

RELATÓRIO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA

Maio 2015



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA



RELATÓRIO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA

Maio 2015



Lisboa, 2015 • www.bportugal.pt

Índice

Apreciação global | 5

1. Desenvolvimentos recentes, vulnerabilidades e desafios | 11

1.1. Enquadramento macroeconómico e financeiro da economia portuguesa | 11

1.2. Situação patrimonial dos setores não financeiros | 17

1.3. Situação patrimonial do setor financeiro | 26

1.3.1. Setor bancário | 26

1.3.2. Setor segurador | 40

1.3.3. Fundos de pensões | 43

1.3.4. Fundos de investimento | 45

Caixa 1 • Programa de aquisição de ativos de âmbito alargado | 48

Caixa 2 • Solvência II – desafios associados a um novo quadro regulamentar | 50

2. Riscos para a estabilidade financeira | 52

Apreciação global

Em 2014, o enquadramento do sistema financeiro português caracterizou-se pela recuperação da atividade económica, quer em Portugal quer na área do euro, e pela continuação do movimento de correção dos desequilíbrios macroeconómicos, com particular destaque para a redução da dívida do setor privado não financeiro, refletida na manutenção da capacidade de financiamento interna.

As taxas de juro mantiveram-se globalmente baixas, observando-se uma descida acentuada das taxas de rendibilidade da dívida pública e a compressão dos diferenciais face às taxas de rendibilidade da dívida pública alemã. Estes desenvolvimentos traduzem as condições acomodáticas da política monetária e uma intensa procura por rendibilidade por parte dos investidores internacionais (*search for yield*). Estas condições de financiamento têm favorecido sobretudo as economias sob pressão e proporcionam condições favoráveis para a continuação do processo de desalavancagem e de melhoria da posição de liquidez dos vários setores institucionais.

No entanto, a manutenção, por um período longo, de um ambiente de baixas taxas de juro potencia riscos para a estabilidade financeira e coloca desafios à condução das políticas. Acresce que os níveis atingidos em alguns segmentos do mercado, incluindo valores negativos, dificultam a antecipação do comportamento dos agentes económicos, dado o seu caráter excecional.

Os níveis atuais das taxas de juro, especialmente baixos, poderão propiciar uma incorreta avaliação do risco e, conseqüentemente, uma ineficiente afetação de recursos. Poderão ainda ter um efeito dissuasor sobre a poupança dos agentes económicos, e conseqüentemente, repercutir-se na atividade dos intermediários financeiros. Num contexto de recuperação da atividade económica, é essencial que a poupança interna seja suficiente para financiar o investimento produtivo e para permitir a redução da ainda elevada dívida externa portuguesa.

O ambiente de baixas taxas de juro coloca igualmente riscos para a estabilidade financeira ao penalizar a rendibilidade do setor financeiro. No caso do setor bancário, os resultados, fortemente dependentes da margem financeira, tornaram a ser negativos em 2014, apesar de se encontrarem em recuperação para a maior parte dos bancos. O processo de ajustamento do setor bancário continuou, em parte refletindo o ajustamento dos restantes setores da economia, destacando-se (i) a continuação da redução do ativo, em grande parte influenciada pela evolução do crédito a clientes, e (ii) o aumento dos depósitos captados em Portugal, ambos justificando a continuada redução do rácio de transformação, (iii) a diminuição do recurso ao financiamento junto do Eurosistema, (iv) a melhoria da posição de liquidez, dos resultados com operações financeiras e da margem financeira, esta última refletindo sobretudo a diminuição do custo médio dos depósitos, (v) a manutenção do esforço de diminuição dos custos operacionais e (vi) a estabilidade dos níveis de solvabilidade. Porém, este setor continua bastante pressionado pelos baixos níveis de rendibilidade observados, refletindo as baixas taxas de juro, como acima referido, os ainda reduzidos níveis de procura – apesar das melhores perspetivas para o crescimento da economia portuguesa – e os níveis de imparidade historicamente elevados num contexto de níveis de incumprimento igualmente elevados.

A prolongar-se, a baixa rendibilidade do setor compromete a acumulação futura de capital, criando desafios adicionais ao negócio bancário. Tornam-se especialmente relevantes, por um lado, os aspetos relacionados com a melhoria de eficiência no setor e, por outro lado, a adequada gestão do risco no momento de concessão de crédito e durante a sua vigência. Esta deve ser baseada numa avaliação prospetiva da rendibilidade dos projetos, numa adequada avaliação dos ativos dados em colateral e nos níveis de taxas de juro que poderão

vigorar no futuro, substancialmente diferentes dos atuais. Apesar dos progressos verificados nestes domínios nos últimos anos, o esforço deve ser continuado e reforçado.

Ao nível do setor segurador, o retorno dos seus ativos tem também restringido os níveis de rentabilidade alcançados, num quadro de redução de atividade em linha com a moderação da atividade económica. Acresce que a alteração do enquadramento regulamentar deste setor está em curso, o que implica um forte ajustamento das instituições, podendo envolver custos no curto prazo. A avaliação e monitorização dos riscos tomados no setor segurador foi especialmente intensa em 2014, designadamente através do teste de esforço realizado a nível europeu, com a participação das principais seguradoras nacionais.

Importa igualmente ter em atenção o impacto de uma possível reversão abrupta do sentimento do mercado. Apesar de o programa de aquisição de ativos de âmbito alargado iniciado pelo BCE, em 2015, atenuar a probabilidade de ocorrência de tal reversão, assume atualmente particular importância a elevada exposição do setor financeiro a ativos sensíveis a alterações súbitas do sentimento de mercado, como seja a dívida soberana. Face aos requisitos de liquidez e à possibilidade de alterações nos requisitos de capital associados a esta exposição, uma maior diversificação das carteiras, designadamente por parte do sistema bancário, afigura-se prudente. Por seu lado, a manutenção de esforços de consolidação orçamental por parte do Governo português, as operações de refinanciamento da dívida pública beneficiando do ambiente de baixas taxas de juro, assim como o aumento de fontes de financiamento sustentável por parte das instituições financeiras, contribuirão para mitigar o impacto deste risco.

A par da concentração em dívida soberana portuguesa, existem outros ativos cuja exposição deverá ser avaliada e monitorizada, na medida em que alterações do respetivo preço vulnerabilizem o balanço das instituições financeiras. É o caso da exposição ao setor imobiliário, que atinge ainda níveis elevados,

especialmente no setor bancário. Numa ótica macroprudencial, é importante que se proceda ao adequado registo do valor destas exposições – neste âmbito, exercícios como o de avaliação completa do sistema bancário realizada pelo BCE e os exercícios de inspeção transversal do Banco de Portugal assumem particular relevância – e que os bancos promovam esforços para reduzir gradualmente a sua exposição a este setor, aproveitando, designadamente, a recuperação observada nas condições do mercado imobiliário.

Por fim, constitui fator de risco a exposição do setor financeiro português a países exportadores de petróleo, cujo preço se reduziu significativamente em 2014. No decurso dos últimos anos, alguns dos maiores grupos bancários portugueses asseguravam níveis de rentabilidade relevantes na sua atividade em alguns desses mercados (nomeadamente Angola). A esta exposição direta acresce uma exposição indireta do setor financeiro residente às empresas portuguesas com relações comerciais ou de investimento direto com os referidos países.

A promoção da confiança dos investidores é igualmente crucial para assegurar a estabilidade financeira. Neste contexto importa assegurar que as instituições financeiras mantenham comportamentos transparentes e ajustados aos conhecimentos financeiros dos seus clientes. Não obstante os esforços desenvolvidos nos últimos anos, existe espaço para ação quanto à forma de disponibilização dos produtos financeiros. Tal poderá passar pela separação de canais de venda entre os produtos bancários ditos tradicionais (como, por exemplo, crédito, depósitos e instrumentos de pagamento) e os produtos de investimento, bem como por uma atuação mais intrusiva da supervisão sobre os procedimentos internos das instituições, nomeadamente, na criação, aprovação e distribuição dos produtos financeiros. Neste contexto, as entidades responsáveis pela estabilidade financeira a nível internacional, bem como o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, têm desenvolvido diversas iniciativas, incluindo no domínio da literacia financeira, neste caso com efeitos a mais longo prazo.

Numa perspetiva de estabilidade financeira, é necessário manter os esforços para a correção dos ainda elevados níveis de endividamento do setor privado que caracterizam a economia portuguesa, aproveitando o contexto de maior crescimento nominal do produto e do rendimento disponível dos particulares.

Em 2014, a dívida dos particulares continuou a reduzir-se. Nos últimos anos, a descida das taxas de juro permitiu uma diminuição significativa dos encargos com o serviço da dívida, atenuando os efeitos da redução do rendimento disponível sobre a respetiva situação financeira e permitindo conter o incumprimento deste setor.

O endividamento das sociedades não financeiras diminuiu igualmente em 2014, de forma mais significativa do que em 2013. De acordo com os dados preliminares, as sociedades não financeiras apresentaram em 2014 uma ligeira capacidade de financiamento, próxima da de 2013, num enquadramento de alguma recuperação do investimento.

Neste contexto, o principal desafio consiste na manutenção dos esforços de desalavancagem das sociedades não financeiras, sem que tal implique restrições ao financiamento do investimento produtivo. A conjugação destes dois objetivos permitirá limitar prémios de risco e diminuir a exposição global da economia a possíveis alterações do contexto macroeconómico, promovendo assim um crescimento económico sustentável. Este quadro é essencial para recuperar os níveis de rentabilidade do setor financeiro, contribuindo, desta forma, para a estabilidade financeira.

A evidência recente aponta no sentido de uma reafetação do crédito para os setores mais produtivos e para as empresas com melhor perfil de risco. Este processo intensificou-se em 2014 e deverá prosseguir à medida que a retoma da atividade económica se acentue, contribuindo para aumentar a competitividade da economia e o seu crescimento potencial. Torna-se essencial, numa conjuntura ainda caracterizada pelos vários desafios à estabilidade financeira acima descritos, que se criem as condições para que este processo de

ajustamento prossiga, sendo que as instituições financeiras são parte ativa deste processo e dele também virão a beneficiar. Um processo de crescimento económico sustentável é essencial para a criação de condições mais sólidas para a recuperação da rentabilidade das instituições financeiras.





ESTABILIDADE FINANCEIRA

1. Desenvolvimentos recentes,
vulnerabilidades e desafios

Caixa 1 • Programa de aquisição
de ativos de âmbito alargado

Caixa 2 • Solvência II – desafios
associados a um novo quadro
regulamentar

2. Riscos para a estabilidade financeira

1. Desenvolvimentos recentes, vulnerabilidades e desafios

1.1. Enquadramento macroeconómico e financeiro da economia portuguesa¹

O ritmo de crescimento da economia mundial manteve-se em 2014, num contexto de baixas taxas de inflação

Em 2014, a economia mundial manteve o ritmo de crescimento observado nos últimos dois anos, com uma aceleração nas economias avançadas e uma desaceleração nas economias de mercado emergentes (Quadro 1).

O crescimento económico foi particularmente robusto nos Estados Unidos da América (EUA) e no Reino Unido, impulsionado pela procura interna, num contexto de recuperação do mercado de trabalho. Em contrapartida, o Japão apresentou uma forte desaceleração da atividade económica e entrou em recessão técnica no terceiro trimestre do ano, tendo o PIB estagnado no conjunto de 2014. Na China registou-se um abrandamento do PIB, em larga medida associado à evolução do investimento. Na Rússia, a atividade desacelerou, num quadro de fortes tensões geopolíticas, com consequências nos fluxos comerciais e de capitais, e de queda do preço do petróleo.

A evolução do preço do petróleo, e das matérias-primas em geral, teve um impacto desfavorável muito significativo em outras economias de mercado emergentes e em desenvolvimentos mais dependentes das exportações desses bens, em particular naquelas que apresentam menor margem de manobra em termos orçamentais e um perfil menos diversificado nas suas exportações.

A área do euro segue uma trajetória de recuperação gradual da atividade, no contexto da correção de desequilíbrios acumulados pelas economias mais vulneráveis

A atividade económica na área do euro apresentou um crescimento moderado em 2014. A heterogeneidade observada reflete o facto de alguns países manterem processos de consolidação orçamental e/ou de desalavancagem do setor privado, assim como de adoção de reformas estruturais. Estes processos têm impactos negativos no curto prazo mas contribuem para um crescimento sustentado no médio e longo prazo.

A inflação na área do euro apresentou uma trajetória descendente ao longo de 2014. A taxa de variação anual do índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC) foi de 0,4 por cento. Esta evolução foi fundamentalmente impulsionada pela variação do preço do petróleo (e de outras matérias-primas), embora a taxa de variação dos preços nas outras componentes do IHPC tenha sido também bastante baixa. O nível baixo da inflação foi observado de forma transversal nos países da área do euro. Ao longo do ano, as expectativas de inflação de longo prazo também se reduziram, para níveis inferiores ao objetivo de estabilidade de preços do Banco Central Europeu (BCE).

Perante o choque de oferta associado à evolução dos preços das matérias-primas, às medidas de política monetária adotadas e à depreciação do euro, as projeções para a atividade económica na área do euro têm sido revistas em alta.

Quadro 1 • PIB – Taxa de variação real
| Em percentagem

	2014	2015 ^P	2016 ^P
Economia Mundial	3,4	3,5	3,8
Economias avançadas	1,8	2,4	2,4
EUA	2,4	3,1	3,1
Área do euro	0,9	1,5	1,6
Alemanha	1,6	1,6	1,7
França	0,4	1,2	1,5
Itália	-0,4	0,5	1,1
Espanha	1,4	2,5	2,0
Japão	-0,1	1,0	1,2
Reino Unido	2,6	2,7	2,3
Canadá	2,5	2,2	2,0
Economias emergentes	4,6	4,3	4,7
China	7,4	6,8	6,3
Brasil	0,1	-1,0	1,0
Rússia	0,6	-3,8	-1,1

Fonte: FMI (*World Economic Outlook*, abril 2015).
Nota: p – previsão.

... O BCE iniciou, já em 2015,
... um programa de aquisição
... de ativos de âmbito alargado

No decurso dos últimos meses, a política monetária levada a cabo por vários bancos centrais manteve o carácter acomodatório, reforçado num conjunto amplo de países, perante níveis

de inflação baixos e / ou a necessidade de contrariar a tendência de apreciação das respetivas moedas. Na área do euro, o BCE manteve, desde setembro de 2014, a taxa de juro das operações principais de refinanciamento em 0,05 por cento, a taxa da facilidade marginal de cedência em 0,3 por cento e a da facilidade de depósito em 0,2 por cento (Gráfico 1). Em janeiro de 2015, num contexto de indicadores de inflação observada e esperada em mínimos históricos, o BCE anunciou um programa de aquisição de ativos de âmbito alargado (Caixa 1).

Em contraste, nos EUA e no Reino Unido, continuaram as expectativas de início do ciclo de subida das taxas de juro oficiais possivelmente ainda em 2015. A Reserva Federal dos EUA manteve o intervalo indicativo para a taxa de juro de referência entre 0 e 0,25 por cento e, após terminado o programa de *quantitative easing* em outubro, alterou a orientação para a evolução futura da política monetária, passando a admitir uma possível subida das taxas de juro oficiais, em função da evolução da atividade económica.

Perante o programa alargado de compras do BCE e as expectativas de subida de taxas de juro da Reserva Federal dos EUA, o euro depreciou-se consideravelmente e o dólar registou uma apreciação generalizada (Gráfico 2).

Gráfico 1 • Taxas de juro oficiais



Fonte: Bloomberg.

Gráfico 2 • Taxas de câmbio efetivas do euro e do dólar



Fonte: Bloomberg.

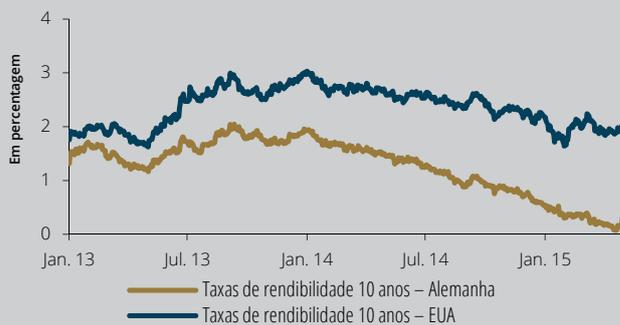
As taxas de rendibilidade da dívida pública desceram e foram comprimidos os diferenciais entre as taxas dos países da área do euro sob pressão e as da Alemanha

Na área do euro, as taxas de rendibilidade da dívida pública desceram substancialmente, atingindo sucessivos mínimos históricos em vários prazos, num movimento comum à generalidade dos países (Gráfico 3). A curva de rendimentos da área do euro registou descidas mais pronunciadas nos prazos mais longos, influenciada pelas expetativas acerca do programa de compras de

dívida pública, e sua posterior implementação, e sobre a manutenção por um período prolongado de níveis de inflação muito reduzidos. Neste enquadramento, as taxas de rendibilidade dos títulos de dívida pública assumiram valores negativos em vários países (Gráfico 4). Nos países sob pressão, as taxas de rendibilidade apresentaram decréscimos ainda mais consideráveis, com os investidores a aproveitarem o prémio face ao investimento noutros países (Gráfico 5). A situação na Grécia constituiu exceção, com a subida das taxas de rendibilidade a refletir as dificuldades de obtenção de acordo entre o Governo e os credores internacionais.

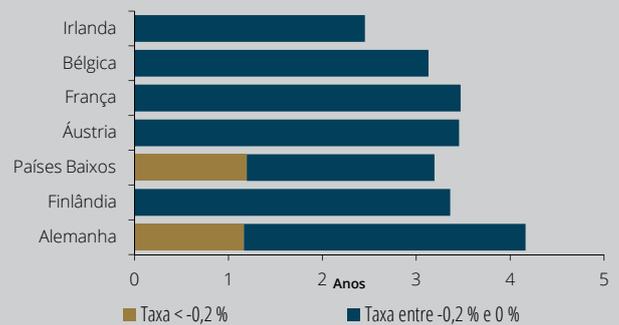
Nos EUA, as taxas de rendibilidade voltaram a exibir um comportamento distinto entre os

Gráfico 3 • Taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos



Fonte: *Bloomberg*.

Gráfico 4 • Países com taxas de rendibilidade de dívida pública negativas nos prazos indicados (30 de abril)



Fonte: *Bloomberg*.

Gráfico 5 • Taxas de rendibilidade de dívida pública a 10 anos | Diferenciais face à Alemanha



Fonte: *Bloomberg*.

Gráfico 6 • Índices acionistas



Fonte: *Bloomberg*.

prazos mais longos e os mais curtos. As expectativas de que a Reserva Federal pudesse subir a taxa de juro de referência, ainda em 2015, induziram alguns acréscimos nas taxas de rendibilidade nos prazos mais curtos. Nos prazos mais longos, as descidas foram influenciadas não só por expectativas de níveis baixos de inflação, como por movimentos de procura de ativos financeiros com rendibilidades mais elevadas (*search for yield*), tendo em conta as baixas taxas de rendibilidade observadas na Europa.

Refira-se que o movimento global de descida das taxas de rendibilidade foi parcialmente revertido no final de abril de 2015, com o fecho abrupto de posições longas na generalidade dos mercados obrigacionistas. Esta evolução ocorreu perante perspetivas económicas mais favoráveis na área do euro e menores receios deflacionistas, fomentando dúvidas de que os níveis extremamente baixos das taxas de rendibilidade sejam consonantes com os fundamentos. A reduzida liquidez existente nos mercados obrigacionistas contribuiu para ampliar a dimensão do movimento de subida das taxas de rendibilidade.

A valorização dos índices acionistas ocorreu em vários países, mas foi mais expressiva na área do euro

Os índices acionistas continuaram a registar ganhos, beneficiando de condições favoráveis associadas ao impacto da política monetária acomodatória, de sinais de recuperação

económica em vários países e da melhoria dos resultados empresariais (Gráfico 6). Estes fatores prevaleceram sobre os riscos associados às tensões na Ucrânia e no Médio Oriente, bem como sobre a incerteza quanto à evolução da situação na Grécia. No início de 2015, os ganhos foram especialmente pronunciados na Europa, com alguns índices a renovarem máximos históricos. Nos EUA, a valorização foi menos evidente.

A economia portuguesa registou um crescimento moderado. Para os próximos anos, projetam-se uma recuperação gradual da atividade e um ritmo de crescimento próximo do previsto para a área do euro

Após anos de contração significativa, a economia portuguesa voltou a crescer em 2014, 0,9 por cento (Quadro 2). O ritmo de recuperação da atividade económica tem sido condicionado pelo crescimento moderado dos principais parceiros comerciais e pelo elevado grau de endividamento no conjunto da economia.

A recuperação da atividade, após uma queda nos três anos anteriores, refletiu um crescimento robusto das exportações e uma aceleração da procura interna. Foram observados um aumento do emprego e uma descida da taxa de desemprego e a moderação salarial manteve-se. A taxa de inflação situou-se em níveis próximos de zero.

Quadro 2 • PIB e principais componentes da despesa | Taxa de variação real, em percentagem

	% do PIB em 2014	2012	2013	2014
PIB	100	-4,0	-1,6	0,9
Procura Interna	99	-7,3	-2,5	2,1
Consumo privado	66	-5,5	-1,5	2,1
Consumo público	19	-3,3	-2,4	-0,3
Investimento	15	-18,1	-6,7	5,2
Exportações	40	3,4	6,4	3,4
Importações	39	-6,3	3,9	6,4
Contributo da procura interna ^(a)		-7,6	-2,5	2,1
Contributo das exportações ^(a)		1,2	2,4	1,3
Contributo das importações ^(a)		2,4	-1,5	-2,5

Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: (a) Contributo para a taxa de variação real do PIB, em pontos percentuais.

A recuperação do consumo privado esteve em linha com a recuperação dos níveis de confiança dos consumidores e ocorreu num contexto de melhoria gradual das condições no mercado de trabalho e de redução do serviço da dívida das famílias, decorrente da conjugação de taxas de juro mais baixas e de menores níveis de endividamento. Após três anos de quedas significativas, o investimento aumentou.

A economia portuguesa manteve capacidade de financiamento, medida pelo saldo conjunto da balança corrente e de capital. Esta evolução contribuiu para uma melhoria da posição de investimento internacional.

No dia 13 de maio, o INE divulgou a sua Estimativa Rápida das Contas Nacionais Trimestrais relativa ao primeiro trimestre de 2015. De acordo com a mesma, o PIB registou, em termos homólogos, um aumento de 1,4 por cento em volume, após a variação de 0,6 por cento no quarto trimestre de 2014. Face ao trimestre anterior, o PIB aumentou 0,4 por cento em termos reais (variação idêntica à do trimestre precedente), refletindo o contributo positivo da procura interna.

As projeções mais recentes apontam para uma aceleração da atividade económica em Portugal nos próximos anos, alicerçada no crescimento das exportações (Gráfico 7). O contexto internacional deverá manter-se relativamente benigno, para o que contribui a envolvente

financeira promovida pela atuação do BCE. Esta permite aos agentes endividados, públicos e privados, uma redução dos encargos com juros, assim como uma valorização dos ativos, imobiliários e financeiros (contribuindo também para a redução do custo do capital).

Os mercados financeiros em Portugal evoluíram favoravelmente no final de 2014 e início de 2015

Os mercados financeiros portugueses registaram uma evolução relativamente favorável no final de 2014 e início de 2015, com o indicador compósito de *stress* financeiro para Portugal (ICSF) a evidenciar uma progressiva redução depois do pico observado em meados de outubro². Com efeito, até esta data, os mercados nacionais foram afetados por alguma instabilidade a nível internacional, decorrente da situação na Grécia e da tensão entre a Rússia e a Ucrânia, e ainda pela permanência de alguma instabilidade relacionada com a aplicação da medida de resolução ao BES e pela incerteza em torno da situação da Portugal Telecom. Posteriormente, a perspetiva de existência de vários interessados na aquisição do Novo Banco, a concretização da venda da Portugal



Gráfico 7 •
Taxa de variação anual do PIB

Fonte: FMI, CE e Banco de Portugal.
Nota: p - previsão.

Telecom e um ambiente mais favorável nos mercados internacionais, contribuíram para uma atenuação dos níveis de *stress* financeiro em Portugal, para valores consentâneos com uma situação de normalidade (Gráfico 8).

O PSI-20 registou ganhos acentuados desde o início de 2015, num enquadramento generalizado de valorização dos mercados acionistas da área do euro (Gráfico 9). As empresas do setor financeiro apresentaram as valorizações mais expressivas, recuperando das fortes quedas ocorridas no ano anterior, num enquadramento caracterizado pelo anúncio de uma OPA da CaixaBank sobre o BPI, de notícias quanto a uma possível fusão entre o BPI e o BCP e em que as perspetivas quanto à venda do Novo Banco se tornaram mais positivas.

A manutenção de um contexto favorável nos mercados internacionais permitiu que o Estado português prosseguisse a sua estratégia de financiamento antecipado, realizando um conjunto de emissões de dívida. O anúncio, pelo BCE, do programa de compra de dívida do setor público contribuiu para a implementação desta estratégia, possibilitando também um aumento da maturidade média das emissões. As taxas de juro de colocação das emissões foram progressivamente mais reduzidas, beneficiando de níveis elevados de procura. Em termos da gestão da dívida pública, destaca-se o pagamento

antecipado de parte do empréstimo do FMI a Portugal, correspondendo a cerca de 22 por cento do seu montante total. Apesar deste enquadramento, as principais agências de *rating*, com exceção da DBRS, mantiveram a notação de Portugal num nível *non-investment grade*.

