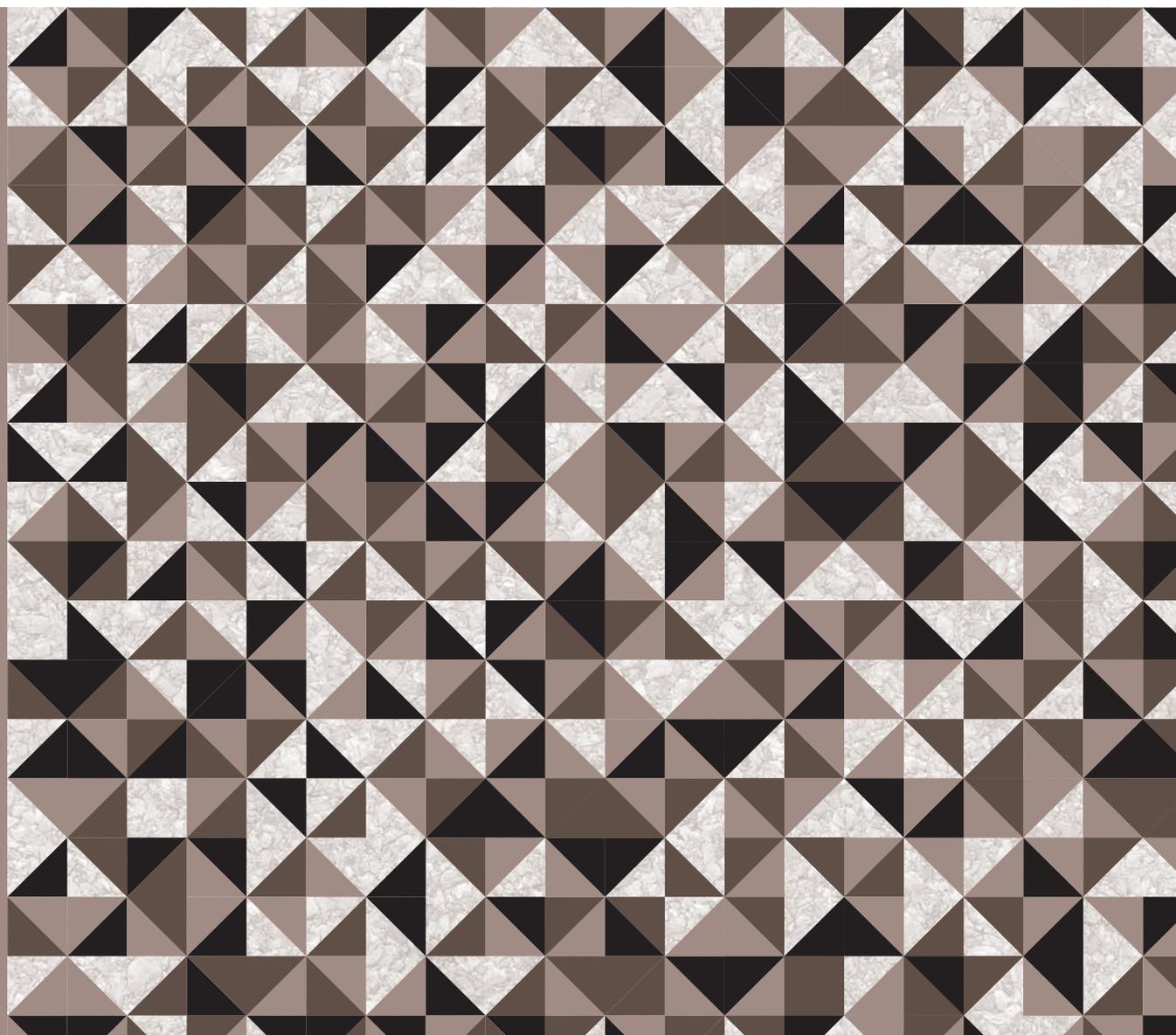


# Relatório de Estabilidade Financeira

Maio 2016



BANCO DE PORTUGAL  
EUROSISTEMA





# RELATÓRIO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA

Maio 2016



Lisboa, 2016 • [www.bportugal.pt](http://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 dos setores financeiros | 26

1.3.1. Setor bancário | 26

1.3.2. Setor segurador | 37

1.3.3. Fundos de pensões | 40

1.3.4. Fundos de investimento e outras entidades financeiras | 42

Caixa 1 • Risco e taxas de juro das novas operações de empréstimo a sociedades não financeiras | 47

Caixa 2 • Medidas de resolução aplicadas ao BANIF – Banco Internacional do Funchal, S. A. | 51

Caixa 3 • Margem financeira – Evolução recente e perspetivas futuras | 53

2. Riscos para a estabilidade financeira | 59

Caixa 4 • Arquitetura da União Bancária: desafios e condicionantes no processo de transição | 64

Caixa 5 • Medidas de mitigação do risco de conduta associado ao *mis-selling* de produtos de aforro e investimento | 67



## Apreciação global

A natureza dos riscos para a estabilidade financeira não se alterou desde a divulgação do último *Relatório de Estabilidade Financeira*, em novembro de 2015. No entanto, no final do ano, intensificaram-se alguns fatores que concorrem para a materialização daqueles riscos, nomeadamente a perspetiva de manutenção de taxas de juro baixas ou mesmo negativas acentuou-se e a volatilidade dos mercados aumentou.

As expectativas de baixo crescimento económico e de baixa inflação na área do euro têm vindo a acentuar-se, o que justificou o reforço da política monetária acomodatória do Banco Central Europeu. No curto prazo, o contexto de baixas taxas de juro pode ser favorável para a economia portuguesa, tendo em atenção os elevados níveis de endividamento dos setores residentes. No entanto, a manutenção das baixas taxas de juro por um período prolongado penaliza a geração de rendimento pelo sistema financeiro, prejudicando a sua capacidade de reforço do capital. Pode também propiciar dificuldades no ajustamento da estrutura produtiva interna, no caso de constituir um incentivo para o investimento em setores com maior risco e para uma inadequada valorização dos ativos.

No setor segurador, em particular nos seguros do ramo vida, o prolongamento do ambiente de baixas taxas de juro no mercado agrava o risco de reinvestimento da carteira e, por conseguinte, dificulta o cumprimento das garantias financeiras oferecidas no passado. Este facto deverá condicionar a oferta de novos produtos, podendo mesmo contribuir, a prazo, para a redução dos ativos sob gestão.

