréstimos e 1,1 pp acima do registado em dezembro de 2020. Também os rácios de empréstimos reestruturados (9,2%) e de empréstimos em *stage 2* (27,3%), em percentagem dos empréstimos em moratória, surgem acima dos respetivos valores de dezembro de 2020. No mesmo período, ainda que de forma contida, aumentou o diferencial entre os empréstimos em moratória e o total de empréstimos nos rácios de NPL, de empréstimos reestruturados e de empréstimos em *stage 2*. O rácio de NPL bruto nos empréstimos em moratória de SNF situou-se em 11,5% em junho de 2021, 2,8 pp acima do rácio

para o total de empréstimos do segmento. Nos empréstimos em moratória de particulares para habitação e para consumo e outros fins, o rácio de NPL bruto cifrou-se em 2,2% e 11,8%, respetivamente, apresentando-se 0,4 pp e 3,7 pp acima dos respetivos rácios no total de empréstimos.

O rácio de cobertura de NPL por imparidades aumentou nos empréstimos sob moratória e nos empréstimos com moratória expirada em junho de 2021, refletindo o risco acrescido associado a estes empréstimos percecionado pelos bancos. O rácio de cobertura de NPL por imparidades nos empréstimos em moratória aumentou 2,6 pp face ao final de 2020, para 45,2% em junho de 2021. Nas SNF e particulares, o indicador situou-se em 47,3% (+1,9 pp) e 29,7% (+1,5 pp), respetivamente. Também nos empréstimos com moratória expirada houve um aumento do rácio de cobertura de NPL por imparidades, de 5,2 pp face a dezembro de 2020, situando-se em 39,9%.

Quadro I.2.12 • Empréstimos reestruturados e em *stage 2* | Em percentagem

	Total			SNF			Particulares		
	jun. 20	dez. 20	jun. 21	jun. 20	dez. 20	jun. 21	jun. 20	dez. 20	jun. 21
% dos empréstimos totais brutos:									
Rácio de empréstimos reestruturados	5,0	4,7	4,1	10,1	9,4	8,4	3,3	3,2	3,0
<i>dos quais:</i> em moratória ^(a)	1,1	1,2	1,1	2,6	3,1	3,2	0,6	0,6	0,3
Rácio de empréstimos <i>stage 2</i>	8,8	11,1	10,9	11,9	18,6	18,5	7,5	7,8	7,3
<i>dos quais:</i> em moratória ^(a)	2,7	3,7	3,3	5,1	8,1	8,2	2,1	2,5	1,9
% dos empréstimos em moratória ^(a) :	jun. 20	dez. 20	jun. 21	jun. 20	dez. 20	jun. 21	jun. 20	dez. 20	jun. 21
Rácio de empréstimos reestruturados	6,4	8,3	9,2	9,1	11,6	12,3	3,5	4,1	3,3
Rácio de empréstimos em <i>stage 2</i>	15,2	25,0	27,3	17,6	30,0	31,2	12,3	18,6	20,0
Rácio de NPL bruto	5,4	7,2	8,3	8,1	10,5	11,5	2,4	3,0	2,8

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: (a) A informação sobre empréstimos em moratória de junho de 2020 refere-se apenas às oito maiores instituições do sistema bancário.

Em junho de 2021, os indicadores de qualidade do ativo sugerem alguma deterioração dos empréstimos com moratória expirada, apesar da pouca expressão no total de empréstimos ao SPNF (5,3%). Uma significativa parte do crédito com moratória expirada diz respeito a particulares (67%). Neste segmento, o rácio de NPL bruto nos empréstimos com moratória expirada situou-se em 4,3%, 1,1 pp acima do rácio para o total de empréstimos. Nos empréstimos a particulares para habitação, o indicador cifrou-se em 3,3%, 1,6 pp acima do rácio para o total de empréstimos. Em sentido oposto, nos empréstimos ao consumo e outros fins, o indicador ficou 0,8 pp abaixo do registado para o total de empréstimos, cifrando-se em 7,3%. No mesmo período, os rácios de empréstimos reestruturados e de empréstimos em *stage 2*, em percentagem dos empréstimos totais com moratória expirada, situaram-se em 6,9% e 18,5%, respetivamente. A informação preliminar relativa a outubro de 2021, para as principais instituições, não sugere uma deterioração significativa da qualidade dos empréstimos que beneficiaram de moratória.

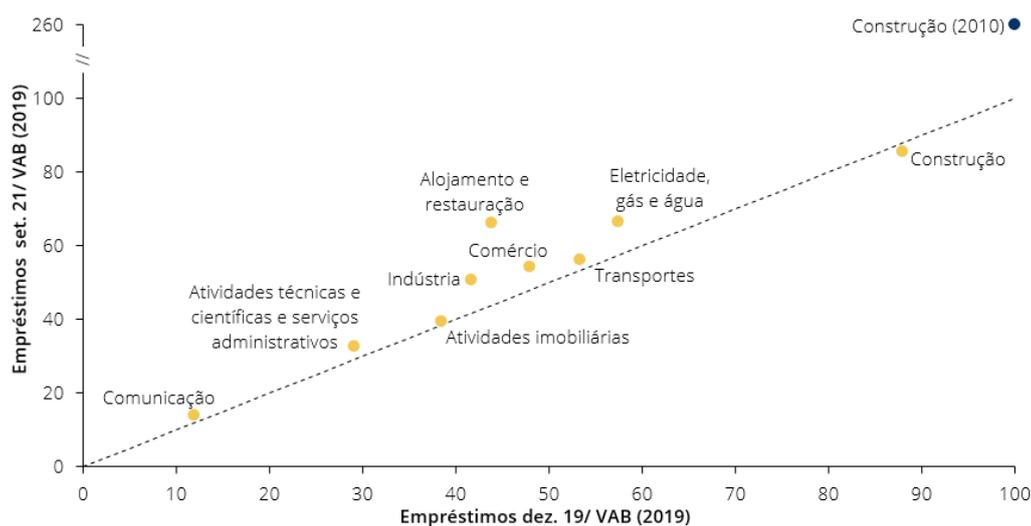
As medidas adotadas em resposta à crise pandémica, nomeadamente as moratórias e as linhas de crédito com garantia pública, permitiram mitigar a materialização do risco de crédito, embora permaneça alguma incerteza findo o período de moratórias. Apesar da evolução positiva dos vários indicadores quando analisada a carteira agregada dos bancos, os efeitos adversos da pandemia refletiram-se na deterioração da qualidade dos empréstimos para as empresas de alguns dos setores mais afetados, em particular para os mutuários que beneficiaram de moratória. Para estes casos, é fundamental a adoção de uma abordagem proativa e uma gestão eficiente do risco de

crédito, assente no reconhecimento atempado de perdas para situações de não viabilidade, e na definição de soluções que contribuam para uma recuperação dos mutuários viáveis.

2.4 Concentração de exposições

O impacto da pandemia na composição da carteira de crédito a empresas dos bancos portugueses reflete um aumento no peso da exposição a alguns dos setores de atividade mais afetados, com destaque para o setor do alojamento e restauração, que passou a representar cerca de 10% do total da carteira de empréstimos a empresas em setembro de 2021. As especificidades do negócio em cada setor de atividade podem justificar diferenças na intensidade de recurso a capitais alheios para o financiamento da atividade e, em particular, diferenças no recurso a empréstimos bancários por comparação com o contributo do setor para o VAB da economia. Este indicador aumentou em alguns setores face ao período pré-pandemia (Gráfico I.2.5). Ainda assim, em nenhum caso estamos perante situações semelhantes às que caracterizavam o setor da construção na crise financeira. Mesmo esse setor tem hoje uma intensidade de recurso a empréstimos bancários muito inferior.

Gráfico I.2.5 • Intensidade de recurso a empréstimos por setor de atividade | Em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e INE.

Apesar do dinamismo recente do crédito à habitação, no primeiro semestre de 2021 a exposição do sistema bancário português ao setor imobiliário em percentagem do ativo continuou a reduzir-se. Esta evolução reflete sobretudo o aumento do ativo total (5,7% no primeiro semestre de 2021). No primeiro semestre de 2021, o peso da exposição ao setor imobiliário reduziu-se 1,5 pp, para 34,5%. Para tal contribuíram a redução do peso dos empréstimos concedidos a particulares garantidos por imóveis e, em menor medida, do peso dos empréstimos concedidos a empresas dos setores da construção e das atividades imobiliárias (Quadro I.2.13).

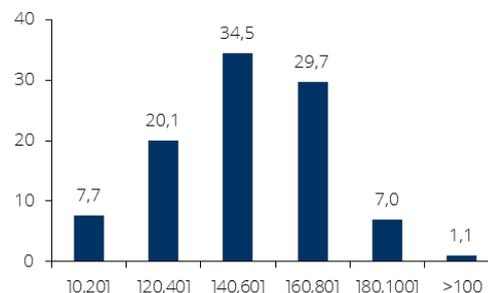
Em junho de 2021, cerca de 90% do *stock* de empréstimos a particulares para habitação apresentava um rácio LTV igual ou inferior a 80% (cerca de 60% tinha um LTV inferior a 60%) (Gráfico I.2.6). A distribuição do rácio de LTV da carteira de crédito à habitação permite que o setor bancário português melhor acomode uma potencial queda dos preços do imobiliário residencial sem incorrer em perdas elevadas.

Quadro I.2.13 • Exposição ao imobiliário | Em percentagem do ativo

	dez. 15	dez. 17	dez. 19	dez. 20	jun. 21
Emp. a particulares garantidos por imóveis	26,8	28,0	27,1	26,1	25,2
Emp. a SNF da construção e ativ. imob. ^(a)	5,4	5,2	4,9	4,5	4,2
Emp. a SNF garantidos por imóveis ^(b)	3,0	3,2	3,5	3,4	3,3
Fundos de Investimento Imobiliário ^(c)	1,7	1,5	1,1	1,0	0,9
Ativos imobiliários ^(d)	1,7	1,9	1,1	0,9	0,9
Total	38,6	39,8	37,7	35,9	34,5

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

Gráfico I.2.6 • Distribuição do stock de empréstimos à habitação por LTV – junho de 2021 | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: LTV: *loan-to-value*, rácio entre o valor do empréstimo e o valor do imóvel dado em garantia. Indicador apurado com base em dados granulares da Central de Responsabilidade de Crédito ao nível do empréstimo. Sempre que a data de última avaliação do imóvel é anterior a 2021Q1, o valor atual do mesmo é estimado com base no Índice de Preços da Habitação do INE.

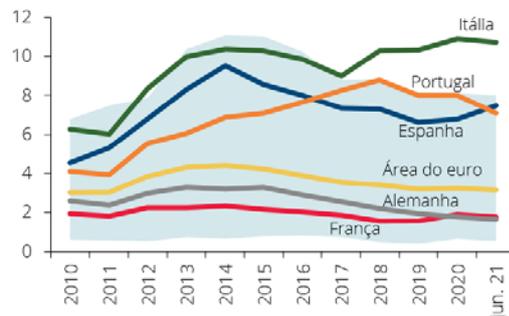
No primeiro semestre de 2021, a exposição dos bancos portugueses a títulos de dívida pública, em base consolidada, aumentou cerca de 3 mil milhões de euros, tendo-se mantido sensivelmente inalterada em percentagem do ativo. Em junho, a carteira de títulos de dívida pública representava 16% do ativo total em base consolidada (-0,2 pp do que no final de 2020). Os títulos de dívida avaliados a custo amortizado, cujas variações de valor são reconhecidas apenas no momento de venda destes instrumentos, aumentaram o seu peso passando a representar mais de metade da carteira (8,3% do ativo). Na atividade doméstica, a exposição a títulos de dívida pública portuguesa reduziu-se 0,9 pp, para 7,1% do ativo total (Quadro I.2.14). Por sua vez, o peso da exposição a dívida pública espanhola e italiana manteve-se virtualmente inalterado, tendo sido observado um aumento da exposição a dívida pública de outros países da área do euro. Em Portugal, a exposição a títulos de dívida pública doméstica manteve-se superior ao observado para a média da área do euro, mas tem registado uma trajetória de redução gradual, contrariamente ao observado noutros países como Espanha e Itália (Gráfico I.2.7). A significativa percentagem da carteira de dívida pública classificada a custo amortizado mitiga o impacto de potenciais perturbações nos mercados financeiros internacionais sobre os bancos portugueses. Com referência a junho de 2021, uma eventual subida das *yields* em 100 pontos base ao longo da curva de rendimentos dos títulos de dívida pública de Portugal, Espanha e Itália, teria um impacto estimado de cerca de -0,8 pp no rácio de fundos próprios principais de nível 1 (CET 1), em base consolidada, do conjunto dos principais bancos portugueses.

Quadro I.2.14 • Títulos de dívida pública – atividade doméstica | Em percentagem do ativo

	dez. 15	dez. 17	dez. 19	dez. 20	jun. 21
Portugal	7,1	8,3	8,0	8,0	7,1
Espanha	1,2	1,4	2,5	3,3	3,4
Itália	1,3	1,6	2,3	2,4	2,5
Outros	0,1	0,4	0,9	1,0	1,5

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: As séries referem-se ao reporte em base individual das outras instituições financeiras monetárias residentes em Portugal.

Gráfico I.2.7 • Títulos de dívida pública doméstica – Comparação internacional | Em percentagem do ativo



Fonte: Banco Central Europeu. | Notas: As séries referem-se ao reporte em base individual de outras instituições financeiras monetárias residentes em cada país. A área a sombreado corresponde à diferença entre o percentil 90 e o percentil 10 do indicador no conjunto dos países da área do euro. Valores não ponderados.

No primeiro semestre de 2021 continuou a observar-se uma redução das interligações diretas dentro do sistema financeiro. Os ativos detidos pelos bancos (depósitos, títulos de dívida, empréstimos, ações e outras participações em fundos de investimento e ações cotadas) que têm como contraparte os diferentes subsectores do sistema financeiro (outros bancos, outros intermediários e auxiliares financeiros, fundos de investimento e sociedades de seguro e fundos de pensões) representavam 15,5% do total do ativo em junho de 2021, menos 1,1 pp do que no final de 2020 e menos 4 pp do que o máximo registado no final de 2016. Esta redução reflete um efeito de denominador, num contexto de crescimento do balanço dos bancos portugueses, mas também uma redução dos depósitos junto de outros bancos residentes.

No final de 2020, cerca de 60% da carteira de empréstimos a SNF estava associada a setores relevantes para a política climática (CPRS). Os setores com maior intensidade carbónica ou que sejam indiretamente responsáveis por um elevado volume de emissões de gases com efeito de estufa (GEE) (e.g. produção de energia elétrica ou transportes rodoviários e aéreos) representavam 28% dos empréstimos bancários a SNF. Estes setores serão previsivelmente os mais afetados por medidas de política que venham a ser adotadas para cumprir os objetivos de redução progressiva das emissões de GEE até 2050 (Marques e Carvalho (2021) "Avaliação da exposição do sistema bancário português a sociedades não financeiras sensíveis aos riscos climáticos de transição", Banco de Portugal *Occasional Papers*). Os empréstimos a empresas de setores para os quais o impacto da transição climática é mais incerto (e.g. a generalidade dos subsectores da construção, atividades imobiliárias e alojamento) representavam cerca de 30% do total. Nestes casos, a incerteza reside no facto de se tratarem de setores que não são diretamente afetados pela introdução de um imposto sobre o carbono ou que desenvolvem atividades auxiliares, onde o impacto dependerá do ajustamento nos setores que suportarão diretamente o aumento do custo do carbono. Por sua vez, a exposição a empresas que poderão beneficiar com o processo de transição para uma economia de baixo carbono (e.g. empresas produtoras ou utilizadoras de energias renováveis) era residual.

2.5 Liquidez e financiamento

No primeiro semestre de 2021, os depósitos de clientes mantiveram a sua dominância na estrutura de financiamento do sistema bancário, tornando os bancos portugueses menos sensíveis a alterações na perceção de risco dos investidores internacionais (Quadro I.2.15). O aumento dos depósitos de clientes foi de 5,6% face a dezembro de 2020, com contributos de 2,1 pp e 3,0 pp de SNF e particulares, respetivamente. O rácio de transformação, rácio entre os empréstimos a clientes líquidos de imparidades e os depósitos de clientes, diminuiu face ao final de 2020, para 82,5%. Os depósitos e empréstimos de clientes contribuíram com -4,6 pp e +2,2 pp, respetivamente, para esta evolução.

O papel da política monetária na estrutura de financiamento do sistema bancário manteve o movimento ascendente. O financiamento junto de bancos centrais representava 9,3% do ativo em junho de 2021, 1,5 pp acima do registado em dezembro de 2020. Esta evolução foi transversal no setor em Portugal e na área do euro, surgindo enquadrada no âmbito da política monetária de suporte à liquidez do sistema bancário no contexto da pandemia, onde se incluem os programas de compra de ativos e as operações de refinanciamento do Eurosistema, em particular as TLTRO III. Com base no BLS, os principais bancos portugueses não recorreram às operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas de setembro e apenas dois dos bancos considerados na amostra admitiram recorrer a operações futuras.

O perfil de financiamento do sistema bancário apresentou estabilidade relativamente à composição do ativo e a posições extrapatrimoniais. Em junho de 2021, o rácio de financiamento estável líquido (NSFR), rácio entre o financiamento estável disponível e o financiamento estável requerido, situou-se em 144,4%, significativamente acima do requisito mínimo de 100% em vigor desde o mesmo período. Este indicador exige um montante mínimo de financiamento que se espera estável no horizonte temporal de um ano, baseado em fatores de risco de liquidez atribuídos às exposições líquidas de ativos e posições extrapatrimoniais. A introdução deste requisito decorre do processo regulamentar que tem sido implementado desde a anterior crise financeira internacional e que contribuiu para a resiliência do sistema bancário durante a crise pandémica.

No decorrer de 2021, a maioria das principais instituições do sistema bancário português emitiu instrumentos elegíveis para o cumprimento do requisito mínimo de fundos próprios e créditos elegíveis (MREL), totalizando cerca de 3,5 mil milhões de euros, em particular dívida sénior preferencial e não preferencial. O atual contexto de mercado é favorável a emissões que permitam o cumprimento do requisito, cujos objetivos intermédios se iniciam a partir de janeiro de 2022.

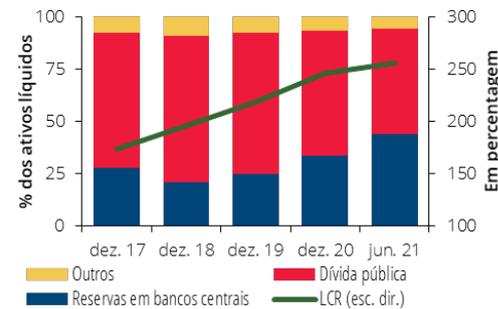
O rácio de cobertura de liquidez (LCR) situou-se, em junho de 2021, em 255,3%, aumentando 9,4 pp face a dezembro de 2020 (Gráfico I.2.8). Este indicador registou uma diminuição da dispersão entre instituições. O aumento da reserva de liquidez contribuiu para o aumento do rácio (+40,2 pp), mais do que compensando o contributo negativo do aumento das saídas líquidas de liquidez (-30,8 pp). A evolução da reserva de liquidez refletiu o aumento das reservas em bancos centrais, cujo peso nos ativos líquidos se aproximou, no final do primeiro semestre de 2021, do registado pelos títulos de dívida pública não onerados.