No mercado secundário, assistiu-se a uma forte redução das taxas de rendibilidade na generalidade dos prazos, tendo sido atingidos mínimos históricos ao longo da curva (Gráfico 10). O ambiente de *search for yield* e o anúncio e posterior implementação do programa de compra de dívida pública pelo BCE, favoreceram a descida das taxas de rendibilidade. Os indicadores de liquidez melhoraram, com um aumento dos volumes de transação e *bid-offer spreads* mais reduzidos. O agravamento da situação na Grécia não se transmitiu à dívida pública portuguesa.

Apesar da melhoria do ambiente nos mercados financeiros, o montante de títulos de dívida emitidos por entidades residentes (excluindo as administrações públicas) diminuiu ligeiramente no final de 2014 e início de 2015, destacando-se a redução nas instituições financeiras monetárias. Em contrapartida, assistiu-se a um aumento expressivo do saldo de emissões por parte das administrações públicas (Gráfico 11).

Gráfico 8 • Indicador compósito de *stress* financeiro para Portugal



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 9 • Índices acionistas em Portugal



Fonte: Bloomberg.

1.2. Situação patrimonial dos setores não financeiros

Em 2014, a dívida total dos particulares continuou a reduzir-se

A amortização líquida da dívida dos particulares, observada desde 2011, prosseguiu em 2014 (Gráfico 12). A dívida total³ atingiu 84 por cento do PIB no final de 2014 (91 por cento no final do ano anterior), o que representa um decréscimo de 11 pontos percentuais do PIB desde 2009, ano em que atingiu um valor máximo (Gráfico 13).

Este desenvolvimento teve lugar num contexto de redução significativa do rendimento disponível dos particulares (entre 2009 e 2014, o rendimento disponível nominal caiu 3,2 por cento).

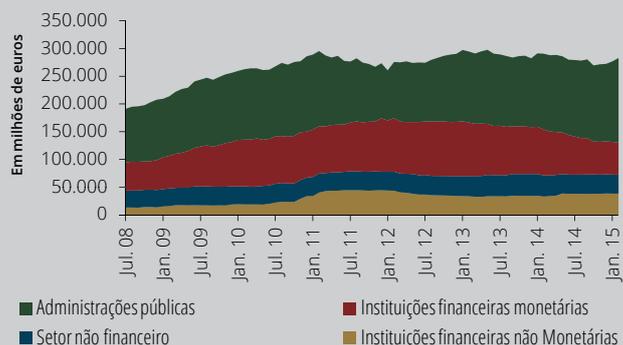
Apesar deste progresso, a dívida total dos particulares mantém-se, ainda, entre as mais elevadas da União Europeia. No entanto, o rácio entre os ativos financeiros detidos pelos particulares líquidos da respetiva dívida total e o PIB está próximo do observado para a Alemanha e para a Áustria, e é superior ao de Espanha e ao de outros países com menor rácio de dívida no PIB (Gráfico 14).

Gráfico 10 • Taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa



Fonte: Bloomberg.

Gráfico 11 • Títulos de dívida emitidos (saldo vivo)



Fonte: Banco de Portugal.

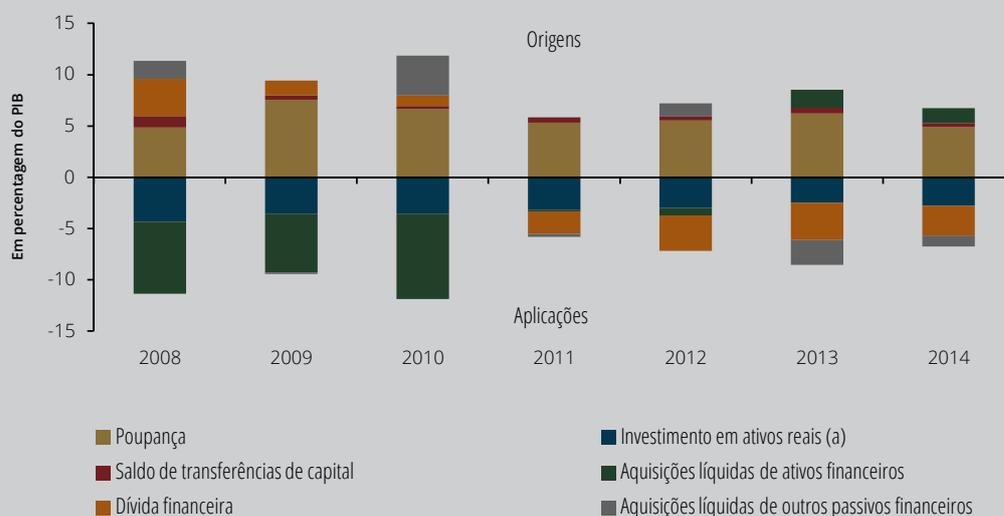


Gráfico 12 • Origens e aplicações de fundos de particulares

Fonte: INE e Banco de Portugal. Nota: (a) Corresponde à soma da 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.

Nos últimos anos, a diminuição dos encargos com o serviço da dívida atenuou os efeitos da redução do rendimento disponível sobre a situação financeira dos particulares

A diminuição do *stock* de dívida e a descida das taxas de juro de referência observada nos últimos anos permitiram uma redução significativa dos encargos dos particulares com juros (Gráfico 15).

Desde setembro de 2008, quando a Euribor a seis meses (principal indexante dos contratos

de crédito à habitação, que constituem a maior parcela da dívida dos particulares) registou um valor máximo, a prestação de crédito à habitação tem vindo a reduzir-se. Tal facto permitiu atenuar os efeitos da queda do rendimento disponível ocorrida durante o Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) e, ao mesmo tempo, conter o incumprimento neste segmento do mercado de crédito. No caso de um empréstimo contratado com prazo de 30 anos e *spread* de um ponto percentual, a prestação mensal ter-se-á reduzido para quase metade entre setembro de 2008 e dezembro de 2014.

No período considerado, refletindo os dois fatores acima referidos, os juros a pagar por particulares diminuíram quase 40 por cento.

Gráfico 13 •
Dívida dos particulares | Posições em fim de período

Fonte: INE e Banco de Portugal.
Nota: Valores consolidados.

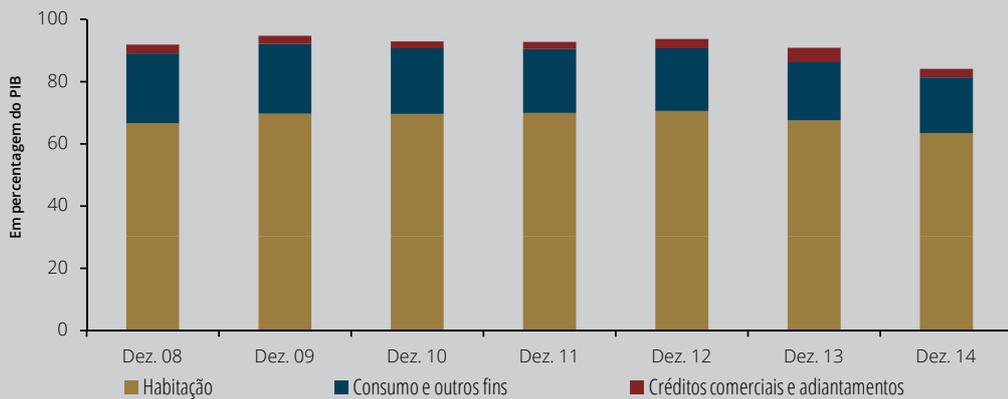
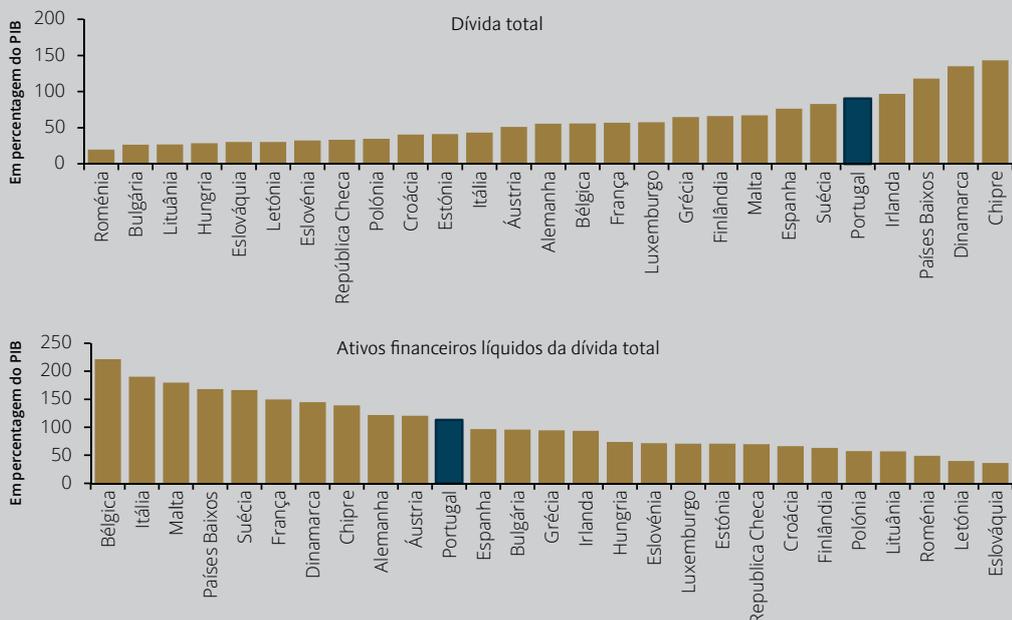


Gráfico 14 •
Dívida total de particulares e ativos financeiros de particulares líquidos da dívida total | 2013

Fonte: Eurostat.
Nota: Ativos financeiros dos particulares líquidos da dívida total excluem outras contas a pagar ou a receber e incluem créditos comerciais.



Este desenvolvimento não foi acompanhado por uma diminuição dos juros a receber, cujo nível em 2014 era apenas cerca de 16 por cento inferior ao observado em 2008 (Gráfico 15). Assinale-se que, entre setembro de 2008 e dezembro de 2014, se assistiu ao aumento do peso dos depósitos e dos certificados de aforro na carteira dos particulares. Num contexto de dificuldades de financiamento na economia, especialmente em 2011 e 2012, assistiu-se à constituição de depósitos a prazos relativamente longos (superiores a dois anos), com taxas elevadas e crescentes (beneficiando de prémios de permanência), os quais ainda não terão vencido totalmente.

Após uma relativa estabilização durante o PAEF, a taxa de poupança dos particulares reduziu-se

Em 2014, a capacidade de financiamento dos particulares representou 2,5 por cento do PIB e 3,5 por cento do rendimento disponível, diminuindo face ao ano anterior (4,3 por cento do PIB, 6,0 por cento do rendimento disponível)⁴. Esta diminuição refletiu (i) o decréscimo da poupança em percentagem do PIB (de 6,2 por cento em 2013, para 4,9 por cento em 2014), em resultado essencialmente do crescimento do consumo privado, e (ii) o aumento da taxa de investimento dos particulares⁵ (de 2,5 por cento para 2,8 por cento do PIB) (Gráfico 16).



Gráfico 15 •
Juros a pagar e a receber de particulares

Fonte: INE.

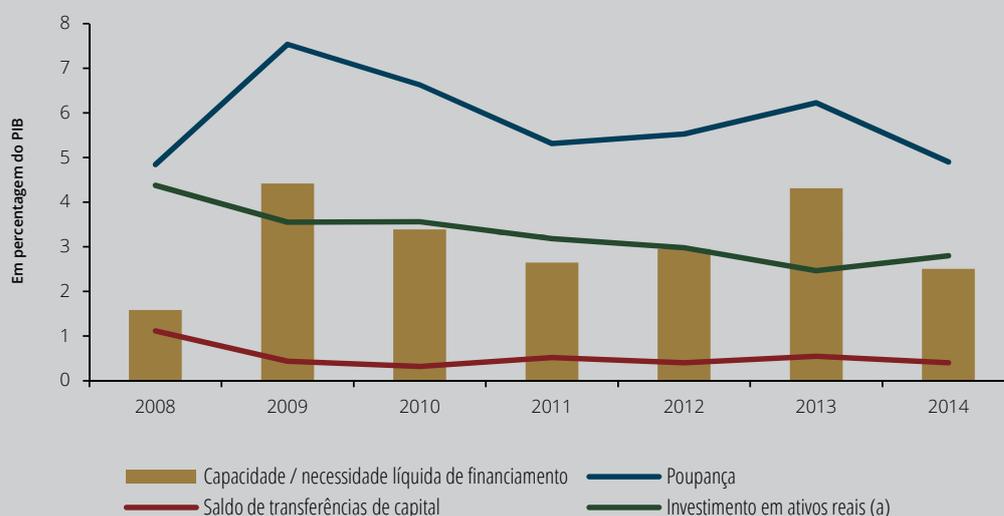


Gráfico 16 •
Poupança, investimento e capacidade de financiamento dos particulares

Fonte: INE.

Nota: a) Corresponde à soma da 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.

2013 e 2014, necessidades de financiamento e passaram a registar uma capacidade de financiamento⁶. É a primeira vez que tal facto ocorre na série anual disponível a partir de 1995. A redução marginal verificada na capacidade de financiamento em 2014 foi motivada sobretudo por uma ligeira diminuição da poupança (de 0,2 pontos percentuais do PIB) e por um aumento do investimento em ativos reais (em 0,7 pontos percentuais do PIB). A formação bruta de capital aumentou 0,6 pontos percentuais do PIB em 2014, interrompendo o ciclo de variações negativas iniciado em 2008.

A ligeira redução da poupança em 2014 foi maioritariamente justificada pela redução dos rendimentos de propriedade líquidos recebidos (0,7 pontos percentuais do PIB), ainda que contrabalançada pela diminuição dos impostos pagos pelas sociedades não financeiras, associada à redução da taxa do IRC de 25 para 23 por cento. O excedente bruto de exploração manteve-se em níveis historicamente elevados tendo por referência os dados desde 1995 (data de início da atual série).

A maior capacidade de geração interna de recursos num período de algum dinamismo da atividade económica é favorável à desalavancagem do setor das sociedades não financeiras. Em termos agregados, verifica-se, desde 2008, um aumento do peso do financiamento por

recursos próprios (refletido no aumento progressivo da poupança corrente), que tem sido acompanhado por uma redução significativa do peso do financiamento por dívida financeira (Gráfico 19). A manutenção deste padrão em 2014 reflete um maior dinamismo económico e uma desalavancagem gradual das sociedades não financeiras. Esta evolução contrasta com a observada antes de 2009, período em que o financiamento do setor, designadamente do investimento, foi efetuado largamente com recurso a dívida financeira.

A redução da dívida total das sociedades não financeiras foi significativa

A dívida total das sociedades não financeiras apresentou um decréscimo assinalável em 2014 (9 pontos percentuais do PIB), cifrando-se em 115 por cento do PIB, no final do ano⁷ (Gráfico 20). Mantém-se, todavia, entre as mais elevadas da área do euro. Para esta variação contribuíram a variação positiva do PIB nominal (em cerca de dois pontos percentuais) e, sobretudo, o reembolso líquido da dívida (que ascendeu a 6,5 pontos percentuais do PIB) (Gráfico 21). A variação dos empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes foi mais negativa em 2014 do que em 2013, observando-se também uma amortização líquida de títulos de

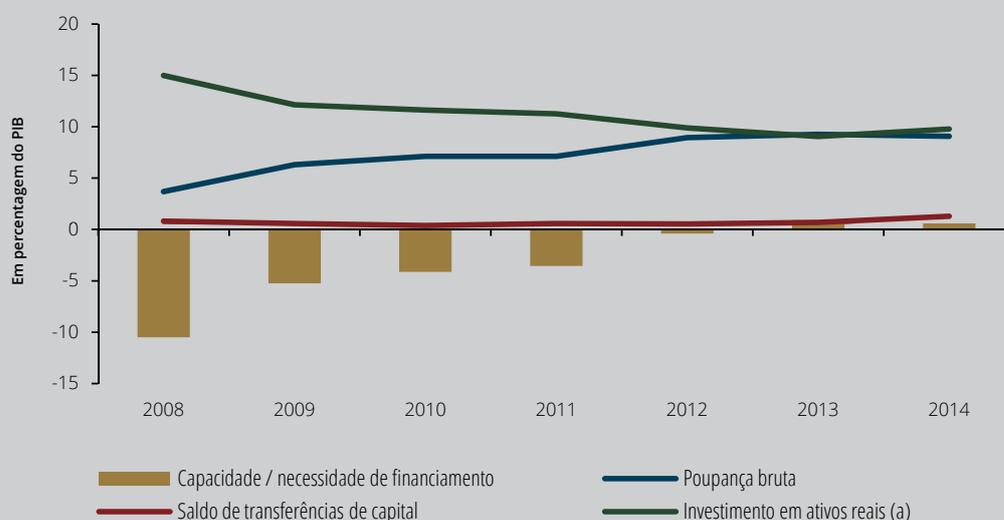


Gráfico 18 • Poupança, investimento e capacidade / necessidade de financiamento das sociedades não financeiras

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

Gráfico 19 •
Origens e aplicações de fundos das sociedades não financeiras

Fonte: INE e Banco de Portugal.
Nota: (a) Corrigidas da discrepância entre a capacidade de financiamento apurada nos âmbitos das contas nacionais financeiras e não financeiras.

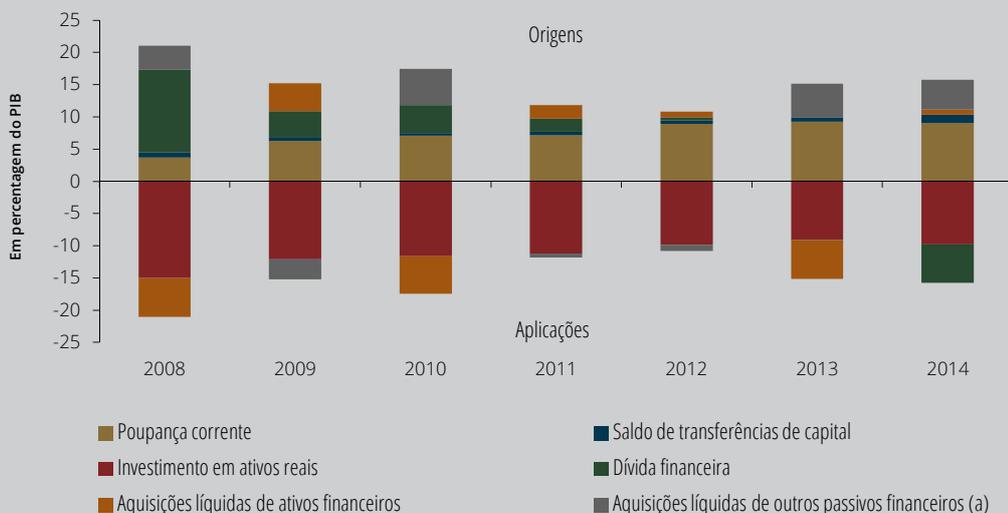


Gráfico 20 •
Dívida das sociedades não financeiras | Posições em fim de período

Fonte: Banco de Portugal.
Notas: Valores consolidados. (a) Inclui os empréstimos concedidos por particulares, administração pública, outras instituições financeiras monetárias, outros intermediários financeiros e auxiliares financeiros e resto do mundo.

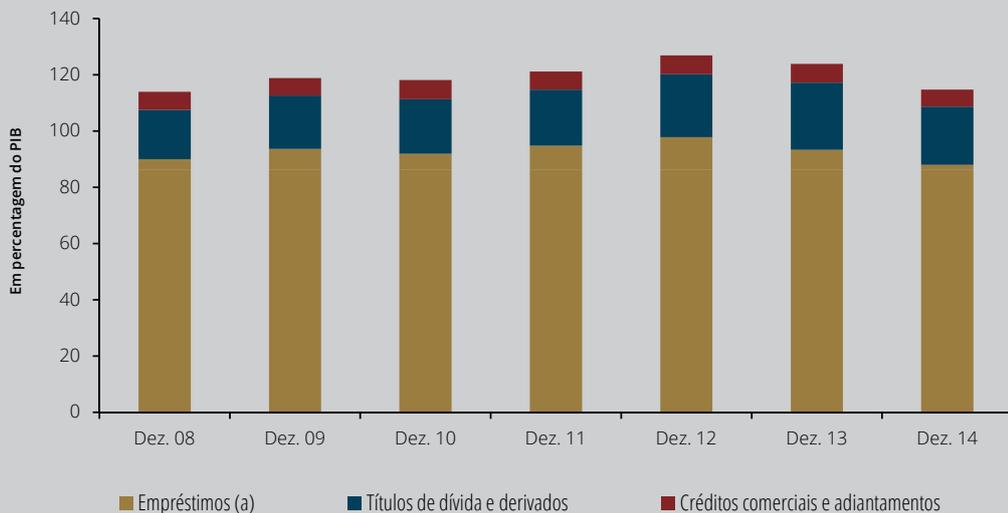
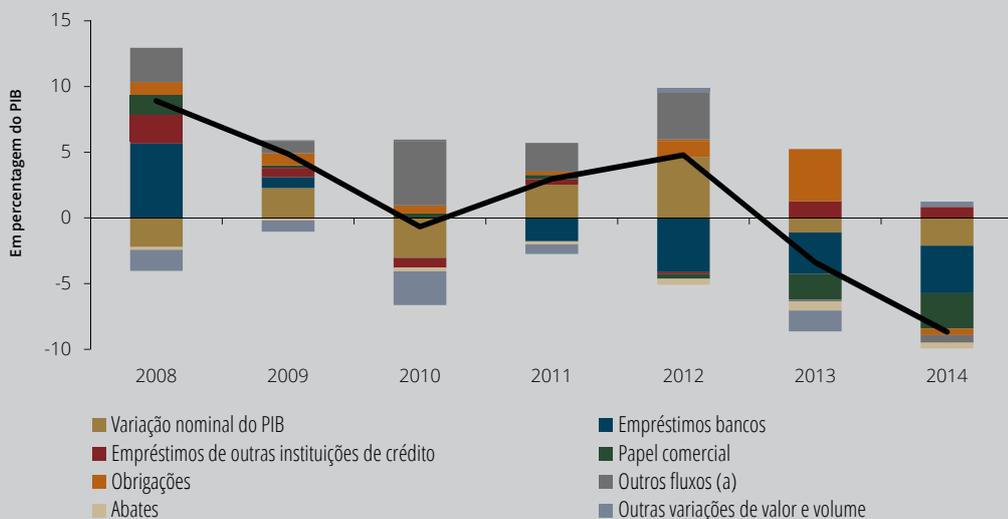


Gráfico 21 •
Contributos para a variação da dívida em percentagem do PIB | Sociedades não financeiras

Fonte: Banco de Portugal.
Notas: Valores consolidados. (a) Inclui empréstimos do setor não financeiro residente e do exterior, derivados financeiros e créditos comerciais.



dívida, em parte associada à reestruturação do grupo Portugal Telecom, que contrasta com a emissão líquida no ano anterior.

Durante o período de vigência do PAEF, em face da maior restritividade na oferta de crédito, algumas empresas, sobretudo as de maior dimensão, recorreram à emissão de títulos de dívida e à obtenção de empréstimos no exterior. Neste período observou-se também um aumento nos empréstimos de particulares (que assumem tipicamente a forma de suprimentos) e nos empréstimos de empresas do mesmo grupo (embora sem reflexo nos valores consolidados do setor das sociedades não financeiras). Em 2014, a taxa de variação anual do crédito total concedido a sociedades não financeiras⁸ foi -5 por cento, um decréscimo mais acentuado do que o observado nos anos anteriores (em que a variação foi praticamente nula).

A possibilidade de emitir dívida em mercado não se aplica de forma homogénea a todas as sociedades não financeiras: a menor capacidade de acesso aos mercados de dívida durante a crise foi principalmente sentida pelas pequenas e médias empresas. Tal poderá dever-se a dois fatores estruturais: (i) os montantes a emitir por pequenas e médias empresas são tipicamente inferiores aos montantes de emissão nestes mercados, e (ii) a existência de uma maior assimetria de informação associada a empresas de menor dimensão, que implica prémios de risco acrescidos face aos praticados nas emissões efetuadas por grandes empresas.

A desalavancagem das sociedades não financeiras contribui para a estabilidade financeira. Por um lado, limita a existência de prémios de risco mais elevados (os intermediários financeiros tendem a associar as empresas mais alavancadas a maior risco). Por outro lado, diminui a exposição global da economia a possíveis alterações do contexto macroeconómico que limitem a capacidade das sociedades não financeiras para remunerarem a dívida. O contributo positivo do esforço de desalavancagem para a estabilidade financeira é reforçado num quadro de crescimento económico sustentado, assente na reafetação de recursos a setores de atividade mais produtivos.

A evolução da rendibilidade é heterogénea entre os setores de atividade

O rácio de rendibilidade médio⁹ das sociedades não financeiras diminuiu em 2014 (7,1 em dezembro de 2014; 7,3 em dezembro de 2013), apesar da recuperação da atividade económica. A evolução da rendibilidade foi influenciada pelos efeitos da já referida reestruturação no setor das comunicações ocorrida em 2014. Excluindo estes efeitos, o rácio de rendibilidade teria aumentado face a 2013. O rácio médio de cobertura de juros¹⁰ (também afetado pela referida reestruturação) manteve-se virtualmente estável (3,3 em 2014, 3,2 em dezembro de 2013).