No início de 2016, as perspetivas menos favoráveis sobre o crescimento global, associadas a um agravamento das tensões geopolíticas na Europa, refletiram-se na diminuição da confiança dos investidores e num acréscimo da volatilidade nos mercados financeiros internacionais. Em particular, deteriorou-se a perceção do mercado sobre o sistema bancário

européu. Esta deterioração terá decorrido de preocupações acrescidas sobre o potencial de remuneração do capital, perante uma melhor perceção das exigências do quadro regulamentar prudencial aplicável à recuperação e resolução dos bancos em risco ou em situação de insolvência.

O novo quadro regulamentar tem como objetivos o reforço da estabilidade financeira e a promoção da confiança no setor bancário. Porém, até à sua implementação plena, subsistem desafios para o sistema bancário europeu, especialmente para os Estados-Membros que mais beneficiaram dos auxílios de Estado concedidos durante o período mais agudo da crise, dadas as regras da Comissão Europeia nesta matéria. Os agentes económicos e o próprio sistema financeiro só a médio prazo tomarão plena consciência dos benefícios potenciais decorrentes da não transmissão do risco entre o setor bancário e o soberano, com o estabelecimento completo da União Bancária.

Embora global, o aumento da volatilidade nos mercados financeiros observado no início de 2016 foi mais forte em Portugal. Esta alteração na perceção dos investidores terá estado associada à sua avaliação da solidez do sistema bancário português e do processo de consolidação orçamental.

Os receios dos investidores acerca do sistema bancário europeu foram ampliados por algumas fragilidades das instituições de crédito nacionais – designadamente quanto à rentabilidade, à qualidade dos ativos em balanço e aos rácios de capital – e pelas medidas de resolução recentemente aplicadas.

Quanto ao soberano, os desenvolvimentos de mercado refletiram uma maior incerteza dos investidores relativamente à continuação da consolidação orçamental e à prossecução das reformas estruturais em Portugal. Esta incerteza foi expressa por diversas organizações internacionais, tendo sido atenuada após a aprovação do Orçamento do Estado para 2016.

A manutenção da confiança dos investidores requer que a trajetória de consolidação orçamental prossiga e que o rácio da dívida pública mantenha, de forma consistente, uma trajetória de decréscimo.

Uma alteração significativa da perceção de mercado relativamente aos emitentes nacionais, que reflita uma reversão abrupta do comportamento de procura de rentabilidade (*search for yield*), e resulte no conseqüente acréscimo dos prémios de risco, afetaria transversalmente todo o sistema financeiro, através do aumento dos custos de financiamento do soberano e das instituições financeiras e, conseqüentemente, dos restantes setores da economia. Esta situação é especialmente relevante dado o elevado endividamento dos setores residentes, público e privado.

De facto, a alavancagem do setor privado não financeiro mantém-se elevada quando comparada com a generalidade dos países da área do euro, apesar de o respetivo rácio da dívida no PIB se ter reduzido desde 2011. Acresce que esta alavancagem coexiste com uma taxa de poupança do setor inferior à média da área do euro. É, assim, fundamental que a redução do endividamento do setor privado não financeiro continue e que ocorra num quadro de manutenção ou aumento da capacidade de financiamento do setor privado, em especial dos particulares, propiciando uma aceleração do crescimento económico em condições que não ameacem o equilíbrio externo da economia. Também deverá prosseguir a reorientação dos fluxos de crédito para os setores de atividade com melhores indicadores de rentabilidade, observada no período recente, contribuindo para a diminuição do risco de crédito no balanço dos bancos.

Em termos agregados, a estrutura de financiamento e a posição de liquidez do sistema bancário português continuaram a melhorar em 2015, atenuando, no curto prazo, os potenciais efeitos negativos sobre o passivo dos bancos associados ao aumento dos prémios de risco. A redução acentuada dos rácios de transformação do setor bancário permitiu reduzir a

vulnerabilidade a um aumento do prémio de risco e / ou a reduções abruptas de liquidez no mercado de financiamento por grosso, dado que a dependência do setor deste tipo de financiamento tem diminuído. No entanto, as baixas taxas de remuneração praticadas podem constituir um desafio à manutenção da importância que os depósitos alcançaram no contexto do ajustamento estrutural observado nos últimos anos.

As instituições enfrentam também um desafio associado à necessidade de aceder aos mercados de dívida, seja para emitir instrumentos subordinados elegíveis para capital regulamentar, seja para, no médio prazo, garantir o cumprimento de novas exigências regulamentares, incluindo os requisitos mínimos de passivos suscetíveis de absorver perdas e os requisitos mínimos de financiamento estável.

O aumento dos prémios de risco também afeta o sistema financeiro através da desvalorização das carteiras de títulos, com efeitos negativos sobre o nível de capital das instituições financeiras. No caso específico do setor bancário, o aumento da exposição a títulos de dívida pública portuguesa durante a crise económica e financeira, ainda que para valores próximos da média da União Europeia, ocorreu num contexto de fortes restrições de acesso do Estado ao mercado e de um tratamento prudencial favorável destes ativos. Esta situação não foi, entretanto, materialmente revertida.

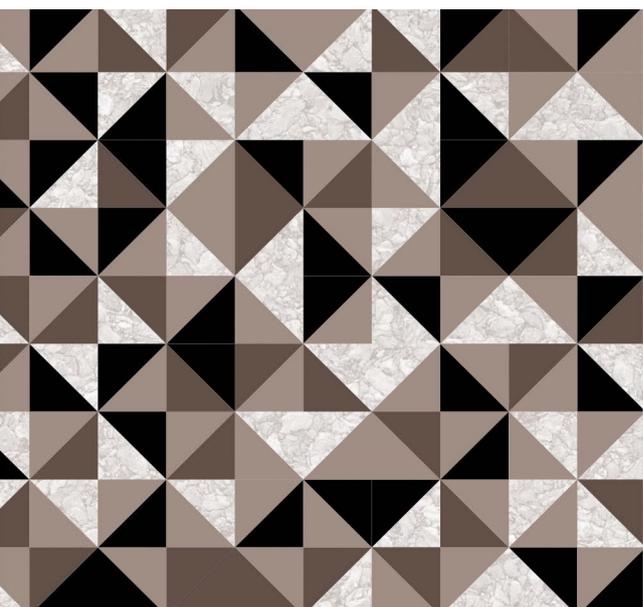
A necessidade de mitigar os riscos associados à exposição ao soberano dos sistemas financeiros nacionais desencadeou, após a crise soberana na Europa, um conjunto de iniciativas, incluindo o debate em curso sobre a revisão do tratamento prudencial destes ativos. Para mitigar os riscos associados ao aumento dos prémios de risco e responder às alterações regulamentares relativas ao tratamento prudencial do soberano, as instituições deverão garantir uma diversificação prudente da carteira de dívida, minimizando o impacto das variações de valor destes ativos, especialmente da dívida pública doméstica, no capital e nos *buffers* de liquidez. Deverá ainda ser garantida

a coerência do enquadramento regulamentar, bem como a convergência gradual, e de uma forma consistente, a nível internacional.