A proporção do total do ativo e do colateral recebido que está a ser utilizada como colateral para a obtenção de liquidez aumentou 0,9 pp face ao final de 2020, situando-se em 18,2% em junho de 2021. A fração de ativos não onerados elegível para operações de política monetária cifrou-se em 24,8%, diminuindo 1,2 pp face a dezembro de 2020 por via do denominador.

Quadro I.2.15 • Estrutura de financiamento e Rácio de transformação

% do ativo total	dez. 17	dez. 18	dez. 19	dez. 20	jun. 21
Depósitos de bancos centrais	6,3	5,3	4,4	7,8	9,3
Depósitos de outras IC	8,8	9,3	9,2	7,3	6,5
Depósitos de clientes	65,5	67,1	68,5	67,9	67,8
Resp. representa. por títulos	4,8	4,2	4,1	3,6	3,5
Outros passivos	5,2	5,0	4,6	4,7	4,4
Capital próprio	9,5	9,1	9,3	8,7	8,5
% dos depósitos de clientes	dez. 17	dez. 18	dez. 19	dez. 20	jun. 21
Rácio de transformação	92,5	89,0	87,1	84,9	82,5

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O rácio de transformação corresponde ao rácio entre os empréstimos a clientes líquidos de imparidades e os depósitos de clientes. Por clientes entendem-se particulares, sociedades não financeiras, administrações públicas e outras sociedades financeiras (exclui as instituições de crédito).

Gráfico I.2.8 • 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.

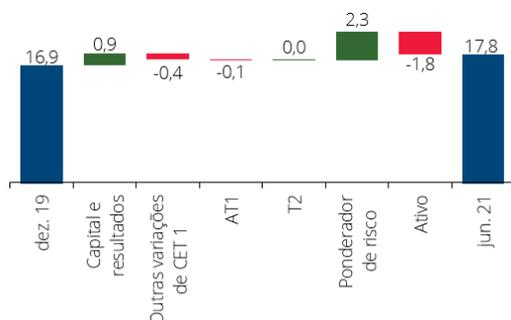
2.6 Capital

Após o crescimento significativo em 2020, os níveis de solvabilidade do sistema bancário português estabilizaram no primeiro semestre de 2021. Em junho de 2021, o rácio de fundos próprios totais cifrou-se em 17,8%, diminuindo 0,1 pp face a dezembro de 2020. Este desenvolvimento reflete a redução dos instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1 (AT1). Os rácios de fundos próprios principais de nível 1 (CET1) e de fundos próprios de nível 2 (T2) permaneceram inalterados no mesmo período.

A recomendação para a não distribuição de resultados terá contribuído para o reforço dos níveis de solvabilidade observados no período pós-pandemia. O rácio de fundos próprios totais aumentou 0,9 pp entre dezembro de 2019 e junho de 2021, refletindo, em parte, o crescimento do CET 1, via lucros retidos (Gráfico I.2.9). Para este aumento terão contribuído as recomendações do Banco de Portugal, do Banco Central Europeu e do Comité Europeu para o Risco Sistémico para a não distribuição de resultados, em vigor até setembro de 2021. Apesar das referidas recomendações terem deixado de produzir efeitos desde setembro de 2021, é importante que a distribuição de dividendos seja feita com prudência e tenha em conta os diferentes desafios que as instituições terão de enfrentar no curto/médio prazo.

O ponderador médio de risco prosseguiu a tendência decrescente em resultado do aumento expressivo da preponderância de dívida pública e de disponibilidades em bancos centrais (Quadro I.2.16). O ponderador situou-se em 46,7%, em junho de 2021, ou seja, -1,9 pp e -6,6 pp do que o observado em dezembro de 2020 e 2019, respetivamente. Estas diminuições expressam o aumento do balanço do sistema bancário em mais de 10%, desde dezembro de 2019, através de ativos com um ponderador de risco menor, tais como disponibilidades em bancos centrais e títulos de dívida pública (contributos de 6,9 pp e 2,4 pp, respetivamente). Para atenuar a diminuição do ponderador contribuiu o crescimento dos empréstimos concedidos a clientes (contributo de 2,9 pp para o aumento do ativo), mitigado pelo facto de uma parte ter associada uma garantia do Estado. Contribuiu ainda a alteração do fator de apoio aplicado às exposições a PME, em junho de 2020, no âmbito do CRR *quick fix* o que se traduz num menor ponderador de risco nestas exposições.

Gráfico I.2.9 • Rácio fundo próprios totais – nível e contributos para a variação
| Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal.

Quadro I.2.16 • Posições em risco originais e ponderadas pelo risco | Em milhões de euros

Variação face a dez. 19	Posições em risco originais	Posições ponderadas pelo risco
Administrações centrais ou bancos centrais	41 496	424
Empresas	5550	-125
Retalho	6756	-1164
Posições em incumprimento	-2255	-1390
Outros	-1935	-1867

Fonte: Banco de Portugal.

O rácio de alavancagem continua a situar-se acima do requisito mínimo. Em junho de 2021, o rácio de alavancagem foi de 7,4%, o que representa uma diminuição face a dezembro de 2019 (-0,5 pp) e 2020 (-0,3 pp). Esta diminuição é reflexo da já mencionada expansão do balanço, atenuada por um aumento, em menor dimensão, dos fundos próprios de nível 1. O valor mínimo do sistema bancário do rácio observado em junho de 2021 foi de 5,4%, situando-se significativamente acima do requisito estabelecido de 3%, que entrou em vigor em 28 de junho de 2021.

Caixa 1 • Caracterização das empresas com pedidos de insolvência durante a pandemia

Com o desenrolar da crise pandémica surgiram em Portugal, tal como a nível internacional, preocupações com o nível de insolvências, em especial nos setores mais afetados pela crise. As medidas de apoio à atividade empresarial, assim como a alteração de regras/suspensão de prazos para apresentação de insolvência (moratória de insolvências), evitaram esse aumento, o qual teria consequências adversas sobre a recuperação económica e para o sistema financeiro. Esta Caixa analisa as características das empresas que registaram um pedido de abertura de insolvência em 2020 e no primeiro semestre de 2021.

O número de empresas com abertura de insolvência diminuiu entre 2015 e 2019, a uma taxa de variação média de -13% (Quadro C1.1). Esta tendência foi interrompida em 2020, tendo sido observado um crescimento de 8,6% em relação a 2019. No entanto, o número de aberturas de insolvência continuou a ser inferior à média registada entre 2015 e 2019 (anos de crescimento económico). No primeiro semestre de 2021 as aberturas de insolvência diminuíram 21,5%, face ao semestre homólogo de 2019.

Em 2020, face a 2019, o número de empresas com pedido de insolvência aumentou 7% nas micro, 14% nas pequenas e 19% nas médias empresas. O decréscimo no primeiro semestre de 2021, em relação ao primeiro semestre de 2019, foi transversal, mas mais expressivo nas pequenas empresas (-34%). Em termos de composição, o peso das pequenas empresas no total de aberturas de insolvência é maior do que o seu peso no universo empresarial, observando-se a situação inversa para as micro empresas.

Quadro C1.1 • Empresas com abertura de insolvência

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2019 S1	2020 S1	2021 S1	Por memória: Peso no total SNF (2020)
Número	3744	2905	2459	2156	2095	2275	1063	1170	834	
Por dimensão Em percentagem										
Micro	82,5	83,1	80,7	77,9	78,2	77,0	78,5	74,8	81,3	89,4
Pequenas	15,5	14,5	16,3	19,5	19,4	20,4	19,1	22,1	15,9	9,0
Médias	2,0	2,2	2,7	2,4	2,3	2,5	2,3	3,1	2,2	1,4
Grandes	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,6	0,2
Por setor de atividade Em percentagem										
At. imobiliárias	3,3	4,2	3,3	3,5	2,7	1,9	2,9	2,2	3,0	9,7
Alojamento e rest.	9,6	9,2	9,8	9,6	8,4	14,5	8,3	12,5	15,6	10,5
At. consultoria e adm.	8,1	7,6	8,0	8,2	7,4	7,0	7,9	6,5	7,0	11,4
Comércio	30,2	29,3	29,1	26,6	28,0	24,1	29,1	24,9	26,6	23,7
Construção	17,5	15,7	13,4	13,4	10,2	10,2	9,9	10,5	11,3	11,0
Indústria transformadora	16,2	17,5	20,4	23,0	27,5	25,2	27,7	27,9	20,0	9,2
Transportes e arm.	4,7	4,7	4,6	4,8	4,9	4,3	4,5	4,0	4,1	5,2
Outros	10,4	11,8	11,3	11,0	10,9	12,7	9,8	11,5	12,5	19,5
Setores mais afetados	35,3	36,0	37,1	38,3	37,9	45,9	37,7	42,2	46,2	39,5

Fontes: Banco de Portugal e Citius. | Notas: A abertura de insolvência corresponde à identificação de um qualquer ato de formalização de um pedido de insolvência por um credor ou mutuário junto de um tribunal judicial. Exclui empresas públicas, sedes sociais e as classes das secções K, O, T e U da Classificação portuguesa das Atividades Económicas (CAE) Rev.3. São considerados como setores mais afetados os que constam no Decreto-Lei n.º 22-C/2021 e os setores elegíveis para a linha de apoio à recuperação económica – programa Retomar (ver documento de divulgação da linha Retomar no [site](#) do Banco Português de Fomento)

Os setores mais afetados pela crise pandémica registaram um aumento do número de empresas com abertura de insolvência de 31% em 2020, ao invés dos setores menos afetados, que registaram uma redução de 5%. No primeiro semestre de 2021, observou-se uma redução do

número de empresas com abertura de insolvência, face ao primeiro semestre de 2019, de -4% e -33%, para os setores mais e menos afetados, respetivamente. Destaca-se o setor do alojamento e restauração em que se observa um aumento das aberturas de insolvência (87% em 2020 e 48% no primeiro semestre de 2021, face ao primeiro semestre de 2019).

Em 2020 e no primeiro semestre de 2021 observou-se um maior peso dos setores indústria transformadora e alojamento e restauração no total de aberturas de insolvência face ao peso que têm no universo de empresas, enquanto os setores das atividades imobiliárias e das atividades de consultoria e administrativas registaram um peso menor no total de aberturas de insolvência do que o observado para o referido universo. O aumento do peso dos setores mais afetados deve-se, principalmente, ao setor do alojamento e restauração, destacando-se, ainda, no primeiro semestre de 2021, alguns subsectores do comércio.

Com recurso à Informação Empresarial Simplificada (IES) é possível caracterizar a situação económica e financeira que as empresas com abertura de insolvência em 2020 e no primeiro semestre de 2021 apresentavam antes da pandemia. Para efeito dessa análise, considerou-se a informação relativa a 2019 (ou 2018 em caso de indisponibilidade de dados para 2019).

As empresas com abertura de insolvência em 2020 ou 2021, quando comparadas com o total de empresas com informação na IES, apresentavam, em 2019, menores disponibilidades de caixa, indicativas de maiores necessidades de tesouraria, e uma maior dificuldade em fazer face a responsabilidades de curto prazo (valores mais baixos do rácio de liquidez geral) (Quadro C1.2). Tinham, ainda, rendibilidade e autonomia financeira inferiores e apresentavam valores mais elevados dos rácios de endividamento e alavancagem (valores medianos de 38% e 67%, respetivamente, contrastando com 27% e 41%, respetivamente, para o total de empresas em 2019). Existia uma maior proporção de empresas com abertura de insolvência que tinham capital próprio negativo (52%, por oposição a 27% para o total das empresas, em 2019). As empresas com abertura de insolvência tinham, ainda, uma menor capacidade de serviço da dívida (medida pelo rácio de cobertura de gastos de financiamento). Cerca de 71% das empresas que abriram insolvência entre 2020 e 2021 tinham dívida financeira, o que contrasta com cerca de 52% para o universo de empresas, em 2019.

Os setores mais afetados pela crise pandémica evidenciaram, em geral, dinamismo económico no período pré-pandémica. As empresas com abertura de insolvência de setores mais afetados pela crise pandémica apresentavam valores medianos do rácio de rendibilidade superiores ao do total de empresas com insolvência, enquanto os rácios de endividamento e de alavancagem medianos eram inferiores aos registados para esse mesmo total. Estas empresas tinham, no entanto, valores medianos de autonomia financeira menores. Por comparação com o universo de empresas destes setores, observa-se que as que registaram um pedido de abertura de insolvência tinham uma situação financeira mais frágil.

Em 2020, para o total das empresas, observou-se uma deterioração da rendibilidade e dos rácios de endividamento e de cobertura dos gastos de financiamento, observada ao longo das respetivas distribuições (percentis). Apesar desta evolução, a situação do universo das empresas portuguesas continuou bastante mais favorável do que a situação das empresas com registo de insolvência em 2020 e no primeiro semestre de 2021. Esta conclusão é válida, também, para as empresas dos setores mais afetados pela pandemia que mantiveram, em 2020, rácios financeiros mais robustos do que as empresas dos mesmos setores com abertura de insolvência, com exceção do rácio de rendibilidade, indicador que se reduziu significativamente para o total de empresas dos setores mais afetados em 2020.

Das empresas com abertura de insolvência em 2020 ou 2021, 56% tinham crédito bancário à data do registo. Esta proporção é semelhante entre setores de atividade mais e menos afetados pela crise pandémica (57% e 55%, respetivamente). A exposição do setor bancário a empresas com abertura de insolvência traduzia-se, em junho de 2021, num total de 450 milhões de euros, dos quais 32% diziam respeito a empresas dos setores mais afetados pela pandemia. Esta exposição

representava apenas 0,6% do *stock* de crédito a empresas, estando 57% desse montante associado a empréstimos que já tinham crédito vencido.

Quadro C1.2 • Rácios económico-financeiros para o total de SNF e para SNF com abertura do processo de insolvência em 2020 ou 2021

	SNF com abertura de insolvência			SNF (2019)			SNF (2020)			Setores mais afetados (p50)		
	p25	p50	p75	p25	p50	p75	p25	p50	p75	Abertura insolvência	Total 2019	Total 2020
Em percentagem												
Disponibilidades de caixa ^(a)	0	1	3	0	2	9	1	3	10	1	3	4
Rendibilidade ^(b)	-5	2	8	5	10	19	2	7	17	6	12	5
Autonomia financeira ^(c)	-10	8	22	15	33	60	17	37	59	5	33	34
Rácio de alavancagem ^(d)	38	67	85	6	41	65	7	41	64	55	37	40
Rácio de endividamento ^(e)	16	38	59	3	27	52	4	30	52	37	25	29
Em número												
Liquidez geral ^(f)	1	1	2	1	2	4	1	2	4	1	2	2
Rácio de cobertura de gastos de financiamento ^(g)	0	0	5	3	8	32	2	6	28	1	11	4

Fontes: Banco de Portugal e Citius. | Notas: Valores ponderados pelo Ativo. Exclui empresas públicas, sedes sociais e as classes das secções K, O, T e U da Classificação portuguesa das Atividades Económicas (CAE) Rev.3. Cerca de 12% das empresas com abertura de insolvência não foram consideradas na análise por não terem informação disponível na IES. São considerados como setores mais afetados os que constam no Decreto-Lei n.º 22-C/2021 e os setores elegíveis para a linha de apoio à recuperação económica - Programa Retomar (ver documento de divulgação da linha Retomar no *site* do Banco Português de Fomento) (a) Corresponde ao quociente entre os ativos financeiros líquidos (caixa e depósitos bancários) e o ativo total da empresa; (b) Definido como o quociente entre o EBITDA (resultado antes de depreciações e amortizações, juros suportados e impostos) e os capitais próprios mais financiamentos obtidos. Os financiamentos obtidos incluem empréstimos de instituições financeiras, de participantes e participadas e títulos de dívida emitidos. O capital próprio e os financiamentos obtidos estão valorizados de acordo com o respetivo valor contabilístico; (c) Rácio entre o capital próprio e o ativo; (d) Corresponde ao quociente entre os financiamentos obtidos e a soma do capital próprio com os financiamentos obtidos; (e) Resulta do quociente entre dívida financeira e o ativo de cada empresa; (f) Rácio entre Ativo corrente e Passivo Corrente; (g) Apenas para empresas com gastos de financiamento, correspondendo ao quociente entre EBITDA e gastos de financiamento.

O choque na atividade empresarial originado pela pandemia de COVID-19 levou a que muitas empresas passassem por uma situação de pressão financeira extrema, que não se materializou num aumento significativo de insolvências. Para este facto terão contribuído as medidas de apoio à atividade empresarial e a moratória de insolvências. No contexto atual existe um risco de aumento de insolvências à medida que forem terminando as medidas de apoio. Para empresas não viáveis, deve ser garantido um processo célere e eficaz que permita que estas saiam do mercado e que os recursos possam ser reafetados para outras atividades. Devem garantir-se, igualmente, medidas céleres de reestruturação empresarial para as empresas viáveis.

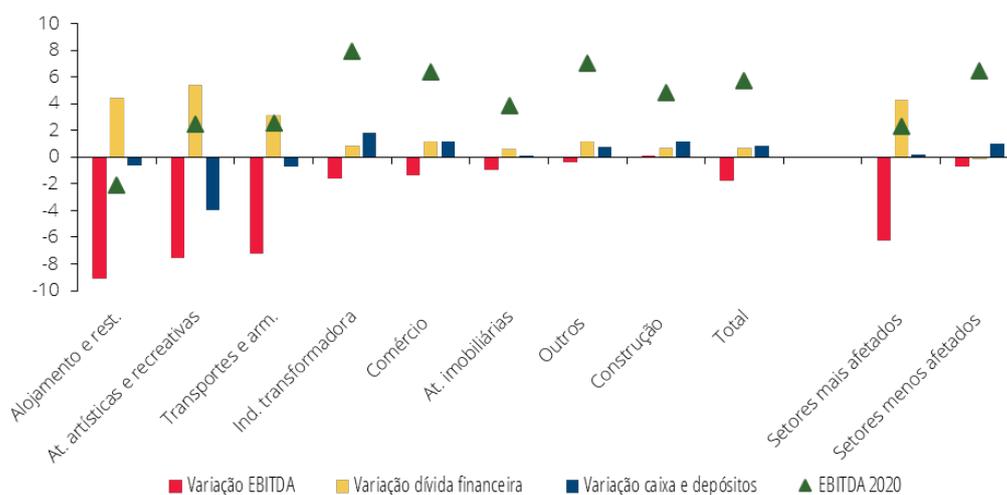
Caixa 2 • A heterogeneidade do impacto da pandemia no endividamento das empresas em 2020

A crise pandémica resultou num aumento da procura de crédito por parte das empresas. A oferta de crédito bancário, suportada pelas medidas de apoio, como as moratórias de crédito e as linhas de crédito com garantia pública e também pela política monetária acomodatória, deu resposta a este aumento da procura, vindo a traduzir-se num aumento da dívida das empresas. Com recurso à Informação Empresarial Simplificada (IES), esta Caixa analisa a evolução do endividamento das empresas, durante 2020, focando-se na assimetria observada na acumulação de dívida entre setores de atividade.

Em 2020, apesar do aumento da dívida financeira das empresas, o seu peso no ativo permaneceu inalterado em cerca de um terço. Paralelamente, observou-se um incremento dos depósitos superior ao aumento da dívida, tendo o rácio de caixa e depósitos bancários sobre o ativo aumentado 0,9 pp, para 9,2%.