A evolução destes rácios coincide com o crescimento do investimento empresarial, após quedas significativas desde 2009, e tem subjacente alguma heterogeneidade quando considerados os diferentes setores de atividade económica. O rácio de rendibilidade aumentou nos setores da indústria transformadora e do comércio. Pelo contrário, a construção apresentou, no final de 2014, um rácio de rendibilidade de 3,3 por cento, abaixo dos 4,0 por cento registados em dezembro de 2013.

A comparação da rendibilidade da empresa média em cada setor de atividade com a taxa de juro implícita nesse mesmo setor permite avaliar a sua capacidade para remunerar as obrigações creditícias (Gráfico 22). Em 2014, o diferencial entre a rendibilidade do ativo e a taxa de juro implícita aumentou nos setores da indústria transformadora e do comércio. Na construção, o diferencial permaneceu negativo.

A concessão de crédito está a dirigir-se para os setores com melhores indicadores de rendibilidade

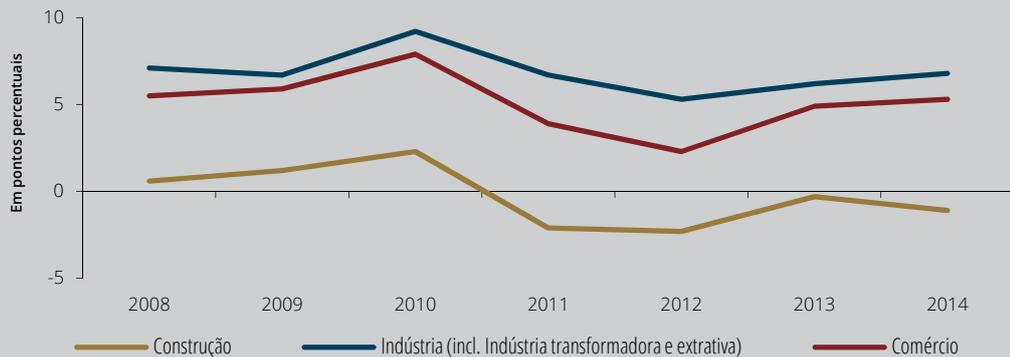
A evolução do crédito concedido por instituições financeiras residentes aos setores da indústria transformadora, do comércio e da construção e

atividades imobiliárias é diferenciada de acordo com a evolução dos níveis médios de rentabilidade destes setores e com a sua capacidade de pagamento. Num contexto de redução líquida da exposição ao setor das empresas não financeiras, o aumento do peso relativo da indústria transformadora e do comércio e a redução do peso da construção e atividade imobiliárias traduzem uma alteração da carteira de crédito no sentido de favorecer setores mais rentáveis (Gráfico 23). As empresas relativamente às quais a exposição aumentou em 2014 apresentam, em geral, melhores rácios financeiros do que os daquelas relativamente às quais a exposição diminuiu¹¹.

Esta alteração é ainda mais relevante dado o elevado *stock* de crédito vencido para a

generalidade dos setores de atividade. O rácio de crédito vencido continuou a aumentar em 2014 para o total das sociedades não financeiras (de 13,4 para 15,0 por cento), ainda que a um ritmo inferior ao verificado entre 2010 e 2013. Este indicador permanece, assim, elevado, embora haja diferenças entre os setores considerados, indústria transformadora (11,7 por cento), comércio (16,5 por cento), atividades imobiliárias (21,3 por cento) e construção (28,7 por cento). Em parte, a manutenção de elevados níveis de crédito vencido no balanço dos bancos poderá estar também relacionada com a morosidade dos processos judiciais e com o tratamento fiscal aplicado ao desreconhecimento dos créditos no balanço dos bancos, de acordo com o

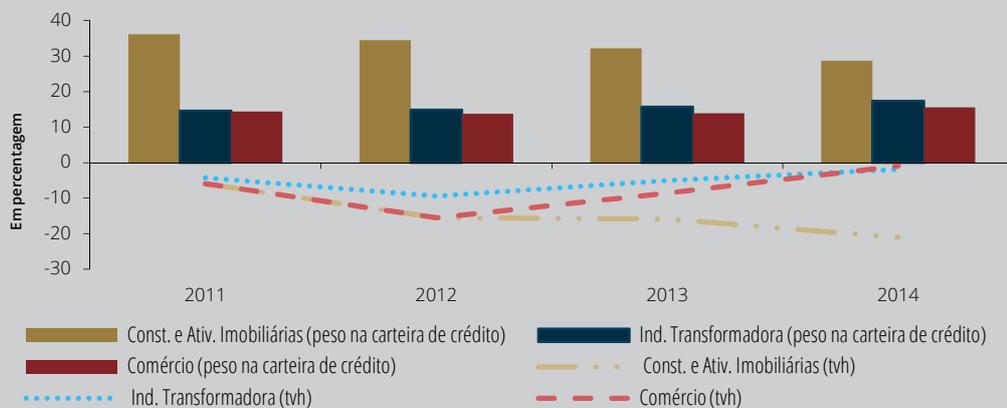
Gráfico 22 •
Diferencial entre a rentabilidade do ativo e a taxa de juro implícita das sociedades não financeiras



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: O diferencial apresentado é a diferença entre a rentabilidade do ativo (EBITDA / (capitais próprios + financiamentos obtidos)) e a taxa de juro implícita (juros suportados / financiamentos obtidos). Valores em final de ano.

Gráfico 23 •
Evolução do crédito concedido por instituições financeiras residentes às sociedades não financeiras



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Dados obtidos a partir da Central de responsabilidades de crédito (CRC). Empréstimos concedidos por bancos, caixas económicas, caixas de crédito agrícola mútuo, instituições financeiras de crédito, sociedades de *factoring*, sociedades de locação financeira, sociedades financeiras para aquisições a crédito e outras sociedades financeiras. Inclui créditos cedidos em operações de titularização. Não inclui créditos abatidos ao ativo. Exclui empresas em que pelo menos numa relação bancária identifique uma variação positiva no crédito efetivo igual à variação positiva observada no crédito vencido e empresas que não apresentem dados consistentes de balanço.

qual os efeitos nas demonstrações financeiras desses desconhecimentos só serão considerados quando não houver qualquer possibilidade de recuperação do crédito (ou parte dele) por parte da entidade credora.

Os *spreads* dos empréstimos a sociedades não financeiras continuam a diminuir, de forma mais significativa para as empresas com melhor perfil de risco

A manutenção das taxas de juro de referência em níveis historicamente baixos e uma progressiva redução dos *spreads* praticados pelos bancos têm-se traduzido, em termos agregados, numa redução gradual das taxas de juro bancárias de novos empréstimos e de saldos de empréstimos às sociedades não financeiras. Esta evolução contrasta com a observada em 2012, ano em que as descidas observadas na Euribor não se refletiram em descidas das taxas de juro de empréstimos a sociedades não financeiras, dados os *spreads* mais elevados, resultantes, em parte, da maior restritividade na oferta de crédito.

De acordo com os inquéritos aos bancos sobre o mercado de crédito¹² realizados em 2014, os critérios de concessão de crédito e as condições aplicadas nos empréstimos ou linhas de crédito a empresas terão oscilado ligeiramente em termos de restritividade. No final do ano, verificou-se uma redução dos *spreads* aplicados nos empréstimos de risco médio. O mesmo não foi observado nos *spreads* dos empréstimos de maior risco. De acordo com os mesmos inquéritos, estes desenvolvimentos tiveram lugar num contexto de aumento da procura de empréstimos pelas empresas.

A melhoria da conjuntura económica e financeira propicia uma aceleração do crédito. Por esse motivo, assume particular importância que os bancos adotem políticas de concessão de crédito que permitam avaliar adequadamente o retorno proveniente da aplicação desses fundos, não se baseando excessivamente na colateralização das operações.

O processo de consolidação orçamental prosseguiu, refletindo essencialmente a evolução da despesa primária estrutural

Em 2014, a necessidade de financiamento das administrações públicas foi de 4,5 por cento do PIB (4,8 por cento em 2013). Esta evolução refletiu uma execução mais favorável do que a prevista aquando da elaboração do Orçamento do Estado para 2015 (4,8 por cento do PIB).

Excluindo medidas temporárias e fatores especiais, o défice em 2014 situou-se próximo da estimativa incluída no Orçamento do Estado para 2014, cifrando-se em 3,6 por cento do PIB e melhorando face a 2013¹³.

O saldo primário estrutural aumentou 0,8 pontos percentuais do PIB (para 2,8 por cento), refletindo a manutenção de uma política orçamental restritiva. Estes desenvolvimentos tiveram lugar num enquadramento de saída de Portugal do PAEF, em maio de 2014. O PAEF promoveu a convergência do saldo estrutural para o objetivo de médio prazo, favorecendo a criação de condições para a inversão da trajetória de crescimento do rácio da dívida.

Em termos da variação de ativos financeiros das administrações públicas, são de realçar a amortização de instrumentos híbridos adquiridos pelo Estado português no âmbito das operações de recapitalização dos bancos com recurso a investimento público (1,9 pontos percentuais do PIB) e as vendas de ações das empresas Fidelidade, CTT Correios de Portugal e REN, no âmbito dos respetivos processos de privatização (1,0 ponto percentual do PIB). Em sentido contrário, contribuiu o aumento de ações e outras participações associado à capitalização do Novo Banco (2,8 pontos percentuais do PIB).

A dívida das administrações públicas (na ótica de Maastricht) situou-se em 130,2 por cento do PIB no final de 2014, mais 0,5 pontos percentuais do PIB do que em 2013. Excluindo os depósitos das administrações públicas, a dívida das administrações públicas atingiu 118,1 por cento do PIB.

Ao longo de 2014, o Estado português colocou Obrigações do Tesouro a 5, 10 e 15 anos, e prosseguiu com o programa de leilões de recompra. Já em 2015, colocou um novo título *benchmark* a 30 anos. No conjunto do ano de 2014, a aquisição líquida de certificados de aforro e do Tesouro por particulares ascendeu a mais de cinco mil milhões de euros.

Num quadro de excedentes no saldo primário, de um crescimento nominal da atividade e de taxas de juro de financiamento do soberano historicamente baixas, é expectável uma diminuição do rácio da dívida em Portugal a partir de 2015.

O custo da dívida pública portuguesa, em percentagem do PIB, é ainda assim um dos mais elevados da área do euro, refletindo, quer o elevado nível do *stock* de dívida, quer a taxa de juro associada. Adicionalmente, e apesar do impacto positivo das operações levadas a cabo pela Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública – IGCP, o perfil de vencimento da dívida apresenta ainda uma elevada concentração nos próximos anos (Gráfico 24).

O refinanciamento da dívida pública portuguesa mantém-se, portanto, vulnerável a uma reversão do atual sentimento de mercado. Tal torna necessário que o processo de consolidação orçamental prossiga, suportado por uma intensificação das reformas estruturais para tornar a economia portuguesa mais competitiva e

aumentar o crescimento potencial, reforçando deste modo a credibilidade perante os investidores internacionais. A condução de operações de gestão das maturidades, que tem vindo a ser levada a cabo, contribuirá igualmente para reforçar a sustentabilidade da dívida pública.

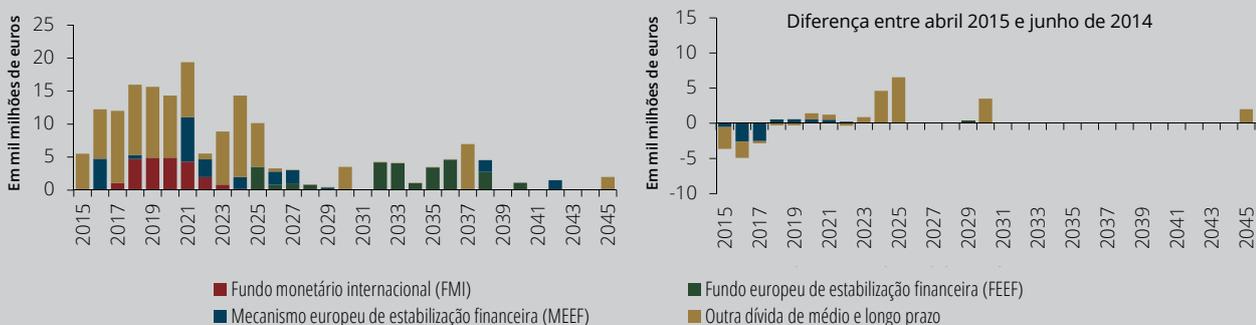
1.3. Situação patrimonial do setor financeiro

1.3.1. Setor bancário¹⁴

A atividade do sistema bancário continuou a desenvolver-se num contexto de desalavancagem da economia portuguesa

O processo de ajustamento da economia portuguesa continuou a condicionar a atividade do sistema bancário português em 2014. O ainda elevado endividamento do setor não financeiro residente e a persistência de alguma fragmentação nos mercados financeiros (apesar de em níveis abaixo dos verificados no pico da crise económica e financeira), têm determinado as principais variações na estrutura dos balanços das instituições bancárias que operam no mercado português. No plano internacional, a transição em curso para o novo enquadramento regulamentar europeu e o início da União Bancária impõem desafios na adequação de capital e de liquidez.

Gráfico 24 • Calendário anual de amortizações de dívida de médio e longo prazo | abril 2015



Fonte: Instituto de Gestão do Crédito Público.

Notas: Conforme decidido no ECOFIN de 21 de junho de 2013, a maturidade média dos empréstimos do MEEF será estendida por um prazo de 7 anos, passando de 12,5 para 19,5 anos. Cada empréstimo individual, próximo da respetiva data de amortização original, poderá ser rolado mais do que uma vez até se alcançar aquele objetivo. Desta forma, não se espera que Portugal venha a ter de refinar qualquer empréstimo do MEEF antes de 2026.

O ativo total do sistema bancário diminuiu 6,6 por cento em relação a 2013 (4,4 por cento face a junho de 2014), acumulando uma contração de 19,2 por cento desde o final de 2010 (Gráfico 25). Esta diminuição é comum à maior parte das instituições, observando-se, contudo, alguma heterogeneidade. As maiores contrações do ativo ocorreram nos bancos domésticos de maior dimensão. Os principais bancos não-domésticos registaram uma redução menos pronunciada e, nos grupos bancários domésticos de média dimensão, a variação foi virtualmente nula.

A redução do crédito a clientes líquido (ajustado de operações de titularização) permaneceu, em 2014, como o principal determinante da diminuição do ativo. Note-se, contudo, que a evolução

das principais componentes de balanço, entre as quais o crédito a clientes, foi afetada pela reclassificação de alguns ativos para a classe de “Ativos não correntes detidos para venda e operações descontinuadas”. A redução da carteira de crédito foi transversal a todos os segmentos do setor privado, com particular incidência no segmento das sociedades não financeiras (Gráfico 26).

Relativamente à rubrica de títulos, derivados e participações, a sua variação entre dezembro de 2013 e dezembro de 2014 foi essencialmente determinada pela diminuição da carteira de títulos de dívida pública portuguesa, apesar do efeito positivo causado pela valorização dos títulos negociados no mercado secundário

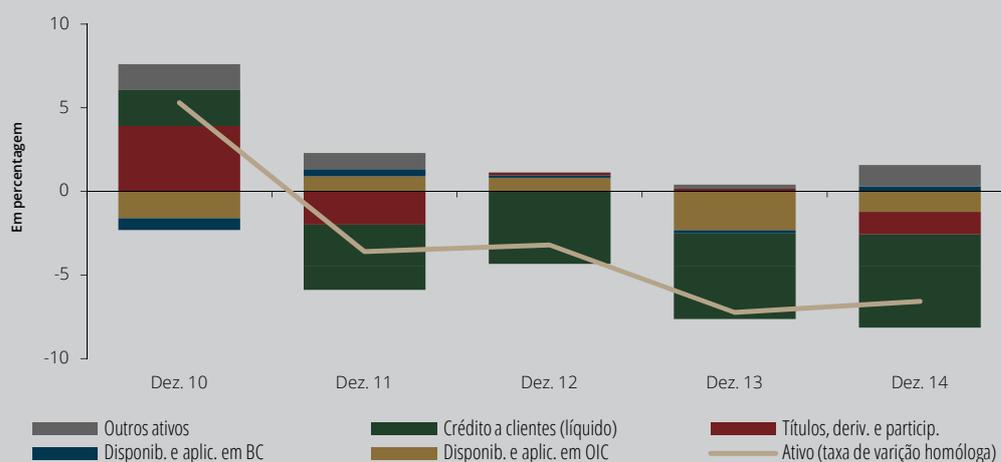


Gráfico 25 •
Contributos para a variação do ativo

Fonte: Banco de Portugal.
Notas: Os títulos, derivados e participações compreendem os ativos financeiros ao justo valor através de resultados, os ativos financeiros disponíveis para venda, os investimentos detidos até à maturidade, os investimentos em filiais e os derivados de cobertura. O crédito a clientes é ajustado de operações de titularização.

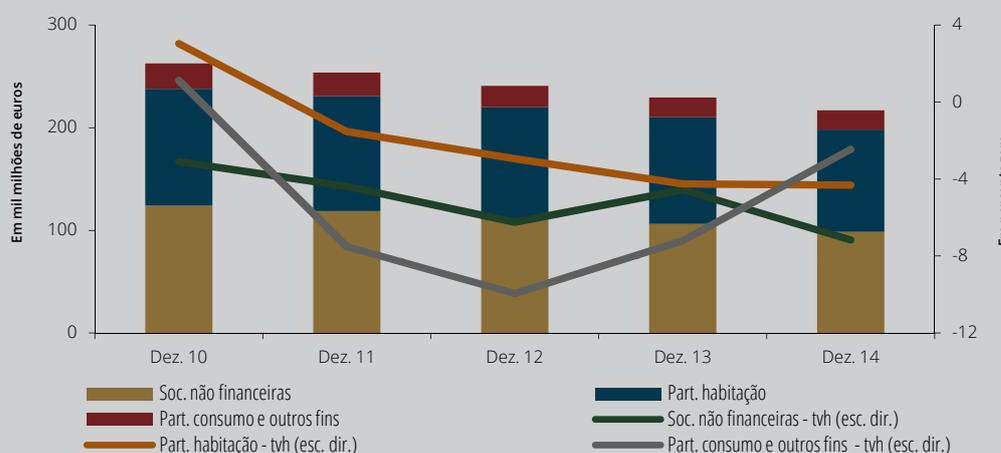


Gráfico 26 •
Stocks e taxas de variação homóloga do crédito

Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Dados obtidos a partir da Instrução n.º 22/2011 do Banco de Portugal.

(Gráfico 27). No entanto, a exposição total do sistema bancário português ao soberano doméstico, incluindo empréstimos às administrações públicas, aumentou em percentagem do ativo (de 7,5 por cento para 8,3 por cento), num contexto de redução do ativo do setor (Gráfico 28).

Neste contexto, a posição financeira dos bancos portugueses permanece sensível a alterações no mercado de dívida pública, à semelhança do que acontece noutros países europeus. Avaliada pelo total de títulos detidos e empréstimos concedidos a administrações públicas, a exposição à dívida soberana doméstica dos bancos portugueses situa-se na mediana da distribuição dos países da área do euro, próximo da Bélgica ou da Alemanha. De notar que

a nova regulamentação em matéria de liquidez cria incentivos à detenção de carteiras de títulos de dívida pública.

O atual processo de desalavancagem e de ajustamento dos balanços dos bancos portugueses deverá prosseguir a médio prazo, dadas as restrições à procura de crédito colocadas pelo ainda elevado endividamento do setor não financeiro da economia e pela manutenção de um crescimento económico moderado. Adicionalmente, a necessidade de reforçar a solidez financeira, em cumprimento dos requisitos de capital e liquidez exigidos pelo novo enquadramento regulamentar europeu, é suscetível de condicionar o papel de intermediação financeira inerente ao setor bancário. Com efeito,

Gráfico 27 •
Composição da carteira de títulos de dívida

Fonte: Banco de Portugal.
Nota: A carteira de títulos de dívida compreende ativos financeiros ao justo valor através de resultados incluindo derivados de negociação (líquidos de passivos financeiros detidos para negociação), ativos financeiros disponíveis para venda e investimentos detidos até à maturidade, líquidos de derivados de cobertura.

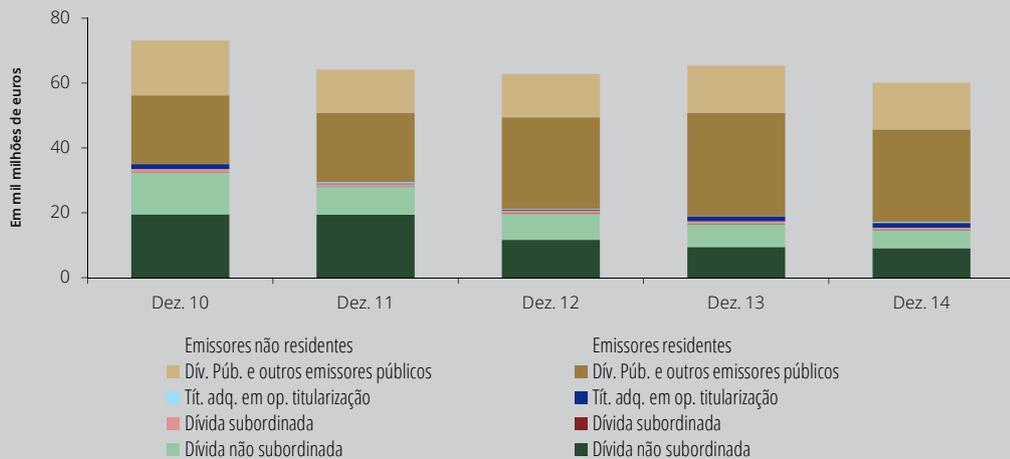
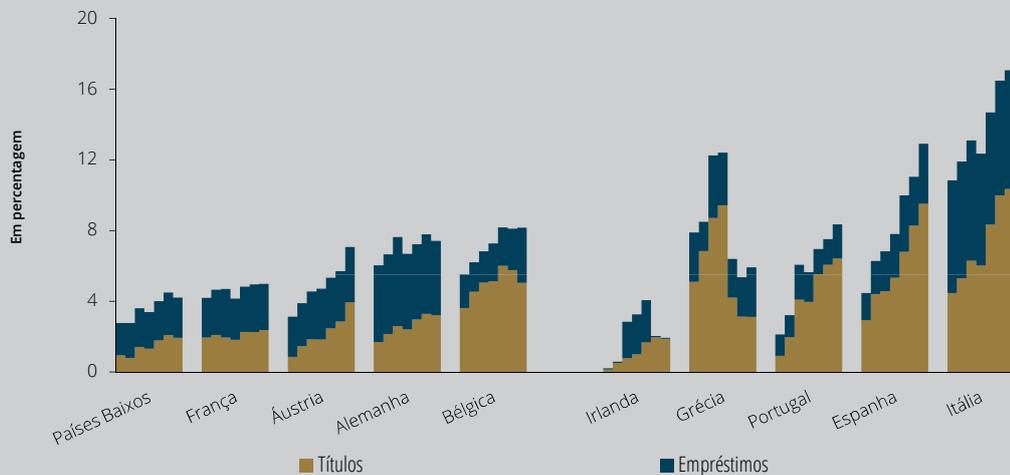


Gráfico 28 •
Evolução da exposição ao risco soberano nacional | Em percentagem do ativo (2008 - 2014)

Fonte: Banco de Portugal e Banco Central Europeu.
Nota: Exposição às administrações públicas, sob a forma de títulos e de empréstimos, para o agregado dos bancos residentes, em base individual.



o cumprimento dos objetivos regulamentares em matéria de solvabilidade realizou-se, em 2013 e 2014, sobretudo através da redução dos ativos ponderados pelo risco. Deste modo, a melhoria das condições de financiamento da economia pelo setor bancário poderá depender, em parte, da capacidade de geração interna de fundos e de emissão de instrumentos nos mercados de capital por parte dos bancos.

O peso dos depósitos de clientes no financiamento do setor bancário continuou a aumentar em 2014, enquanto o recurso ao financiamento do Eurosistema continuou a decrescer

A estrutura do financiamento do setor bancário tem-se alterado ao longo dos últimos anos, em virtude do processo de ajustamento no setor. Num contexto de reestruturação da composição e dimensão dos balanços, o financiamento do ativo do sistema bancário tem transitado gradualmente para fontes mais estáveis.

No final de 2014, os recursos de clientes correspondiam a 58,7 por cento das responsabilidades do setor bancário, que compara com 43,4 por cento em 2010 (Gráfico 29). Durante

o ano, os depósitos captados em Portugal registaram um aumento significativo, de cerca de 4,8 mil milhões de euros (Gráfico 30). Esta evolução foi essencialmente justificada pelo aumento dos depósitos do setor privado não financeiro, com o saldo de depósitos de particulares a atingir níveis historicamente elevados. Aliás, o comportamento resiliente dos depósitos dos particulares constitui um dos aspetos mais relevantes do processo de ajustamento da economia e do setor bancário.

Neste contexto, o rácio de transformação continuou a decrescer, situando-se em 107 por cento no final de 2014 (Gráfico 31). Da mesma forma, o *gap* comercial (definido como a diferença entre crédito e depósitos) passou de 133 mil milhões de euros em 2010 para 18 mil milhões de euros em 2014. Esta evolução deveu-se sobretudo à redução do crédito líquido a clientes, conclusão que se mantém robusta após a consideração dos efeitos da já referida reclassificação de ativos.