Em 2015, a rentabilidade do sistema bancário português retomou níveis positivos, embora ainda longe dos registados no passado e beneficiando de fatores não recorrentes. Acresce que as baixas taxas de juro, por um lado, e os níveis elevados de crédito em risco e de outros ativos não geradores de rendimento no balanço dos bancos, por outro, tendem a continuar a penalizar a rentabilidade, ao implicarem o reconhecimento de imparidades significativas e a diminuição da margem financeira. Neste quadro, é de crucial importância que sejam reforçados, sempre que haja margem para tal, os incentivos para a redução do *stock* de crédito em risco no balanço das instituições e que o risco de crédito continue a ser adequadamente avaliado e incorporado nas taxas de juro praticadas nas operações de retalho. A eventual adoção de estratégias de procura de rentabilidade nas operações de crédito poderia, no médio prazo, refletir-se em custos acrescidos com imparidades.

Em face dos constrangimentos à geração de resultados por parte das instituições financeiras, a reavaliação dos modelos de negócio e da estrutura de custos é indispensável para restabelecer a rentabilidade de uma forma sustentável. Embora o setor bancário português tenha diminuído a rede de balcões, reduzido outros custos operacionais e administrativos e vendido ativos não estratégicos, o ajustamento deverá ser prosseguido. A procura de maior eficiência operacional não deve, contudo, pôr em causa os investimentos necessários para manter níveis adequados de controlo dos riscos e de governação, evitando, assim, o aumento de riscos e perdas operacionais no futuro. A reformulação dos modelos de negócio deve também ter em conta os desafios associados à evolução demográfica, bem como as oportunidades e os desafios da banca digital.





# ESTABILIDADE FINANCEIRA

## 1. Desenvolvimentos recentes, vulnerabilidades e desafios

Caixa 1 • Risco e taxas de juro das novas operações de empréstimo a sociedades não financeiras

Caixa 2 • Medidas de resolução aplicadas ao BANIF – Banco Internacional do Funchal, S. A.

Caixa 3 • Margem financeira - Evolução recente e perspetivas futuras

## 2. Riscos para a estabilidade financeira

Caixa 4 • Arquitetura da União Bancária: desafios e condicionantes no processo de transição

Caixa 5 • Medidas de mitigação do risco de conduta associado ao *mis-selling* de produtos de aforro e investimento



# 1. Desenvolvimentos recentes, vulnerabilidades e desafios

## 1.1. Enquadramento macroeconómico e financeiro da economia portuguesa

Em 2015, a economia mundial cresceu a um ritmo mais moderado

De acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), o Produto Interno Bruto (PIB) mundial cresceu 3,1 por cento em 2015, desacelerando em relação ao ano anterior (em 2014, o crescimento foi de 3,4 por cento)<sup>1</sup>. A evolução da economia mundial foi particularmente moderada no último trimestre de 2015, num contexto de turbulência nos mercados financeiros e de diminuição dos preços das matérias-primas.

A atividade global em 2015 apresentou desenvolvimentos diferenciados. A atividade das economias avançadas continuou a recuperar, com o PIB a crescer 1,9 por cento em 2015 (1,8 por cento em 2014) (Quadro 1). Já as economias de mercado emergentes e em desenvolvimento, que continuaram a contribuir maioritariamente para o crescimento económico mundial, registaram uma desaceleração da atividade, à semelhança do que se verifica desde 2010. Esta evolução foi significativamente influenciada

pela desaceleração da economia chinesa e pela recessão no Brasil e na Rússia. Angola<sup>2</sup>, importante parceiro comercial e financeiro português, também apresentou uma forte desaceleração na atividade económica, substancialmente afetada pela diminuição do preço do petróleo (Gráfico 1). A nível global tem-se verificado uma redistribuição de rendimento, com os países exportadores de matérias-primas a sofrerem quebras de rendimento e os países importadores desses bens a registarem ganhos líquidos com essa evolução.

O FMI perspetiva que a atividade económica mundial acelere em 2016 e em 2017, com crescimentos de 3,2 por cento e de 3,5 por cento, respetivamente. Esta aceleração será suportada pelas economias avançadas e, sobretudo, pelas economias de mercado emergentes e em desenvolvimento, não obstante desenvolvimentos individuais díspares. Em termos globais, existem riscos significativos para a recuperação nos próximos anos, a qual se prevê mais gradual do que previamente projetado. Alguns dos fatores de risco globais estão relacionados com a incerteza associada ao processo de transição da China para um modelo de crescimento mais equilibrado, bem como com a evolução de outras economias de mercado emergentes e em desenvolvimento muito dependentes do preço das matérias-primas.

Quadro 1 • PIB – Taxa de variação real

	Em percentagem				Revisões face a outubro 2015 (p.p.)	
	2014	2015	2016 <sup>P</sup>	2017 <sup>P</sup>	2016	2017
<b>Economia Mundial</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>
<b>Economias avançadas</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>
EUA	2,4	2,4	2,4	2,5	-0,4	-0,3
Área do euro	0,9	1,6	1,5	1,6	-0,1	-0,1
Alemanha	1,6	1,5	1,5	1,6	-0,1	0,1
França	0,2	1,1	1,1	1,3	-0,4	-0,3
Itália	-0,3	0,8	1,0	1,1	-0,3	-0,1
Espanha	1,4	3,2	2,6	2,3	0,1	0,1
Japão	0,0	0,5	0,5	-0,1	-0,5	-0,5
Reino Unido	2,9	2,2	1,9	2,2	-0,3	0,0
<b>Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento</b>	<b>4,6</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>
China	7,3	6,9	6,5	6,2	0,2	0,2
Brasil	0,1	-3,8	-3,8	0,0	-2,8	-2,3
Rússia	0,7	-3,7	-1,8	0,8	-1,2	-0,2
Angola	4,8	3,0	2,5	2,7	-1,0	-

Fonte: FMI (*World Economic Outlook – WEO*, abril 2016).

Nota: p – previsão | p.p. – pontos percentuais.