Porém, estes valores agregados têm subjacentes evoluções diferenciadas entre empresas. O impacto assimétrico da crise pandémica refletiu-se em evoluções distintas da dívida e dos depósitos em termos setoriais (Gráfico C2.1). Os setores do alojamento e restauração, das atividades artísticas e recreativas e dos transportes e armazenagem, mais afetados pela pandemia, registaram um aumento significativo da dívida e uma redução dos depósitos. Por sua vez, em setores menos afetados, como a indústria transformadora e a construção, o aumento da dívida foi menor do que o incremento dos depósitos. No setor do comércio, que inclui alguns subsectores mais afetados pela pandemia, os aumentos da dívida e dos depósitos foram semelhantes.

Gráfico C2.1 • Variação do EBITDA, da dívida Financeira e da caixa e depósitos em 2020 | Em % do ativo

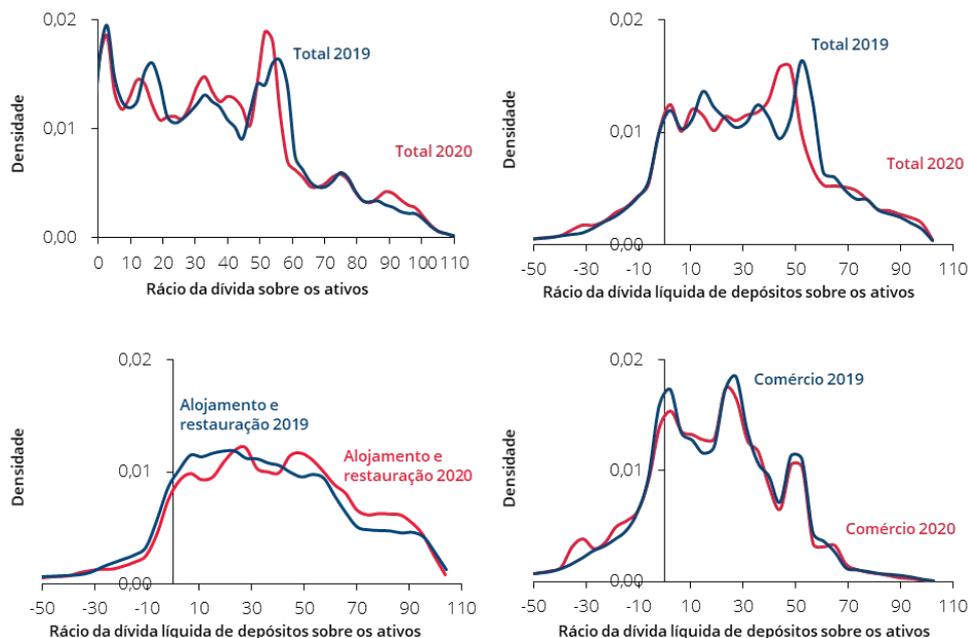


Fonte: Banco de Portugal | Notas: Exclui Sedes Sociais e SGPS. São ainda excluídas as empresas com ano económico diferente do ano civil e que, por esse motivo, não entregaram a IES de 2020 até à data de publicação deste relatório. Setores ordenados de acordo com a variação do EBITDA em 2020. São considerados como setores mais afetados os que constam no Decreto-Lei n.º 22-C/2021 e os setores elegíveis para a linha de apoio à recuperação económica: Programa Retomar (ver documento de divulgação da linha Retomar no [site](#) do Banco Português de Fomento).

A distribuição do rácio da dívida sobre o ativo, registou ligeiras alterações em 2020, compatíveis com a evolução agregada. Em particular, no que respeita ao rácio da dívida líquida de depósitos

não se observou uma acumulação de empresas com dívida líquida de depósitos excessivamente elevada face ao ativo, por comparação com 2019 (Gráfico C2.2). Porém, o setor do alojamento e restauração apresenta uma deslocação da distribuição mais marcada, um padrão semelhante ao dos setores das atividades artísticas e recreativas e dos transportes e armazenagem. Por sua vez, no comércio não se verifica um aumento da densidade em rácios mais elevados da dívida líquida de depósitos.

Gráfico C2.2 • Distribuição do rácio da dívida e do rácio da dívida líquida de depósitos em percentagem do ativo em 2019 e 2020 | Em percentagem

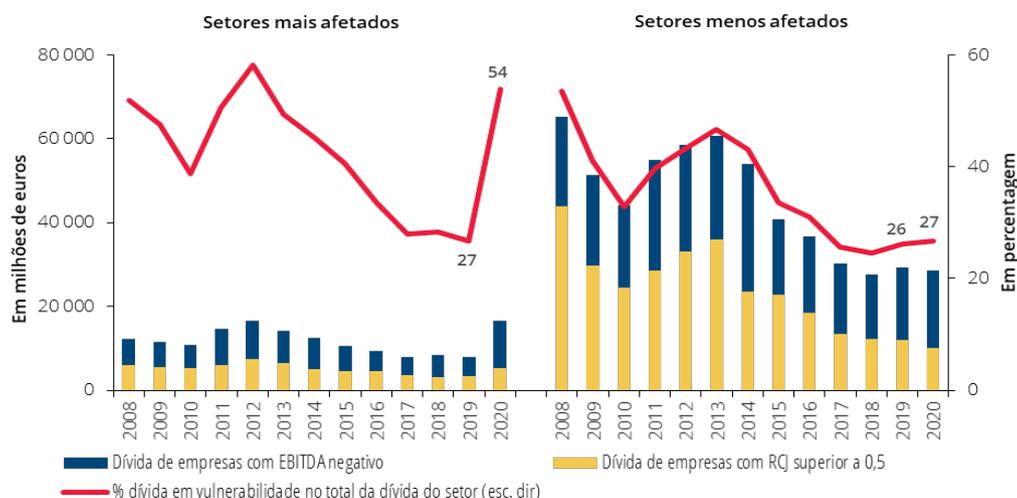


Fonte: Banco de Portugal | Notas: Exclui Sedes Sociais e SGPS. São ainda excluídas as empresas com ano económico diferente do ano civil e que, por esse motivo, não entregaram a IES de 2020 até à data de publicação deste relatório.

Contudo, a análise do endividamento das empresas deve ter em conta a evolução da sua situação financeira, nomeadamente da viabilidade e da capacidade de assegurar o serviço da dívida. O Gráfico C2.3 apresenta a evolução da dívida em empresas em situação de vulnerabilidade financeira. Este indicador de vulnerabilidade financeira é calculado com base na proporção dos resultados operacionais destinada ao pagamento dos juros em cada empresa. A dívida destas empresas nos setores mais afetados duplicou entre 2019 e 2020. Esta evolução traduz sobretudo um efeito de composição associado a empresas que passaram a ter EBITDA negativo em 2020. Nos setores menos afetados, onde este efeito foi residual, a dívida associada a empresas em vulnerabilidade manteve-se inalterada.

As empresas que entraram em vulnerabilidade financeira em 2020 tiveram um crescimento de 30% dos empréstimos bancários, um aumento mais expressivo do que o observado para as restantes empresas (Quadro C2.1). Contudo, o contributo destas empresas para o aumento dos empréstimos a SNF foi menor do que o contributo das empresas sem indicação de vulnerabilidade financeira (4,5 pp e 5,6 pp, respetivamente). Em setembro de 2021, observou-se uma forte desaceleração dos empréstimos a SNF, em particular nas empresas que entraram em vulnerabilidade em 2020, pelo que as empresas sem indicação de vulnerabilidade financeira continuaram a representar o maior contributo para a evolução agregada.

Gráfico C2.3 • Evolução da dívida associada a empresas em vulnerabilidade financeira



Fonte: Banco de Portugal | Notas: Exclui Sedes Sociais e SGPS. Uma empresa é considerada em vulnerabilidade financeira num determinado ano se o seu rácio juros suportados sobre EBITDA for superior a 0,5 ou se o seu EBITDA for negativo. Para mais detalhe ver Augusto, F., e Mateus, M. (2021). A vulnerabilidade financeira e a dívida em excesso das empresas em Portugal: uma aplicação ao choque COVID-19. Banco de Portugal, *Revista de Estudos Económicos*, 7(1)

Quadro C2.1 • Evolução dos empréstimos bancários a SNF de acordo com sua situação de vulnerabilidade | Taxa de variação homóloga (TVH), em %, e contributos, em pontos percentuais

SNF em vulnerabilidade financeira ^(a)	Peso no total		TVH		Contributo para a TVH	
	dez. 20	dez. 20	set. 21	dez. 20	set. 21	
Em 2019 e em 2020	16,3	2,7	-3,0	0,5	-0,5	
Apenas em 2020	17,8	30,0	8,0	4,5	1,4	
Apenas em 2019	5,5	-8,9	-6,8	-0,6	-0,4	
Em nenhum dos anos	57,6	9,9	6,8	5,6	3,9	
Não alocadas ^(b)	2,8	-24,8	-30,4	-1,0	-0,9	
SNF	100,0	9,0	3,5	9,0	3,5	

Fonte: Banco de Portugal | Notas: (a) Exclui Sedes Sociais e SGPS. Uma empresa é considerada em vulnerabilidade financeira num determinado ano se o seu rácio de juros suportados sobre EBITDA for superior a 0,5 ou se o seu EBITDA for negativo. Para mais detalhe ver Augusto, F., e Mateus, M. (2021). “A vulnerabilidade financeira e a dívida em excesso das empresas em Portugal: uma aplicação ao choque COVID-19”. Banco de Portugal, *Revista de Estudos Económicos*, 7(1). (b) A componente não alocada compreende a empresas com registo de crédito na Central de Responsabilidades de Crédito (CRC) mas que não entregaram a IES de 2019 e de 2020.

O aumento da dívida de empresas em situação de vulnerabilidade deve ser enquadrado nas perspetivas para a evolução da atividade económica nos próximos anos. Na medida em que boa parte das empresas e dos setores de atividade deverão recuperar, em 2022 e 2023, a rentabilidade observada na pré pandemia (Tema em destaque “A situação financeira das empresas no pós-pandemia de COVID-19”) o aumento deste indicador em 2020 deverá ser significativamente revertido. Não obstante, é essencial que os bancos mantenham uma criteriosa política de avaliação do risco de crédito dos seus balanços e sejam, ao mesmo tempo, proativos no desenho de soluções de refinanciamento/reestruturação de créditos que promovam a recuperação de empresas, se viáveis.

Caixa 3 • Quantificação da proporção de empréstimos com garantia pública e em moratória concedidos a empresas *zombie*

A crise pandémica teve um impacto muito significativo na economia mundial. Em Portugal, tal como em muitos outros países, as empresas foram forçadas a encerrar ou reduzir o seu horário de funcionamento durante os períodos de confinamento. Em resposta, o Governo português adotou várias medidas de apoio, entre as quais destacamos a criação de linhas de crédito com garantia pública para novos empréstimos e a criação de um regime de moratória pública para os empréstimos já existentes. As sociedades não financeiras (SNF) apenas puderam aceder à moratória pública, uma vez que não existiram moratórias privadas para as empresas. Neste contexto, importa perceber que tipo de empresas beneficiaram destas medidas de apoio. Terão os empréstimos com garantia pública sido concedidos apenas a empresas com modelos de negócio viáveis, ou será que estes contribuirão para o aumento da concessão de crédito às denominadas empresas *zombie*? E relativamente à moratória pública, que tipo de empresas acederam a esta medida de apoio?

Esta Caixa apresenta uma visão geral da evolução da proporção de empresas *zombie* em Portugal e, em seguida, analisa o acesso destas empresas a empréstimos com garantia pública e à moratória de crédito.

O que é uma empresa *zombie*?

Não existe consenso na literatura económica sobre como definir uma empresa *zombie*. A abordagem mais usual foi proposta por McGowan et al. (2018) e tem por base dois critérios cumulativos. Primeiro, a empresa deverá apresentar um rácio de cobertura de juros² inferior a 1 durante três anos consecutivos. Segundo, a empresa deverá ter pelo menos 10 anos de atividade. O segundo critério pretende excluir as empresas mais jovens que, tipicamente, ainda não se encontram financeiramente estabilizadas e podem ser facilmente abrangidas pelo primeiro critério. Outra definição de *zombie* popular na literatura económica é a de Storz et al. (2017). Estes autores classificam uma empresa como *zombie* se esta apresentar, durante dois anos consecutivos, (i) rentabilidade do ativo (resultado líquido/ativo) < 0, (ii) investimento líquido < 0 e (iii) capacidade de serviço da dívida (EBITDA/dívida financeira) < 5%. Em ambos os casos, as definições propostas são binárias. Assim, uma empresa pode estar próxima dos limiares em que é classificada como *zombie* e ser classificada como não *zombie*, ou vice-versa. Mingarelli et al. (a publicar), partindo da definição original de *zombie* de Storz et al. (2017), propõe uma definição contínua de *zombie*, em que o indicador do nível de “*zombificação*” de cada empresa varia no intervalo entre 0 e 1. As empresas cujo indicador *zombie* “Z” é igual a 1 são denominadas “empresas *zombie*” ou empresas “totalmente *zombie*”. As empresas cujo indicador se situa no intervalo entre 0 e 1 (0 < Z < 1) são denominadas “quase *zombie*” e as empresas cujo indicador *zombie* é igual a 0 são denominadas empresas “não *zombie*”.

Percentagem de empresas *zombie* e quase *zombie* em Portugal

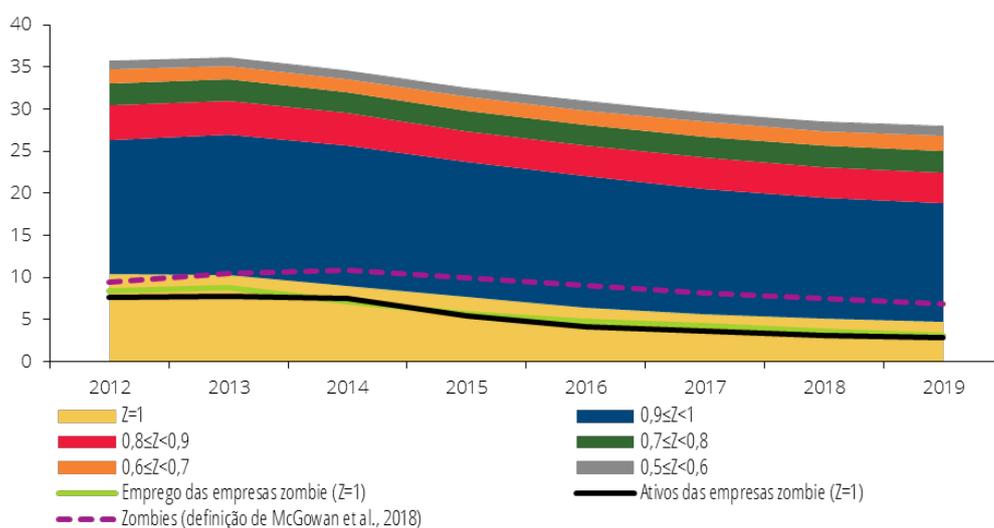
O Gráfico C3.1 compara, para Portugal, os resultados da definição de *zombie* de McGowan et al. (2018) com os resultados da abordagem proposta por Mingarelli et al. (a publicar). Os resultados apontam para uma redução da percentagem de empresas *zombie* ao longo do tempo. Tendo como referência a definição de McGowan et al. (2018), a percentagem de empresas *zombie* situou-se em 6,9%, em 2019, uma diminuição de 4 pp em relação ao pico atingido em 2014. Utilizando a definição de Storz et al. (2017), a percentagem de empresas *zombie* foi de apenas 4,8% em 2019

² O rácio de cobertura de juros é definido como o quociente entre o EBITDA (resultado antes de depreciações e amortizações, juros suportados e impostos) e os juros suportados.

(o que compara com 10,4% em 2012). O Gráfico C3.1 apresenta também a percentagem de empresas com um indicador *zombie* acima de 0,5. Em 2019, 28,1% das empresas portuguesas situavam-se neste intervalo. Destas, 14,0% encontravam-se no intervalo entre 0,9 e 1, ou seja, estavam muito perto de serem classificadas como empresas totalmente *zombie* ($Z=1$). A elevada percentagem de empresas neste intervalo é explicada, sobretudo, por empresas de reduzida dimensão com investimento líquido nulo. 9,3% das empresas registavam um indicador *zombie* situado entre 0,5 e 0,9. À semelhança da definição binária, a percentagem de empresas com um indicador *zombie* acima de 0,5 tem vindo a diminuir de forma contínua desde o máximo atingido em 2013 (36,1%).

A redução do peso das empresas *zombie* é também visível no emprego e no ativo das empresas portuguesas. O peso das empresas *zombie* no total do emprego desceu de 8,8%, em 2013, para 3,1%, em 2019, enquanto o peso das empresas *zombie* no ativo diminuiu de 7,7%, em 2013, para 2,9%, em 2019. Estes resultados revelam ainda que as empresas *zombie* têm uma dimensão inferior à média das empresas portuguesas, uma vez que o peso destas no emprego e no ativo é menor do que no número total de empresas.

Gráfico C3.1 • Proporção de empresas zombie e quase zombie em Portugal | Em percentagem



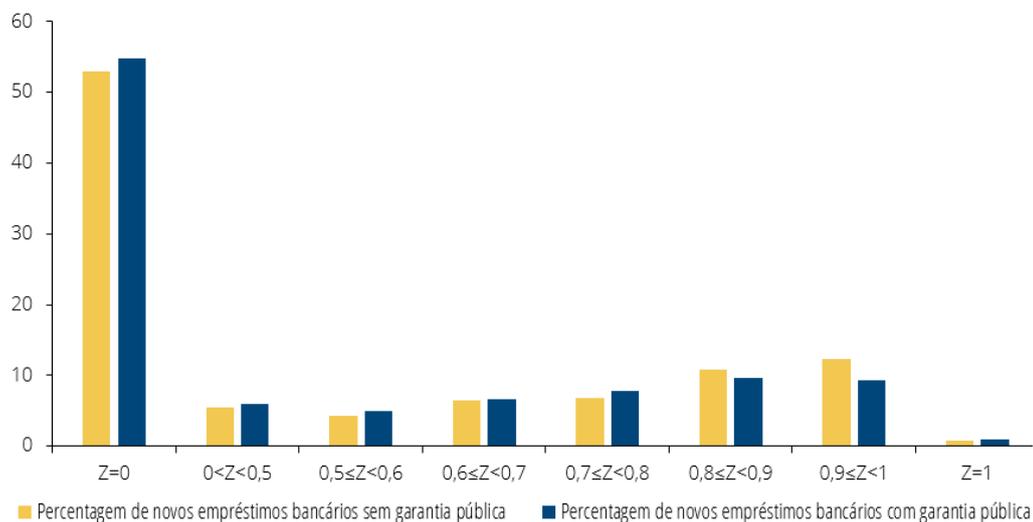
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O gráfico apresenta a proporção de empresas em diferentes níveis de "zombificação", tendo por base a metodologia de Mingarelli et al. (a publicar). A parte amarela inclui as empresas classificadas como totalmente *zombie*, ou seja, empresas com as seguintes características: (i) rentabilidade do ativo < 0, (ii) investimento líquido < 0 e (iii) capacidade de serviço da dívida < 5%, durante dois anos consecutivos. As linhas verde e preta apresentam o peso das empresas totalmente *zombie* no número de empregados e no total do ativo das empresas portuguesas, respetivamente. A linha tracejada, ilustra a percentagem de empresas totalmente *zombie*, tendo por base a metodologia de McGowan et al. (2018).