O recurso ao financiamento de bancos centrais, designadamente do Eurosistema, continuou a decrescer, alcançando valores mínimos desde o início da crise da dívida soberana em maio de 2010. Em 2014, o financiamento obtido junto do Eurosistema diminuiu cerca de 17 mil milhões de euros. Esta tendência persistiu ao longo do primeiro trimestre de

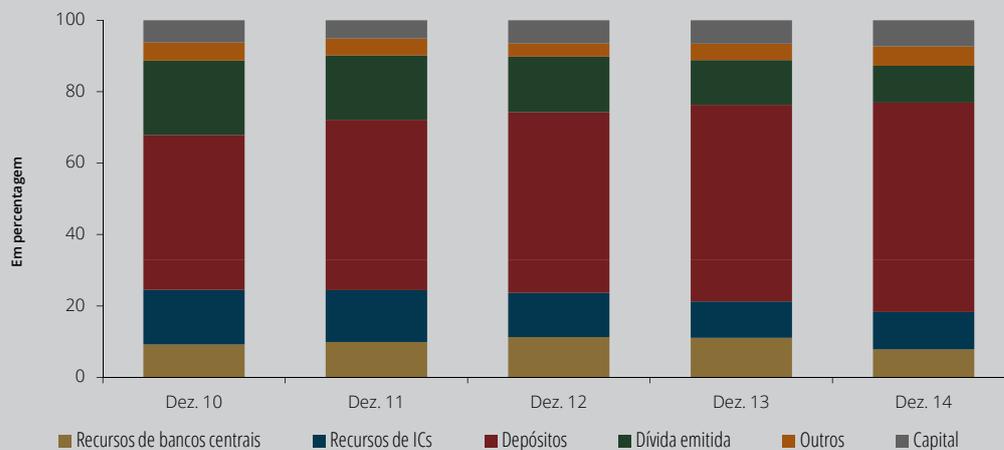


Gráfico 29 •
Estrutura de
financiamento

Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 30 •
Evolução dos depósitos

Fonte: Banco de Portugal.

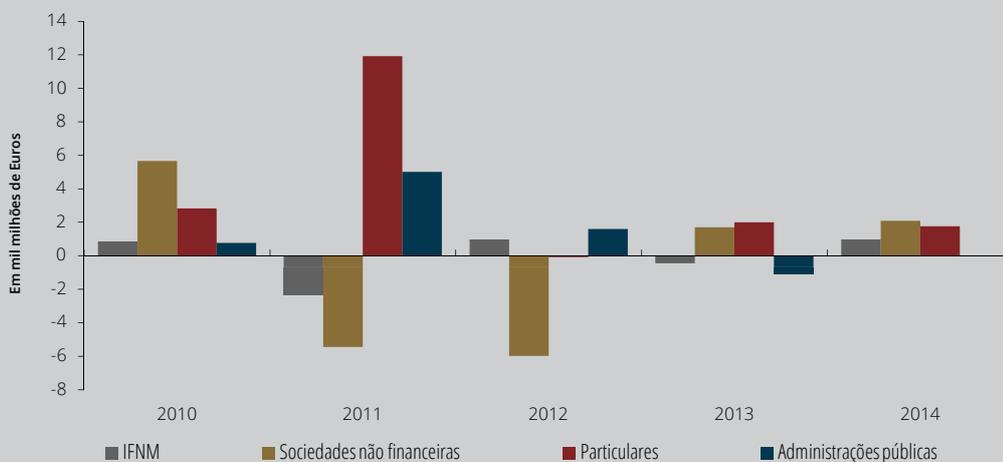


Gráfico 31 •
Rácio de transformação

Fonte: Banco de Portugal.

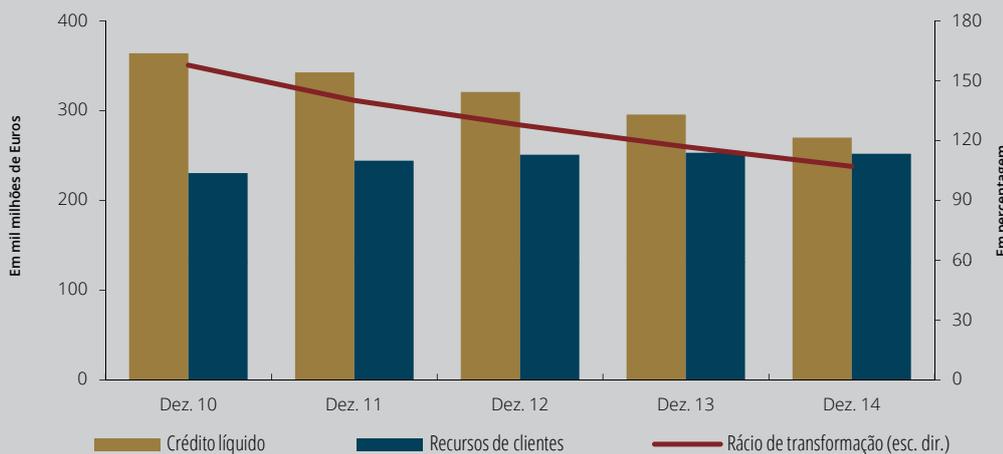
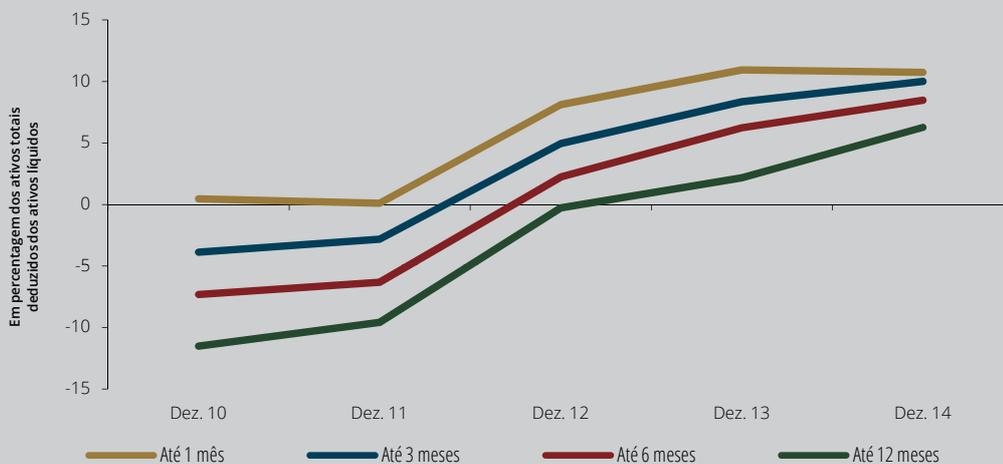


Gráfico 32 •
Gaps de liquidez em escala cumulativa de maturidade

Fonte: Banco de Portugal.



2015, com uma redução adicional de cerca de três mil milhões de euros. O saldo diminuiu para 28,2 mil milhões de euros em Março de 2015, menos de metade do máximo histórico atingido em junho de 2012. Até ao final de 2014, o saldo do financiamento do Eurosistema encontrava-se sobretudo concentrado nas operações de refinanciamento com prazo de três anos. A redução observada no saldo destas operações, que se acentuou durante o segundo semestre de 2014 através dos reembolsos antecipados e que culminou com o vencimento das operações durante o primeiro trimestre de 2015, foi parcialmente compensada por aumentos nos saldos de outras operações de refinanciamento. Para este aumento do saldo das outras operações, contribuíram, em particular, as operações de refinanciamento com prazo de três meses e as novas operações de refinanciamento de prazo alargado direccionadas, com vencimento em setembro de 2018 (tendo já sido realizadas três destas operações, em setembro e em dezembro de 2014 e em março de 2015). Os novos programas de compra de ativos do Eurosistema, anunciados em junho de 2014 (*ABSPP* e *CBPP3*) e janeiro de 2015 (*PSPP*), poderão ter contribuído igualmente para a redução do saldo das operações de refinanciamento do Eurosistema.

O financiamento através da emissão de títulos de dívida continuou a diminuir ao longo de 2014. Esta evolução terá refletido, por um lado, a persistência de algumas limitações no acesso aos mercados financeiros, não obstante a diminuição da fragmentação dos mercados de dívida por grosso (Secção 1.1). Por outro lado, no contexto do ajustamento em curso no setor, a tendência poderá também refletir uma menor necessidade de financiamento do setor, a par da existência de alternativas de financiamento mais vantajosas em termos de custo.

Os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, divulgados em abril de

2015, mostram que a maioria das instituições inquiridas espera a manutenção das atuais condições de financiamento nos mercados de títulos de dívida por grosso no curto prazo, particularmente nas maturidades mais curtas, não tendo existido alterações face às expectativas manifestadas em janeiro. Relativamente às condições de mercado, duas instituições referiram uma ligeira melhoria na avaliação, em particular no mercado de títulos de dívida de médio a longo prazo; as restantes consideraram que essas condições se mantiveram estáveis no primeiro trimestre de 2015.

A posição de liquidez do setor bancário, medida pelos *gaps* de liquidez¹⁵, tem melhorado significativamente desde 2012 (Gráfico 32). Esta evolução reflete uma maior estabilidade das fontes de financiamento dos ativos líquidos e a diminuição do desfasamento de maturidades entre ativos e passivos, indo ao encontro das exigências de liquidez e de estrutura de passivos definidas pelo novo enquadramento regulamentar europeu. A posição de liquidez dos bancos tem também beneficiado das medidas de política monetária, convencionais e não convencionais, implementadas pelo BCE desde 2011. Refira-se que o início do período de transição do rácio de cobertura de liquidez (*LCR* na sigla anglo-saxónica) contempla, a partir do quarto trimestre de 2015, a constituição de um *buffer* de liquidez igual a, pelo menos, 60 por cento da saída líquida de fundos ao longo de um período de 30 dias, em situação de *stress*¹⁶. No início de 2018 será exigido um *LCR* de, pelo menos, 100 por cento.

É expectável que, a médio prazo, a continuação da convergência a nível europeu da regulação e dos processos de supervisão prudenciais contribua para a redução da fragmentação dos mercados financeiros e facilite o acesso das instituições residentes ao mercado de dívida por grosso em condições adequadas.

Excluindo os resultados do Banco Espírito Santo, assistiu-se em 2014 a uma melhoria da rentabilidade do sistema bancário português, apesar de, em termos agregados, esta se ter mantido em valores negativos

Em consequência dos desenvolvimentos no Banco Espírito Santo, a rentabilidade agregada do sistema bancário português atingiu em 2014 um mínimo histórico, permanecendo pelo quarto ano consecutivo num patamar negativo (Gráfico 33).

Os resultados são caracterizados por alguma heterogeneidade, existindo um conjunto significativo de bancos com rentabilidades negativas ou próximas de zero. Em todo o caso, excluindo o BES, observou-se uma redução substancial do prejuízo agregado, com a melhoria de 2013 para 2014 a ser relativamente generalizada (Gráfico 34). Os bancos de menor dimensão, tipicamente mais especializados em termos de negócio (incluídos na categoria "Outros"), tiveram um desempenho positivo nos últimos anos, enquanto os principais bancos não-domésticos registaram, em média, rentabilidades menos negativas do que os bancos domésticos de grande e de média dimensão (que dominam o agregado).

Gráfico 33 •
Rentabilidade do ativo e rentabilidade dos capitais próprios

Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Indicador calculado considerando o resultado antes de impostos e de interesses minoritários.

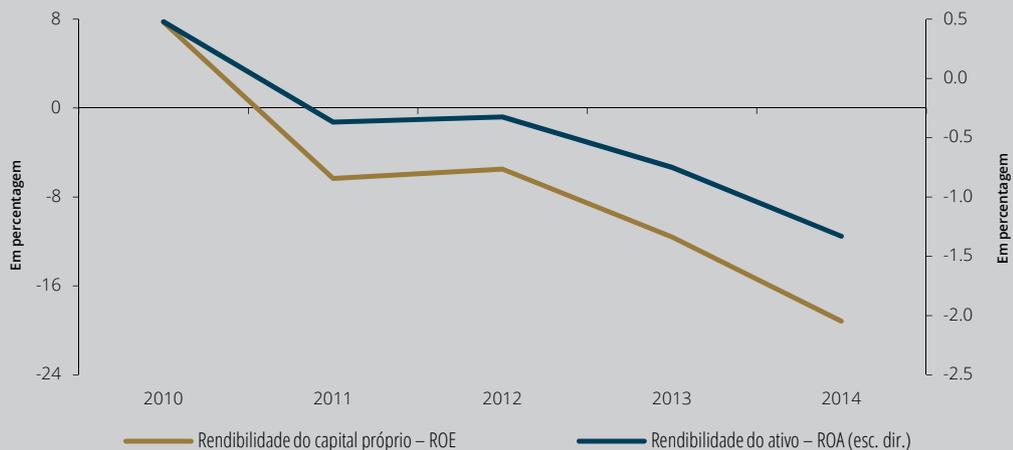
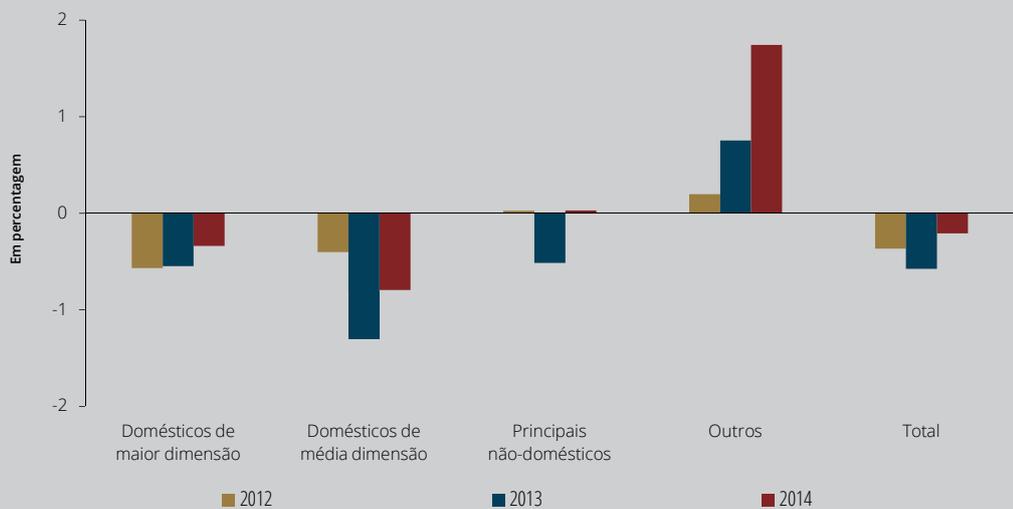


Gráfico 34 •
Distribuição da rentabilidade do ativo – excluindo ESFG / BES / Novo Banco

Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Domésticos de maior dimensão: BCP, CGD e BPI; Domésticos de média dimensão: Montepio, Banif, SICAM, Banco BIC e Finantia; Principais não-domésticos: Santander Totta, BBVA, Popular, Barclays e Deutsche Bank.



O resultado da atividade internacional foi significativamente afetado por desenvolvimentos no BES. Excluindo as filiais deste grupo, observou-se uma evolução positiva nas principais componentes de resultados, com destaque para o aumento da margem financeira e das comissões. O panorama da atividade internacional dos bancos domésticos tem-se alterado consideravelmente no período recente. As medidas extraordinárias de saneamento do BES Angola, adotadas pelo Banco Central de Angola, resultaram numa diluição significativa da posição acionista do Novo Banco para cerca de 10 por cento. Refira-se, também, o caso do Banco BPI, que se encontra a estudar uma solução para ultrapassar a questão relacionada com os limites aos grandes riscos decorrente da não atribuição de equivalência à regulamentação e supervisão deste país. A relevância da atividade internacional dependerá, em termos prospetivos, da capacidade dos bancos para continuar a investir nas operações não domésticas, que será condicionada pelos desafios que ainda enfrentam na vertente doméstica.

A informação disponível relativa ao primeiro trimestre de 2015 indica que os principais bancos portugueses obtiveram resultados líquidos positivos.

Os aumentos da margem financeira e dos resultados em operações financeiras contribuíram para a melhoria da rentabilidade média dos bancos portugueses, no contexto da ainda elevada materialização do risco de crédito

Em termos agregados, o resultado bruto de exploração foi insuficiente para fazer face às perdas de imparidade e outras provisões registadas, dinâmica que se observa desde 2011 (Gráfico 35). De facto, um conjunto significativo de instituições registou um aumento do fluxo de imparidades (Gráfico 36). Esta evolução é justificada pela conjugação do ainda elevado nível de materialização do risco de crédito com o reforço do rácio de cobertura do crédito em risco (Gráficos 37 e 38). A este respeito refira-se que o ano de 2014 foi marcado pela realização da avaliação completa a um conjunto de instituições da área do euro, que se seguiu aos exercícios análogos conduzidos em anos anteriores pelo Banco de Portugal. A avaliação completa foi conduzida pelo BCE, em colaboração com as autoridades nacionais

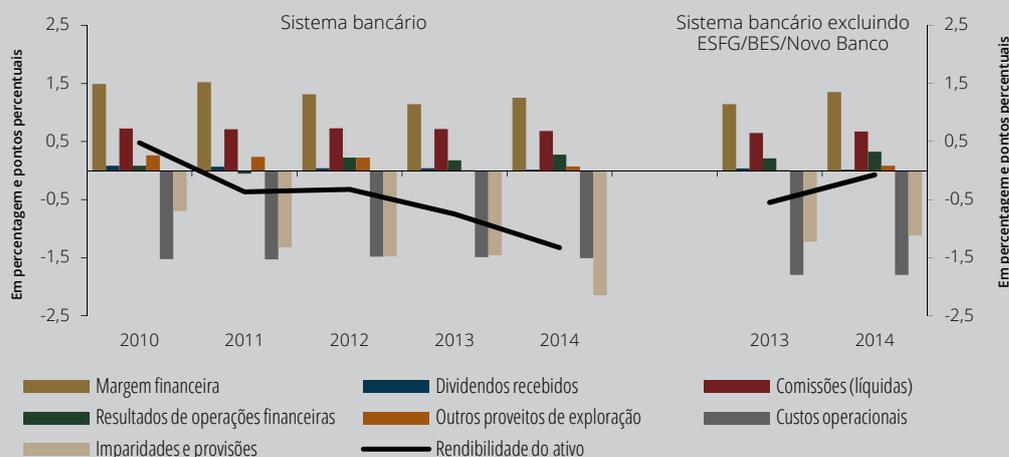


Gráfico 35 •
Contributos para a rentabilidade do ativo

Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Rentabilidade do ativo calculada considerando o resultado antes de impostos e de interesses minoritários.

competentes, e incluiu uma análise da qualidade dos ativos (*Asset Quality Review*), tendo como data de referência 31 de dezembro de 2013. Para Portugal, abrangue a Caixa Geral de Depósitos, o Banco BPI, o Banco Comercial Português e o Espírito Santo Financial Group (posteriormente o Banco Espírito Santo)¹⁷. No curto a médio prazo, é expectável uma menor materialização do risco de crédito, consistente com a evolução desfasada desta variável relativamente à atividade económica.

A evolução da margem financeira contribuiu positivamente para a variação da rentabilidade, evoluindo favoravelmente ao longo do ano para grande parte das instituições. A dinâmica positiva da margem financeira está sobretudo

associada à diminuição progressiva do custo médio dos depósitos. Na atividade doméstica, esta evolução tem beneficiado da diminuição acentuada das taxas de juro das novas operações e do vencimento de parte das operações contratadas em 2011 e 2012, com prazo superior a dois anos e remunerações particularmente elevadas. No final de 2014, a taxa de juro média dos novos depósitos do setor privado não financeiro (sociedades não financeiras e particulares) atingiu um mínimo histórico, em termos nominais, situando-se abaixo de um por cento. Por sua vez, a taxa de juro sobre os saldos ascendia a 1,4 por cento, existindo ainda algum potencial para melhoria da margem financeira por via da diminuição do custo médio dos depósitos.

Gráfico 36 • Fluxo de imparidades e custo do risco

Fonte: Banco de Portugal.
Nota: O custo do risco de crédito corresponde a imparidades para crédito sobre crédito bruto médio.

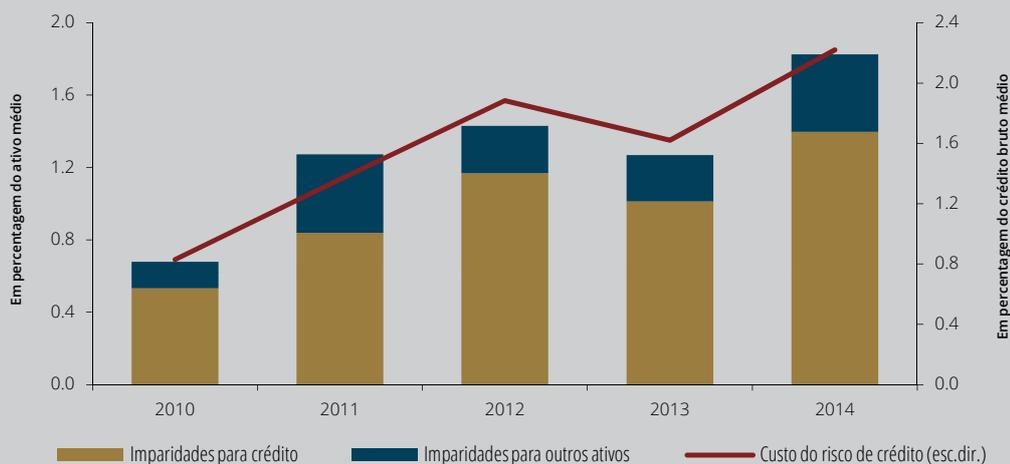
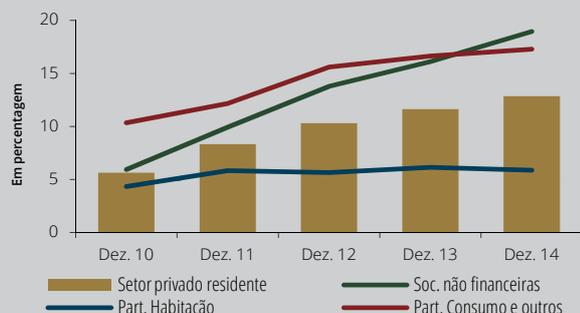
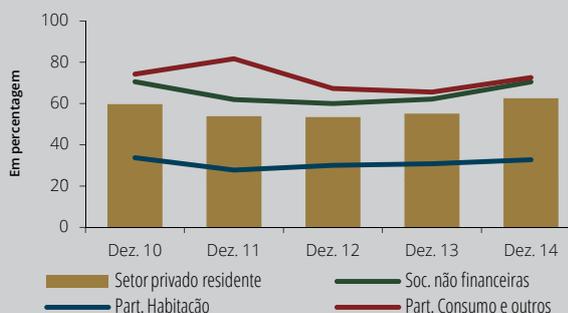


Gráfico 37 • Rácio do crédito em risco por segmento



Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Dados obtidos a partir da Instrução n.º 22/2011 do Banco de Portugal.

Gráfico 38 • Rácio de cobertura por segmento



Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Dados obtidos a partir da Instrução n.º 22/2011 do Banco de Portugal.

Observou-se também uma ligeira redução no custo implícito nas restantes fontes de financiamento, designadamente do financiamento obtido junto do Eurosistema – como consequência da redução da taxa de juro das operações principais de refinanciamento do BCE –, dos recursos de outras instituições de crédito, das responsabilidades representadas por títulos de carácter não subordinado e dos passivos subordinados. No caso dos passivos subordinados, a redução reflete a amortização de um montante significativo de instrumentos híbridos adquiridos pelo Estado português no âmbito das operações de recapitalização com recurso a investimento público, que têm um custo elevado por comparação com os restantes instrumentos de financiamento subordinados.

Num contexto de redução das taxas de juro do mercado monetário e da diminuição da fragmentação nos mercados financeiros, as taxas de juro implícitas dos ativos registaram variações de magnitude reduzida. Assistiu-se a uma manutenção das taxas de juro do crédito (com uma ligeira redução das taxas nas operações domésticas e um aumento na atividade não doméstica) e a uma redução nas restantes classes de ativos (com predominância nos títulos de dívida pública).

A taxa de juro nos saldos de empréstimos ao setor privado não financeiro residente manteve

a trajetória de redução gradual, em particular no segmento das sociedades não financeiras. Não obstante o desafio enfrentado pelos bancos a nível de recuperação de rentabilidade – em que um dos determinantes principais é a margem financeira – o *spread* associado a novas operações tem vindo a reduzir-se, em especial para as empresas de menor risco, tal como referido na análise à situação patrimonial dos setores não financeiros (Secção 1.2)¹⁸.