## A recuperação continua em ritmo lento, mas mais abrangente, na área do euro

De acordo com a Comissão Europeia<sup>3</sup>, a economia da área do euro cresceu 1,7 por cento em 2015, refletindo uma aceleração em relação ao crescimento de 0,9 por cento registado em 2014, com todos os países, à exceção da Grécia, a apresentarem um aumento do PIB. O consumo privado continuou a ser o motor do crescimento, impulsionado pelo aumento do rendimento disponível, coadjuvado por um acréscimo de gastos públicos. O investimento teve um contributo reduzido e as exportações líquidas tiveram um contributo negativo para a variação do PIB, num contexto de diminuição da procura externa dirigida à área do euro.

As projeções da Comissão Europeia e do FMI apontam para a continuação de uma recuperação lenta até 2017, havendo, porém, riscos descendentes para esta evolução. À incerteza sobre a evolução da economia mundial acrescem vulnerabilidades da área do euro, designadamente elevados níveis de endividamento privado, elevados níveis de desemprego de longa duração e um crescimento reduzido da produtividade. Adicionalmente, a área do euro enfrenta desafios colocados pelas taxas de juro persistentemente baixas ou mesmo negativas e pelas expectativas de

inflação muito baixas, bem como pelo elevado endividamento público em determinados países, características que geram apreensão sobre a falta de espaço para a implementação de algumas políticas económicas. Existem ainda tensões e riscos geopolíticos que podem condicionar a evolução da atividade económica, destacando-se a incerteza quanto à evolução da economia grega e quanto à manutenção do Reino Unido na União Europeia (UE), bem como quanto à capacidade de gerir a crise de refugiados e combater o terrorismo.

## A segunda metade de 2015 caracterizou-se por instabilidade nos mercados financeiros, que se intensificou em janeiro e em fevereiro de 2016, não obstante alguma atenuação no final do primeiro trimestre de 2016

Após novos máximos no início de 2015, os índices acionistas registaram quedas significativas em meados do ano, originando elevada volatilidade (Gráficos 2 e 3). Este movimento de queda de valor dos índices acionistas voltou a intensificar-se nos dois primeiros meses de 2016, com os setores energético e financeiro

Gráfico 1 • Preço do petróleo



Fonte: Bloomberg.

Gráfico 2 • Índices acionistas



Fonte: Bloomberg.

a serem os mais penalizados. A pressão nos mercados resultou do aumento dos receios quanto à evolução da economia mundial, sobretudo na China. O ajustamento em baixa das perspetivas de crescimento económico refletiu-se na descida do índice agregado de preços das matérias-primas, no qual o peso do petróleo é elevado. O preço do petróleo atingiu mínimos desde 2003 no final de janeiro de 2016, ao aproximar-se de 25 dólares por barril, numa redução que se iniciou em 2014 e se intensificou a partir de maio de 2015.

No contexto de baixo ritmo de crescimento económico, de reduzida inflação e de uma política monetária mais acomodatória do Banco Central Europeu (BCE), as taxas de rentabilidade das obrigações mantiveram-se muito reduzidas durante 2015 e nos primeiros meses de 2016, particularmente na área do euro. No mercado da dívida soberana da área do euro, e apesar da descida generalizada das taxas de rentabilidade neste período, em particular das obrigações de dívida soberana com maior notação de risco, os diferenciais das taxas de rentabilidade de países como Espanha e Itália face às da Alemanha mantiveram-se relativamente estáveis (Gráfico 4). Pior desempenho observou-se no mercado obrigacionista da Grécia, penalizado pela incerteza em torno da avaliação do cumprimento do programa de assistência financeira.

No início de 2016, coexistiu, na Europa, um conjunto de fatores que se reforçaram e que colocaram em questão a rentabilidade da atividade bancária, num contexto de taxas de juro expressivamente baixas, ou mesmo negativas, e de um enquadramento regulamentar mais exigente. Em março deste ano, observou-se um aumento abrupto dos *Credit Default Swaps (CDS)*, em particular dos relativos aos títulos da dívida do setor financeiro europeu, o qual foi acompanhado por um aumento de volatilidade do mercado acionista.

A tensão dos mercados financeiros a partir de meados de 2015 verificou-se também nos mercados cambiais, com a depreciação das moedas das economias de mercado emergentes e dos países produtores de matérias-primas. A taxa de câmbio efetiva do euro recuperou a partir de setembro, atingindo já em 2016 máximos de há um ano. A taxa de câmbio efetiva do dólar atingiu máximos desde 2003 no final de 2015, recuando nos primeiros meses de 2016 para mínimos de janeiro de 2015.

Em março de 2016, assistiu-se a uma melhoria generalizada dos mercados financeiros, perante a recuperação e a estabilização do preço do petróleo, perspetivas mais favoráveis para algumas das principais economias, nomeadamente dos EUA, e as medidas adotadas pelo BCE.

**Gráfico 3 • Índice de volatilidade VSTOXX**



Fonte: *Bloomberg*.

Nota: O índice de volatilidade (VSTOXX) mede a volatilidade implícita nos preços de 8 opções *puts* e *calls* sobre o S&P500.

**Gráfico 4 • Taxas de rentabilidade da dívida pública a 10 anos | Diferenciais face à Alemanha**



Fonte: *Bloomberg*.

## O BCE reforçou o grau acomodatório da política monetária

Em 2015, prevaleceu a expectativa de aumento da divergência das políticas monetárias das principais economias, nomeadamente na área do euro e nos EUA. Esta expectativa concretizou-se em dezembro, quando se verificou o aumento do nível acomodatório da política monetária do BCE e um aumento das taxas de juro oficiais da Reserva Federal norte-americana.

O BCE decidiu aumentar os estímulos monetários, adotando um conjunto de medidas, nas reuniões de dezembro de 2015 e de março de 2016, a fim de promover o regresso das taxas de inflação a níveis inferiores, mas próximos, de 2 por cento (Gráfico 5). Na sequência destas decisões, as taxas de juro de um conjunto alargado de ativos denominados em euros encontram-se em valores negativos, num contexto de forte acréscimo do excesso de liquidez (Gráfico 6). Este ambiente de taxas de juro negativas estende-se à Suécia, Dinamarca, Suíça e Japão.

Nos EUA, a Reserva Federal aumentou as taxas de juro de referência em dezembro. Contudo, no início de 2016, a instabilidade global conduziu a alguma revisão das expectativas quanto ao momento da próxima subida das taxas de juro. Esta revisão de expectativas verificou-se igualmente no Reino Unido, o que pode, neste caso, estar também associado à realização

do referendo, em 23 de junho, sobre a permanência do país na UE.