Empresas zombie, empréstimos com garantia pública e em moratória durante a pandemia

Entre março de 2020 e junho de 2021, 54,8% do montante dos novos empréstimos bancários com garantia pública foram concedidos a empresas não *zombie* (empresas classificadas com base na informação disponível até 2019, antes da pandemia), enquanto nos novos empréstimos sem garantia pública esta percentagem foi de 52,9% (Gráfico C3.2). Apenas 0,9% do montante de novos empréstimos com garantia pública foi concedido a empresas totalmente *zombie*. Nos novos empréstimos sem garantia pública a proporção foi praticamente idêntica, cerca de 0,8%. As empresas com indicador *zombie* inferior a 1 e superior ou igual a 0,5 obtiveram 38,4% do montante de novos empréstimos com garantia pública. Cerca de metade deste montante foi concedido a empresas com um indicador *zombie* superior ou igual a 0,8 e inferior a 1. Os novos

empréstimos com garantia pública foram assim predominantemente concedidos a empresas não *zombie* ou a empresas com um indicador *zombie* relativamente baixo. Este resultado reflete a restritividade das condições de acesso aos empréstimos bancários com garantia pública.

Gráfico C3.2 • Proporção do montante de novos empréstimos bancários concedidos a empresas *zombie*, quase *zombie* e não *zombie* | Em percentagem

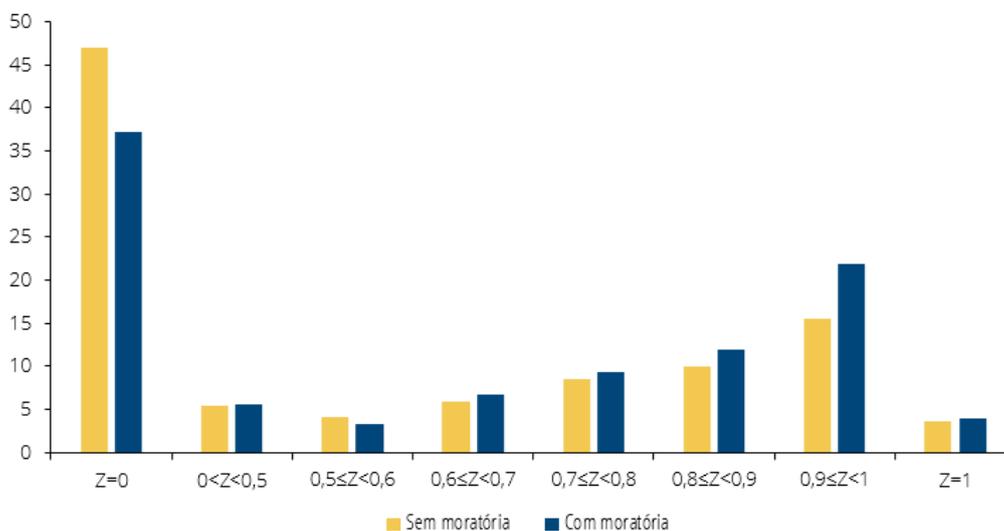


Fonte: Banco de Portugal | Notas: O gráfico apresenta a proporção do montante de novos empréstimos bancários, com e sem garantia pública, concedido a empresas *zombie*, quase *zombie* e não *zombie* entre março de 2020 e junho de 2021. O indicador relativo ao nível de “zombificação” das empresas foi apurado com base na informação financeira disponível até 2019. As barras a amarelo representam a percentagem de novos empréstimos sem garantia pública. As barras a azul referem-se à percentagem de novos empréstimos com garantia pública.

Os requisitos de acesso à moratória foram menos restritivos do que os associados aos empréstimos com garantia pública. Não obstante, apenas 4,0% do *stock* de empréstimos que entrou em moratória esteve associado a empresas totalmente *zombie* (empresas classificadas com base na informação disponível até 2019, antes da pandemia). Para as empresas com um indicador *zombie* superior ou igual a 0,5 e inferior a 1, esta percentagem foi de 53,2% (Gráfico C3.3). Este resultado indica que o peso das empresas de menor qualidade nos empréstimos em moratória superou o peso das empresas de maior qualidade. No entanto, é também de salientar que uma percentagem significativa dos empréstimos sob moratória estava associada a empresas não *zombie* (37,3%).

Em suma, o peso das empresas totalmente *zombie* nos novos empréstimos com garantia pública e no *stock* de empréstimos que estiveram em moratória foi relativamente baixo. Não obstante, uma percentagem significativa destes empréstimos esteve associado a empresas quase *zombie* com um nível de “zombificação” elevado (indicador *zombie* superior ou igual a 0,5, e inferior a 1). Após o termo da moratória, tornar-se-á mais claro se estas empresas têm capacidade para retomar o reembolso regular dos seus empréstimos, se tal apenas será possível após uma reestruturação bem-sucedida das suas responsabilidades financeiras ou se haverá um aumento do nível de “zombificação” das empresas portuguesas.

Gráfico C3.3 • Percentagem do *stock* de empréstimos bancários pré-pandemia concedido a empresas *zombie*, quase *zombie* e não *zombie* | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal | Notas: O gráfico apresenta a percentagem do *stock* de empréstimos bancários, em moratória e sem moratória, concedidos a empresas *zombie*, quase *zombie* e não *zombie*. O indicador relativo ao nível de “zombificação” das empresas foi apurado com base na informação financeira disponível até 2019. O *stock* de empréstimos analisado tem como referência março de 2020, o início da pandemia de COVID-19. O acesso à moratória foi avaliado tendo como referência o final de março de 2021, a data limite para requerer o acesso à moratória. As barras a amarelo referem-se ao *stock* de empréstimos que não esteve ao abrigo da moratória e as barras a azul a refere-se ao *stock* de empréstimos que estiveram em moratória.

Referências

- McGowan, M. A., Andrews, D., e Millot, V. (2018). “The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries”, *Economic Policy*, 33(96), 685-736.
- Mingarelli, L., Ravanetti, B., Shakir, T., e Wendelborn, J. (a publicar). “On the identification of zombie firms: Methodological perspectives”, *ECB Working Paper Series*.
- Storz, M., Koetter, M., Setzer, R., e Westphal, A. (2017). “Do we want these two to tango? On zombie firms and stressed banks in Europe”, *ECB Working Paper Series* (2104).

Caixa 4 • O contágio no incumprimento entre diferentes segmentos do crédito a famílias

O incumprimento num segmento de crédito pode constituir um indicador avançado de um futuro incumprimento do mesmo devedor em outro segmento. Identificar tendências associadas ao contágio no incumprimento entre diferentes segmentos de crédito, nomeadamente entre o crédito ao consumo e o crédito à habitação, é importante para a estabilidade financeira, permitindo antecipar efeitos sobre o balanço e a rentabilidade das instituições financeiras. Na perspetiva das instituições, a identificação atempada dos mutuários com maior probabilidade de contágio permite desencadear processos de renegociação para maximizar a probabilidade de recuperação e evitar o contágio a outros créditos.

Nesta Caixa são analisados os devedores que, entre o início de 2009 e junho de 2021, tiveram simultaneamente crédito à habitação e crédito ao consumo e que registaram um evento de crédito em pelo menos um destes segmentos, na mesma instituição ou em diferentes instituições de crédito. Considera-se que ocorre um evento de crédito num empréstimo quando, durante três meses consecutivos, existe um atraso no cumprimento das obrigações creditícias do empréstimo, o montante de crédito vencido é superior a 100 euros e a fração de crédito vencido é superior a um por cento do total da exposição. O segmento de crédito ao consumo, inclui cartões de crédito, crédito automóvel e crédito pessoal. A análise utiliza os dados reportados pelas instituições financeiras à Central de Responsabilidades de Crédito (CRC) do Banco de Portugal.

A amostra selecionada abrange cerca de 307 mil devedores. A maior parte destes devedores (67,6%) registou um evento de crédito em apenas um dos segmentos de crédito (Quadro C4.1). Não obstante, o contágio entre diferentes segmentos foi frequente (30,0% dos devedores), sendo o contágio do segmento do consumo para o segmento da habitação mais frequente (21,7% dos devedores) do que o contágio da habitação para o consumo (8,3% dos devedores). Finalmente, 2,3% dos devedores registaram eventos de crédito em ambos os segmentos em simultâneo.

No Gráfico C4.1 são apresentadas as taxas de sobrevivência ao contágio entre diferentes segmentos de crédito, tendo por base a estimativa da função de sobrevivência de Kaplan-Meier (Kaplan e Meier, 1958). O gráfico ilustra a probabilidade dos devedores evitarem um segundo evento de crédito, num horizonte temporal até 24 meses, após terem registado um primeiro evento de crédito (no crédito ao consumo ou no crédito à habitação). A probabilidade de sobrevivência ao contágio diminui rapidamente nos primeiros meses após o primeiro evento de crédito e mais lentamente à medida que este fica mais distante no tempo. Este resultado sugere que o contágio acontece mais frequentemente logo após ser registado o primeiro evento de crédito. Esta evolução é conhecida na literatura sobre modelos de notação de risco de crédito como a síndrome de incumprimento precoce (*early default syndrome*, em língua inglesa). Três meses após um evento de crédito no consumo (habitação), a probabilidade do crédito à habitação (consumo) não ter sido contagiado é de 79% (71%). Após 24 meses, a probabilidade de sobrevivência ao contágio diminui para 33% e 29%, respetivamente. A função de sobrevivência associada ao contágio consumo-habitação encontra-se sempre acima da função de sobrevivência associada ao contágio habitação-consumo. Esta diferença de nível mostra que a probabilidade de contágio ao consumo é maior, após um evento de crédito na habitação, do que a probabilidade de contágio à habitação, após um evento de crédito no consumo.

Quadro C4.1 • Caracterização dos devedores da amostra em função do segmento em que ocorreram os eventos de crédito | Em percentagem e número em milhares

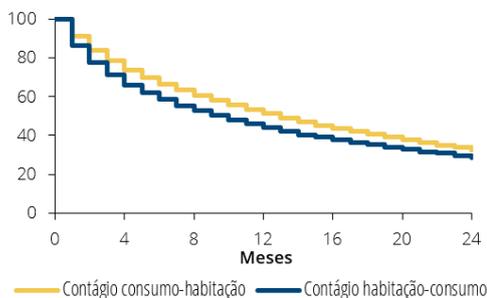
	Percentagem de devedores com eventos de crédito	Produto em que ocorreu o evento de crédito ao consumo			Por memória: Número de devedores da CRC no final de junho de 2021 ^(a)
		Cartão de crédito	Crédito pessoal	Crédito automóvel	
Apenas habitação	15,2	-	-	-	714,7
Apenas consumo	52,4	25,7	17,9	8,8	1 825,5
Consumo e habitação	32,4	11,6	16,0	4,7	1 396,8
Em simultâneo no consumo e na habitação	2,3	0,5	1,7	0,2	-
Primeiro no consumo	21,7	8,2	10,0	3,6	-
Primeiro na habitação	8,3	3,0	4,3	1,0	-

Fonte: Banco de Portugal. Notas: (a) A última coluna apresenta o número total de devedores em cada segmento de crédito, tendo por base a informação disponível na CRC no final de junho de 2021. Não foram contabilizados os devedores cujo montante total de crédito era inferior a 50 euros.

A probabilidade de sobrevivência ao contágio, após um evento de crédito no segmento do consumo, está negativamente correlacionada com a exposição do devedor. Nos devedores cujo endividamento se situava acima de 200 mil euros (cerca de 4% dos devedores), a probabilidade de sobrevivência após 24 meses situou-se em torno de 19%. Nos devedores com endividamento abaixo de 100 mil euros (cerca de 79% dos devedores), a probabilidade de sobrevivência foi de 35% (Gráfico C4.2). A literatura económica sugere uma relação negativa entre o montante de crédito à habitação das famílias, que habitualmente representa a maior parte do seu endividamento, e a probabilidade de incumprimento (Farinha e Lacerda, 2010). Montantes de endividamento mais elevados estarão associados, *ceteris paribus*, a devedores com rendimentos mais elevados e com menor risco. Não obstante, a presente análise centra-se em devedores que já se encontravam em dificuldades financeiras, sendo razoável pressupor que um montante de endividamento mais elevado contribua para aumentar a probabilidade de contágio.

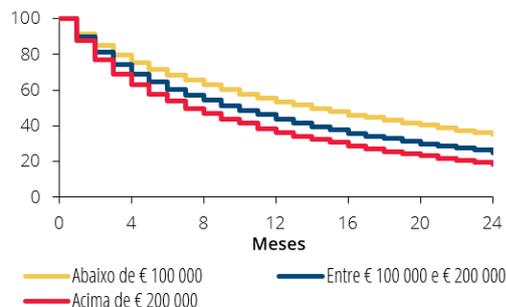
Os devedores cujo peso do crédito ao consumo no total da sua exposição se encontrava acima da mediana da amostra (14%) evidenciaram uma maior probabilidade de contágio, após um evento de crédito no consumo. A probabilidade de sobrevivência ao contágio destes devedores após 24 meses situou-se em torno de 24%, significativamente abaixo dos devedores cujo peso do crédito ao consumo se situava abaixo da mediana (40%) (Gráfico C4.3).

Gráfico C4.1 • Função de sobrevivência de Kaplan-Meier: Contágio consumo-habituação e habituação-consumo
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: As funções de sobrevivência apresentadas têm por base os devedores que registaram eventos de crédito em ambos os segmentos de crédito durante o período analisado.

Gráfico C4.2 • Função de sobrevivência de Kaplan-Meier, por montante de exposição do devedor: Contágio consumo-habituação
| Em percentagem

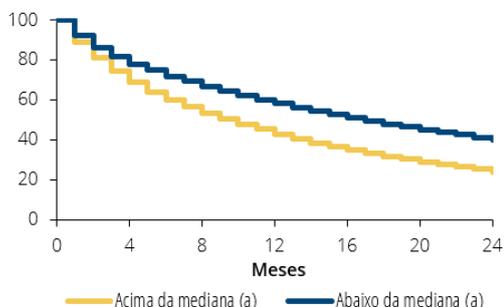


Fonte: Banco de Portugal. | Notas: As funções de sobrevivência apresentadas têm por base os devedores que registaram um primeiro evento de crédito no segmento do crédito ao consumo e um segundo evento no segmento do crédito à habituação. Nos devedores em que ocorreu o contágio consumo-habituação, cerca de 79% tinham uma exposição inferior a 100 mil euros, 17% tinham uma exposição entre 100 mil e 200 mil euros e apenas 4% registavam uma exposição superior a 200 mil euros.

O produto em que ocorreu o evento de crédito ao consumo também parece influenciar a probabilidade de contágio. Quando o evento de crédito ao consumo ocorre no crédito pessoal, a probabilidade de contágio ao crédito à habituação é maior do que quando o evento de crédito ao consumo ocorre no crédito automóvel (Gráfico C4.4). Os resultados mostram também que o contágio consumo-habituação é mais provável quando ambos os eventos de crédito ocorrem na mesma instituição financeira (Gráfico C4.5), em devedores com mais produtos de crédito (Gráfico C4.6), e em devedores que registaram atrasos no cumprimento das suas obrigações creditícias no passado. O efeito das variáveis analisadas no contágio entre os segmentos do crédito à habituação e do crédito ao consumo é semelhante ao reportado para o contágio consumo-habituação. Finalmente, importa referir que os principais resultados apresentados não se alteram quando se exclui o período de vigência das moratórias de crédito.

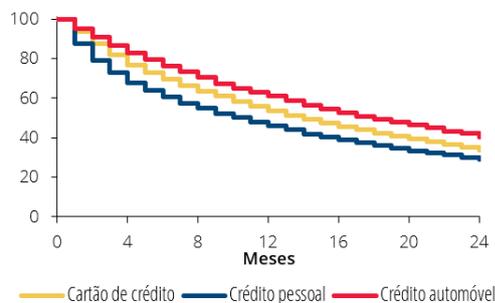
Os resultados desta análise mostram assim que o contágio entre diferentes segmentos de crédito de um mesmo devedor é relativamente frequente. A probabilidade de contágio, num horizonte temporal até 24 meses, está correlacionada com o nível de endividamento do devedor, o peso do crédito ao consumo, o produto em que ocorreu o evento de crédito ao consumo, o número de produtos de crédito do devedor e com o facto dos eventos de crédito ocorrerem na mesma instituição ou em instituições diferentes. No contexto de fim das moratórias, a identificação atempada pelo sistema financeiro dos devedores em dificuldades financeiras será fundamental para desencadear processos de renegociação dos créditos e assim mitigar o contágio entre diferentes produtos e segmentos de crédito.

Gráfico C4.3 • Função de sobrevivência de Kaplan-Meier, em função do peso do crédito ao consumo na exposição: Contágio consumo-habitação | Em percentagem



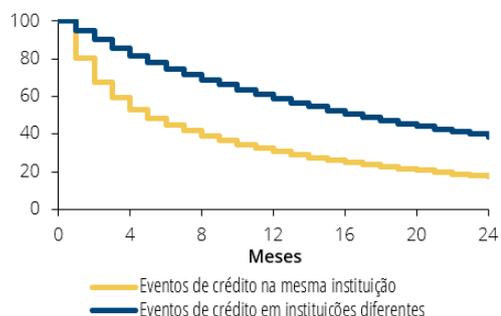
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: (a) A mediana do peso do crédito ao consumo no total da exposição foi de aproximadamente 14%. As funções de sobrevivência apresentadas têm por base os devedores que registaram um primeiro evento de crédito no segmento do crédito ao consumo e um segundo evento no segmento do crédito à habitação.

Gráfico C4.4 • Função de sobrevivência de Kaplan-Meier, por produto em que ocorreu o evento de crédito ao consumo: Contágio consumo-habitação | Em percentagem



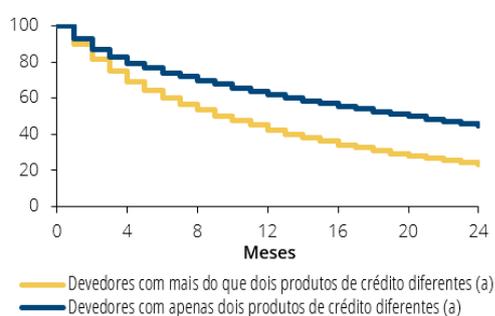
Fonte: Banco de Portugal. | Nota: As funções de sobrevivência apresentadas têm por base os devedores que registaram um primeiro evento de crédito no segmento do crédito ao consumo e um segundo evento no segmento do crédito à habitação.

Gráfico C4.5 • Função de sobrevivência de Kaplan-Meier, em função dos eventos de crédito terem ocorrido na mesma instituição ou em instituições diferentes: contágio consumo-habitação | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: As funções de sobrevivência apresentadas têm por base os devedores que registaram um primeiro evento de crédito no segmento do crédito ao consumo e um segundo evento no segmento do crédito à habitação.