Globalmente, o efeito preço nas operações com clientes foi positivo. O gráfico 39 mostra a evolução da margem nos empréstimos, em relação ao custo médio dos depósitos – incluindo depósitos a prazo e depósitos à ordem –, nas operações com empresas e particulares. A margem tem vindo a melhorar nos vários segmentos, de forma gradual, desde o início de 2013. Não obstante, o problema de rentabilidade associado à carteira de crédito à habitação é ainda bastante acentuado, dada a indexação à Euribor e a vigência de *spreads* fixos e, regra geral, reduzidos¹⁹. Uma vez que estes empréstimos foram contratados por prazos longos, a situação assume uma natureza estrutural. De facto, apesar do aumento significativo dos *spreads* aplicados aos novos contratos – em relação aos valores praticados antes do início da crise financeira em 2008 – o facto de o volume de novas operações assumir ainda valores reduzidos determina que

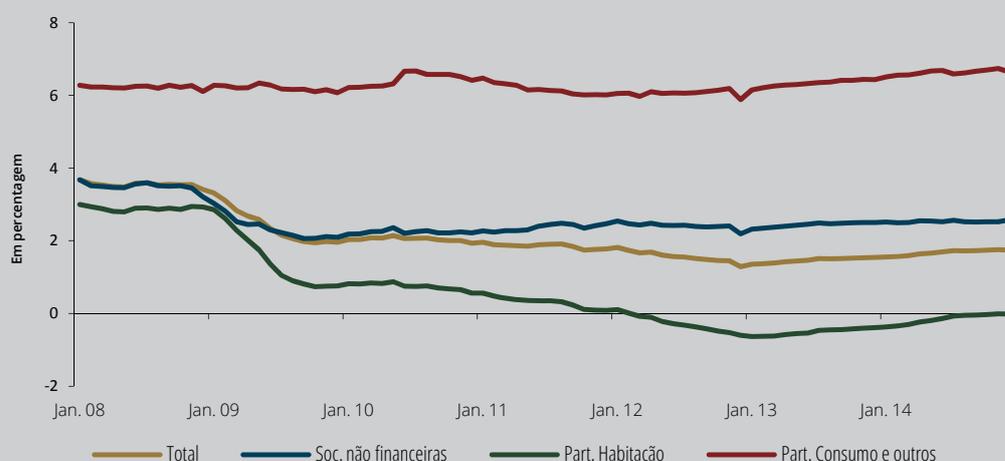


Gráfico 39 • Margem nas operações com clientes residentes

Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Taxa de juro média sobre o saldo de empréstimos – custo médio do saldo de depósitos.

a alteração na taxa de juro da carteira aconteça mais por via dos contratos que se vencem do que por via das novas operações, observando-se inclusivamente uma redução da taxa de juro média sobre o saldo de empréstimos à habitação no período recente. Em termos agregados, a margem da carteira de crédito à habitação encontra-se em níveis virtualmente nulos, embora assuma valores positivos para os bancos com menores custos de financiamento. Neste contexto, a dinâmica da margem global nas operações com clientes tem sido essencialmente determinada pelo segmento dos empréstimos a sociedades não financeiras, caracterizado por maturidades mais curtas, seguido do segmento de empréstimos a particulares para consumo e outros fins (Gráfico 40).

Os resultados com operações financeiras representaram 12 por cento do produto bancário em 2014, tendo estado maioritariamente associados à realização de mais-valias na transação de títulos de dívida pública (principalmente portuguesa). Este valor foi bastante elevado em termos históricos, pelo que a sua magnitude não deverá ser repetida no futuro, tendo em conta o nível já bastante comprimido das taxas de rendibilidade. Em todo o caso, o volume significativo de títulos de dívida pública em carteira dos bancos, previsivelmente com

mais-valias latentes, poderá permitir que os bancos realizem ganhos com operações financeiras relevantes a curto prazo, em particular beneficiando do programa de aquisição de ativos de âmbito alargado implementado por BCE.

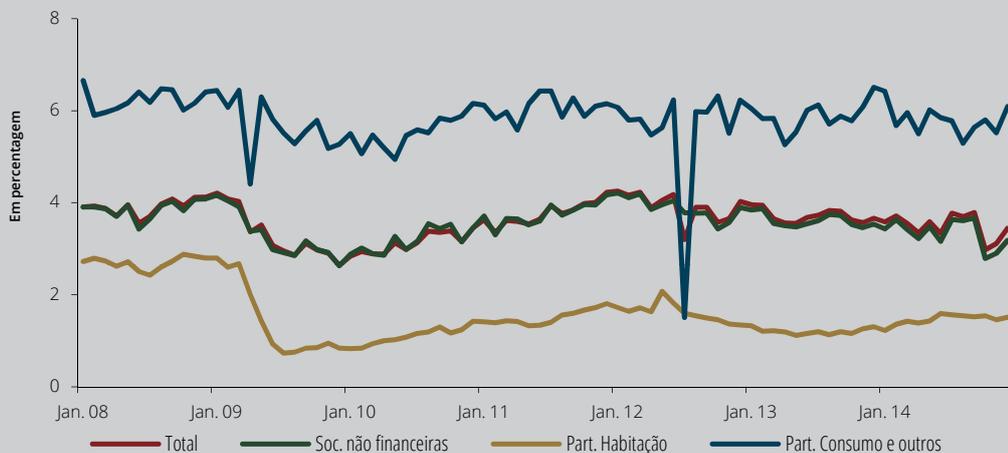
Os bancos têm procurado ajustar os seus custos de exploração ao processo de desalavancagem em curso, mas este esforço deverá ser prosseguido

Os custos operacionais prosseguiram a tendência de redução em 2014, em resultado de uma diminuição de aproximadamente sete por cento dos custos com pessoal. A diminuição na componente de gastos gerais administrativos foi menos acentuada (três por cento).

Em face dos constrangimentos atuais e previsíveis ao desenvolvimento da atividade e à geração de rendibilidade, os bancos têm procurado melhorar a sua eficiência operacional e a otimização da estrutura de custos. Esta tendência permitiu que, em percentagem do ativo, os custos operacionais se tenham mantido relativamente estáveis. Ainda assim, a evolução da eficiência dos bancos, medida pelo rácio

Gráfico 40 •
Margem financeira
– dinâmica nas
novas operações
com clientes
residentes

Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Taxa de juro média
sobre os novos empréstimos
– custo médio do saldo
de depósitos.



entre custos operacionais e produto bancário, deteriorou-se substancialmente nos últimos anos, na sequência da diminuição dos resultados. Até 2012, o sistema bancário português não se destacava negativamente no contexto internacional (Gráficos 41 e 42).

Uma análise à evolução do número de balcões e de empregados bancários permite concluir que a generalidade dos bancos já iniciou processos de redimensionamento. Entre o final de 2010 e o final de 2014, os bancos residentes diminuíram o número de balcões em cerca de 15 por cento. A redução foi naturalmente superior nos distritos mais populosos e / ou com maior densidade populacional enquanto alguns distritos do interior registaram reduções

menos pronunciadas, na ordem de cinco por cento. Entre grupos bancários a evolução é relativamente heterogénea, observando-se reduções mais pronunciadas no caso de alguns bancos não-domésticos de média dimensão e diminuições entre 10 a 20 por cento no caso dos grupos bancários de maior dimensão. Relativamente ao número de empregados bancários, e para o mesmo período, a redução foi ligeiramente menor – cerca de 13 por cento –, observando-se maior heterogeneidade entre bancos. Esta tendência deverá manter-se no médio prazo, ainda que de forma menos acentuada, de acordo com as intenções anunciadas por alguns dos principais bancos portugueses.

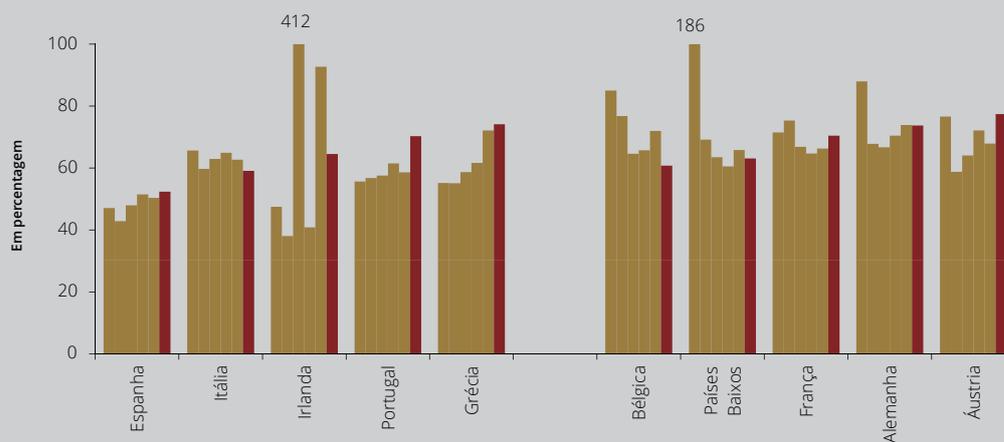


Gráfico 41 •
Rácio
cost-to-income

Fonte: Banco de Portugal e Banco Central Europeu (Consolidated Banking Data)
Nota: Dados anuais (2008 -2013).

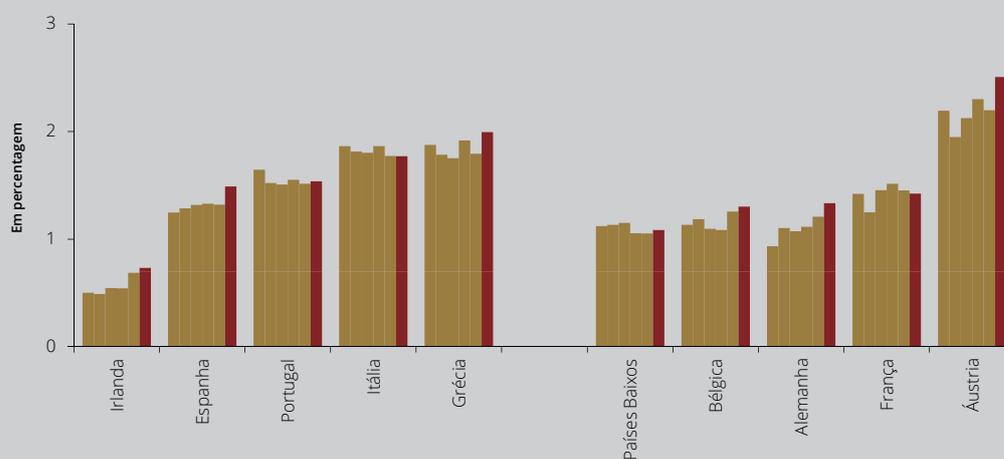


Gráfico 42 •
Rácio entre
custos
operacionais
e ativo

Fonte: Banco de Portugal e Banco Central Europeu (Consolidated Banking Data)
Nota: Dados anuais (2008 -2013).

O rácio entre a população e o número de balcões e o rácio entre a população e o número de empregados bancários são dois dos principais indicadores da capacidade instalada no sistema bancário. Uma análise elaborada pelo BCE posiciona Portugal, com referência a dezembro de 2013, entre os países com maior capacidade instalada no que respeita ao número de balcões, apenas atrás de Espanha e Chipre²⁰. Por sua vez, no que se refere ao número de empregados, o sistema bancário português apresenta uma menor capacidade instalada do que a média da área do euro. Refira-se, ainda, que, em 2012, Portugal era o país da área do euro com maior número de Caixas Automáticas (*ATM*, na sigla anglo-saxónica) por habitante.

O tema da eficiência no setor bancário é de análise particularmente complexa. Diferenças observadas entre países podem ter subjacentes fatores estruturais relacionados com modelos de negócio, preferências sobre a prestação de serviços bancários, ou até mesmo com densidade e/ou polarização populacional. Acresce que os processos de ajustamento de custos são geralmente lentos, dada a rigidez tipicamente associada aos custos com pessoal, rendas e outros fornecimentos e serviços externos. Adicionalmente, existem outros fatores a considerar, tais como questões de natureza reputacional, associadas ao fecho de balcões e à redução de pessoal, estratégias de defesa de quota de mercado e relações concorrenciais em que o sobrevivente num mercado / geografia colhe os benefícios por se ter mantido presente. No entanto, no caso português afigura-se necessário que este processo prossiga, e que as instituições se ajustem às alterações nos modelos de negócio bancário.

Os níveis de solvabilidade permaneceram relativamente estáveis ao longo de 2014

A habitual análise de fundos próprios é condicionada por quebras de estrutura, relacionadas com o início do período de transição para o novo regime prudencial.

Com a entrada em vigor do Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do

Conselho (ou *CRR – Capital Requirements Regulation*), em 1 de janeiro de 2014, foi mantido o mínimo regulamentar de oito por cento vigente até essa data para o rácio de fundos próprios total e foram estabelecidos, adicionalmente, um mínimo regulamentar de 4,5 por cento para o rácio de fundos próprios principais de nível 1 (rácio *CET1*, na sigla anglo-saxónica) e um mínimo regulamentar de seis por cento para o rácio de fundos próprios de nível 1 (rácio T1, na sigla anglo-saxónica), que não existiam na regulamentação anterior.

A implementação do *CRR* foi acompanhada pela entrada em vigor do Aviso do Banco de Portugal n.º 6/2013, que definiu regras para a preservação dos níveis de fundos próprios das instituições. Em concreto, este Aviso estabeleceu que as instituições de crédito deveriam manter, em permanência, um rácio *CET1* mínimo de sete por cento e, simultaneamente, deveriam abster-se de realizar operações que resultem numa redução significativa do valor nominal de uma ou mais componentes dos seus fundos próprios até demonstrarem dar cumprimento integral às disposições previstas no *CRR* e na *CRD IV*, isto é, tal como as mesmas se aplicarão depois de terminadas as disposições transitórias.

Com a entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 157/2014 que transpôs a *CRD IV* para a ordem jurídica nacional, em 23 de novembro de 2014, a disposição que impunha um rácio *CET1* mínimo de sete por cento foi tacitamente revogada, mas manteve-se a regra de preservação de fundos próprios que restringe a realização de operações que levem a uma redução significativa do valor nominal dos fundos próprios.

As autoridades de supervisão podem estabelecer requisitos adicionais de fundos próprios aplicáveis às instituições de crédito, no âmbito das denominadas medidas de Pilar 2, com o objetivo de acautelar riscos da atividade que essas autoridades considerem não estarem integralmente cobertos pelos demais requisitos de fundos próprios que são exigidos a essas instituições. No início de 2015, o BCE estabeleceu requisitos de Pilar 2 para o conjunto de instituições sob supervisão direta do Mecanismo Único de Supervisão.

A acrescer a esses mínimos regulamentares, as autoridades macroprudenciais nacionais poderão ainda definir ou antecipar a aplicação de reservas adicionais de capital, em conformidade com o disposto na regulação europeia, designadamente, a reserva de conservação de fundos próprios, a reserva contracíclica de fundos próprios, a reserva de fundos próprios para risco sistémico e a reserva para instituições de importância sistémica (a partir de 1 de janeiro de 2016).

No final de 2014, o rácio *CET1* para o total sistema bancário situava-se em 11,3 por cento (Gráfico 43). O perfil intra-anual encontra-se influenciado pela posição de capital do ESFG / BES / Novo Banco, tendo o rácio diminuído em junho, e melhorado

substancialmente em setembro, após a aplicação da medida de resolução. A diminuição dos ativos ponderados pelo risco contribuiu para uma melhoria do rácio *CET1* em todos os trimestres de 2014, num contexto de desalavancagem continuada do balanço dos bancos e, em menor grau, de diminuição do ponderador médio do risco do ativo (Gráfico 44). Por sua vez, o contributo do numerador foi, no total do ano, negativo, refletindo os níveis ainda negativos de rendibilidade. A deterioração significativa registada no último trimestre do ano, para além dos prejuízos registados, reflete ainda a revisão dos pressupostos atuariais dos fundos de pensões das principais instituições

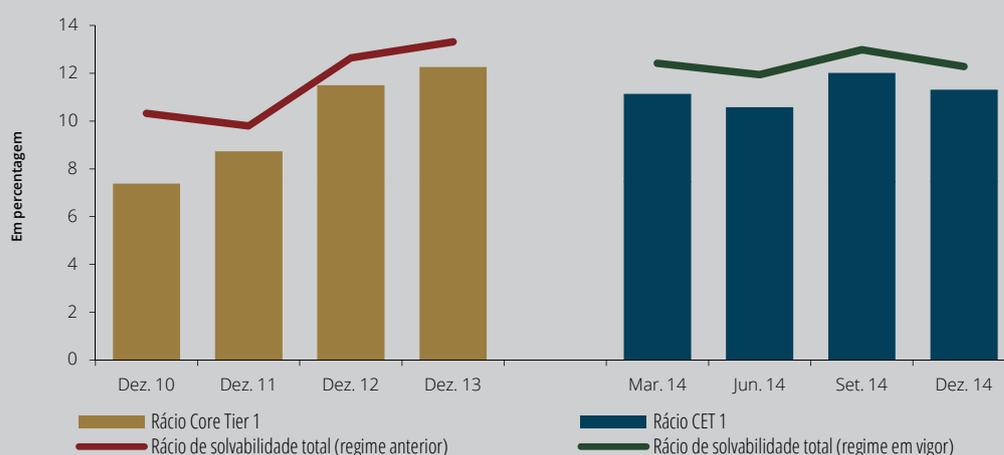


Gráfico 43 •
Rácios de adequação de capital

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Os dados apresentam quebra de série em dezembro de 2013, decorrente, numa primeira fase e com carácter provisório, da entrada em vigor do Aviso do Banco de Portugal n.º 6/2013, e, numa segunda fase, da transposição da Diretiva 2013/36/UE (ou *CRD IV – Capital Requirements Directive*) para o quadro jurídico português. Uma estimativa com base em dados dos oito maiores grupos bancários, com referência a dezembro de 2013, aponta para um diferencial de um ponto percentual entre o rácio *Core Tier 1* e o rácio *CET1*, atribuível a diferenças metodológicas. Este diferencial aplica-se também aos rácios de solvabilidade total.

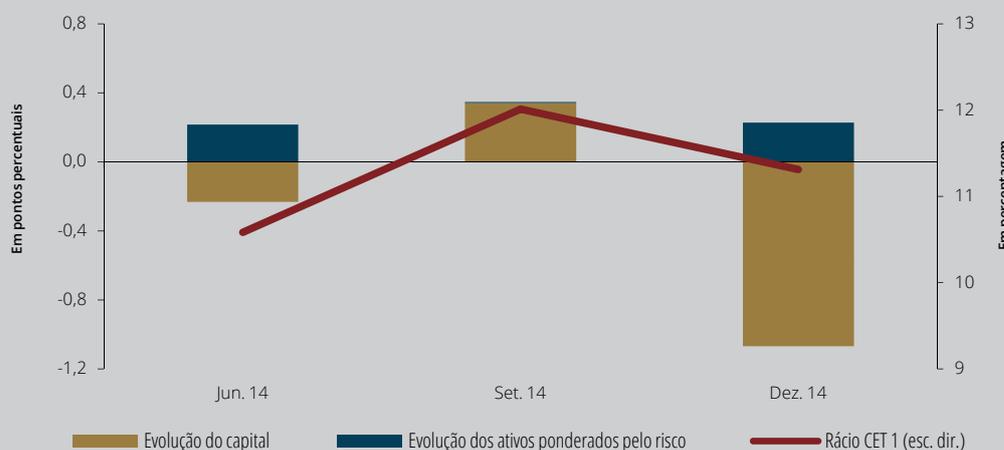


Gráfico 44 •
Contributos para a variação do rácio *CET1* de sete grandes grupos bancários

Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Exclui ESFG/BES/Novo Banco.

bancárias. Este impacto negativo decorreu essencialmente da atualização da taxa de desconto das responsabilidades futuras – na maior parte dos casos de 4,0 para 2,5 por cento – que foi apenas parcialmente atenuada pela redução das estimativas para as taxas de crescimento das pensões e dos salários. O efeito líquido sobre o rácio *CET1* foi superior a um ponto percentual no caso de alguns dos principais bancos portugueses.

Até à aplicação integral da *CRD IV / CRR* em 2018, será gradualmente eliminado um conjunto de disposições transitórias que atualmente se traduzem num contributo positivo para o rácio *CET1*, o que, por esta via, exercerá uma pressão descendente neste rácio prudencial (de forma diferenciada entre bancos).

Neste contexto, em linha com a recomendação do BCE relativa a políticas de distribuição de dividendos (BCE/2015/2), o Banco de Portugal tem promovido junto das instituições supervisionadas um conjunto de práticas prudentes de gestão com vista à manutenção de níveis robustos de adequação de capital.

O novo enquadramento regulamentar compreende também a definição de um rácio de alavancagem que passou a ser de divulgação obrigatória, pelas instituições de crédito e empresas de investimento, a partir de 1 de Janeiro de 2015. Este rácio tem como principais características o

facto de ser uma medida que não varia com o nível de risco, mais abrangente em termos de exposições consideradas e de cálculo mais simples e transparente. A calibração final está prevista para 2017, podendo tornar-se num requisito regulamentar obrigatório em 2018.

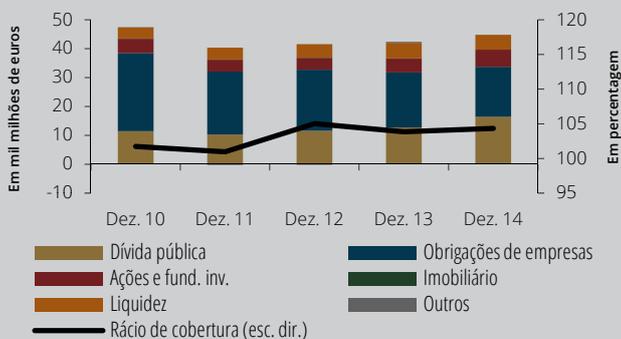
1.3.2. Setor segurador

Em 2014, a evolução dos ativos do setor segurador refletiu o crescimento dos prémios de seguro direto, tendo os prémios aumentado a um ritmo mais moderado do que em 2013

Em 2014, a carteira de ativos associada às responsabilidades do ramo vida (representadas por provisões técnicas) do setor segurador aumentou cerca de seis por cento. Esta evolução está em linha com o acréscimo observado nas provisões técnicas, pelo que o respetivo rácio de cobertura permaneceu estável (Gráfico 45).

A evolução das referidas provisões esteve associada ao comportamento dos prémios, que aumentaram 14 por cento em 2014 (Gráfico 46). Os prémios brutos de seguro direto do ramo vida continuaram a representar cerca de 76 por

Gráfico 45 • Ramo vida: carteira de investimento e rácio de cobertura das provisões técnicas



Fonte: Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões.

Gráfico 46 • Ramo vida: prémios e custos de sinistros de seguro direto



Fonte: Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões.

cento do total de prémios de seguro direto do setor segurador.

Por sua vez, os custos com sinistros aumentaram sete por cento, tendo assumido importância acrescida no segundo semestre. Esta evolução refletiu, em grande medida, transferências entre operadores no mercado, com uma das principais seguradoras a registar resgates significativos.

Relativamente à composição da carteira de ativos afetos a provisões técnicas do ramo vida, não se registaram variações significativas em relação ao final do ano anterior. As aplicações em títulos de dívida pública e privada representavam cerca de 75 por cento da carteira de investimento do ramo vida, continuando a observar-se um aumento da exposição à dívida pública em detrimento da exposição a dívida privada. A exposição a ações e fundos de investimento registou um aumento marginal; o respetivo peso na carteira de ativos passou de 11 pontos percentuais, no final de 2013, para 13 pontos percentuais no final de 2014.

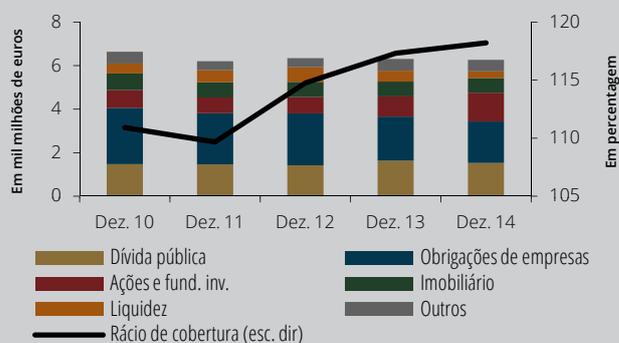
A elevada concentração em títulos de dívida não deverá ser dissociada da gestão dos riscos implícitos no passivo das sociedades de seguros, seja devido à duração dos títulos de dívida disponíveis no mercado, seja devido à cobertura do risco de taxa de juro ou de inflação proporcionada por estes instrumentos.

Os ativos afetos a provisões técnicas nos ramos não vida registaram um ligeiro decréscimo em 2014. No entanto, este movimento foi acompanhado por uma redução ainda mais acentuada das provisões técnicas, facto que explica a melhoria do rácio de cobertura (Gráfico 47).

A produção dos ramos não vida permaneceu globalmente estável em 2014, na medida em que o crescimento observado no ramo doença e no ramo acidentes de trabalho coexistiu com um decréscimo no ramo automóvel (Gráfico 48). As variações registadas não influenciaram, porém, a estrutura da carteira de seguros dos ramos não vida. Em 2014, o rácio de sinistralidade agregado decresceu dois pontos percentuais, situando-se em 68 por cento no final do ano. A variação observada esteve associada à redução nos custos com sinistros, de cerca de três por cento em relação ao final de 2013 (explicada em grande parte pela redução dos custos com sinistros no ramo incêndio e outros danos em 2014).

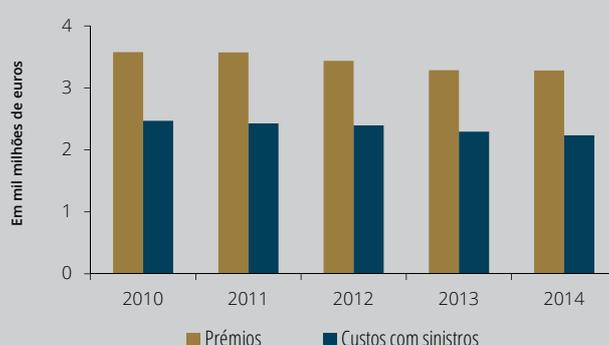
A produção dos ramos não vida continuou pressionada pelo enquadramento macroeconómico doméstico, repercutindo-se negativamente sobre a evolução da massa segurável e sobre as tarifas médias praticadas por sociedades de seguros, dada a concorrência existente no mercado. Neste âmbito, a Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF) tem evidenciado alguma preocupação com

Gráfico 47 • Ramos não vida: carteira de investimento e rácio de cobertura das provisões técnicas



Fonte: Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões.

Gráfico 48 • Ramos não vida: prémios e custos de sinistros de seguro direto



Fonte: Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões.

os resultados técnicos dos ramos automóvel e acidentes de trabalho, tendo já emitido recomendações que visam promover o regresso deste último ramo ao equilíbrio técnico.