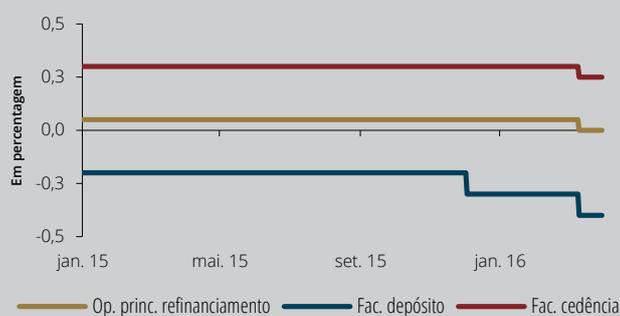
## Prevê-se que o crescimento da economia portuguesa seja moderado, em linha com a área do euro, num contexto de estrangulamentos estruturais

A economia portuguesa registou um crescimento de 1,5 por cento em 2015, continuando o processo de recuperação iniciado em 2013, mas evidenciando ainda um PIB inferior ao do início da crise financeira internacional.

Para o aumento da atividade económica contribuiu, em maior grau, o crescimento da procura interna e, em particular, do consumo privado. Este agregado cresceu 2,6 por cento em 2015, após um crescimento de 2,2 por cento em 2014. Esta evolução esteve associada à melhoria das condições no mercado de trabalho, à elevada confiança das famílias e às suas expectativas favoráveis quanto à evolução do rendimento permanente.

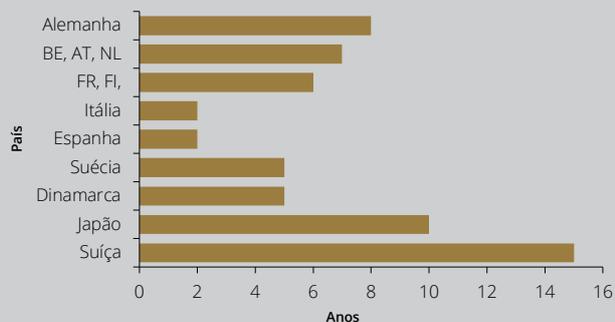
A formação bruta de capital fixo (FBCF) também continuou a contribuir positivamente para a aceleração da atividade, com um aumento de 3,7 por cento em 2015, 0,9 pontos percentuais acima do registado em 2014. Para este crescimento concorreram evoluções diferenciadas nas diferentes

**Gráfico 5 • Taxas de juro oficiais do Eurosistema**



Fonte: Bloomberg.

**Gráfico 6 • Curva de rendimentos soberana com taxas de rentabilidade negativas**



Fonte: Bloomberg.

Nota: Dados referentes a 31 de março de 2016.

componentes, com o segmento da construção a inverter o decréscimo na FBCF observado há mais de uma década e o segmento de materiais de transporte a registar uma aceleração, enquanto a FBCF em máquinas e equipamentos desacelerou.

Os gastos públicos contribuíram também para a aceleração da atividade, com um aumento de 0,8 por cento em 2015 (depois de uma queda de 0,5 por cento em 2014).

As exportações aceleraram em 2015, tendo-se verificado um crescimento significativo das exportações de bens energéticos. Excluído esse segmento, as exportações intra-UE continuaram a evidenciar uma evolução robusta, com um crescimento nominal de 6 por cento, enquanto as exportações para o resto do mundo foram negativamente influenciadas pela evolução das economias do Brasil e de Angola. Em 2015, a capacidade de financiamento da economia portuguesa situou-se em 1,7 por cento do PIB, quando avaliada pelo saldo da balança corrente e de capital. A manutenção da capacidade de financiamento da economia portuguesa constitui um dos elementos mais marcantes do processo de ajustamento económico em curso.

As projeções do Banco de Portugal para a economia portuguesa, para os anos de 2016 e 2017, foram revistas 0,1 pontos percentuais em baixa em cada um dos anos, para 1,5 por cento em 2016 e 1,7 por cento em 2017. A previsão para o crescimento do PIB em 2018 é de 1,6 por cento. Perspetiva-se que, durante os anos 2016-2018, o contributo das exportações líquidas ganhe importância relativa para o crescimento do PIB, em comparação com a procura interna.

As perspetivas quanto à atividade económica estão envoltas em alguns riscos descendentes. Por um lado, a possibilidade de uma evolução da atividade económica global mais lenta condiciona a procura externa dirigida à economia portuguesa, em particular de parceiros comerciais relevantes, como Angola ou Brasil. Por outro lado, a evolução da procura interna pode também ser condicionada pela eventual necessidade de medidas orçamentais adicionais, num contexto em que os níveis elevados de endividamento privado

podem constituir um entrave ao crescimento do investimento produtivo, não obstante os efeitos potencialmente positivos da política monetária acomodatória do BCE.

### Os mercados financeiros em Portugal tiveram uma evolução desfavorável, apesar de alguma recuperação no final do primeiro trimestre de 2016

Em meados de 2015, os mercados financeiros portugueses foram influenciados pela envolvente internacional de pressão financeira, que se intensificou particularmente em janeiro e fevereiro de 2016. Adicionalmente, os mercados nacionais foram condicionados por alguns fatores idiossincráticos, nomeadamente a aplicação de medidas de resolução no final de 2015 para assegurar a estabilidade do sistema financeiro nacional, bem como a incerteza envolvendo a apresentação e aprovação do Orçamento do Estado para 2016. Refletindo este período de maior perturbação do mercado de capitais português, o indicador composto de *stress* financeiro para Portugal (ICSF) registou uma forte subida, atingindo máximos desde abril de 2013 (Gráfico 7).

No segmento acionista, o índice PSI-20 prosseguiu, no início de 2016, a tendência de queda iniciada em maio de 2015 (Gráfico 8). Esta queda foi particularmente acentuada nos preços das ações do setor financeiro, sobretudo nos primeiros dois meses de 2016, contribuindo para uma queda do PSI-20 na ordem de 10 por cento neste período, em linha com os outros países da área do euro.

Em 2016, assistiu-se a um aumento das taxas de rendibilidade no mercado da dívida pública portuguesa, a par de um incremento do diferencial destas taxas face às da Alemanha, Espanha e Itália. Esta perceção do aumento de risco de Portugal é visível, não só no alargamento dos diferenciais das taxas de rendibilidade da dívida soberana, como nos prémios dos *CDS*, num contexto internacional de maior aversão ao risco, de forte degradação das condições de liquidez de mercado e numa altura em que o processo de apresentação e de aprovação do Orçamento do Estado para 2016 suscitou reservas da Comissão Europeia e das

agências de notação financeira (Gráfico 9).