Gráfico C4.6 • Função de sobrevivência de Kaplan-Meier, por número de produtos de crédito diferentes do devedor: contágio consumo-habitação | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: (a) Os devedores da amostram podem ter, no máximo, quatro tipo de crédito diferentes: habitação, cartão de crédito, crédito pessoal e crédito automóvel. As funções de sobrevivência apresentadas têm por base os devedores que registaram um primeiro evento de crédito no segmento do crédito ao consumo e um segundo evento no segmento do crédito à habitação.

Referências

Farinha, L. e Lacerda, A. (2010). "Incumprimento no crédito aos particulares: qual é o papel do perfil de crédito dos devedores." *Relatório de Estabilidade Financeira* do Banco de Portugal, novembro 2010, 145.

Kaplan, E. L., e Meier, P. (1958). "Nonparametric estimation from incomplete observations." *Journal of the American Statistical Association*, 53(282), 457-481.

Caixa 5 • Perspetivas sobre a adoção de novas tecnologias de informação por parte dos principais bancos portugueses

A inovação tecnológica e a digitalização da atividade financeira têm vindo a impactar o setor bancário em diferentes dimensões, processo que se intensificou no contexto pandémico. Face a modelos de negócio cada vez mais assentes na digitalização, importa garantir que a transformação digital é uma prioridade estratégica para os bancos assegurarem a sua competitividade e resiliência operacional.

A digitalização exige investimentos iniciais significativos, mas pode potenciar uma significativa poupança de custos pela racionalização de recursos e processos e pelo desenvolvimento da gestão de risco, extraindo maior valor da informação sobre os clientes. Permite também que os bancos se adaptem às crescentes exigências dos clientes em termos de conveniência e rapidez, essenciais para fazer face à concorrência de novos participantes no mercado (nomeadamente *FinTechs* na área de pagamentos e *BigTechs*).

A digitalização nos bancos portugueses está abaixo da média da União Europeia, mas tem apresentado um crescimento superior nos últimos anos. De acordo com o *Financial Access Survey* (2021) do Fundo Monetário Internacional, tomando como referência o número de transações bancárias através de canais digitais por mil adultos, o valor observado em Portugal em 2020 estava ligeiramente abaixo de metade do valor observado para os países da União Europeia (UE). Contudo, registou um crescimento nos últimos 3 anos de 137%, face a 21% na UE. Esta evolução terá contribuído para a manutenção da disponibilidade de serviços bancários num enquadramento de redução de um quarto do número de balcões entre 2017 e 2020. A utilização de Caixas Automáticas (*Automated Teller Machines – ATM*) contribuiu também para esta evolução, uma vez que em Portugal o sistema de ATM é muito desenvolvido, em termos de rede e de extensão e qualidade das operações bancárias que permite realizar, o que atenua a premência e o valor acrescentado dos canais digitais. Em Portugal o número de ATM por cem mil adultos é sensivelmente o dobro do que se observa na média dos países da UE e neste período observou-se, em Portugal, uma redução de ATM inferior à observado na UE.

O Banco de Portugal, no âmbito dos Planos de Financiamento e Capital de 2021 (submetidos ao abrigo da Instrução n.º 18/2015 do Banco de Portugal) solicitou aos principais bancos nacionais informação acerca do processo de digitalização nas suas operações. As respostas fornecidas pelos bancos revelam alguma heterogeneidade que não invalida as principais perspetivas para o período 2020-2023 apresentadas nesta Caixa.

Os bancos projetam manter o investimento em digitalização nos níveis observados em 2020, com um ligeiro aumento da componente não recorrente. Os bancos preveem uma dotação financeira anual em tecnologias de informação e comunicação, digitalização e cibersegurança (IDC) de 16% dos custos operacionais para o período de projeção, dos quais cerca de um quarto corresponde a custos com investimento não recorrente, habitualmente associados a processos de transformação do banco. A componente não recorrente do investimento em IDC varia entre 24% e 29% ao longo do período. As instituições projetam que os recursos humanos alocados a atividades de IDC se mantenham em cerca de 10% do total de colaboradores ou cerca de um quarto dos colaboradores em funções não comerciais (*back-office*). Cerca de 40% destes recursos são contratados em regime de *outsourcing*. Em geral, nas maiores instituições o peso do *outsourcing* é mais elevado, superior a 60%.

Os bancos projetam um crescimento do volume de operações através de canais digitais, mas sem reflexo material no aumento das receitas associadas a estas operações. Prevê-se um crescimento da importância relativa dos clientes digitais (*online* e *mobile*) sobre a base total de clientes ativos, de menos de 50%, em 2020, para cerca de dois terços, em 2023, mantendo-se o maior peso do canal *online*. Cerca de um quinto do volume de negócios observado em 2020 está associado aos

canais digitais, esperando-se um crescimento de cerca de 6 pp até 2023. Contudo, este aumento não tem um reflexo proporcional no peso das receitas em canais digitais no total de receitas.

A digitalização deverá contribuir para uma redução do tempo e o custo dos serviços bancários.

Os bancos perspetivam uma ligeira redução na duração dos principais processos de relação com o cliente (*front-office*) e operacionais (*back-office*). Prevê-se, também, uma redução no custo para servir o cliente na ordem de 7% até 2023, sendo que no caso dos clientes digitais se projeta que essa redução seja de 14%. Em 2020, o custo para servir o cliente digital foi superior à média do custo associado à totalidade dos clientes e há expectativas que até 2023 passe a ser inferior.

Os bancos portugueses apostam na digitalização para manter a sua posição competitiva, prevendo continuar a alocar uma parte considerável de recursos financeiros e humanos aos processos de digitalização. Em alguns casos esse investimento é realizado através de *outsourcing*, o que permite fazer face à escassez de recursos qualificados nestas áreas, mas introduz uma maior dependência da estratégia de digitalização da instituição face a terceiros.

Apesar das projeções não indicarem um aumento de eficiência na duração de processos, os bancos esperam reduzir o *cost-to-serve* e outros custos indiretos, como os associados à possível substituição de agências por operações em canais digitais. Este investimento é necessário para evitar perdas de receitas, ao permitir responder às exigências dos clientes, em termos de maior conveniência, e às pressões competitivas. Com efeito, é esperado um aumento significativo do volume de negócios por via digital.

Importa ainda salientar que a crescente utilização e dependência de novas tecnologias de informação acarreta também riscos operacionais para os quais os bancos têm de continuar a reforçar as suas defesas. Os supervisores têm estado particularmente atentos a estes riscos enquadrando-os nas suas áreas prioritárias de supervisão, nomeadamente ao nível da cibersegurança e da proteção de dados.



II Temas em destaque

A situação financeira
das empresas portuguesas
no pós-pandemia de COVID-19

Reconstituição das
reservas de capital:
uma discussão sobre diferentes
ritmos de convergência

A situação financeira das empresas portuguesas no pós-pandemia de COVID-19

1 Introdução

A pandemia e as medidas de confinamento resultaram numa redução abrupta e inesperada da atividade económica, com impacto imediato na situação de liquidez das empresas. A persistência da crise sanitária contribuiu para que os riscos de insuficiência de liquidez de curto-prazo se traduzissem em riscos de insolvência no médio-prazo.

Com o objetivo de avaliar os efeitos da crise pandémica e o perfil de recuperação na situação financeira das empresas, este Tema em destaque apresenta os resultados de um modelo estilizado de simulação do balanço, demonstração de resultados e mapa de fluxos de caixa ao nível da empresa (Augusto et al., a publicar). O modelo incorpora a heterogeneidade das empresas, tendo em conta não apenas a situação financeira pré-pandemia, mas também uma evolução diferenciada da atividade no horizonte de simulação (2021 a 2023). O cenário macroeconómico considerado, publicado no *Boletim Económico* de junho de 2021, tem subjacente uma recuperação da atividade económica para o nível pré-pandemia no início de 2022, com alguns dos setores mais afetados a recuperarem apenas em 2023.

Com base neste cenário, e após a redução observada em 2020, estima-se que a rentabilidade média das empresas recupere gradualmente até 2023, para um nível acima do período pré-pandemia, com alguma heterogeneidade entre setores e um aumento da dispersão entre empresas do mesmo setor, sobretudo nas microempresas e nas empresas dos setores do alojamento e restauração e do comércio. Refletindo a recuperação da rentabilidade, a posição de liquidez das empresas melhora gradualmente no horizonte de simulação, em particular nas microempresas.

A autonomia financeira, não tendo registado a nível agregado uma diminuição após o choque pandémico, regista um aumento residual no horizonte de projeção, sendo de destacar aumentos mais acentuados nos setores da construção e atividades imobiliárias e do comércio e a queda no setor do alojamento e restauração.

A redução do rácio de rentabilidade e de autonomia financeira associada às empresas com pior desempenho financeiro, medida nos percentis inferiores das respetivas distribuições, sugere que a heterogeneidade na recuperação poderá contribuir para um aumento do risco de insolvência nessas empresas, em particular nos setores mais afetados.

Refletindo o aumento da densidade em valores baixos do rácio de autonomia financeira, entre 2020 e 2023, projeta-se um aumento do número de empresas com capital próprio negativo ou em situação de insolvência, com destaque para o setor do alojamento e restauração. Este aumento é, contudo, bastante menos acentuado quando se ponderam as empresas pelo seu ativo, o que reflete o pior desempenho económico das empresas de menor dimensão.

A degradação da situação financeira de algumas empresas e a insolvência são acontecimentos regulares em qualquer ciclo económico, variando a sua intensidade de acordo com o desempenho da economia. Neste contexto, estima-se que o aumento da proporção de empresas com capital

próprio negativo seja superior ao observado ao período que antecedeu a crise pandémica (2015-2019), mas inferior ao período da crise da dívida soberana (2010-2014).

Os resultados obtidos resultam de um exercício estilizado alicerçado em hipóteses, algumas das quais tendo por base elasticidades e decisões financeiras observadas no passado, que se assumem válidas no horizonte de projeção. Sendo sempre complexo projetar variáveis financeiras para empresas, tal exercício assume ainda maior dificuldade no atual contexto de elevada incerteza e potencial descontinuidade face ao passado. Esta incerteza foi mitigada pela realização de análises de sensibilidade a diversos pressupostos do modelo.

2 Modelização do balanço das empresas no horizonte de simulação

2.1 Modelo, universo de empresas e principais pressupostos

A situação financeira de cada empresa é analisada com um exercício de simulação do respetivo balanço, demonstração de resultados e mapa de fluxo de caixa. O exercício simula a evolução até ao quarto trimestre de 2023, tomando como ponto de partida a situação de cada empresa em dezembro de 2020 e estimando de forma sequencial em cada trimestre as rubricas financeiras das empresas. A informação da empresa, disponível na Central de Balanços (CB) e na Central de Responsabilidade de Crédito (CRC), é utilizada em combinação com o cenário macroeconómico publicado no *Boletim Económico* de junho de 2021.

O exercício de simulação concentrou-se nas empresas não financeiras privadas com capital próprio positivo no final de 2019. Foram consideradas as empresas com informação na CB, excluindo as empresas nos setores de atividade da administração pública e defesa, dos serviços financeiros e das sedes sociais e serviços de gestão. Excluíram-se as empresas com valores nulos de ativo, vendas ou gastos de pessoal em 2019. A aplicação destes critérios resultou num universo de cerca de 241 mil empresas, correspondendo a 64% do ativo, 87% do VAB e 86% do total de gastos com pessoal do total das empresas portuguesas, universo mantido constante no horizonte de simulação 2020-2023.

Os *cash-flows* operacionais de cada empresa refletem as projeções setoriais para a respetiva atividade económica e, conjugadas com um fator idiossincrático, acautelam a heterogeneidade no setor. Em particular, assumiu-se que a evolução de cada empresa é definida aleatoriamente com base numa distribuição uniforme que simula perfis em torno da projeção média do VAB do setor de atividade da empresa. A evolução dos consumos intermédios e gastos com pessoal depende de elasticidades face às receitas operacionais. Outras variáveis são simuladas assumindo pressupostos ancorados no enquadramento fiscal e contabilístico das empresas e/ou no padrão histórico. O setor de atividade, a dimensão da empresa e a distinção entre períodos de crise e de recuperação são também tidos em conta nos pressupostos assumidos.

Os juros suportados são calculados com referência às taxas de juro e maturidades médias associadas aos empréstimos bancários de cada empresa, entre o primeiro trimestre de 2020 e o segundo trimestre de 2021. Para o mapa de fluxos de caixa concorre ainda o financiamento obtido no período. Assume-se que cada empresa procura financiamento (i) para suprir o défice de liquidez que se verifica caso a caixa e depósitos sejam insuficientes para cobrir *cash-flows* operacionais e financeiros negativos e (ii) para repor a situação de liquidez que apresentava antes da pandemia, pressuposto que corresponde à acumulação de liquidez por motivos de prudência. Porém, fora do enquadramento das medidas de política tomadas durante a pandemia, considera-se que a empresa só obtém novo financiamento se a sua dívida financeira for inferior ao limiar de dívida em excesso definido com base na relação entre juros e EBITDA (tal como em Augusto e Mateus, 2021) ou se a empresa estava em crescimento antes da pandemia (i.e. se aumentou as

vendas). A dívida financeira inclui empréstimos bancários, títulos de dívida e outros financiamentos reconhecidos no passivo da empresa.

Para além da evolução diferenciada dos *cash-flows* entre empresas, a heterogeneidade resulta também da especificação dos vários pressupostos (e.g. recurso a medidas de apoio e elegibilidade para acesso a novo crédito), os quais consideram igualmente a dimensão e setor de atividade da empresa. Augusto et al., (a publicar) inclui uma análise de sensibilidade aos principais pressupostos do exercício.

O modelo não incorpora, contudo, alterações estruturais ou reestruturações excecionais que possam ter ocorrido durante este período, nem a dinâmica de criação/destruição de empresas após 2019. Adicionalmente, o exercício não reflete, por indisponibilidade de informação, a articulação entre empresas do mesmo grupo económico.

2.2 Medidas de apoio às empresas durante a pandemia de Covid-19

O modelo incorpora as principais medidas de apoio às empresas e ao emprego adotadas pelo Governo português durante a pandemia, designadamente: (i) moratória de crédito pública, (ii) linhas de crédito com garantia pública, e (iii) medidas de apoio ao emprego aqui designadas por “*layoff*” (*layoff* simplificado, apoio à retoma progressiva e incentivo extraordinário à normalização da atividade empresarial), considerando as condições definidas nos respetivos diplomas legais (Quadro 1).

2.3 Definição dos indicadores de avaliação da situação financeira das empresas

A simulação dos mapas contabilísticos e financeiros permite calcular vários indicadores financeiros. A situação de solvência das empresas é analisada com base nos indicadores seguintes:

Capital próprio negativo: indicador utilizado para avaliar situações em que os ativos da empresa são insuficientes para fazer face aos seus passivos (Carletti et al. (2020), Guerini et al. (2020), Ebeke et. al. (2021)). É um indicador limitado por ser omissivo quanto à posição de liquidez da empresa e pelo valor contabilístico dos ativos e passivos poder divergir do valor de mercado.

Insolvência: indicador com base na definição de insolvência do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (Decreto-Lei n.º 53/2004, de 18 de março), a qual considera a empresa que é incapaz de cumprir com as suas obrigações vencidas (critério de liquidez) ou que apresenta passivos manifestamente superiores aos ativos (critério de balanço). No enquadramento do modelo esta definição engloba empresas com caixa e outros ativos líquidos inferiores a -10% do ativo (critério de liquidez) e empresas com capital próprio inferior a -30% do ativo (critério de balanço). Alguns trabalhos recentes, em particular Pühr e Schneider (2021), também consideram estas duas dimensões.

Adicionalmente, são analisados o **ROA** (quociente entre o EBITDA e o ativo), a **autonomia financeira** (quociente entre o capital próprio e o ativo) e o **rácio de caixa** (quociente entre o total de caixa e depósitos bancários e o ativo). A análise à evolução destes três rácios tem em consideração o agregado do conjunto de empresas. Por seu turno, a análise das distribuições tem por referência os percentis ponderados pelo ativo de cada empresa em dezembro de 2019.

Quadro 1 • Critérios de modelização das medidas de apoio às empresas

	Moratória de crédito pública ^(a)	Linhas de crédito com garantia pública ^(a)	Medidas de apoio ao emprego (<i>Layoff</i>) ^(b)
Período ativo	2020 T2 a 2021 T3	Possibilidade de adesão às linhas entre 2020 T2 a 2021 T4. Efeitos estendem-se até à maturidade do crédito.	2020 T2 a 2021 T4
Identificação das empresas	CRC	CRC e critérios de elegibilidade específicos ^(c)	Hipótese com base no COVID-IREE ^(d) e na rentabilidade após o primeiro choque da pandemia.
Integração dos modelos (principais efeitos de primeira ordem)	Carência de capital e de pagamento de juros Extensão da maturidade Acesso a financiamento mesmo que não cumpra os critérios definidos no modelo geral Proibição de distribuição de resultados	Acesso a financiamento mesmo que não cumpra os critérios definidos no modelo geral Condições de financiamento mais favoráveis, com carência de capital de 18 meses	Redução dos gastos com pessoal assumidos pela empresa, considerando as condições específicas a cada trimestre/medida Manutenção do pessoal ao serviço Proibição de distribuição de resultados

Notas: (a) Decreto-Lei n.º 10-J/2020, de 26 de março, com as alterações observadas posteriormente. (b) Por *layoff* consideram-se as três medidas de apoio ao emprego das empresas: *Layoff* simplificado, apoio à retoma progressiva e incentivo extraordinário à normalização da atividade empresarial. Decreto-Lei n.º 10-G/2020, de 26 de março, Resolução do Conselho de Ministros n.º 41/2020 e Decreto-Lei n.º 27-B/2020, de 19 de junho, com as alterações observadas posteriormente. O programa Apoiar não foi considerado por ausência de informação com detalhe suficiente para definir pressupostos para a incorporação desta medida de apoio no modelo. (c) São consideradas elegíveis empresas que tenham beneficiado de linhas de crédito com garantia pública (fonte CRC) ou que em dezembro de 2019, i.e., antes da pandemia, cumpram com todos os critérios seguintes: (i) capital próprio positivo, (ii) sem crédito vencido; e (iii) não era uma empresa em dificuldade financeira, seguindo critérios adaptados a partir do Regulamento (UE) n.º 651/2014, que no enquadramento do modelo é materializado pelas condições seguintes: (i) capital próprio positivo, e (ii) não sendo uma PME, possui dívida financeira sobre capital próprio inferior a 7,5 e juros sobre EBITDA inferior a 1. (d) COVID-IREE designa o Inquérito Rápido e Excepcional às Empresas, lançado pelo INE e pelo Banco de Portugal em abril de 2020, com o objetivo de identificar alguns dos principais efeitos da pandemia de COVID-19 na atividade das empresas.

3 Situação financeira das empresas no horizonte 2020-2023

3.1 Evolução dos principais agregados e indicadores financeiros

Em 2020, a crise pandémica traduziu-se, em termos agregados, na diminuição do rácio de rentabilidade, no aumento do rácio de autonomia financeira e num aumento do rácio de caixa (Quadro 2). A recuperação da economia em 2021 e 2022 possibilita a recuperação da rentabilidade agregada para o nível de 2019. Estima-se também um aumento do rácio de autonomia financeira e do rácio de caixa. Estes três indicadores superam, em 2023, os valores observados em 2019.