No que diz respeito à composição da carteira de ativos afetos a provisões técnicas dos ramos não vida, observou-se um acréscimo significativo na exposição a ações, cujo peso relativo passou de cinco por cento no final de 2013 para cerca de 14 por cento no final de 2014. Nas restantes classes de ativos, os depósitos e outros ativos com elevada liquidez foram os que mais perderam importância relativa. As aplicações em títulos de dívida pública e privada permaneceram relativamente estáveis, representando cerca de 25 e 32 por cento da carteira no final do ano, respetivamente.

Embora positivos, os resultados do setor decresceram significativamente em 2014; a cobertura da margem de solvência permanece confortável²¹

Os resultados das sociedades de seguros permaneceram em 2014 em valores positivos, embora decrescendo significativamente em relação a 2013, em especial por efeito dos resultados extraordinários registados nesse exercício, decorrentes da alienação de uma carteira de seguros efetuada por uma entidade do setor²².

A evolução contida dos resultados técnicos dos ramos não vida, o agravamento dos resultados técnicos do ramo vida e a rigidez dos custos de exploração explicam a evolução agregada dos resultados do setor. Ainda assim, a taxa de cobertura da margem de solvência, para o conjunto das sociedades de seguros, aumentou dois pontos percentuais relativamente ao final de 2013, atingindo o valor de 212 por cento.

Esta variação agregada decorre, em particular, da melhoria das taxas de cobertura da margem de solvência das sociedades de seguros do ramo vida e mistas. Por sua vez, a taxa de cobertura da margem de solvência das sociedades de seguros dos ramos não vida diminuiu cerca de 43 pontos percentuais em 2014²³.

O negócio segurador continua muito pressionado pelas baixas taxas de juro e pela necessária adaptação ao regime Solvência II²⁴

O atual nível de taxas de juro pressiona a rentabilidade das sociedades de seguros, na medida em que as suas receitas se encontrem dependentes dos retornos financeiros gerados, situação mais relevante nos produtos do ramo vida.

O prolongamento do contexto de baixas taxas de juro agrava o risco de reinvestimento, podendo incentivar comportamentos de *search for yield*. Este incentivo será particularmente importante no ramo vida, na medida em que as responsabilidades assumidas, com uma natureza de longo prazo, tenham garantias implícitas de capital ou de taxa de juro. Adicionalmente, a aplicação do Solvência II, conjugada com o incremento da exposição a ativos com maior duração ou maior risco decorrente da procura de rentabilidade, poderá ter impactos significativos nos balanços e nos níveis de solvabilidade das sociedades de seguros na eventualidade de uma potencial reversão das atuais condições de mercado.

A implementação de um conjunto vasto e complexo de nova regulação relativa ao setor financeiro na Europa, tenderá a repercutir-se sobre os preços e as características dos ativos disponíveis no mercado, colocando novos desafios à gestão das responsabilidades assumidas. O Solvência II, em particular, exigirá às sociedades de seguros a adoção de princípios de gestão orientada para o risco, o eventual ajustamento da estrutura organizacional, assim como a satisfação de novos requisitos em termos de divulgação de informação. Note-se que estes requisitos deverão ser implementados

num período de tempo relativamente curto, podendo, por esse motivo, potenciar os desafios colocados ao setor dos seguros, designadamente a nível operacional (Caixa 2).

1.3.3. Fundos de pensões

O valor dos fundos de pensões permaneceu numa trajetória de crescimento em 2014, devido ao reforço expressivo das contribuições no segundo semestre do ano

No final de 2014, o valor dos ativos sob gestão dos fundos de pensões ascendia a 17 mil milhões de euros, representando uma variação de 13 por cento face ao final de 2013 (Gráfico 49). O principal contributo para esta variação positiva decorreu das entregas realizadas para estes veículos de poupança, embora estes tenham também beneficiado da revalorização positiva dos ativos em carteira.

A estrutura de repartição do valor dos fundos de pensões por tipo de fundo permaneceu estável em 2014, com os fundos de pensões fechados a representar cerca de 90 por cento do total, financiando maioritariamente planos de benefício definido.

O valor acumulado nos fundos de pensões fechados aumentou 11 por cento face a dezembro de 2013. Para além do reforço das contribuições, esta evolução refletiu a valorização dos ativos em carteira, que justificaram seis por cento da variação observada em 2014 (Gráfico 50). Os benefícios liquidados por fundos de pensões fechados permaneceram estáveis.

O valor das contribuições realizadas para fundos de pensões fechados duplicou face ao valor registado em 2013, devido à alteração dos pressupostos de avaliação das responsabilidades com planos de pensões de benefício definido. Este ajustamento conduziu ao aumento das responsabilidades com pensões apuradas no final de 2014, estando assim na origem do referido acréscimo das contribuições, observado no segundo semestre do ano.

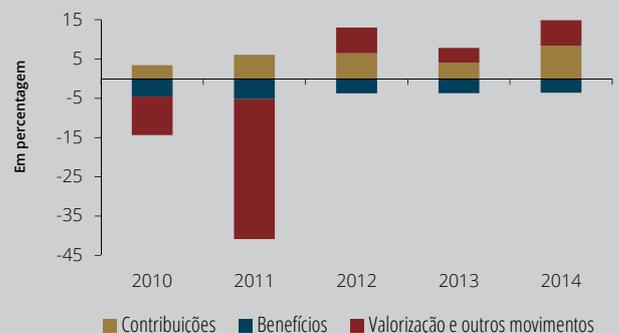
O decréscimo acentuado das taxas de juro no mercado, para ativos de elevada qualidade, ao longo da curva de rendimentos, justificou a alteração do pressuposto atuarial relativo à taxa de desconto (implícita na valorização das responsabilidades futuras, de acordo com o estipulado pela IAS19). Este movimento foi particularmente visível na maioria dos fundos de pensões promovidos por bancos, tal como referido na secção 1.3.1 do presente relatório, para os quais

Gráfico 49 • Fundos de pensões: ativos sob gestão



Fonte: Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões.

Gráfico 50 • Fundos de pensões fechados: contributos para a variação do valor dos fundos



Fonte: Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões.

esta taxa se reduziu, em 2014, mais de 100 pontos base (em média).

Salienta-se, contudo, que o impacto da alteração da taxa de desconto nas responsabilidades com os fundos de pensões terá sido parcialmente acomodado por uma revisão em baixa da taxa de inflação implícita nos pressupostos de cálculo relativos à taxa de crescimento salarial anual e à taxa de atualização das pensões. Ainda assim, os associados destes planos de pensões terão realizado contribuições extraordinárias, com vista à preservação dos níveis de financiamento.

Em 2014, os fundos de pensões abertos cresceram, em termos agregados, 30 por cento. O montante das contribuições em 2014 mais do que triplicou face aos valores observados em 2013, em particular devido ao aumento das contribuições relativas a adesões individuais a outros fundos abertos e a fundos de plano de poupança reforma (PPR). Tratando-se de entregas realizadas por particulares, será necessário continuar a acompanhar a evolução destes fundos, para se concluir sobre a natureza extraordinária (ou não) deste movimento (Gráfico 51). O montante de benefícios liquidados por fundos de pensões abertos, expresso em percentagem do valor dos fundos, não registou variações significativas face ao ano anterior.

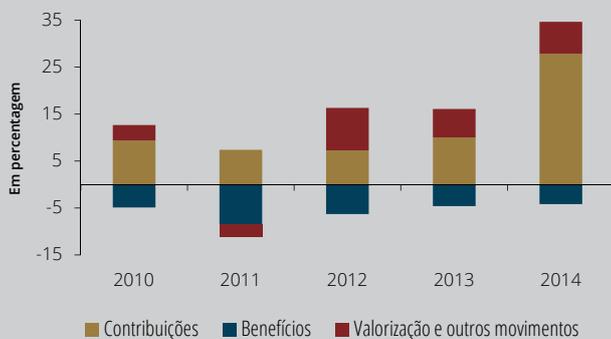
Em termos agregados, compreendendo fundos abertos e fechados, a composição da carteira dos fundos de pensões permaneceu estável em 2014 (Gráfico 52). À semelhança do ano anterior, verificou-se um acréscimo do peso relativo dos títulos de dívida pública (maioritariamente não portuguesa) e dos ativos mais líquidos (incluindo depósitos bancários). Em contrapartida, observou-se um decréscimo do peso relativo de ações e fundos de investimento e da exposição a imóveis.

O prolongamento do ambiente de taxas de juro baixas poderá constituir um desincentivo à poupança e ao financiamento de benefícios de reforma através de sistemas de capitalização

O ambiente de baixas taxas de juro constitui o principal desafio ao crescimento do setor dos fundos de pensões, dada a natureza da sua atividade.

Os fundos de pensões asseguram a cobertura dos benefícios de reforma mediante a capitalização das entregas periódicas realizadas para estes veículos de poupança. Adicionalmente, garantem a cobertura do risco de longevidade

Gráfico 51 • Fundos de pensões abertos: contributos para a variação do valor dos fundos



Fonte: Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões.

Gráfico 52 • Fundos de pensões: composição da carteira



Fonte: Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões.

quando asseguram a liquidação direta de prestações vitalícias. O risco de investimento das contribuições recebidas pelos fundos de pensões é incorrido pelo participante ou pelo associado, ou por ambos, caso se trate de um plano de contribuição definida, um plano de benefício definido ou de um plano misto, respetivamente.

Para os fundos de pensões constituídos no passado, o prolongamento de um contexto de baixas taxas de juro no mercado repercutiu-se numa potencial redução dos benefícios futuros e/ou num acréscimo do custo de financiamento do plano, para participantes e/ou associados. Esta segunda opção surge naturalmente limitada pelo atual nível de endividamento de particulares e sociedades não financeiras. Paralelamente pode criar incentivos à alteração do perfil de risco dos fundos com vista à obtenção de maior rentabilidade, podendo aumentar a volatilidade dos benefícios e/ou dos encargos com o financiamento.

No atual contexto macro-financeiro, caracterizado por baixas taxas de crescimento económico e baixas taxas de juro, e dada a necessidade de reportar responsabilidades com pensões em conformidade com o disposto na IAS19, as entidades empregadoras têm alterado o seu comportamento na assunção de responsabilidades de longo prazo, tendo-se vindo a assistir ao encerramento de planos de pensões de benefício definido ou à sua transformação em planos de contribuição definida. Este movimento não tem sido, no entanto, compensado, em número ou valor, por uma expansão dos planos de contribuição definida.

Uma eventual redução do ritmo de acumulação de poupança nestes fundos poderá ter consequências negativas. Ao nível individual, sobre o rendimento de substituição disponível no período pós-ativo, particularmente crítico quando se antecipa o aumento da longevidade e, conseqüentemente, um aumento das despesas com assistência médica. Ao nível da sociedade, na medida que poderá comprometer o desenvolvimento do segundo pilar da Segurança Social, assente em planos complementares de reforma, que contribuem para acumulação de capital disponível para financiamento de longo prazo da economia.

A descida acentuada das taxas de juro desencadeou um amplo debate sobre a necessidade de flexibilizar e ajustar a fase de desacumulação dos fundos de pensões que atingem a maturidade. Este debate surge também reforçado face ao aumento do período de pagamento dos benefícios para horizontes temporais superiores aos anteriormente considerados.

1.3.4. Fundos de investimento

O valor líquido sob gestão dos fundos mobiliários e imobiliários reduziu-se em 2014, contrariando a trajetória observada desde dezembro de 2011

O valor líquido sob gestão dos fundos de investimento²⁵ registou um decréscimo de sete por cento em 2014, repercutindo a evolução negativa observada quer nos fundos mobiliários quer nos fundos imobiliários, embora os dois tipos de fundos tenham apresentado uma dinâmica diferente ao longo do ano (Gráfico 53).

Os fundos de investimento mobiliário registaram um crescimento até ao final do primeiro semestre, por efeito do acréscimo de aplicações e da valorização dos ativos sob gestão. Todavia, o aumento dos resgates, no terceiro trimestre de 2014, ditou o decréscimo anual do valor líquido sob gestão, na ordem dos sete por cento. Para esta evolução contribuiu o aumento expressivo de resgates ocorrido nos fundos mobiliários geridos pela Espírito Santo Fundos de Investimento Mobiliário (ESAF), registado no referido trimestre.

A evolução dos fundos de investimento mobiliário continua a ser fundamentalmente determinada pelo comportamento dos fundos de obrigações²⁶, que representavam, no final de 2014, cerca de 52 por cento do valor líquido sob gestão dos fundos mobiliários (56 por cento no final de 2013). Esta evolução contrasta com a evolução dos restantes tipos de fundos de investimento mobiliário, que permaneceram estáveis ou registaram pequenas variações positivas em 2014 (Gráfico 54).

A redução do valor dos fundos de obrigações ficou a dever-se a resgates, sobretudo por parte de particulares, tendo o efeito valorização sido positivo em 2014 (Gráfico 55). Não se registou, no entanto, uma alteração significativa na estrutura de detentores destes ativos: os particulares continuam a deter cerca de 79 por cento destes fundos, enquanto as sociedades de seguros e fundos de pensões detinham apenas cinco por cento, percentagem semelhante à detida pelos bancos no final de 2014.

O decréscimo do valor líquido sob gestão dos fundos de obrigações em 2014 refletiu uma diminuição de 22 por cento dos títulos de dívida em carteira. Em simultâneo, verificou-se um aumento da exposição a depósitos e ações, que representavam, no final de 2014, cerca de 20 e 14 por cento dos ativos líquidos sob gestão (acréscimos de três e cinco pontos percentuais, respetivamente).

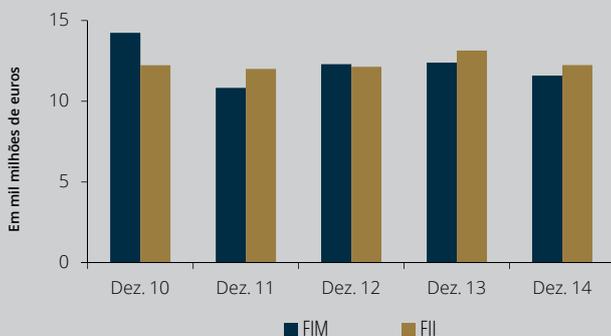
Em termos agregados, registou-se uma diminuição do montante de títulos de dívida na carteira dos fundos mobiliários de 24 por cento entre 2013 e 2014, que se deveu sobretudo a um decréscimo de exposição a títulos de dívida privada (nacional e estrangeira). Em relação aos títulos de dívida pública, observou-se igualmente uma redução, mas menos

acentuada, da exposição a títulos emitidos pelas administrações públicas portuguesas e a um aumento dos títulos emitidos por outros Estados Membros da União Europeia.

Os fundos de investimento imobiliário apresentaram uma trajetória decrescente ao longo de 2014, que se acentuou no último semestre, apresentando um decréscimo anual de sete por cento. A redução observada no valor líquido sobre gestão dos fundos de investimento imobiliário é explicada pela desvalorização dos imóveis detidos em carteira (tal como sucedido nos últimos anos), e pelas transações líquidas negativas observadas em 2014, que correspondem ao resgate da poupança aplicada neste tipo de fundos, em especial por particulares (Gráfico 56).

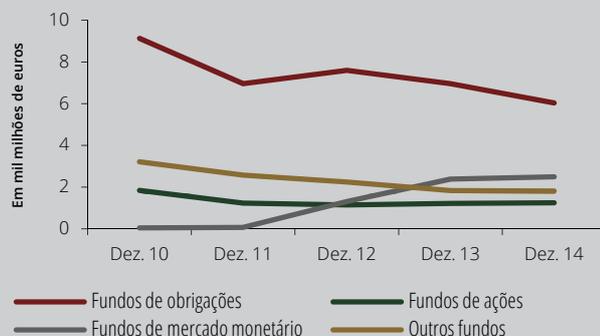
À semelhança do observado em anos anteriores, os bancos continuaram em 2014 a reforçar a sua importância enquanto detentores de fundos de investimento imobiliário, passando a deter cerca de 40 por cento destes fundos no final do ano (36 por cento no final de 2013). Por sua vez, a participação das sociedades de seguros e fundos de pensões permaneceu estável, detendo cerca de 23 por cento destes fundos.

Gráfico 53 • Fundos de investimento: ativo líquido sob gestão



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 54 • FIM: evolução do ativo líquido sob gestão por tipo de fundo



Fonte: Banco de Portugal.

Os principais desafios enfrentados pelo setor estão associados às interligações existentes no setor financeiro português e ao atual contexto de baixas taxas de juro

Pela sua natureza e enquadramento regulamentar, o setor dos fundos de investimento tem associado um conjunto de desafios²⁷. No atual contexto, destacam-se, mesmo que de forma diferenciada entre os vários tipos de fundos, os decorrentes das baixas taxas de juro e de fortes interligações existentes a nível do setor financeiro português.

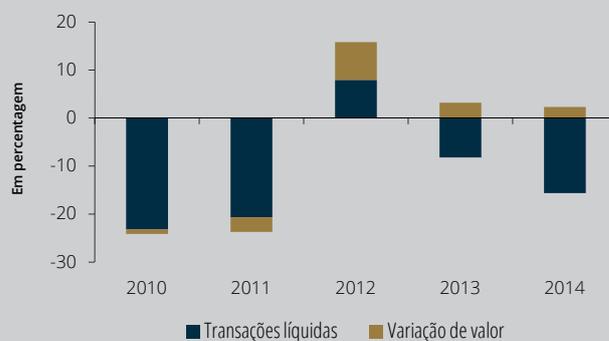
Por um lado, o ambiente de baixas taxas de juro no mercado, com reflexo ao nível da rentabilidade oferecida por estes veículos, pode promover uma alteração no perfil de risco das aplicações dos investidores. Pode, assim, favorecer a aquisição de produtos financeiros cuja remuneração não dependa exclusivamente das taxas de juro de mercado, ou mesmo de ativos não financeiros. Desta forma, assume particular importância um controlo adequado das políticas de investimento dos fundos, bem como uma melhoria do quadro regulamentar aplicável ao setor, que promova a preservação da

confiança nas instituições financeiras. Deverá ser assim possível mitigar os riscos, aumentar a transparência para o aforrador e preservar o potencial benefício para a função de intermediação financeira associado à diversidade de produtos financeiros.

Por outro lado, importa destacar os riscos decorrentes das interligações existentes no sistema financeiro português, onde os grupos bancários assumem um papel significativo na captação de poupança. Veja-se, a título de exemplo, o impacto da medida de resolução aplicada ao BES sobre os resgates dos fundos de investimento geridos pela ESAF. A venda de duas grandes empresas de seguros por parte de grupos bancários terá atenuado essas interligações.

Por fim, relativamente ao investimento em fundos imobiliários, continuou a observar-se um decréscimo das unidades de participação detidas por particulares e um acréscimo das unidades de participação detidas por bancos. Esta evolução explica-se, em parte, pela transferência para estes fundos dos imóveis recebidos em dação pelos bancos. Explica-se, ainda, pela dificuldade dos bancos em reduzir a sua posição nestes instrumentos sem induzir reduções no seu valor, dada a sua elevada exposição aos mesmos.

Gráfico 55 • Fundos de obrigações: contributos para a variação do valor do fundo



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 56 • FII: contributos para a variação do valor do fundo



Fonte: Banco de Portugal.

Caixa 1 • Programa de aquisição de ativos de âmbito alargado

Num enquadramento em que um conjunto alargado de indicadores de inflação observada e esperada registavam uma tendência de descaída para mínimos históricos (Gráficos 57 e 58), o Conselho do BCE anunciou em 22 de janeiro de 2015 um programa de aquisição de ativos de âmbito alargado (*Expanded Asset Purchase Programme – EAPP*), tendo como objetivo o cumprimento do mandato de estabilidade de preços.

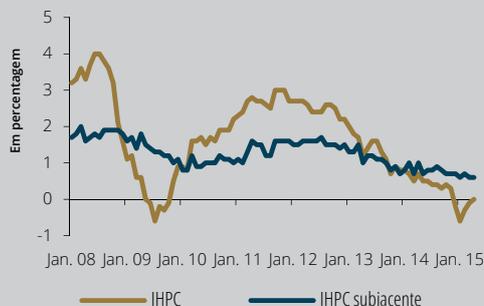
O EAPP abarca o programa de aquisição de instrumentos de dívida titularizada (*asset-backed securities purchase programme – ABSPP*) e o programa de aquisição de obrigações hipotecárias (*covered bond purchase programme – CBPP3*), bem como um novo programa de compra de títulos de dívida pública (*public sector purchase programme – PSPP*), que se iniciou a 9 de março de 2015 (Figura 1). Pretende-se que o valor combinado mensal das aquisições de ativos ascenda a 60 mil milhões de euros, devendo as aquisições realizar-se pelo menos até setembro de 2016. O calendário pode, porém, ser revisto se o Conselho do BCE considerar que se verifica um ajustamento sustentado da trajetória de inflação, compatível com o seu objetivo de taxas de inflação abaixo, mas próximo, de dois por cento no médio prazo.

A aquisição de ativos visa proporcionar um estímulo monetário à economia, tendo em

conta que as taxas de juro diretoras do BCE se encontram no seu limite mínimo. Neste contexto, pretende-se reduzir a restritividade das condições monetárias e financeiras, tornando o recurso a financiamento mais barato para as empresas e famílias, apoiando o investimento e o consumo e contribuindo para um retorno da inflação a valores próximos do objetivo definido pelo BCE.

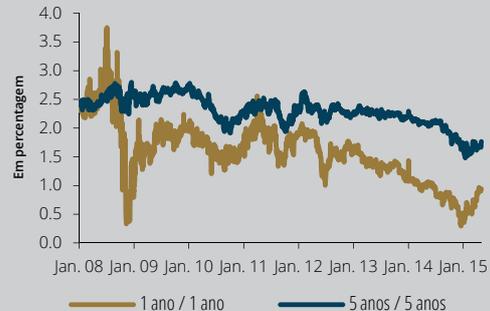
O PSPP incorpora a compra de títulos com maturidade residual entre os dois e os 30 anos. Ficam excluídos títulos cuja taxa de rentabilidade seja inferior à taxa de facilidade de depósito. O PSPP inclui a compra de títulos de dívida supranacional (12 por cento do total, adquiridos pelos bancos centrais nacionais), estando estas compras sujeitas à partilha de risco. As compras pelo BCE de dívida pública estarão também sujeitas a partilha de risco (representando oito por cento dos ativos). As restantes aquisições adicionais de ativos pelos bancos centrais nacionais (que serão de dívida pública doméstica, na proporção do capital de cada banco central nacional no Eurosistema) não estarão sujeitas a partilha de risco. Os títulos adquiridos no âmbito deste programa estão disponíveis para empréstimo, procurando garantir níveis de liquidez adequados nestes mercados.

Gráfico 57 • Índices Harmonizados de Preços no Consumidor na área do euro



Fonte: Bloomberg.

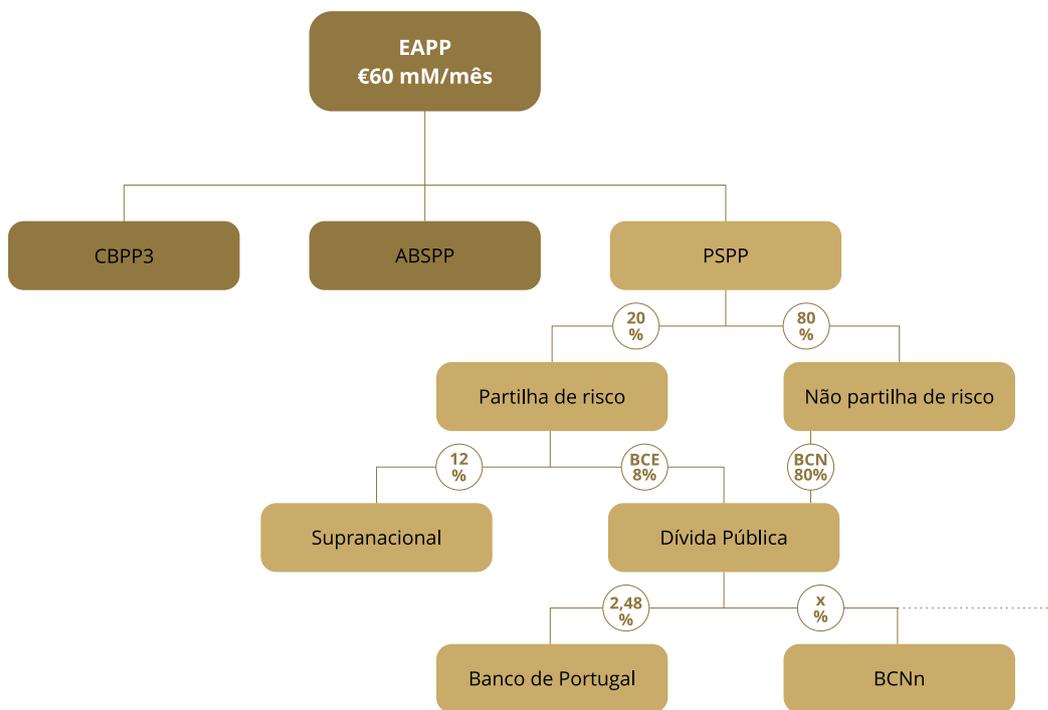
Gráfico 58 • Expetativas de inflação obtidas a partir dos *inflation swaps* – área do euro



Fonte: Bloomberg.

Nota: Os valores apresentados (x anos / y anos) referem-se à expectativa de inflação para um período de x anos a começar em y anos.