No dia 4 de março de 2016, a agência de notação financeira *Fitch* manteve o nível de “BB+”, mas desceu o *outlook* de positivo para estável. Nos dias 15 e 18 de março, a *Moody's* e a *Standard & Poor's* confirmaram os níveis previamente atribuídos, com *outlook* estável. Em 29 de abril, a *DBRS* manteve a notação de crédito atribuída à dívida pública portuguesa. A elegibilidade da dívida pública portuguesa para o programa alargado de compra de ativos do BCE mantém-se dependente desta notação de crédito.

Foi percecionada, por parte dos participantes do mercado secundário da dívida pública, uma redução da liquidez no início de 2016, visível na redução dos montantes transacionados na plataforma

MTS e num alargamento dos diferenciais *bid-ask*.

As emissões de dívida pública no mercado primário foram realizadas através de leilões e de emissões sindicadas, tendo-se observado um aumento generalizado dos custos de financiamento face às últimas emissões equivalentes. Em fevereiro de 2016, a Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública (IGCP) efetuou uma operação de recompra das Obrigações do Tesouro com vencimento em 2017, 2018 e 2019 e, contrariamente ao sucedido em 2015, não foi emitida dívida pública neste mês.

Quanto à emissão de títulos de dívida por outras entidades residentes, destaca-se o aumento das emissões líquidas em dezembro, para o qual contribuíram todos os setores (Gráfico 10).

**Gráfico 7 • Indicador compósito de stress financeiro – Portugal**



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico 8 • Índices acionistas em Portugal**



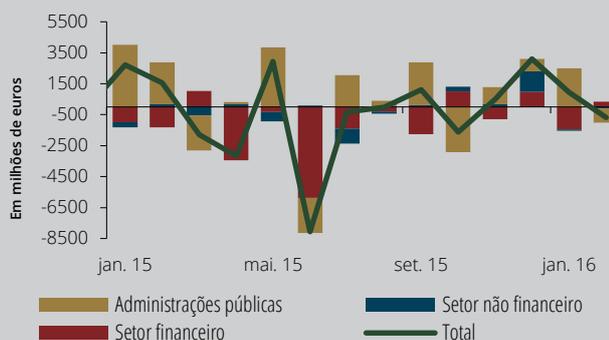
Fonte: Bloomberg.

**Gráfico 9 • Taxas de rendibilidade da dívida pública em Portugal**



Fonte: Bloomberg.

**Gráfico 10 • Títulos de dívida emitidos | Emissões líquidas**



Fonte: Banco de Portugal.

## 1.2. Situação patrimonial dos setores não financeiros

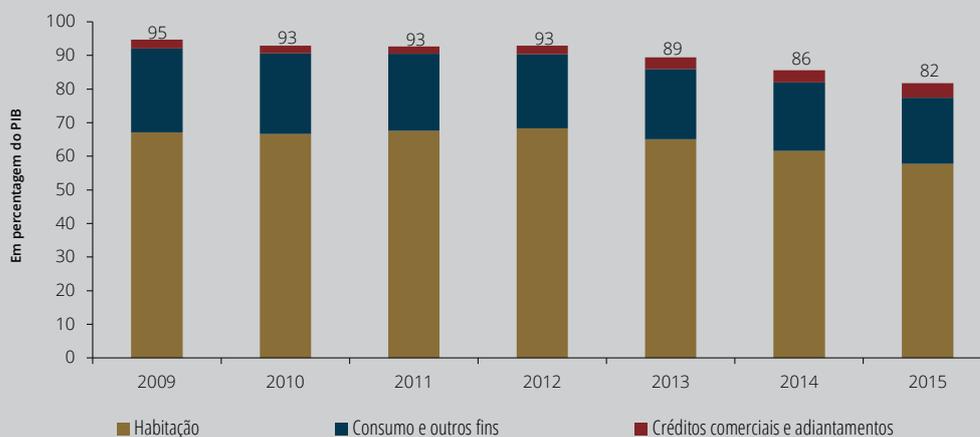
A amortização líquida de dívida dos particulares continuou em 2015, mantendo a tendência observada desde 2011

No final de 2015, a dívida total dos particulares atingiu 82 por cento do PIB (86 por cento no final do ano anterior), o que representa um decréscimo de 13 pontos percentuais (p.p.) do PIB desde 2009, ano em que se atingiu um valor máximo, e de 11 p.p. desde 2011, aquando do início do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) (Gráfico 11). Esta evolução ocorreu num contexto de redução significativa do rendimento disponível dos particulares (entre 2010 e 2015, o rendimento disponível nominal caiu 5,2 por cento). A redução do endividamento dos particulares – pela sua magnitude e por ter decorrido num ambiente macroeconómico desfavorável – constitui um dos elementos mais marcantes do processo de ajustamento recente da economia portuguesa.

No final de 2015, a taxa de variação anual do saldo de crédito total a particulares foi de -1,9 por cento (-2,9 por cento em dezembro de 2014)<sup>4</sup>. No caso do crédito para aquisição de habitação, continuou a registar-se uma redução do saldo (taxa de variação anual de -3,1 por cento). No que se refere ao crédito para consumo e outros fins, verificou-se um crescimento próximo de um por cento, observando-se uma aceleração sobretudo no segmento dos empréstimos para consumo.

Quando se consideram os fluxos brutos de novos empréstimos bancários, o aumento foi significativo em 2015: o montante de novos empréstimos para aquisição de habitação aproximou-se do observado em 2011<sup>5</sup> e o montante das novas operações de crédito ao consumo aproximou-se do registado no final de 2009. Destaca-se o aumento verificado no crédito automóvel, o qual se relaciona com o acréscimo do consumo de bens duradouros.

De acordo com o *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*<sup>6</sup>, ao longo de 2015 ter-se-á observado um aumento da procura, tanto no caso dos empréstimos para habitação como no dos empréstimos para consumo e outros fins, refletindo a maior confiança dos consumidores, a diminuição das taxas de juro e melhores perspectivas para o mercado de habitação, nomeadamente quanto à evolução esperada dos preços da habitação. No último trimestre do ano



**Gráfico 11 •**  
Dívida dos particulares | Posições em fim de período

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

e no primeiro de 2016, a procura de empréstimos por particulares terá estabilizado na maioria dos bancos participantes no Inquérito. No entanto, as expectativas da maior parte das instituições para o segundo trimestre de 2016 são de um ligeiro aumento da procura nestes segmentos. Os critérios de oferta de crédito bancário a particulares, por seu lado, tornaram-se ligeiramente menos restritivos no decurso de 2015 e no primeiro trimestre de 2016.