A crise pandémica repercutiu-se de forma distinta entre setores de atividade, com consequências severas no alojamento e restauração, setor cuja rentabilidade média se reduziu 11,1 pp para -0,7%, em 2020, e nos transportes e armazenagem (-4,7 pp, para 8,5%).

No setor do alojamento e restauração, o choque resultou numa redução da autonomia financeira, sendo a recuperação estimada insuficiente para retomar os valores de 2019 (47,3% em 2019, face a 43,2% em 2023). Por sua vez, a diminuição da rentabilidade do setor dos transportes e armazenagem ocorreu em simultâneo com um ligeiro aumento da autonomia financeira em 2020, ainda que por redução do ativo superior à redução do capital próprio. Estima-se que o rácio de autonomia financeira deste setor em 2023 seja superior ao observado em 2019 (cerca de 33,4% face a 32,9%, respetivamente), com um nível de capital próprio mais alto. Estes dois setores apresentaram quebras no rácio de caixa em 2020, por oposição aos aumentos nos restantes setores de atividade. Contudo, estima-se um aumento do rácio de caixa em ambos os setores até 2023.

Nos restantes setores de atividade, a crise pandémica implicou uma redução da rentabilidade em 2020, a qual deverá ser revertida até 2023.

A autonomia financeira aumentou em 2020 na maioria dos restantes setores de atividade, estimando-se que a trajetória se mantenha e o valor em 2023 seja superior ao de 2019. Este aumento é acompanhado por um crescimento significativo do rácio de caixa. Note-se que, em acréscimo à melhoria da atividade operacional, o aumento do rácio de caixa para todos os setores está associado ao pressuposto de acumulação de liquidez por motivo de prudência. Este pressuposto tem um efeito médio de +1 pp no rácio de caixa e na dívida financeira na projeção.

A quebra da rentabilidade em 2020 ocorreu em todas as classes de dimensão das empresas, mas foi mais acentuada nas grandes empresas (-2,4 pp). A recuperação da rentabilidade será mais rápida nas grandes empresas e todas as classes recuperam o nível pré-pandemia em 2023. Em todo o horizonte, as empresas de menor dimensão apresentam uma rentabilidade inferior às de maior dimensão.

O rácio de liquidez é superior nas empresas de menor dimensão, estimando-se um aumento mais acentuado nas microempresas, +9,7 pp em 2023 face a 2019, que compara com +1,6 pp nas grandes empresas.

O rácio de autonomia financeira aumenta nas micro e médias empresas entre 2019 e 2023, e, de forma mais acentuada, nas pequenas empresas. Por seu turno, a recuperação da rentabilidade das grandes empresas ocorre em simultâneo com uma redução do rácio de autonomia financeira, em resultado de um aumento do ativo e de uma diminuição do capital próprio.

O crescimento da liquidez e do capital próprio das grandes empresas está limitado por se ter considerado uma taxa de distribuição de resultados mais elevada em empresas de maior dimensão, consistente com o observado em termos históricos.

As estimativas sugerem uma recuperação integral das empresas portuguesas, transversal à generalidade dos setores. Porém, observa-se um aumento da dispersão da rentabilidade, do rácio de autonomia financeira e do rácio de caixa e, em particular, um aumento de empresas com valores mais reduzidos nestes três rácios (Gráfico 1). Este padrão revela um aumento do risco associado a empresas com pior desempenho financeiro, ainda que num cenário de recuperação completa em termos agregados.

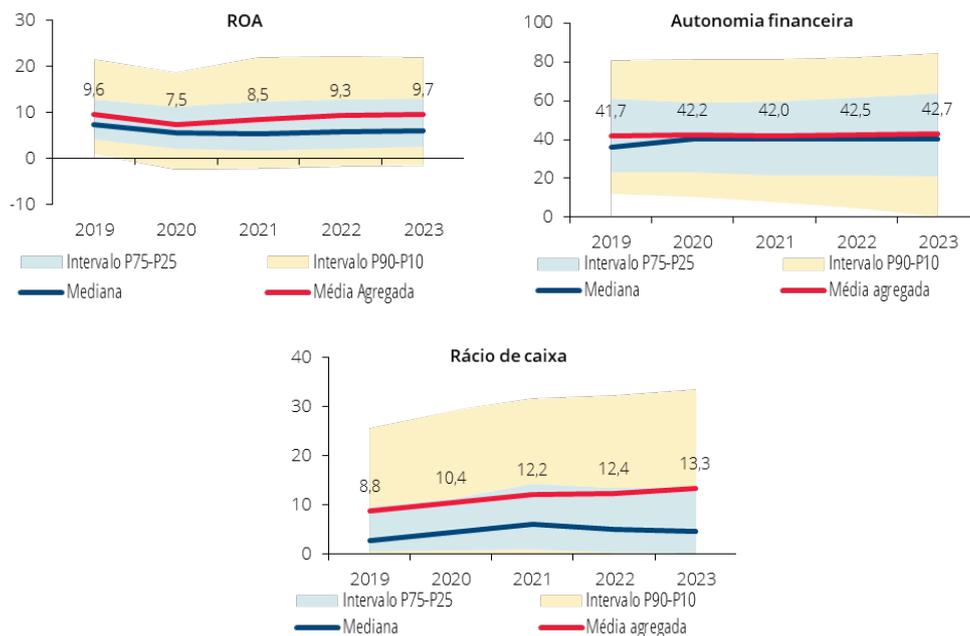
A redução dos rácios nos percentis inferiores é particularmente relevante nas microempresas (percentil 10 do ROA de -1% e -5% e da autonomia financeira de 9% e -4% em 2019 e 2023, respetivamente) e no setor do alojamento e restauração (percentil 10 do ROA de 1% e -3% e da autonomia financeira de 13% e -10% em 2019 e 2023, respetivamente) (Quadro 3). Na autonomia financeira destaca-se ainda a redução do percentil 10 nos transportes e armazenagem (9% em 2019 e -6% em 2023) e da construção e atividades imobiliárias (8% em 2019 e -3% em 2023).

Quadro 2 • ROA, do rácio de autonomia financeira e do rácio de caixa | Em % do ativo

ROA (EBITDA/ativo)					
	2019	2020	2021	2022	2023
Total de empresas	9,6	7,5	8,5	9,3	9,7
Dimensão de empresas					
Micro	8,7	6,7	7,3	8,3	8,7
Pequenas	9,2	7,2	7,9	9,0	9,4
Médias	9,7	7,8	8,6	9,5	9,8
Grandes	10,1	7,7	9,3	9,9	10,1
Setores de atividade (selecionados)					
Indústria transformadora	10,4	8,5	9,5	9,9	10,2
Construção e atividades imobiliárias	7,2	6,2	6,9	7,0	7,2
Comércio	9,0	7,3	8,1	8,8	9,0
Alojamento e restauração	10,4	-0,7	3,5	8,9	10,2
Transportes e armazenagem	13,2	8,5	11,6	12,5	12,6
Autonomia financeira (capital próprio/ativo)					
	2019	2020	2021	2022	2023
Total de empresas	41,7	42,2	42,0	42,5	42,7
Dimensão de empresas					
Micro	48,5	48,2	48,1	50,0	51,7
Pequenas	46,0	46,1	46,3	48,4	50,1
Médias	42,3	43,0	42,8	43,5	43,7
Grandes	36,3	36,9	36,2	35,2	33,9
Setores de atividade (selecionados)					
Indústria transformadora	45,6	46,3	46,4	47,0	47,2
Construção e atividades imobiliárias	44,3	45,1	45,7	47,0	48,0
Comércio	40,2	41,2	41,5	42,8	43,8
Alojamento e restauração	47,3	42,7	40,2	41,7	43,2
Transportes e armazenagem	32,9	33,3	32,7	33,3	33,4
Rácio de caixa (caixa/ativo)					
	2019	2020	2021	2022	2023
Total de empresas	8,8	10,4	12,2	12,4	13,3
Dimensão de empresas					
Micro	15,1	16,8	20,4	22,1	24,8
Pequenas	11,4	13,5	16,1	16,2	17,4
Médias	8,4	9,9	11,6	11,2	11,7
Grandes	5,0	6,1	6,5	6,4	6,6
Setores de atividade (selecionados)					
Indústria transformadora	8,1	10,2	11,4	11,0	11,4
Construção e atividades imobiliárias	8,9	10,3	12,6	13,4	15,0
Comércio	10,6	12,5	14,1	14,4	15,6
Alojamento e restauração	9,7	9,6	12,0	12,3	14,0
Transportes e armazenagem	12,0	11,5	14,6	14,7	15,5

Nota: O setor dos transportes e armazenagem não inclui a TAP S. A. por se tratar de uma empresa pública com referência a dezembro de 2020.

Gráfico 1 • ROA, autonomia financeira e rácio de caixa | Em % do ativo



Nota: Os percentis subjacentes aos intervalos P75-P25, P90-P10 e a mediana são ponderados pelo ativo das empresas em dezembro de 2019.

Quadro 3 • Percentil 10 do ROA e do rácio de autonomia financeira em 2019 e 2023 | Em % do ativo

	ROA		Autonomia financeira	
	2019	2023	2019	2023
Total de empresas	1	-1	12	1
Dimensão de empresas				
Micro	-1	-5	9	-4
Pequenas	1	-2	12	3
Médias	2	0	13	-3
Grandes	3	0	12	2
Setores de atividade (selecionados)				
Indústria transformadora	3	0	14	12
Construção e atividades imobiliárias	0	-3	8	-3
Comércio	2	-1	11	6
Alojamento e restauração	1	-3	13	-10
Transportes e armazenagem	2	1	9	-6

Nota: O percentil 10 é ponderado pelo ativo das empresas em dezembro de 2019.

3.2 Evolução dos indicadores de solvência

Estima-se que, em dezembro de 2023, 21% das empresas em análise tenham capital próprio negativo e 18% das empresas sejam insolventes (Gráfico 2). Estas proporções são enquadráveis

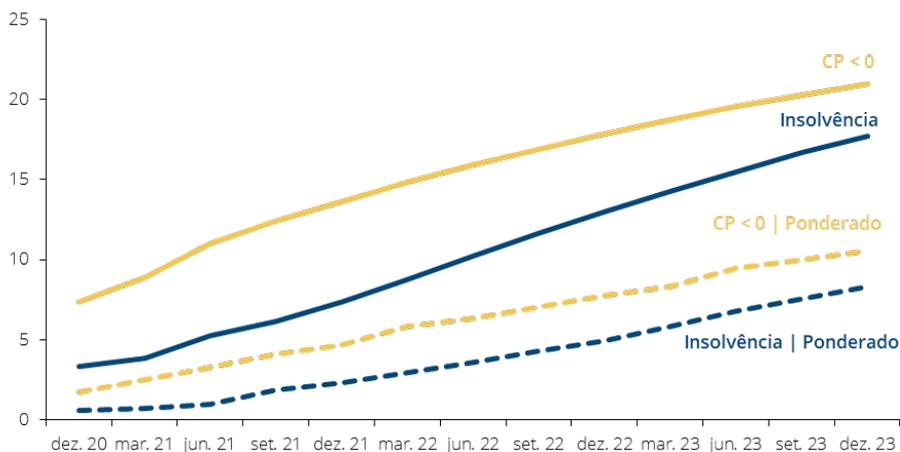
no desempenho financeiro histórico das empresas portuguesas ao longo dos ciclos económicos por que vão passando (Gráfico 3).

De modo a refletir a relevância de cada empresa na economia, estas métricas foram ponderadas pelo ativo. As estimativas associadas à percentagem de empresas com capital próprio negativo e insolventes ponderadas pelo valor do ativo no período 2020-2023 reduzem-se para cerca de metade: 11% de empresas com capital próprio negativo e 8% de empresas insolventes.

Esta ponderação é particularmente relevante porque as microempresas representam uma parte significativa do número total de empresas com capital próprio negativo e insolventes no horizonte de simulação. Adicionalmente, a proporção de empresas com capital próprio negativo e insolventes no total de microempresas é superior às proporções estimadas para empresas com maior dimensão.

Com referência aos valores ponderados pelo ativo, estima-se que cerca de 15% das empresas do setor do alojamento e restauração tenham capital próprio negativo em 2023, proporção superior à estimada na generalidade dos setores de atividade que varia entre 7% e 14%. A proporção de empresas insolventes no setor do alojamento e restauração em 2023 é semelhante à estimada para a proporção de empresas com capital próprio negativo (14%), mas inferior na maior parte dos restantes setores de atividade, variando entre 2% e 13%.

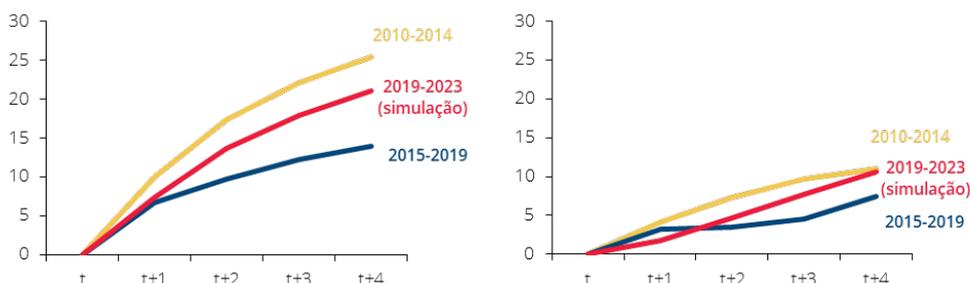
Gráfico 2 • Percentagem de empresas com capital próprio negativo e insolventes
| Em % do número de empresas e % ponderada pelo ativo



Notas: Valores ponderados pelo total do ativo em 2019. CP: capital próprio.

O aumento persistente do número de empresas com capital próprio negativo e insolventes em empresas com capital próprio positivo num determinado ponto de partida é um facto estilizado, relacionado com o ciclo de vida das empresas, e não apenas determinado pelo desempenho da economia nesse período. Contudo, a intensidade desse fenómeno varia consoante o ciclo económico. Comparando as estimativas do número de empresas com capital próprio negativo no horizonte 2019-2023 com o período 2010-2014 e 2015-2019, a evolução destes indicadores é mais gravosa face à observada no período que antecedeu a crise pandémica, mas menos gravosa do que no período da crise da dívida soberana (Gráfico 3).

Gráfico 3 • Percentagem de empresas com capital próprio negativo em diferentes horizontes | Em % do número de empresas total (painel esq.) e % ponderada pelo ativo (painel dir.)



Notas: Para cada horizonte representado no gráfico, a referência t no eixo das abcissas corresponde ao primeiro ano do intervalo (e.g. para o horizonte 2010-2014, t corresponde a 2010 e t + 4 corresponde a 2014). Em cada horizonte apenas se consideram as empresas com capital próprio positivo no ponto de partida. No painel da direita os valores são ponderados pelo ativo no ponto de partida. Os intervalos 2010-2014 e 2015-2019 correspondem a valores observados. O intervalo 2019-2023 corresponde ao exercício de simulação, para o qual 2019 e 2020 já foram observados. Nos horizontes 2010-2014 e 2015-2019, o total de empresas definido em t vai-se reduzindo em anos subsequentes ao ponto de partida. Este efeito é justificado por empresas que encerram atividade ou por ausência de reporte da IES. Para manter o número de empresas constante no horizonte de comparação assumiu-se que empresas que no último ano de informação disponível apresentem um ROA negativo ou um rácio de autonomia financeira inferior a 10% seriam empresas com capital próprio negativo no remanescente do horizonte.

3.3 Análise das empresas que recorreram a medidas de apoio

O modelo permite analisar a situação das empresas que recorreram a medidas de apoio pelo Governo português durante a pandemia. Em particular, agruparam-se as empresas que recorreram à moratória de crédito pública ou às linhas de crédito com garantia pública. O universo de empresas considerado no modelo cobre 70% e 92% das empresas que recorreram à moratória ou a crédito com garantia pública, o que corresponde a 74% e 95% do crédito associado a essas medidas, respetivamente.

Estas empresas foram analisadas por comparação com empresas que cumpriam as condições para acesso às respetivas medidas de apoio, embora não tenham recorrido à medida (por simplificação, designadas por “elegíveis”). O grupo de empresas elegíveis não apresenta a mesma situação económica e financeira pré-pandemia que o grupo de empresas que recorreram a cada medida, não permitindo avaliar o impacto da respetiva medida de apoio.

A evolução da rentabilidade das empresas que recorreram à moratória de crédito é semelhante à das empresas elegíveis que não recorreram a esta medida de apoio (Quadro 4). Para as empresas que recorreram à moratória, após a quebra de rentabilidade em 2020 (-2,7 pp para 5,0%), estima-se uma recuperação gradual entre 2021 e 2023 (quando atinge 8,1%). O rácio de autonomia financeira tem um perfil de evolução semelhante. Em nível, estes indicadores são superiores nas empresas elegíveis que não recorreram à moratória, antes da pandemia e em todo o horizonte de simulação, mantendo-se a amplitude do diferencial.

Quadro 4 • ROA e autonomia financeira das empresas que recorreram a moratória de crédito pública | Em % do ativo

	ROA			Autonomia financeira		
	Com moratória	Elegíveis sem moratória	Com moratória: setores mais afetados	Com moratória	Elegíveis sem moratória	Com moratória: setores mais afetados
2019	7,7	10,3	9,8	35,3	42,5	35,6
2020	5,0	8,2	3,3	34,6	43,2	33,0
2021	6,4	9,2	6,6	34,8	43,0	32,3
2022	7,5	9,9	9,2	36,1	43,2	33,5
2023	8,1	10,1	10,1	36,9	43,3	34,4

Notas: Empresas com exposições de crédito em moratória em dezembro de 2020. Elegíveis sem moratória considera empresas com crédito bancário e sem crédito vencido em dezembro de 2019, que não recorreram à moratória. Valores anuais com referência a dezembro. Setores mais afetados definidos de acordo com a enumeração do Decreto-Lei n.º 10-J/2020.

Estima-se que os indicadores de solvência sejam menos favoráveis nas empresas que recorreram à moratória face às empresas elegíveis que não recorreram a essa medida: +3,2 pp na proporção de empresas com capital próprio negativo e +3,8 pp na proporção de empresas insolventes em 2023 (Quadro 5). A recuperação económica deste conjunto de empresas é um mitigante ao risco de incumprimento das exposições que estiveram em moratória de crédito.

Esta avaliação é corroborada pela evolução das empresas em setores de atividade mais afetados pela crise pandémica (definidos de acordo com o Decreto-Lei n.º 10-J/2020), que apesar da redução acentuada da rentabilidade em 2020, recuperam até ao final de 2023.

Quadro 5 • Percentagem de empresas com capital próprio negativo e insolventes em empresas que recorreram à moratória de crédito pública | Em % ponderada pelo ativo

	Capital próprio negativo			Empresas insolventes		
	Com moratória	Elegíveis sem moratória	Com moratória: setores mais afetados	Com moratória	Elegíveis sem moratória	Com moratória: setores mais afetados
2020	1,9	1,3	3,3	0,4	0,3	0,4
2021	6,0	3,5	8,1	1,4	2,3	2,2
2022	8,6	6,6	10,8	5,0	4,3	7,1
2023	11,6	8,4	13,4	10,3	6,5	12,2

Notas: Valores ponderados pelo total do ativo em 2019. Empresas com exposições de crédito em moratória em dezembro de 2020. Elegíveis sem moratória considera empresas com crédito bancário e sem crédito vencido em dezembro de 2019, que não recorreram à moratória. Valores anuais com referência a dezembro. Setores mais afetados definidos de acordo com a enumeração do Decreto-Lei n.º 10-J/2020.