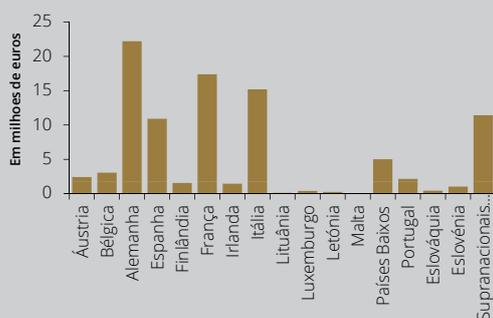
Figura 1 • Programa de aquisição de ativos de âmbito alargado



Os dois primeiros meses de execução do programa decorreram com normalidade, tendo o Eurosistema adquirido cerca de 120 mil milhões de euros de ativos. Relativamente à execução do *PSPP*, programa sobre o qual é dada informação pública mais detalhada por

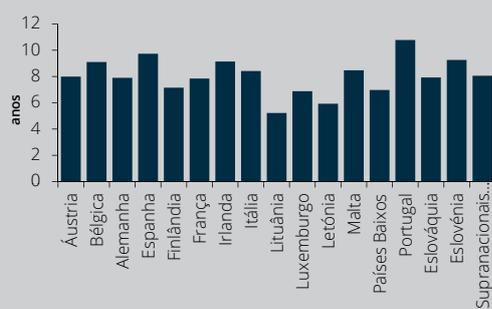
país, as compras relativas a Portugal atingiram 2157 milhões de euros, tendo o prazo médio de vencimento das compras sido de 10,8 anos (Gráficos 59 e 60).

Gráfico 59 • *PSPP* – Montante de compras de títulos por país em março e abril de 2015



Fonte: BCE.

Gráfico 60 • *PSPP* – Prazo médio de vencimento dos títulos adquiridos por país em março e abril de 2015



Fonte: BCE.

Caixa 2 • Solvência II – desafios associados a um novo quadro regulamentar

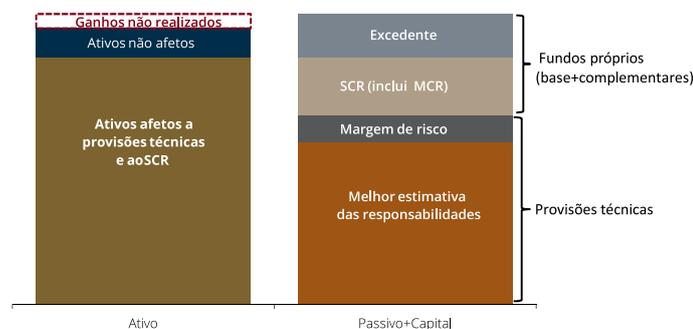
O regime Solvência II é o novo quadro regulamentar aplicável a sociedades de seguros (incluindo sociedades de resseguros) a partir de 1 de janeiro de 2016. O Solvência II surge como um regime prudencial mais sensível ao risco, mais transparente, que procura promover um maior nível de harmonização e cooperação entre supervisores europeus, visando reforçar o nível de proteção de tomadores de seguros, segurados e beneficiários. Este novo regime deverá salvaguardar o contributo do setor segurador para o crescimento económico na Europa, reconhecido que é o seu papel enquanto financiador de longo prazo da economia.

O regime Solvência II prevê a definição de um conjunto único de regras prudenciais harmonizadas a nível Europeu (*single book rule*), com base numa visão holística do balanço prudencial (*solvency balance sheet*), onde ativos e passivos são avaliados de forma consistente e baseados em princípios económicos, reportados a preços de mercado sempre que possível. O requisito de capital de solvência (*Solvency Capital Requirement – SCR*) é definido como o montante de fundos próprios necessários para salvaguardar a cobertura das responsabilidades de cada sociedade de seguros com uma probabilidade de 99,5 por cento, num horizonte de um ano.

O quadro regulamentar de implementação de Solvência II tem semelhanças com o modelo adotado em Basileia II. Sendo comumente designado por modelo de três pilares, o regime Solvência II abrange três áreas distintas.

O pilar 1 define um conjunto de requisitos quantitativos para cálculo das provisões técnicas, dos fundos próprios e dos requisitos de capital. (Estes últimos compreendem o *SCR* e o requisito de capital mínimo (*Minimum Capital Requirement – MCR*²⁸)). As provisões técnicas correspondem à melhor estimativa das responsabilidades futuras e à margem de risco. Os fundos próprios correspondem a capital de que a sociedade seguradora dispõe, classificado entre fundos próprios de base e fundos próprios complementares, em função da sua capacidade para absorver perdas (Figura 2). O *SCR* pode ser calculado de acordo com uma fórmula padrão ou por modelos internos desenvolvidos pelas próprias sociedades de seguros, desde que aprovados pelas respetivas autoridades de supervisão. Este requisito pondera a cobertura de todos os riscos quantificáveis a que a sociedade de seguros está exposta, incluindo os riscos de subscrição, mercado, crédito e operacional.

Figura 2 • Balanço Prudencial – Solvência II



Fonte: Banco de Portugal.

O pilar 2 define um conjunto extenso de requisitos qualitativos aplicáveis (i) aos sistemas de governação, de gestão de riscos e controlo interno – de autoavaliação do risco e solvência (*Own Risk and Solvency Assessment – ORSA*), (ii) à identificação das funções chave na organização e (iii) aos requisitos de qualificação e idoneidade dos recursos humanos. Estabelece, ainda, um conjunto de princípios que visam reforçar o carácter preventivo do processo de supervisão.

O pilar 3 promove a transparência e disciplina de mercado, ao instituir um conjunto de requisitos de divulgação pública de informação e de reporte prudencial, promovendo igualmente a harmonização dos formatos de reporte.

Este regime resulta de um processo de negociação prolongado, complexo e participado, durante o qual foram realizados diversos estudos de impacto quantitativo (*Quantitative impact studies – QIS*), a nível europeu ou nacional, que permitiram antever novas exigências de capital e identificar vulnerabilidades no setor. Estes exercícios têm vindo a promover a adaptação gradual das estratégias de negócio e de investimento às exigências do novo regime, e / ou induziram o ajustamento do próprio regime de solvência, até à sua aprovação em 2014. A título de exemplo, refira-se que a redação final da Diretiva *Omnibus II*²⁹ só foi possível após a adoção de um conjunto de medidas adicionais dirigidas à avaliação de responsabilidades de longo prazo (onde se destacam as regras de extrapolação da estrutura temporal da taxa de juro e os mecanismos de ajustamento de congruência e de ajustamento de volatilidade).

Subsistem ainda desafios associados à plena implementação do pilar 1 de Solvência II, em particular no que diz respeito à melhoria dos métodos de cálculo das provisões técnicas e do *SCR*, à validação das hipóteses de cálculo assumidas ou ao processo de aprovação dos modelos internos (a utilizar para apuramento do *SCR*). De referir, a este nível, que as consequências da implementação de

um regime prudencial mais sensível ao risco no setor segurador nacional foram avaliadas pela Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF) em 2014 através da realização de um *QIS*³⁰. Os resultados deste exercício apontavam para uma redução generalizada do nível de cobertura do requisito de capital em Solvência II (permanecendo, no entanto, o rácio global de cobertura do *SCR* acima dos 100 por cento). Segundo a ASF, estes resultados foram essencialmente determinados pelos elevados requisitos de capital para risco de concentração, decorrentes das elevadas exposições a ativos emitidos por uma mesma entidade / grupo económico. Note-se, contudo, que o regime de Solvência II estabelece um período de transição para adaptação às novas regras, que inclui o adiamento da exigência de cumprimento do *SCR* até ao final de 2017 para as empresas que a 31 de dezembro de 2015 cumpram o requisito de capital definido por Solvência I.

Adicionalmente, até ao final de 2015, as sociedades de seguros deverão definir um sistema de governação que assegure o cumprimento dos requisitos do pilar 2, definir e documentar uma política para *ORSA* e, por fim, estabelecer um processo para preenchimento dos reportes previstos no pilar 3 (tendo em conta as novas exigências quer ao nível dos formatos quer à frequência desse reporte).

Apesar destes desafios, a progressiva implementação do Solvência II contribuirá certamente para um setor segurador mais sólido ao nível da União Europeia, com práticas de gestão de risco e *governança* alinhadas, que contribuirão para aumentar a confiança no setor e para reforçar a estabilidade financeira. No entanto, a integração plena do mercado segurador europeu permanecerá dependente da futura harmonização de regras contabilísticas e fiscais no espaço Europeu.

2. Riscos para a estabilidade financeira

A análise de riscos desenvolvida neste capítulo é enquadrada pelo regime de política macroprudencial que o Banco de Portugal, na qualidade de autoridade macroprudencial nacional, estabeleceu para a prossecução da estabilidade financeira.

O regime de política macroprudencial compreende quatro objetivos intermédios:

- Mitigar e prevenir o crescimento excessivo de crédito e alavancagem;
- Mitigar e prevenir o excessivo desfasamento de maturidades e a falta de liquidez do mercado;

- Limitar as concentrações diretas e indiretas de exposições;
- Limitar os incentivos para a assunção de riscos excessivos por parte de instituições de importância sistémica.

Estes objetivos intermédios, bem como os instrumentos disponíveis para a execução da política macroprudencial, foram publicados pelo Banco de Portugal em dezembro de 2014, dando cumprimento à recomendação do Comité Europeu do Risco Sistémico ESRB/2013/1³¹.

O sistema financeiro português apresenta concentrações significativas em determinadas classes de ativos

Concentração no setor imobiliário

A exposição do setor financeiro ao setor imobiliário continua a ser elevada, o que o torna particularmente sensível a flutuações no valor desse tipo de ativos. A possibilidade de ocorrerem desvalorizações dos ativos imobiliários constitui um risco, na medida em que estas desvalorizações têm repercussões negativas na rentabilidade e no capital das instituições.

No caso dos bancos, a exposição assume diversas formas, como sejam a detenção de imóveis (por exemplo, recebidos em reembolso de crédito próprio) e a participação em fundos de investimento imobiliário e de reestruturação. Acresce a exposição derivada do crédito concedido a setores relacionados com atividades de construção e imobiliária, bem como das garantias imobiliárias associadas à concessão de crédito, nomeadamente a particulares para aquisição de habitação.

No final de 2014, o sistema bancário português detinha, para alienação, ativos imobiliários no valor de cerca de oito mil milhões de euros (bruto de imparidades), o que compara

com aproximadamente 800 milhões de euros no final de 2007. Estes ativos correspondiam a 1,9 por cento do ativo total no final de 2014 (0,2 por cento em 2007) (Gráfico 61).

A exposição a unidades de participação emitidas por Fundos de Investimento Imobiliário (FII)³² e de reestruturação de crédito aumentou significativamente nos últimos anos. O peso das unidades de participação em FII no ativo total dos bancos passou de 0,3 por cento no final de 2007 para 1,2 por cento no final de 2014. Nesta data, a exposição ascendia a cerca de cinco mil milhões de euros, representando 40 por cento do total de unidades de participação emitidas pelos FII (14 por cento no final de 2007). Note-se que o *stock* total de unidades de participação dos FII no final de 2014 era cerca de 12 por cento superior ao de 2007 (respetivamente, cerca de 12 e 11 mil milhões de euros).

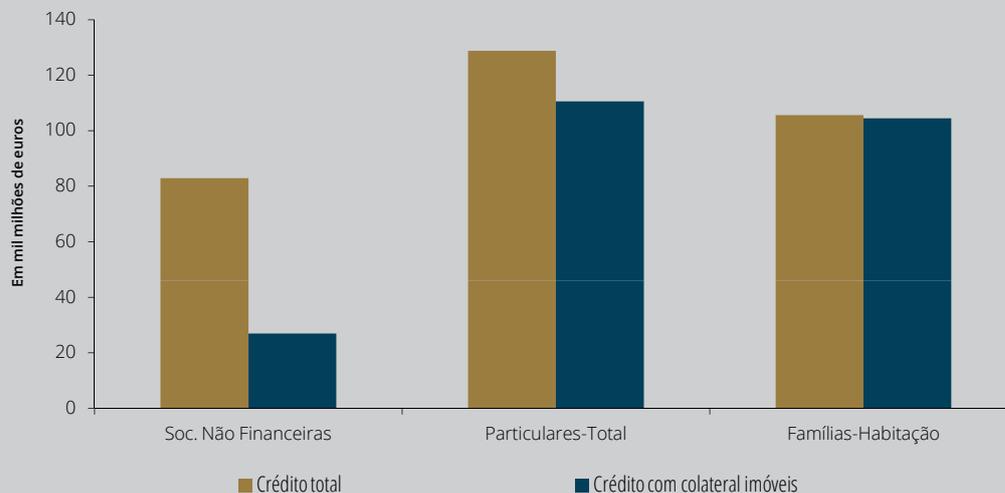
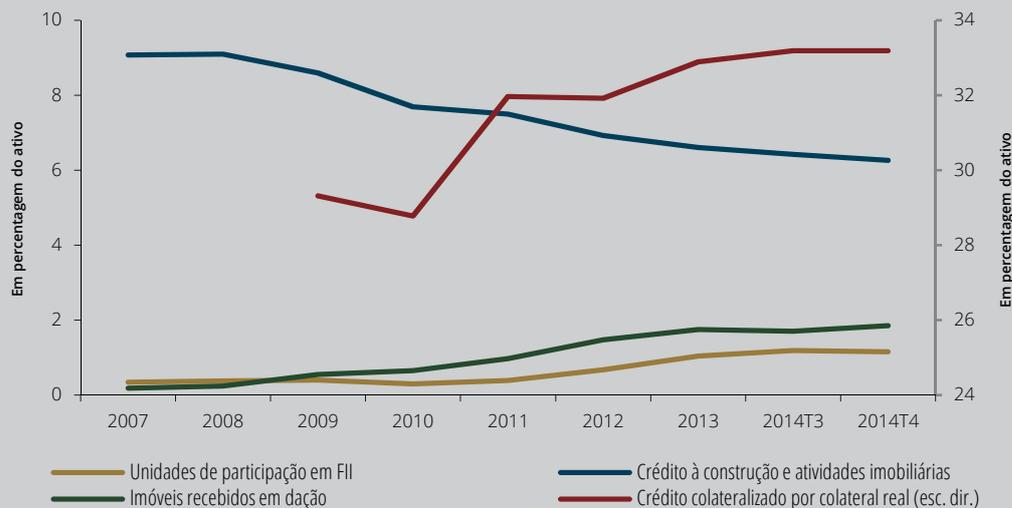
A exposição total dos bancos a FII distribuía-se entre fundos abertos e fechados, atingindo 2,1 e 2,9 mil milhões de euros no final de 2014, ou seja, 46,3 por cento e 37,0 por cento do total de unidades de participação emitidas pelos FII abertos e fechados, respetivamente. A maior proporção de unidades de participação detidas em FII abertos prende-se com o facto de estes serem mais facilmente transacionados e resgatados, o que implica que, em caso de

desvalorização, e para prevenir efeitos reputacionais, dada a estreita ligação existente entre os fundos de investimento e o sistema bancário, este último tenda a substituir-se a outros setores na detenção destes ativos.

Os créditos transferidos pelos bancos para fundos de reestruturação de crédito totalizavam cerca de quatro mil milhões de euros no final de 2014 (um por cento do total do ativo dos bancos), tendo aumentado na ordem de 40 por cento entre março de 2013 e o final de 2014. Estas transferências continuam a corresponder maioritariamente a créditos concedidos aos setores de atividades imobiliárias, alojamento e construção³³.

Os valores do *stock* de imobiliário detido pelas instituições bancárias e da sua exposição a FII e a fundos de reestruturação mantiveram-se, durante o segundo semestre de 2014, perto dos valores registados no final do primeiro semestre de 2014, indicando uma estabilização da exposição ao setor imobiliário por esta via.

O saldo de crédito bancário com garantias imobiliárias concedido a particulares e a sociedades não financeiras, no final de 2014, representava 86 e 32 por cento do montante total do crédito bancário concedido a particulares e a sociedades não financeiras, respetivamente (26 e seis por cento do ativo total) (Gráfico 62).



Ainda que claramente em queda nos últimos anos, o crédito concedido a sociedades não financeiras dos setores da construção e das atividades imobiliárias constituía, em dezembro de 2014, 31 por cento do total de crédito concedido às sociedades não financeiras, ascendendo a 27 mil milhões de euros. O valor do crédito com garantias imobiliárias totalizava 54 por cento do crédito concedido a estes dois setores de atividade. Uma vez que os setores da construção e das atividades imobiliárias têm apresentado rácios significativos de incumprimento no crédito (28,7 por cento e 21,3 por cento, respetivamente, no final de 2014), é provável que se verifiquem execuções das garantias imobiliárias em montante expressivo, potenciando um aumento da carteira de ativos imobiliários dos bancos.

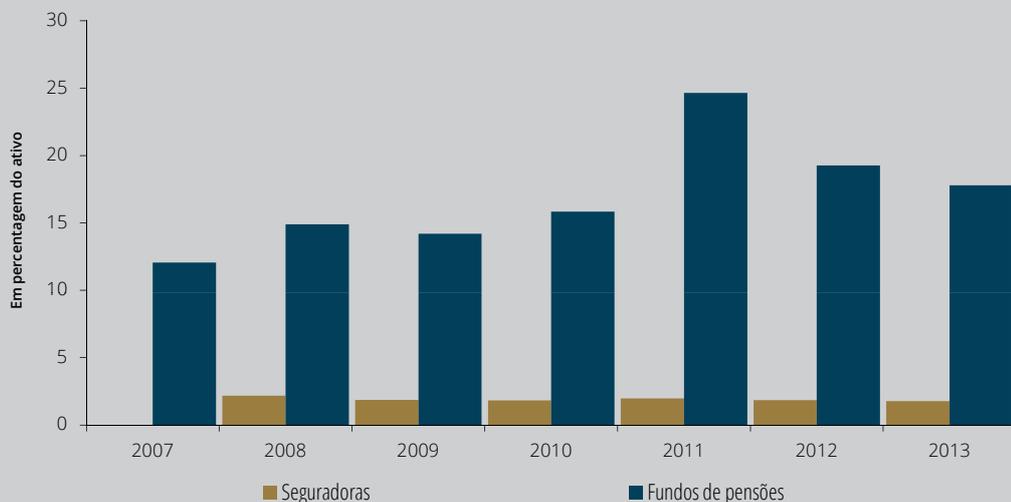
Por seu turno, a exposição do setor segurador e de fundos de pensões a FII ascendia a cerca de 23 por cento do total de unidades de participação emitidas pelos FII no seu conjunto, no final de 2014; no final de 2007 representava cerca de 14 por cento. A exposição das sociedades de seguros e fundos de pensões a FII abertos e fechados totalizava 1,2 e 1,7 mil milhões de euros representando, respetivamente, 26,1 e 21,4 por cento do total das unidades de participação emitidas pelos correspondentes FII (Gráfico 63).

Em 2014, observaram-se alguns sinais de recuperação do mercado imobiliário. O Índice de Preços da Habitação apurado pelo INE aumentou 4,3 por cento no conjunto do ano (Gráfico 64). Ainda segundo o INE, em 2014 ocorreram mais 5,6 por cento de transações de alojamentos do que no ano anterior. Os dados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito de abril de 2015 revelam, por seu lado, que os bancos portugueses participantes esperam um ligeiro aumento da procura de crédito à habitação por particulares no segundo trimestre do ano. Porém, estes sinais de recuperação são ainda muito incipientes e, em parte, estarão a refletir o papel desempenhado por não residentes no mercado imobiliário nacional, concentrando-se mais em algumas regiões e segmentos de mercado. De referir ainda que esta evolução tem lugar num contexto de aumento das taxas efetivas do imposto associado à detenção de imóveis e de elevados níveis de endividamento dos particulares.

Numa ótica macroprudencial, e em face da elevada exposição ao risco imobiliário, é importante que os bancos promovam esforços para reduzir a sua exposição a estes ativos. No âmbito das suas competências, o Banco de Portugal continuará a monitorizar os ativos em carteira do setor financeiro, salvaguardando o

Gráfico 63 •
Exposição de seguradoras e fundos de pensões ao setor imobiliário

Fonte: Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões.
Nota: A exposição total é calculada como a soma das unidades de participação em fundos de investimento imobiliário e o imobiliário em balanço.



adequado registo do valor dessas exposições. Recorde-se que o Banco de Portugal realizou nos últimos anos várias inspeções a classes específicas de ativos, incluindo os ativos imobiliários. A estes exercícios veio juntar-se a recente avaliação completa levada a cabo pelo BCE no contexto da criação do Mecanismo Único de Supervisão. Todos estes exercícios terão permitido uma correta avaliação do risco imobiliário nos bancos abrangidos.

O risco do imobiliário é aferido no processo de supervisão relacionado com a avaliação específica de riscos das instituições e pode dar origem à determinação de reforço de fundos próprios ou à implementação de medidas específicas de mitigação deste risco, que podem passar pela apresentação de um plano de desinvestimento ou pela redução destes ativos no balanço da instituição.

Concentração em dívida soberana

Apesar de ter estabilizado nos últimos trimestres, a exposição do sistema financeiro português à dívida soberana, em particular à dívida pública nacional, é ainda elevada.

O peso dos títulos de dívida pública portuguesa no total do ativo dos bancos passou de 0,9 por cento no final de 2007 para 6,6 por cento em

dezembro de 2014, tendo atingido o seu máximo histórico de 7,3 por cento em setembro de 2013. Embora estes valores sejam elevados, Portugal, quando comparado com outros países europeus, situa-se na mediana da distribuição em termos de peso da dívida pública no total do ativo (Secção 1.3.1). A exposição do setor segurador aos títulos de dívida pública tem igualmente vindo a aumentar desde 2008, ascendendo a 15 por cento do total do ativo no final de 2014 (Gráfico 65).

Apesar da redução das *yields* da dívida pública portuguesa, esta exposição é passível de gerar um risco no curto prazo, num quadro de recrudescimento das tensões de dívida soberana na área do euro.

A médio / longo prazo, uma eventual alteração do tratamento prudencial deste tipo de exposição pode aumentar os custos associados à manutenção de títulos de dívida pública no balanço dos bancos. Atualmente, de acordo com a CRD IV, a detenção de títulos de dívida soberana de Estados-Membros da União Europeia tem uma ponderação de zero por cento. No entanto, o tratamento prudencial destas exposições tem sido objeto de crescente atenção dos reguladores. Em particular, os desenvolvimentos da crise da dívida soberana na área do euro poderão justificar que futuramente seja atribuído maior peso ao perfil de risco da contraparte na

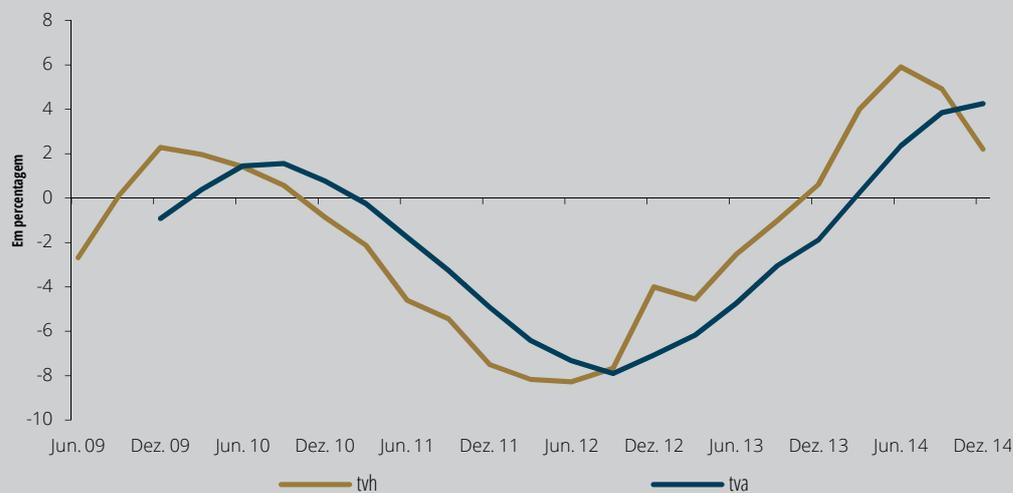


Gráfico 64 •
Índice de preços de habitação –
taxas de variação

Fonte: INE.

determinação do tratamento prudencial dessas exposições. Neste sentido, merece referência o relatório do Comité Europeu do Risco Sistémico, de março de 2015, no qual são ponderadas possíveis alterações a este enquadramento. Essas alterações poderão passar por uma ponderação de risco positiva, tanto na abordagem padrão como na abordagem de modelos internos de risco, mesmo para contrapartes consideradas até ao momento como isentas de risco, como pela imposição de requisitos de diversificação de exposições³⁴. Todavia, eventuais alterações deverão ser articuladas com outros requisitos, como sejam os de liquidez, que criam incentivos à detenção de dívida soberana.

Uma reversão dos comportamentos de *search for yield* a nível internacional contribuiria para a rápida diminuição do valor dos títulos de dívida pública portuguesa, afetando os custos de novo financiamento do Estado português e a valorização das carteiras das instituições financeiras.

Contudo, as medidas não convencionais adotadas no âmbito do Eurosistema, tais como o programa de transações monetárias definitivas do BCE (*OMT – Outright Monetary Transactions*) e o programa de aquisição de ativos de âmbito alargado limitam a perceção de risco dos investidores e a possibilidade de contágio na área do euro, contribuindo também para a liquidez dos mercados de dívida pública.