De assinalar, em 2015, a evolução dos rácios de crédito vencido nos segmentos do crédito a famílias para aquisição de habitação e no de crédito para consumo e outros fins, que se situaram, respetivamente, em 3,0 e 14,1 por cento (2,8 e 14,4 por cento, em 2014). A percentagem de famílias com crédito vencido diminuiu para cerca de 14 por cento (14,8 por cento no final de 2014).

### A capacidade de financiamento dos particulares diminuiu em 2015, acompanhando a diminuição da poupança

Em 2015, a capacidade de financiamento dos particulares diminuiu para 0,8 por cento do PIB (1,2 por cento do rendimento disponível), o que representou um decréscimo de 3,6 p.p.

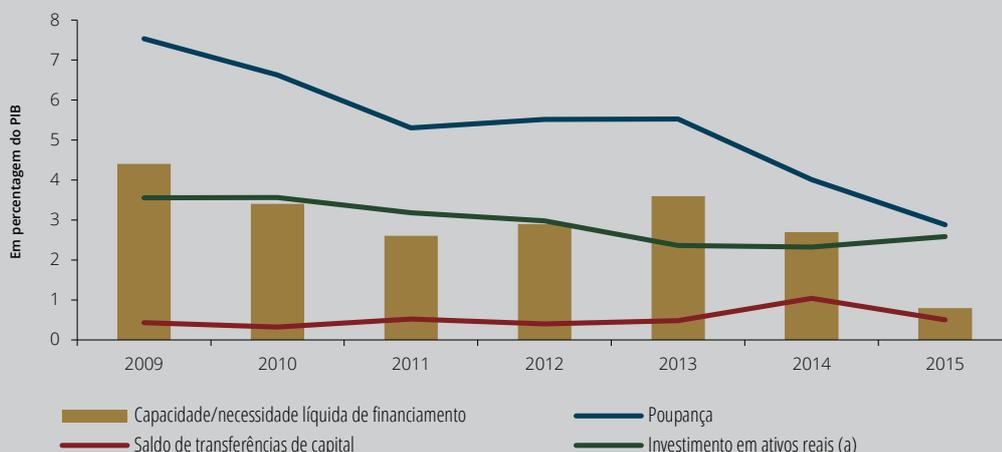
do PIB desde 2009 (Gráfico 12), ano em que se registou um máximo histórico. Esta redução da capacidade de financiamento traduziu, sobretudo, o decréscimo da poupança em percentagem do PIB que, no final de 2015, e de acordo com os dados preliminares das Contas Nacionais, atingiu um novo mínimo de 2,9 por cento do PIB, após 4,0 por cento em 2014 (4,2 e 5,7 por cento do rendimento disponível, em 2015 e 2014, respetivamente).

De facto, após um período de relativa estabilização durante o PAEF, numa conjuntura marcada por uma quebra significativa do rendimento disponível e do consumo privado, a taxa de poupança parece ter retomado em 2013 a tendência de decréscimo verificada até 2011, refletindo essencialmente o crescimento do consumo privado, perante a melhoria da confiança dos consumidores<sup>7</sup>.

De acordo com os dados preliminares das Contas Nacionais, em 2015, a taxa de poupança dos particulares em Portugal foi muito reduzida quando comparada com a média da área do euro. No período entre 2011 e o terceiro trimestre de 2015, utilizando a poupança gerada, em Portugal eram necessários, em média, 18 anos para saldar a totalidade da dívida dos particulares, enquanto na média da área do euro seriam suficientes 7 anos (Gráfico 13). Porém, quando se considera o rácio entre a dívida total e os ativos financeiros

**Gráfico 12 •**  
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.



na carteira de particulares, a posição de Portugal no conjunto da área do euro registou uma melhoria no período referido, refletindo primordialmente a redução da dívida<sup>8</sup> (Gráfico 14).

Não obstante o processo de desalavancagem do setor dos particulares nos últimos anos, o endividamento continua a ser elevado em termos europeus, podendo constituir uma vulnerabilidade relevante para a estabilidade financeira, em particular em cenários de aumento de taxas de juro ou de evolução desfavorável do mercado de trabalho. É fundamental, assim, que a trajetória de redução do endividamento continue e seja reforçada nos próximos anos, podendo vir a beneficiar de evoluções mais positivas do rendimento disponível em termos nominais.

## A capacidade de financiamento dos particulares continuou a refletir uma recomposição da carteira de ativos financeiros

Em 2015, o valor das transações líquidas de ativos financeiros foi praticamente nulo (0,1 por cento do PIB) (Gráfico 15). Perante as perdas verificadas nos últimos anos em várias aplicações financeiras, continuou a assistir-se a uma recomposição da carteira de ativos financeiros dos particulares, com o desinvestimento em ativos de maior risco e aplicações em ativos com garantia de capital. Verificaram-se aquisições líquidas de certificados de aforro e do Tesouro (2 por cento do PIB) e constituição líquida de depósitos (2,6 por cento do PIB). Ao mesmo tempo,

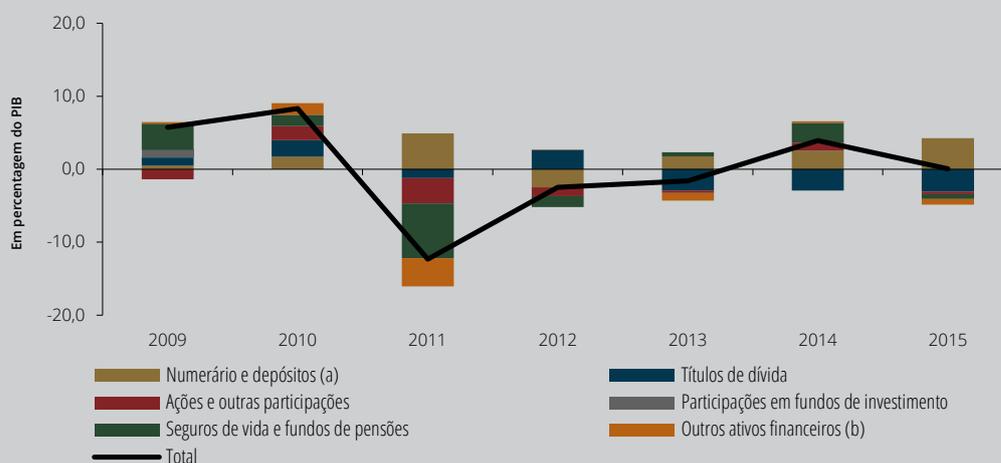
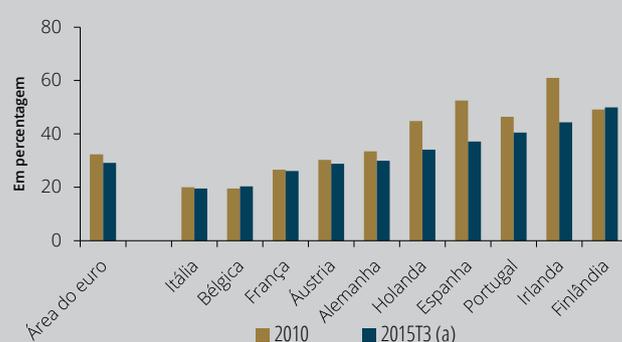
**Gráfico 13 • Rácio da dívida financeira sobre a poupança**