Em 2019, a rentabilidade e a autonomia financeira das empresas que recorreram a linhas de crédito com garantia pública eram inferiores às das empresas elegíveis que não recorreram a estas linhas (Quadro 6). A redução em 2020 e a recuperação subsequente ocorrem nos dois grupos de empresas, sendo mais acentuadas no conjunto de empresas que recorreu a linhas de crédito com garantia pública.

Para as empresas que recorreram a linhas de crédito com garantia pública os indicadores de solvência em 2020 são genericamente semelhantes aos estimados para as empresas elegíveis que não recorreram a esta medida (Quadro 7). Em 2023, a percentagem de empresas com capital próprio negativo é inferior nas empresas que recorreram a estas linhas de crédito. As PME representam 91% da exposição associada a esta medida em dezembro de 2020. Considerando apenas estas empresas, conclui-se que as proporções de empresas com capital próprio negativo e insolventes são inferiores entre as que recorreram a linhas de crédito com garantia pública.

Quadro 6 • Rendibilidade e autonomia financeira das empresas que recorreram a linhas de crédito com garantia pública | Em % do ativo

	ROA				Autonomia financeira			
	Com LGP	Elegíveis sem LGP	Com LGP: PME	Elegíveis sem LGP: PME	Com LGP	Elegíveis sem LGP	Com LGP: PME	Elegíveis sem LGP: PME
2019	9,1	10,1	8,9	9,6	38,2	44,6	39,2	48,6
2020	5,8	8,1	5,7	8,1	36,3	45,8	37,0	49,9
2021	7,4	9,0	7,2	8,5	36,4	45,5	37,1	49,8
2022	8,8	9,7	8,6	9,2	38,3	45,8	39,5	50,9
2023	9,4	9,9	9,3	9,5	39,8	45,8	41,4	51,8

Notas: LGP – Linhas de crédito com garantia pública. Empresas que em dezembro de 2020 tinham exposições de crédito com garantia pública (Decreto-Lei n.º 10-J/2020, de 26 de março, com as alterações observadas posteriormente). PME – Micro, pequenas e médias empresas. Elegíveis sem linha de crédito com garantia pública considera empresas que cumpram com todos os critérios seguintes, por referência a dezembro de 2019, i.e., antes da pandemia: (i) capital próprio positivo, (ii) sem crédito vencido; e (iii) não era uma empresa em dificuldade financeira, seguindo critérios adaptados a partir do Regulamento (UE) n.º 651/2014, que no enquadramento do modelo é materializado pelas condições seguintes: (i) capital próprio positivo, e (ii) não sendo uma PME, possui dívida financeira sobre capital próprio inferior a 7,5 e juros sobre EBITDA inferior a 1. Valores anuais com referência a dezembro.

Quadro 7 • Percentagem de empresas com capital próprio negativo e insolventes em empresas que recorreram a linhas de crédito com garantia pública | Em % ponderada pelo ativo

	Capital próprio negativo				Empresas insolventes			
	Com LGP	Elegíveis sem LGP	Com LGP: PME	Elegíveis sem LGP: PME	Com LGP	Elegíveis sem LGP	Com LGP: PME	Elegíveis sem LGP: PME
2020	1,8	1,6	1,9	2,0	0,3	0,4	0,4	0,6
2021	4,2	4,1	4,4	5,1	1,2	2,3	1,2	2,2
2022	6,5	7,4	6,8	8,1	4,1	4,6	4,5	5,4
2023	8,9	10,0	9,0	11,9	7,7	7,7	8,2	9,2

Notas: LGP – Linhas de crédito com garantia pública. PME – Micro, pequenas e médias empresas. Valores ponderados pelo total do ativo em 2019. Empresas que tinham exposições de crédito com garantia pública em dezembro de 2020. Elegíveis sem linha de crédito com garantia pública considera empresas que em dezembro de 2019, i.e., antes da pandemia, cumpram com todos os critérios seguintes: (i) capital próprio positivo, (ii) sem crédito vencido; e (iii) não era uma empresa em dificuldade financeira, seguindo critérios adaptados a partir do Regulamento (UE) n.º 651/2014, que no enquadramento do modelo é materializado pelas condições seguintes: (i) capital próprio positivo, e (ii) não sendo uma PME, possui dívida financeira sobre capital próprio inferior a 7,5 e juros sobre EBITDA inferior a 1. Valores anuais com referência a dezembro.

3.4 Análises de sensibilidade

A simulação do balanço, demonstração de resultados e mapa de fluxos de caixa num horizonte de médio-prazo é um exercício complexo, em particular num contexto de elevada incerteza. Depende, também, de pressupostos que não captarão todos os aspetos idiossincráticos das empresas.

Com o objetivo de avaliar a sensibilidade dos resultados a estes pressupostos, consideraram-se diferentes hipóteses para variáveis relevantes do modelo. A generalidade das alternativas não teve um impacto significativo nos indicadores de solvência (percentagem de empresas com capital negativo e em insolvência), à exceção de hipóteses mais extremas para a rigidez dos custos operacionais ou para as condições de acesso a novo financiamento (ou de refinanciamento).

Em particular, as condições de acesso a novo financiamento são fulcrais à satisfação das necessidades de liquidez das empresas no horizonte de simulação. Os pressupostos considerados, ao tornarem endógeno o acesso a financiamento, distinguem-se dos pressupostos habituais na literatura recente onde se consideram hipóteses mais extremas como ausência de novo financiamento ou o refinanciamento total dos empréstimos na sua maturidade.

Face aos critérios de concessão de base, consideram-se duas abordagens alternativas:

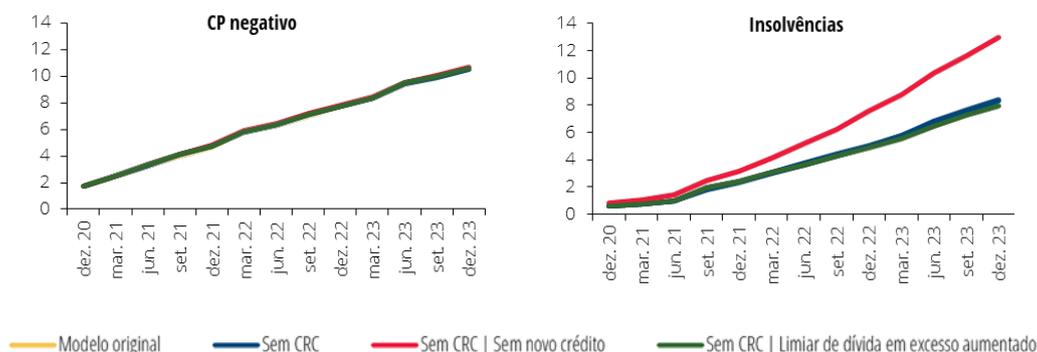
- A primeira alternativa impossibilita o acesso ao novo crédito (incluindo o refinanciamento), com exceção das linhas de crédito com garantia pública e do crédito não utilizado associado a crédito potencial abrangido pela moratória pública.
- A segunda alternativa relaxa o limiar de dívida em excesso, um dos critérios exigidos às empresas para obter financiamento. No modelo original, o limiar do rácio de juros sobre EBITDA é estabelecido em 0,5; na alternativa, o limiar é 1. Esta alteração aumenta o montante máximo de dívida das empresas, o que se traduzirá num acréscimo de risco. Segundo Klein (2016), rácios de juros sobre EBITDA superiores a 1 correspondem a empresas em incumprimento técnico, enquanto rácios entre 0,5 e 1 correspondem a empresas com risco de crédito elevado. Em 2019, e tomando como referência o universo de empresas considerado nas simulações, 0,9% das empresas apresentava um rácio de juros sobre EBITDA superior a 1 e 2,8% das empresas apresentava um rácio superior a 0,5. Refira-se ainda que 11% das empresas se encontram impossibilitadas de aceder a novo crédito por registarem EBITDA negativo.

A introdução de abordagens alternativas apenas impacta o acesso a financiamento bancário após o segundo trimestre de 2021, uma vez que até esta data a informação de crédito bancário é a observada na CRC. Para aferir de forma mais completa o impacto da alteração destes pressupostos reestudou-se o modelo original e as abordagens alternativas com referência a um cenário em que não se considera o crédito bancário reportado para a CRC.

A impossibilidade de obter novo financiamento reduz o rácio de dívida financeira em 2023 (cerca de menos 5 pp face ao estimado no modelo original). Por sua vez, a definição de um limiar de dívida em excesso menos restritivo resulta num aumento pouco significativo do rácio de dívida financeira (+0,4 pp).

A quase totalidade de alterações dos pressupostos de acesso ao financiamento consideradas não têm impacto significativo nas estimativas das empresas com capital próprio negativo ou insolventes (Gráfico 4). Como exceção, o cenário sem novo crédito traduziu-se num aumento da proporção de empresas insolventes (+5 pp em 2023) refletindo o contributo do critério de (falta de) liquidez.

Gráfico 4 • Proporção de empresas com capital próprio negativo e insolventes: variação do pressuposto de acesso a financiamento pelas empresas | Em % ponderada pelo ativo



Notas: Valores ponderados pelo total do ativo em 2019. Modelo original corresponde às estimativas obtidas com base no modelo descrito na Secção 2. Sem CRC corresponde a simulações que não consideram o reporte para a CRC da informação de crédito entre o primeiro trimestre de 2020 e o segundo trimestre de 2021, tomando como ponto de partida a dívida das empresas em dezembro de 2019. Sem novo crédito corresponde às estimativas de um modelo em que as empresas não podem recorrer a novo crédito, exceto o associado a linhas de crédito com garantia pública e crédito potencial associado às exposições em moratória. Limiar de dívida em excesso aumentado corresponde ao relaxar da restrição associada à definição do limiar de dívida em excesso, tendo sido considerado um rácio de juros sobre EBITDA igual 1, ao invés do rácio de juros sobre EBITDA igual a 0,5 do modelo original.

4 Conclusão

A crise pandémica constituiu um choque negativo sem paralelo à atividade das empresas portuguesas, caracterizado por um período prolongado de restrições ao regular funcionamento da atividade económica que se traduziu num impacto assimétrico entre setores. A natureza temporária do choque e o conjunto alargado de políticas de apoio às empresas e ao emprego contribuíram para mitigar os riscos de deterioração acentuada da situação financeira das empresas, em particular os associados a insuficiências de liquidez.

Combinando as projeções macroeconómicas do Banco de Portugal para o horizonte 2021-2023 com um modelo de simulação do balanço, demonstração de resultados e fluxos de caixa ao nível da empresa, conclui-se que o impacto da crise pandémica sobre as empresas portuguesas será globalmente revertido até 2022 e superado em 2023. Esta recuperação é caracterizada por um aumento da rentabilidade, do rácio de autonomia financeira e do rácio de caixa, em termos agregados, em 2023 face a 2019.

Contudo, verifica-se um aumento da dispersão dos vários indicadores, o que resulta num aumento da percentagem de empresas com uma situação financeira deteriorada por comparação com 2019. Este efeito é particularmente relevante no Alojamento e restauração e nas empresas de menor dimensão. A proporção de empresas identificada com capital próprio negativo e insolvente em 2023 é inferior se ponderada pelo total de ativo das empresas em 2019. Esta redução advém do maior peso, em 2023, de empresas de menor dimensão no total de empresas em pior situação financeira.

A deterioração da situação financeira destas empresas traduz-se numa trajetória ascendente da percentagem de empresas com capital próprio negativo e insolventes no horizonte de projeção, mas menos acentuada do que a registada no período da crise da dívida soberana.

Os resultados deste Tema em destaque ressaltam a importância da caracterização da heterogeneidade da situação financeira das empresas ao longo do ciclo económico motivado pela pandemia.

Referências

Augusto, F., Marques, C., e Martinho, R. (a publicar). "Uma modelização da situação financeira das empresas portuguesas com base em micro-dados: uma aplicação ao choque pandémico COVID-19".

Augusto, F., e Mateus, M. (2021). "A vulnerabilidade financeira e a dívida em excesso das empresas em Portugal: uma aplicação ao choque COVID-19". Banco de Portugal, *Revista de Estudos Económicos*, 7(1).

Carletti, E., Oliviero, T., Pagano, M., Pelizzon, L., e Subrahmanyam, M. G. (2020). "The COVID-19 shock and equity shortfall: Firm-level evidence from Italy". *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 534-568.

Ebeke, M. C. H., Jovanovic, N., Valderrama, M. L., e Zhou, J. (2021). "Corporate Liquidity and Solvency in Europe during COVID-19: The Role of Policies". *IMF working papers*, 2021(56).

Guerini, M., Nesta, L., Ragot, X., e Schiavo, S. (2020). "Firm liquidity and solvency under the Covid-19 lockdown in France". *OFCE Policy Brief*, 76.

Klein, N. (2016). "Corporate sector vulnerabilities in Ireland". International Monetary Fund.

Puhr, C., e Schneider, M. (2021). "Have mitigating measures helped prevent insolvencies in Austria amid the COVID-19 pandemic?". *Monetary Policy & the Economy*, (Q4/20-Q1/21), 77-110.

Reconstituição das reservas de capital: uma discussão sobre diferentes ritmos de convergência

1 Introdução

Em resposta à crise da pandemia de COVID-19, foram adotadas várias medidas de política para mitigar os seus efeitos na economia e no setor financeiro. Em particular, as autoridades micro e macroprudenciais permitiram a flexibilização temporária no cumprimento da orientação de fundos próprios (*Pillar 2 Guidance*) e da reserva combinada de fundos próprios. Estas medidas, a par de outras de índole governamental e monetária, preveniram uma potencial desalavancagem resultante de um comportamento procíclico dos bancos, assegurando a manutenção de um fluxo de crédito adequado à atividade económica.

Em julho de 2020, o BCE anunciou que não exigiria que os bancos europeus começassem a reconstituir as reservas de capital, pelo menos antes do final de 2022. Pretende-se, com esta decisão, que o sistema bancário contribua para uma recuperação económica sustentável. Até à data, os bancos portugueses não necessitaram, em geral, desta flexibilização temporária.

A melhoria da resiliência do sistema financeiro no período anterior à crise foi um fator chave na capacidade de resposta demonstrada pelo setor. Esta melhoria promove a capacidade de absorção de perdas não esperadas, mas também aumenta a margem de atuação da política macroprudencial em crises. Ainda assim, deve ser considerado que a reconstituição das reservas de capital pode ter efeitos procíclicos na concessão de crédito, se levada a cabo antes do processo de recuperação estar completamente maduro e dada a inexistência de informação suficiente sobre as perdas incorridas pelos bancos.

A magnitude destes efeitos dependerá, entre outros fatores, da dimensão das reservas de capital voluntárias dos bancos (ou seja, o nível de reservas de capital acima dos requisitos definidos pelas autoridades de supervisão) e das ações tomadas pelos bancos de forma a cumprirem com maiores níveis de reservas. Nestas últimas incluem-se a emissão de capital, desalavancagem, redução da reserva voluntária, ou, ainda, mediante uma combinação das três estratégias possíveis.

Este tema em destaque avalia, conceptualmente, as implicações para a estabilidade financeira e atividade económica de períodos distintos para a reconstituição gradual de reservas de capital. Recorde-se que estes períodos são do conhecimento do sistema financeiro, atendendo às decisões comunicadas atempadamente pelas autoridades. A análise utiliza um modelo de equilíbrio geral e centra-se nos potenciais custos e benefícios de uma transição mais suave face a uma transição mais abrupta e de ritmos distintos em cada período de transição. Nesse sentido deve ser lida como sinalizando a importância do sistema financeiro para promover um ajustamento eficiente destas reservas.

2 Abordagem metodológica³

De modo a aferir o impacto de um aumento gradual das reservas de capital no sistema bancário e na atividade económica foi utilizado um modelo de equilíbrio geral, baseado em Clerc et al. (2015) e calibrado para a economia portuguesa (também conhecido por modelo 3D).⁴ O modelo considera a possibilidade de falência dos agentes económicos e as interligações entre os setores financeiro e não financeiro.

No modelo 3D estão presentes várias distorções financeiras que motivam o papel dos requisitos regulamentares de capital do setor bancário. Uma das distorções decorre da possibilidade de falência dos agentes económicos que se traduz em custos e na limitação do acesso ao crédito. O modelo pressupõe a existência de um sistema de garantia de depósitos, que cria incentivos para a tomada de risco excessivo por parte dos bancos na concessão de crédito. Apesar destes efeitos, a existência de um sistema de garantia de depósitos tem benefícios para a estabilidade financeira, pois, ao assegurar o reembolso dos depósitos, limita a possibilidade de eventos de «corrida» aos bancos e repercussões negativas injustificadas nos bancos solventes, reduzindo a probabilidade de ocorrência de falências bancárias. No entanto, o efeito da “corrida” aos bancos não é captado neste modelo. Por fim, existem externalidades para o custo de financiamento dos bancos, pois a taxa de juro praticada nos depósitos é determinada pelo risco médio do sistema bancário e não pelo perfil de risco de cada banco. Em equilíbrio, as duas últimas distorções podem implicar a concessão excessiva de crédito, enquanto a primeira distorção pode originar a sua escassez quando comparada com uma situação em que estes custos seriam internalizados.

No modelo, um aumento das reservas de capital reforça a resiliência do setor bancário, uma vez que reduz a probabilidade de falência bancária e os custos associados para a sociedade. A diminuição do risco de falência bancária origina a redução das taxas de juro a pagar nos depósitos, o que, *ceteris paribus*, induz uma diminuição do custo médio de financiamento bancário que conduz a uma descida das taxas de juro nas operações ativas e a um aumento do crédito. Assim, um aumento das reservas de capital pode levar a um aumento do investimento, consumo, produto e do bem-estar social.

Contudo, um aumento das reservas de capital tem também outro tipo de efeitos, tais como desalavancagem e maiores custos de financiamento para os mutuários, sobretudo no período de transição para níveis mais elevados. Um reforço das reservas de capital traduz-se num aumento da procura de capital que torna mais oneroso o custo médio de financiamento bancário. Este é transferido para os mutuários sob a forma de taxas de juro mais elevadas, causando uma redução na concessão de crédito.

O efeito final de um aumento das reservas de capital nas taxas de juro e no crédito irá, assim, depender da magnitude relativa destes dois efeitos. Embora a política monetária possa, de alguma forma, mitigar este canal de transmissão, tal não é tido em consideração neste modelo.

³ Detalhes adicionais quanto à abordagem metodológica estarão disponíveis em De Lorenzo Buratta, I., Lima, D. e Maia, D. (a publicar). “Assessment of prudential policy measures to respond to the Covid-19 pandemic crisis”.

⁴ 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.

2.1 Ritmo de acumulação das reservas de capital

Neste estudo é assumida uma alteração permanente nas reservas de capital. A autoridade macroprudencial requer que os bancos aumentem o capital, o que, uma vez atingido, dá origem a um novo equilíbrio da economia.