Por seu turno, tem-se assistido a uma recomposição da carteira de alguns investidores institucionais residentes, nomeadamente das sociedades de seguros, com a carteira de dívida pública a evidenciar um peso acrescido de dívida soberana de países como Itália e Espanha³⁵. Adicionalmente, o regime Solvência II, a implementar no início de 2016, advoga uma maior diversificação na estratégia de investimento das seguradoras, favorecendo por isso a redução do risco de concentração (Caixa 2).

Finalmente, existe uma diminuição do risco sistémico associado às exposições setoriais em dívida pública portuguesa, na medida em que têm vindo a diminuir, por um lado, a interligação entre bancos e seguradoras (devido à venda de seguradoras por parte de grupos bancários portugueses), e, por outro lado, a relação entre o risco soberano e o sistema bancário. Este último desenvolvimento decorre, em parte, da entrada em vigor do Mecanismo Único de Supervisão e da adoção da regulamentação definida a nível europeu, designadamente do Regulamento (UE) n.º 806/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho – que estabelece regras e um procedimento uniformes para a resolução de instituições de crédito e de certas empresas de investimento – e da Diretiva 2014/59/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014 – que estabelece um

Gráfico 65 •
Exposição a títulos de dívida pública portuguesa

Fonte: Banco de Portugal.
Nota: A informação do sistema bancário refere-se a informação em base individual.



enquadramento para a recuperação e a resolução de instituições de crédito e de empresas de investimento (*Bank Recovery and Resolution Directive – BRRD*). A nova regulamentação enquadra o regime de recapitalização interna (ou de *bail-in*) aplicável aos bancos, contemplando soluções que contribuem para reduzir a garantia de apoio implícito do Estado previamente existente no contexto de situações de recapitalização por terceiros (ou de *bail-out*), nomeadamente no caso das instituições consideradas demasiado relevantes para “falir” (*too-big-to-fail*).

Concentração em países especialmente afetados pela descida do preço do petróleo

Uma outra forma de concentração de exposições está associada à dependência do setor bancário de desenvolvimentos económicos e financeiros de natureza mais idiossincrática.

No contexto da redução muito significativa do preço do petróleo em 2014, alguns países exportadores de petróleo com os quais Portugal mantém estreitas relações económicas, como a Venezuela e, em particular, Angola, têm vindo a observar um abrandamento da atividade económica interna. Este abrandamento pode afetar a capacidade de alguns agentes económicos para cumprirem compromissos externos, nomeadamente, os relacionados com o pagamento de importações.

Apesar de estar associada a um processo de maior diversificação internacional das empresas portuguesas – que teve um papel muito positivo durante a fase mais aguda da crise económica e financeira – a exposição a estes países pode constituir um fator de risco para as empresas e, direta ou indiretamente, para os bancos portugueses.

A descida dos preços do petróleo, embora tenha um impacto positivo no crescimento económico, não deixa, portanto, de constituir um fator de risco para as economias dependentes das exportações de petróleo, e, consequentemente, para os agentes económicos que mantenham exposições significativas a essas economias.

Nos últimos anos, alguns dos maiores grupos bancários portugueses obtiveram na sua atividade em mercados externos (incluindo Angola) níveis de rendibilidade particularmente relevantes, designadamente quando o resultado da atividade doméstica foi claramente adverso. A esta exposição direta acresce uma exposição indireta do setor financeiro residente às empresas portuguesas com relações comerciais ou de investimento direto com Angola, que representava cerca de 17 por cento do crédito total a sociedades não financeiras em dezembro de 2014.

Em suma, as instituições financeiras devem evitar uma exposição excessiva a um setor ou classe de ativos

A concentração comum de exposições a um setor ou classe de ativos tem como consequência uma maior correlação entre os riscos das várias instituições e uma maior possibilidade de contágio no sistema financeiro. Esse contágio é também potenciado pelas interligações existentes no sistema financeiro, tornando-o mais vulnerável a riscos decorrentes, nomeadamente, de vendas simultâneas de ativos, que podem dar origem a uma redução nos preços respetivos.

Eventuais alterações no tratamento prudencial de exposições e da sua concentração poderão também colocar desafios significativos às instituições financeiras.

A baixa rendibilidade do setor financeiro pode incentivar a procura de risco e, a prolongar-se no tempo, condicionar a intermediação financeira

A rendibilidade do sistema bancário tem sido afetada de forma significativa desde o começo da crise financeira, em resultado de uma redução da atividade, de níveis de imparidade historicamente altos, de margens financeiras comprimidas (num contexto de taxas de juro baixas ou mesmo negativas), de um quadro regulamentar mais exigente e da alteração de modelos de negócio.

Em termos estruturais, os esforços para melhorar a rentabilidade do sistema bancário têm-se concentrado na redução dos custos operacionais e administrativos e na reforma dos modelos de negócio (por exemplo, através da venda de seguradoras e de atividades não estratégicas). Porém, será necessário um ajustamento adicional à capacidade do setor bancário residente, num contexto de continuação da desalavancagem e de níveis moderados de atividade económica.

Os outros intermediários financeiros também apresentam, de forma geral, níveis de rentabilidade condicionados pelos rendimentos historicamente baixos dos ativos. Na medida em que estes intermediários tenham assumido responsabilidades de retorno garantido, esta situação poderá pressioná-los a encontrarem investimentos que permitam satisfazer esses compromissos. Em Portugal, tal deverá afetar essencialmente os fundos de pensões, podendo tornar necessário o reforço das contribuições dos seus associados (promotores). Todavia, não existe, à data, evidência de tomada de risco excessivo neste setor³⁶.

A manutenção de baixas taxas de juro e de retorno poderá incentivar as instituições financeiras a tomarem riscos excessivos, com o objetivo de melhorarem a rentabilidade. Isto levanta preocupações de estabilidade financeira na medida em que pode levar, no médio prazo, a uma deterioração do perfil de risco das respetivas carteiras de ativos, pressionando a sua posição de solvabilidade. Esta situação será tanto mais aguda quanto maior a falta de oportunidades de negócio lucrativas na prestação de serviços financeiros, podendo levar as instituições a adotarem estratégias de investimento similares, a investirem em ativos de maior risco e / ou, no caso dos bancos, a relaxarem excessivamente os padrões de concessão de crédito. Estes comportamentos podem contribuir para o surgimento de bolhas de preços em diversos segmentos, aumentando o impacto potencial de um choque comum a essas exposições.

O contexto de baixas taxas de juro poderá também levar a uma alteração do perfil de risco dos particulares. Apesar de não existir ainda evidência dessa alteração, não é possível

excluir um eventual aumento da procura por produtos com rendimentos mais elevados e com um maior nível de risco³⁷.

No que respeita ao setor bancário, os baixos níveis de rentabilidade poderão, no limite, dificultar a atividade de intermediação financeira, em particular no caso de haver uma acumulação de prejuízos significativos. A generalização deste fenómeno num contexto de acesso condicionado aos mercados de capital poderá ter consequências sistémicas.

Diversos fatores poderão prejudicar os níveis de rentabilidade e, conseqüentemente, incentivar as instituições de crédito nacionais a adotarem estratégias de investimento com risco excessivo, nomeadamente: (i) a persistência de baixos níveis de crescimento económico, de inflação e de taxas de juro, mantendo a pressão sobre o retorno dos ativos; (ii) a necessidade de reconhecimento de imparidades adicionais em créditos concedidos no passado, tendo subjacentes políticas de controlo de risco menos sólidas (assim contribuindo para o elevado nível de incumprimento na carteira de crédito); e (iii) os custos associados à introdução de um novo quadro regulamentar de liquidez e à necessidade de emissão de instrumentos *bail-inable* (isto é, passíveis de serem cancelados e / ou convertidos em instrumentos de capital).

Porém, o programa do BCE de aquisição de ativos de âmbito alargado poderá reduzir os custos de financiamento e, para as instituições financeiras que estiverem dispostas a vender ativos elegíveis, gerar ganhos de capital no curto prazo, aumentando assim a rentabilidade dos bancos. Criando um contexto de baixa incerteza quanto à política seguida, poderá também reduzir a perceção de risco dos investidores, incentivar o investimento e a procura de crédito e contribuir para um aumento da atividade económica.

Em suma, é possível que exista uma generalização do comportamento de procura de ativos com maior risco, caso os atuais baixos níveis de rentabilidade se mantenham por um longo período de tempo. O agravamento desta situação criará desafios relevantes para o esforço

de limitação do impacto sistémico de incentivos desalinados e de risco moral (*moral hazard*). Torna-se, deste modo, essencial que as instituições prossigam o ajustamento iniciado durante a crise económica e financeira, mantendo os esforços de redução dos custos operacionais e ajustando o modelo de negócio para aumentar, de forma sustentável, os níveis de rentabilidade.

Uma subida rápida e generalizada dos atuais prémios de risco constitui um dos principais riscos para a estabilidade financeira

A situação atual dos mercados financeiros internacionais caracteriza-se pela prevalência de um sentimento favorável e pela redução progressiva dos prémios de risco, que também tem beneficiado os emitentes residentes. No entanto, não deve ser excluída a possibilidade de uma alteração súbita da perceção desse risco por parte dos mercados financeiros – cujos efeitos poderão ser tanto mais graves quanto maiores forem os desequilíbrios gerados durante o período de baixas taxas de juro. A ocorrer, esta alteração poderá dificultar a capacidade dos agentes económicos para refinanciar em mercado, a custo comportável, os seus passivos.

Os efeitos de uma reversão súbita e abrupta do atual sentimento de mercado podem ser agravados pela progressiva redução do papel que os criadores de mercado (*market-makers*) desempenham nos mercados, tal como recentemente destacado pelo FMI no *Global Financial Stability Report* de abril de 2015. Para esta evolução contribui a redução da atividade dos bancos nesta função (especialmente tendo em conta o novo quadro regulamentar de requisitos de capital e de liquidez³⁸), a sua substituição por um número relativamente reduzido de intermediários financeiros (tendencialmente menos regulados), um maior foco nos segmentos que têm associados índices de referência, bem como a prevalência da negociação de alta frequência.

De facto, a provisão de liquidez tem-se tornado mais dependente de funções de reação pré-definidas e menos de relacionamentos específicos com clientes, o que, em situações de maior risco, dificulta a estabilização dos mercados³⁹.

Vários fatores poderão contribuir para a reversão do comportamento de *search for yield*, nomeadamente: i) o agravamento das preocupações sobre a sustentabilidade da dívida soberana em algumas economias devido aos desenvolvimentos recentes na Grécia ii) o aumento das tensões geopolíticas nos países do leste europeu e do médio oriente; iii) uma normalização das condições monetárias nos EUA, que acompanhe uma subida das taxas de juro de mercado; e iv) uma perceção de maior fragilidade das instituições financeiras a nível internacional.

A capacidade de financiamento do Estado português e das instituições financeiras está condicionada pela persistência de comportamentos de menor aversão ao risco e de *search for yield* pelos investidores. Esta situação é de especial relevância para as administrações públicas, tendo em conta a necessidade de refinanciamento em montantes ainda significativos no curto e médio prazo. Neste contexto, refira-se a importância das operações de gestão das maturidades da dívida pública levadas a cabo pelo IGCP, bem como do programa de aquisição de ativos de âmbito alargado do BCE.

Para mitigar os efeitos de uma eventual reversão abrupta do comportamento de *search for yield* têm também contribuído os esforços de consolidação orçamental do Governo português, assim como o aumento do financiamento sustentável das instituições financeiras, nomeadamente através de um maior peso dos depósitos e da redução do financiamento obtido junto dos bancos centrais. Em termos prospetivos, importará que o atual contexto dos mercados, refletindo em particular a introdução do programa de aquisição de ativos de âmbito alargado do BCE, seja adequadamente aproveitado para promover um ajustamento da estrutura de passivos dos agentes económicos residentes, no sentido da sua adequação prudencial (quando aplicável) aos novos

requisitos de liquidez, solvabilidade e resolubilidade e da observância de uma boa gestão do risco de liquidez.

Este ajustamento contribuirá para a manutenção da estabilidade financeira dado que permite prevenir o excessivo desfasamento de maturidades, dotando as instituições de maior capacidade para fazerem face a situações de potencial falta de liquidez nos mercados.

A confiança dos consumidores nos mercados financeiros é fundamental para a estabilidade financeira

A confiança dos clientes bancários e dos investidores nos mercados financeiros é crucial para a estabilidade financeira e deve ser preservada.

Dadas a dimensão das instituições financeiras e as ligações existentes entre elas, o risco de conduta assume particular relevância neste domínio. Para preservar a confiança de consumidores e investidores, é crucial mitigar os incentivos à assunção de riscos excessivos por parte das instituições e dos grupos financeiros.

A crise internacional e outros desenvolvimentos mais recentes como a manipulação das taxas de referência interbancárias, mostraram ser necessárias medidas adicionais para abordar e prevenir adequadamente os riscos de conduta – quer na perspetiva prudencial, quer na de proteção do consumidor de produtos financeiros. Neste contexto, num relatório de março de 2015, o Comité Conjunto das Autoridades de Supervisão Europeias (*ESMA, EBA e EIOPA*) apresentou um conjunto de recomendações e de linhas de ação para abordar e prevenir incidentes associados a riscos de conduta. Essas recomendações referem-se: i) ao reforço do controlo do governo corporativo, ii) à melhoria do quadro regulamentar aplicável à criação e comercialização de produtos financeiros; e iii)

à melhoria das práticas de supervisão visando riscos de conduta.

Para promoverem a confiança no sistema financeiro, os supervisores deverão dispor de instrumentos para avaliar globalmente o governo corporativo das instituições, o que poderá implicar uma interação mais frequente com o conselho de administração e seus comités de risco e de auditoria e a realização de auditorias externas e ações de supervisão. As revisões pelos pares (autoridades de supervisão) da aplicação do quadro jurídico da União Europeia também poderão ser uma importante ferramenta para identificar lacunas na cobertura das regras existentes (em termos de produtos / serviços, práticas e instituições) ou na respetiva supervisão e cumprimento das regras. A análise pelos pares pode servir também como base para uma maior harmonização das sanções na União Europeia e para a aplicação coerente dessas mesmas sanções. Por último, o quadro prudencial deverá i) assegurar, se relevante, a inclusão das condutas de risco em exercícios de testes de *stress* das instituições; ii) desenvolver parâmetros de supervisão do risco de conduta (dentro do risco operacional) e iii) garantir a incorporação destes riscos no contexto dos Processos de Autoavaliação da Adequação do Capital Interno (ICAAP) e, no caso do setor segurador, dos Processos de Autoavaliação dos Riscos e da Solvência (*ORSA*).

Em Portugal, têm sido desenvolvidos esforços com o objetivo de prevenir os riscos de conduta, mediante o reforço do quadro regulamentar, nomeadamente no que respeita à informação prestada aos consumidores na comercialização dos produtos de aforro e de investimento. Procurou garantir-se que os riscos associados a estes produtos são comunicados de forma clara e que esta informação é devidamente percebida pelos aforradores e investidores, principalmente no mercado de retalho.

Não obstante os progressos alcançados nos últimos anos, existe espaço para ação no que respeita à forma como os produtos financeiros são disponibilizados. Esta intervenção poderá passar pela segregação de canais de venda entre os produtos bancários ditos tradicionais (como, por exemplo, crédito, depósitos e instrumentos de pagamento) e os produtos de investimento. Poderá também passar por uma atuação mais intrusiva da supervisão sobre os procedimentos internos das instituições, nomeadamente, na criação, aprovação e distribuição dos produtos financeiros.

Refira-se que o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF) já identificou vários tipos de riscos de conduta no mercado nacional, em particular de venda não adequada de produtos (*mis-selling*) e de venda de produtos emitidos pela própria entidade colocadora ou por entidades com ela relacionadas (*self-placement*), e decidiu em setembro de 2014, encetar trabalho nesta área. Esta decisão assume particular importância, independentemente de outras iniciativas com efeitos a mais longo prazo, como sejam os trabalhos do Plano Nacional de Formação Financeira, também desenvolvidos pelo CNSF, que visam reforçar a literacia financeira da população portuguesa.

Notas

1. Ver, para análise mais detalhada, *Boletim Económico*, maio de 2015, Banco de Portugal.
2. Para a descrição conceptual e metodológica do indicador composto de stress financeiro para Portugal (ICSF), ver Braga, J.P., Pereira, I. e Reis, T. B., 2014, "Indicador Composto de Stress Financeiro para Portugal", *Artigos de Estabilidade Financeira*, N.º 1, Banco de Portugal.
3. A dívida total dos particulares inclui empréstimos e créditos comerciais e adiantamentos. Valores consolidados.
4. As Contas Nacionais por setor institucional foram revistas aquando da divulgação pelo INE das Contas do quarto trimestre de 2014. Estas revisões refletem as alterações introduzidas nas Contas Nacionais Anuais detalhadas para 2012 (resultados finais) com consequências nos anos seguintes. No essencial, as contas relativas ao ano de 2012 incorporam agora um vasto conjunto de fontes estatísticas que permitiu melhorar as estimativas anteriormente disponíveis. Para maior detalhe, veja-se o destaque do INE relativo à divulgação das Contas Nacionais Trimestrais por Setor Institucional (base 2011), 4.º trimestre de 2014, disponível em http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_destaque&DESTAQUEdest_boui=211351807&DESTAQUEsmode=2.
5. O investimento inclui a formação bruta de capital e as aquisições líquidas de cessões de ativos não financeiros não produzidos.
6. Sobre a revisão das contas não financeiras realizada pelo INE, ver http://www.ine.pt/ngt_server/attachfileu.jsp?look_parentBoui=227409813&att_display=n&att_download=y.
7. A dívida total das sociedades financeiras inclui títulos de dívida, empréstimos, derivados financeiros e créditos comerciais e adiantamentos. Valores consolidados.
8. Crédito total refere-se a empréstimos e títulos de dívida.
9. Rácio de rentabilidade definido como $EBITDA / (\text{Capitais próprios} + \text{Financiamentos obtidos})$.
10. Rácio de cobertura de juros definido como $EBITDA / \text{Juros suportados}$.
11. Calculados com base em informação da Central de Balanços do Banco de Portugal. Ver também *Boletim Económico*, maio 2015, Banco de Portugal.
12. O Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito encontra-se disponível em <http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/IBMC/Paginas/InqueritoaosBancosobreoMercadodeCredito.aspx>.
13. Sobre este assunto, ver *Boletim Económico*, maio 2015, Banco de Portugal.
14. Os dados do sistema bancário apresentam uma quebra de série no terceiro trimestre de 2014, decorrente da medida de resolução aplicada ao Banco Espírito Santo (BES). A quebra de série decorre, em particular, do facto de os ativos/responsabilidades não transferidos para a situação patrimonial do Novo Banco não serem considerados no agregado do sistema bancário a partir de agosto de 2014. Na ausência de informação contabilística relativa ao BES em base consolidada, para o período entre 30 de junho de 2014 e o dia da aplicação da medida de resolução (balanço e demonstração de resultados "de fecho"), foi considerado o reporte do BES em base individual, com referência a 31 de julho de 2014, no apuramento dos resultados agregados do sistema bancário relativos ao terceiro trimestre de 2014. É de salientar, contudo, que não foram considerados os ajustamentos decorrentes da medida de resolução aplicada ao BES.

15. Definidos como a diferença dos ativos líquidos e passivos voláteis em proporção da diferença entre o ativo total e os ativos líquidos, em cada escala cumulativa de maturidade residual. Os indicadores foram calculados com base nos dados e nos conceitos definidos na Instrução do Banco de Portugal n.º13/2009. Este indicador permite uma caracterização abrangente da situação de liquidez dos bancos, ao considerar um conjunto alargado de ativos e passivos e as suas respetivas maturidades residuais.

16. O Ato Delegado da Comissão Europeia sobre o rácio de cobertura de liquidez define uma situação de *stress* como “uma súbita ou severa deterioração da solvabilidade ou da posição de liquidez de uma instituição de crédito decorrente de alterações nas condições de mercado ou de fatores idiossincráticos, em resultado dos quais poderá existir um risco significativo de que a instituição se torne incapaz de fazer face aos seus compromissos num período de 30 dias”. Para mais detalhe ver: http://ec.europa.eu/finance/bank/docs/regcapital/acts/delegated/141010_delegated-act-liquidity-coverage_en.pdf

17. Para mais detalhe acerca do resultado deste exercício veja-se “Caixa 2: A avaliação completa do sistema bancário da área do euro: principais resultados para os bancos portugueses”, *Relatório de Estabilidade Financeira*, novembro 2014, Banco de Portugal.

18. Para mais detalhe ver: “Capítulo 2: Condições monetárias e financeiras”, *Boletim Económico*, maio 2015, Banco de Portugal.

19. A evolução da Euribor já em 2015, assumindo valores negativos para maturidades crescentes, veio agravar a rentabilidade destas operações.

20. Para mais detalhes ver: “*Banking structures report*”, outubro 2014, Banco Central Europeu.

21. A taxa de cobertura da margem de solvência corresponde ao rácio entre a margem de solvência disponível e a margem de solvência exigida, devendo o seu valor ser superior a 100%.

22. Para mais detalhe, ver *Análise de Riscos do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões*, dezembro de 2014, Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões.

23. Esta evolução foi explicada pelo reconhecimento de imparidades em ativos afetos ao ramo acidentes de trabalho por um operador.

24. O regime de Solvência II resulta do processo de transposição das Diretivas 2009/138/CE (Solvência II), 2012/23 EU (*Quick Fix1*) e 2013/58/EU (*Quick Fix 2*).

25. O conjunto dos fundos de investimento considerado não contempla os fundos de titularização de crédito, que representavam, no final de 2014, cerca de 10 mil milhões de euros (29 por cento do total dos fundos de investimento), mas inclui os fundos do mercado monetário.

26. A presente classificação dos fundos mobiliários segue a nota B.8.1.1.2.a. do *Boletim Estatístico* do Banco de Portugal, isto é, os fundos são classificados em termos de política de investimento tendo em conta a composição maioritária do ativo e a estratégia de investimento indicada no respetivo regulamento de gestão (esta classificação inclui outros fundos abertos de poupança reforma tratados na secção 1.3.3 deste relatório).

27. Veja-se “Caixa: Delimitação do perímetro de *shadow banking* (ótica de entidades)”, *Relatório de Estabilidade Financeira*, maio 2014, Banco de Portugal.

28. O *MCR* corresponde ao nível mínimo de capital que uma empresa deve deter para operar no mercado. Em caso de incumprimento do *MCR*, o regulador irá definir um plano de recuperação do nível de solvência da sociedade de seguros a muito curto prazo ou, no limite, poderá ser forçado a remover a licença atribuída para operar no setor.

29. Os objetivos do Solvência II foram definidos na Diretiva 2009/138/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 25 de novembro de 2009. Essa diretiva terá sido posteriormente ajustada às regras de implementação introduzidas pelo Tratado de Lisboa e, mais tarde, à nova arquitetura de supervisão financeira europeia, que instituiu a *EIOPA* (Regulamento 1094/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro), culminando com a publicação da Diretiva 2014/51/EU (“*Omnibus II*”) do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril. Ainda em 2014, foram aprovados os Atos Delegados pela Comissão Europeia e ao longo de 2015 está prevista a publicação e tradução da restante regulamentação, que define as regras a seguir pelas entidades do setor (seja *RTS* – *regulatory technical standards*, *ITS* – *implementing technical standards* ou *guidelines*).

30. Resultados apresentados na audição do Presidente da ASF na Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública (abril, 2015). O *QIS-2014* decorreu entre maio e julho de 2014, tratou-se de um estudo de âmbito nacional e com carácter vinculativo para todas as sociedades de seguros sujeitas à supervisão prudencial da ASF (com referência ao final de dezembro de 2013).

31. Ver Banco de Portugal, 2014, A política macroprudencial em Portugal: objetivos e instrumentos, disponível em <http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstabilidadeFinanceira/PoliticaMacroprudencial/Documents/PoliticaMacroprudencialEmPortugal.pdf> e Basto, R., 2013, Uma Política macroprudencial para a estabilidade financeira, disponível em <http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/Paginas/BdPPublicationsResearchDetail.aspx?PublicationId=580>

32. Não se incluíram nesta análise os Fundos de Fundos de Investimento Imobiliário, cujo montante de unidades de participação representava, em dezembro de 2014, 2,5 por cento do total das unidades de participação emitidas pelos FII e pelos Fundos de Fundos de Investimento Imobiliário.

33. Para efeitos de análise os créditos concedidos a SGPS foram reafetados aos setores de atividade subjacentes.

34. A este respeito, ver “*ESRB report on the regulatory treatment of sovereign exposures*”, disponível em <https://www.esrb.europa.eu/pub/html/index.en.html?392b244a63fbfa7d4c2fe56c75a22316>

35. Para mais informação, consultar *Análise de Riscos do Setor Segurador e Fundos de Pensões*, dezembro de 2014, ASF.

36. Consultar *Análise de Riscos do Setor Segurador e Fundos de Pensões*, dezembro de 2014, ASF.

37. Em situações mais extremas, este fenómeno pode vir a suscitar um desvio de recursos para esquemas de pirâmide financeira ou outros esquemas de burla. Sobre este tema, ver o comunicado emitido pelo Banco de Portugal em 9 de janeiro de 2015.

38. Sobre este tópico, ver <http://www.bis.org/publ/cgfs52.pdf>.

39. A evolução das obrigações emitidas pelo Estado norte-americano no *flash crash* de 15 de outubro de 2014 ilustra como esses fatores poderão contagiar os mercados, mesmo os tidos como mais líquidos, e até perturbar o normal funcionamento do mercado interbancário e das operações de política monetária, uma vez que implicam a aplicação de requisitos de colateral mais exigentes. Para mais detalhe, ver o capítulo 1 do *Global Financial Stability Report (GFSR)*, de abril de 2015.