São definidos vários cenários de transição. No primeiro cenário há um aumento abrupto das reservas de capital. Noutro cenário são definidos dois períodos de transição, com o propósito de avaliar em que medida é possível mitigar os efeitos de uma potencial atuação procíclica dos bancos. O período de transição mais curto tem a duração de quatro trimestres e o mais longo a duração de 16 trimestres. A escolha de um período de um ano, como mínimo, baseia-se na regulamentação para a reserva contracíclica de fundos próprios. O período máximo de quatro anos assenta na regulamentação para a constituição da reserva de conservação de fundos próprios e da reserva de G-SII (*Global Systemically Important Institutions*).⁵

Para além da duração do período de ajustamento, é importante também analisar o ritmo ao qual se processa o aumento das reservas de capital. As autoridades têm privilegiado regimes lineares ao longo do tempo. Neste tema em destaque, comparamos os resultados de um regime linear com os resultados de um regime que assume um ritmo mais célere de convergência.

3 Resultados

3.1 Mecanismo de transmissão de um aumento abrupto nas reservas de capital

Começamos por apresentar as respostas a um aumento abrupto das reservas de capital de dois pontos percentuais. Estes resultados devem ser interpretados tendo por base o sistema bancário e não bancos individuais.

Um ajustamento abrupto das reservas de capital tem efeitos positivos ao reduzir a probabilidade de falência bancária mais rapidamente, reforçando a resiliência do sistema bancário (Gráfico 1). Contudo, também induz maiores custos de financiamento bancário que são transmitidos aos mutuários sob a forma de *spreads* mais elevados. O aumento significativo das taxas de juro está associado à redução considerável no crédito concedido à economia, embora esta seja mais expressiva no crédito às empresas, pois são estas que suportam um aumento mais elevado das taxas de juro praticadas. O facto de estarem legalmente previstos ponderadores de risco diferenciados e mais favoráveis ao crédito à habitação relativamente ao crédito às empresas justifica também este comportamento.

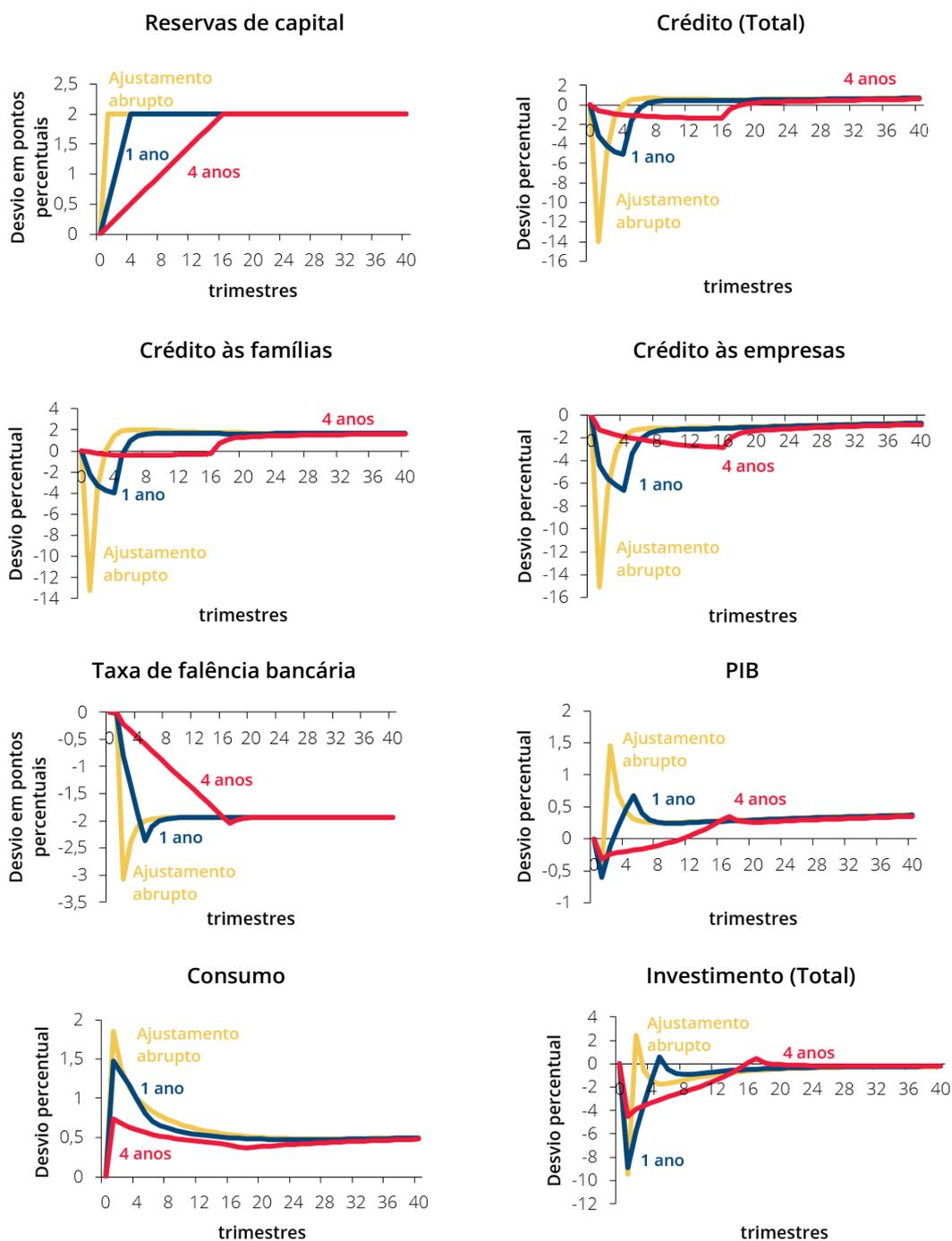
Estes efeitos propagam-se à economia: se, por um lado, uma maior resiliência do sistema bancário origina efeitos positivos ao nível do rendimento das famílias, do consumo e do produto, por outro lado, a queda acentuada do crédito conduz a uma redução significativa do investimento. Os efeitos de um aumento abrupto das reservas de capital dissipam-se ao fim de poucos trimestres, pelo que a economia rapidamente converge para um novo equilíbrio, em que o crédito total é superior, a resiliência bancária é reforçada e o produto é mais elevado.

Os resultados indicam que o aumento permanente das reservas de capital considerado no modelo, mesmo que abrupto, tem efeitos benéficos para a estabilidade financeira e atividade económica no longo prazo, mas pode acarretar disrupções acentuadas na função de intermediação financeira dos bancos ao longo do processo de convergência para o novo

⁵ Diretiva 2013/36/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento, artigo 136.º, n.º 5 (Reserva contracíclica de fundos próprios), artigo 160.º, n.º 2 (Reserva de Conservação de Fundos Próprios) e artigo 162.º, n.º 5 (Reserva de G-SII).

equilíbrio. Assim, é importante considerar períodos de transição mais alargados, de modo a avaliar se estes permitem atenuar a resposta procíclica do sistema bancário, sem comprometer significativamente os benefícios decorrentes da reconstituição das reservas de capital.

Gráfico 1 • Aumento linear das reservas de capital – Funções de impulso resposta



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Desvios face ao equilíbrio inicial.

3.2 Aumento gradual das reservas de capital: regime linear

De um modo geral, a previsibilidade na duração e no ritmo da transição permite que os bancos antecipem o ajustamento necessário em cada período, atenuando a subida dos *spreads* e a queda na concessão de crédito, quando comparado com um aumento abrupto. A atenuação da queda do crédito às empresas induz uma redução também menos acentuada do investimento empresarial. Esta melhoria face ao ajustamento abrupto é tanto maior quanto mais alargado for o período de transição. Contudo, a queda do investimento empresarial continua a ser mais expressiva do que o aumento do investimento residencial, que beneficia das aquisições de habitação por parte das famílias que não dependem de financiamento bancário, determinando que, em termos totais, o investimento continue abaixo, embora mais próximo, do seu valor inicial, ao longo do processo de convergência para o novo equilíbrio.

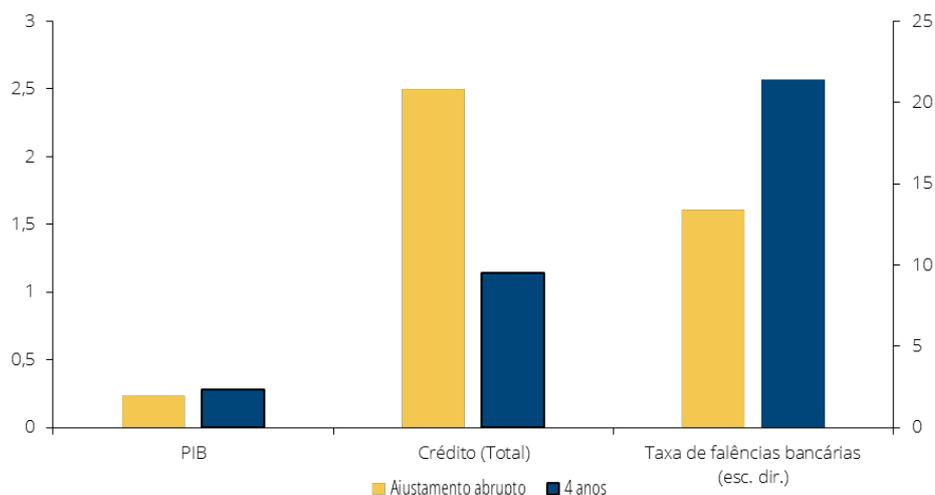
Transições mais longas traduzem-se na atenuação de efeitos positivos sobre a resiliência do sistema bancário quando comparado com um ajustamento abrupto. Períodos de transição mais longos reduzem a taxa de falência bancária, mas em menor proporção, do que um ajustamento abrupto. Adicionalmente, protelam a convergência desta variável para o novo equilíbrio. O comportamento menos favorável da taxa de falência bancária tem impactos macroeconómicos que se consubstanciam num menor aumento do consumo, dado que as famílias têm de suportar maiores custos associados com a garantia de depósitos, e consequentemente do PIB. Há também uma menor velocidade de ajustamento em direção ao equilíbrio.

Existem, assim, *trade-offs* para a política macroprudencial. Se o objetivo da política macroprudencial privilegiar o reforço da resiliência do sistema bancário, o modelo indica que a escolha deve recair sobre uma transição com horizontes mais curtos. Se privilegiar a manutenção do fluxo de crédito para a economia, então horizontes temporais mais alargados são preferíveis.

Em complemento à análise anterior, foram desenvolvidas métricas de volatilidade para a taxa de falência bancária, crédito e produto, variáveis críticas para a política macroprudencial. A volatilidade associada ao comportamento de cada uma das três variáveis foi calculada com base nas funções de impulso resposta decorrentes do ajustamento abrupto e dos dois períodos de transição adotados considerando um ritmo linear de acumulação da reserva (Gráfico 2).

A análise indica que períodos de transição mais longos (4 anos) conduzem a uma redução significativa da volatilidade do crédito total, o que pode ser interpretado como um benefício associado a horizontes temporais alargados. Pelo contrário, à medida que o período de transição é alargado, a volatilidade do PIB e da taxa de falência bancária aumenta, podendo tal ser interpretado como um custo associado a períodos de transição mais longos.

Gráfico 2 • Medidas de volatilidade – regime linear | Em percentagem

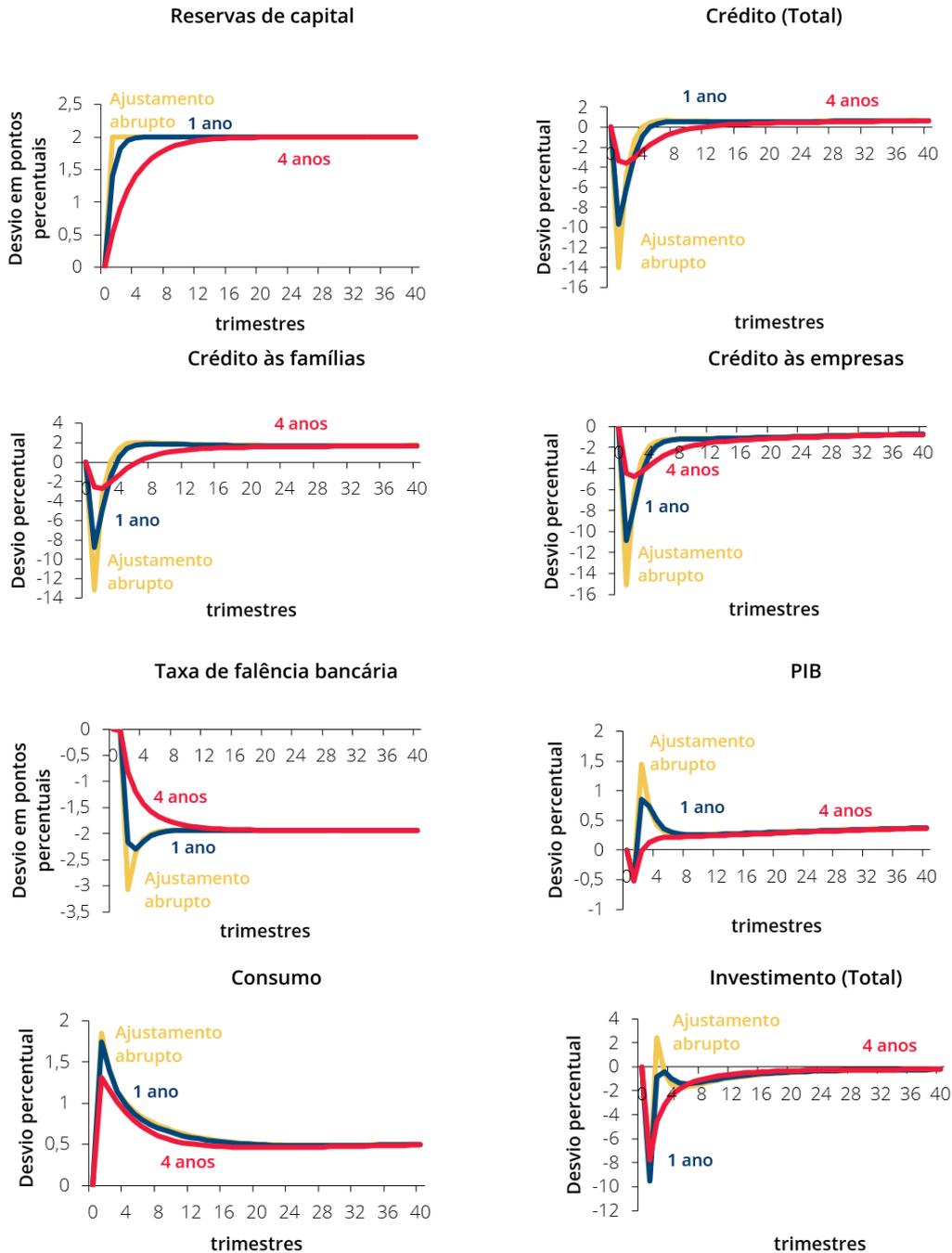


Fonte: Banco de Portugal. | Nota: A volatilidade para cada variável é obtida através do cálculo do desvio-padrão das funções de impulso resposta.

3.3 Aumento gradual das reservas de capital: regime não linear

Nesta Secção analisamos os efeitos da implementação de um regime em que o ritmo de exigência de reconstituição de reservas de capital é decrescente (Gráfico 3). Este regime pode revelar-se mais eficaz em períodos de franca expansão do ciclo económico e/ou de crédito, em que a introdução de reservas superiores pode ser mais facilmente cumprida pelos bancos, por via da retenção de lucros e/ou da emissão de capital, sem daí resultarem disrupções na atividade de concessão de crédito.

Gráfico 3 • Aumento não linear das reservas de capital – Funções de impulso resposta

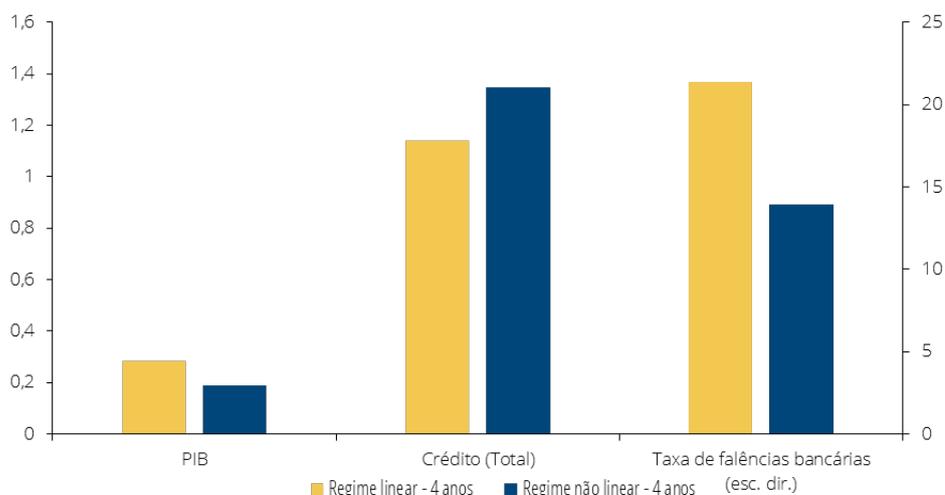


Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Desvios face ao equilíbrio inicial.

Os resultados deste exercício são semelhantes aos do regime linear. A consideração de períodos de transição mais longos – em comparação com um ajustamento abrupto – atenua os custos de um aumento das reservas de capital, embora também reduza a promoção de um sistema bancário mais resiliente. Num regime não linear de acumulação das reservas de capital, as diferenças nas respostas das variáveis para cada período de transição são evidentes para os horizontes mais curtos, mas esbatem-se à medida que estes se alongam.

Comparando com os resultados do regime linear para uma transição de quatro anos, o regime não linear origina uma volatilidade do crédito superior (Gráfico 4). Pelo contrário, a volatilidade do produto e da taxa de falência bancária são menores no regime não linear para o mesmo período de transição.

Gráfico 4 • Medidas de volatilidade – regimes linear e não linear | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: A volatilidade para cada variável é obtida através do cálculo do desvio-padrão das funções de impulso resposta.

Resultados de exercícios de simulação adicionais para regimes não lineares apontam para que períodos de transição compreendidos entre 4 e 16 trimestres possam ser mais adequados, não resultando benefícios significativos da extensão do período para prazos mais longos.

4 Conclusões

No longo prazo, a reconstituição das reservas de capital conduz a economia para um novo equilíbrio, em que a resiliência bancária é superior, o crédito concedido à economia é ligeiramente maior e o produto também aumenta. Contudo, esta análise também confirma que a reconstituição das reservas de capital demasiado rápida pode ter efeitos negativos na oferta de crédito e, por conseguinte, na recuperação económica, dado o impacto negativo no investimento das empresas. Um cenário de crescimento económico mais lento e com elevada incerteza pode requerer uma reintrodução mais tardia e gradual das reservas de capital. Este resultado sinaliza a importância de o sistema financeiro responder de forma atempada às recomendações feitas pelas autoridades de supervisão e destas desenharem um plano de reconstituição de reservas adequado, o que tem sido a prática habitual na Europa.

A consideração de períodos de transição reduz significativamente os efeitos indesejados no fluxo de crédito associados a um ajustamento abrupto e diminui a volatilidade do PIB e do crédito. Quanto mais longos os períodos de transição, menores os custos associados à reconstituição das reservas de capital. Contudo, os benefícios de uma maior resiliência bancária também são ligeiramente mitigados durante o processo de transição. Tal como anunciado pelo BCE em julho de 2020, não será exigido aos bancos europeus que comecem a reconstituir as reservas de capital, que tenham sido ou venham a ser entretanto utilizadas, pelo menos antes do final de 2022.