Fonte: Eurostat.

Notas: Valores consolidados, exceto 2015T3. (a) Valores provisórios.

**Gráfico 14 • Rácio da dívida total sobre os ativos financeiros**



**Gráfico 15 • Ativos financeiros dos particulares | Transações**

Fonte: INE e Banco de Portugal.

Notas: Valores consolidados. (a) Inclui certificados de aforro e do Tesouro. (b) Inclui outras reservas técnicas de seguros, empréstimos, créditos comerciais e adiantamentos e outros débitos e créditos.

prosseguiu o desinvestimento em títulos de dívida emitidos por sociedades financeiras (1,8 por cento do PIB), pelo exterior (0,7 por cento do PIB) e por sociedades não financeiras (0,4 por cento do PIB), observando-se também uma redução das aplicações em produtos de seguros e pensões (0,7 por cento do PIB). Adicionalmente, os empréstimos concedidos por particulares a sociedades não financeiras diminuíram 0,8 por cento do PIB.

### A diminuição da dívida das sociedades não financeiras em percentagem do PIB continuou em 2015, refletindo essencialmente o aumento do PIB

A dívida total das sociedades não financeiras registou um decréscimo de cerca de 5 p.p. do PIB em 2015, cifrando-se em 111 por cento do PIB no final do ano (Gráfico 16). Esta evolução refletiu sobretudo o crescimento do PIB (em cerca de 3,8 p.p.) e variações de volume e de preço (que reduziram o *stock* de dívida em 1,5 p.p. do PIB), associadas essencialmente a abatimentos ao ativo de créditos e à desvalorização dos ativos que foram transferidos do BANIF – Banco Internacional do Funchal, S. A. para a Oitante. O contributo do fluxo líquido de

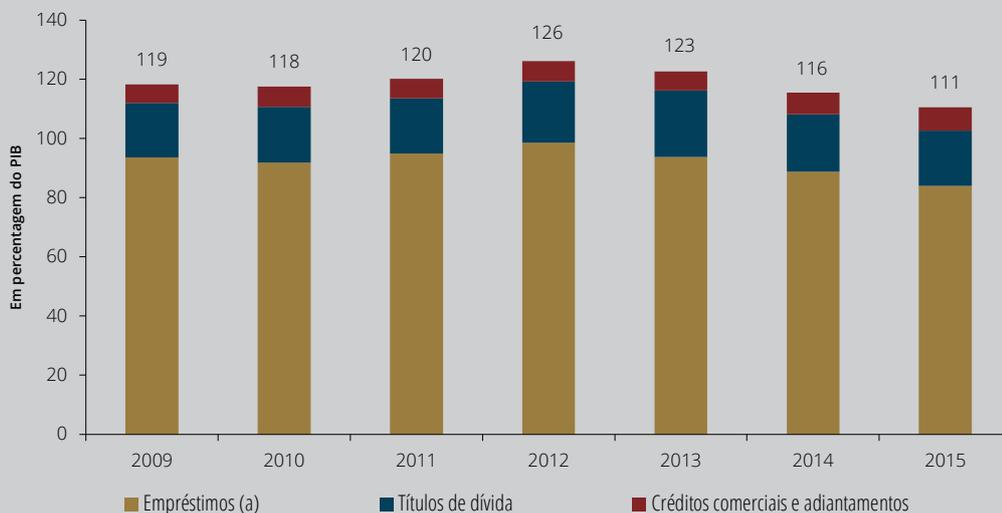
crédito total para a redução do rácio da dívida foi praticamente nulo, contrariamente ao que sucedia desde 2012. A amortização líquida de empréstimos concedidos, quer por instituições financeiras residentes (embora em níveis significativamente inferiores aos registados nos últimos anos), quer por particulares, foi quase compensada pelo aumento dos empréstimos do exterior (de empresas do grupo e, em menor grau, de créditos comerciais).

Relativamente à dívida financeira, continuou a registar-se uma amortização líquida (correspondente a 0,8 por cento do PIB), ainda que menor do que a verificada em 2014 (3,2 por cento do PIB). Desde 2012, quando atingiu um valor máximo, o rácio da dívida financeira das sociedades não financeiras no PIB reduziu-se em cerca de 17 p.p.. A partir de 2013, este rácio beneficiou, em larga medida, do crescimento do PIB (em cerca de 7,4 p.p.), tendo o contributo do fluxo líquido para a variação do rácio total sido de 2,4 p.p. do PIB<sup>9</sup> (Gráfico 17).

É essencial para a estabilidade financeira que o processo de desalavancagem das sociedades não financeiras prossiga e que uma maior capacidade de geração de recursos por parte das empresas se traduza num reforço da sua autonomia financeira. O sucesso da desalavancagem traduzir-se-á numa redução do risco das sociedades não financeiras e, consequentemente, em menores restrições de liquidez.

**Gráfico 16 •**  
Dívida das sociedades não financeiras

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



Apesar dos progressos realizados nos últimos anos, a dívida das sociedades não financeiras em percentagem do PIB mantém-se entre as mais elevadas da área do euro.

### A concessão de crédito continuou a dirigir-se para os setores de atividade com melhores indicadores de rentabilidade

No final de 2015, a taxa de variação anual do crédito concedido por instituições financeiras residentes às sociedades não financeiras situou-se em -1,9 por cento (-4,6 por cento em dezembro de 2014). Esta variação negativa dos empréstimos concedidos pelo setor financeiro residente foi compensada por um aumento do financiamento obtido junto de não residentes, sendo a taxa de variação anual do crédito total próxima de zero.

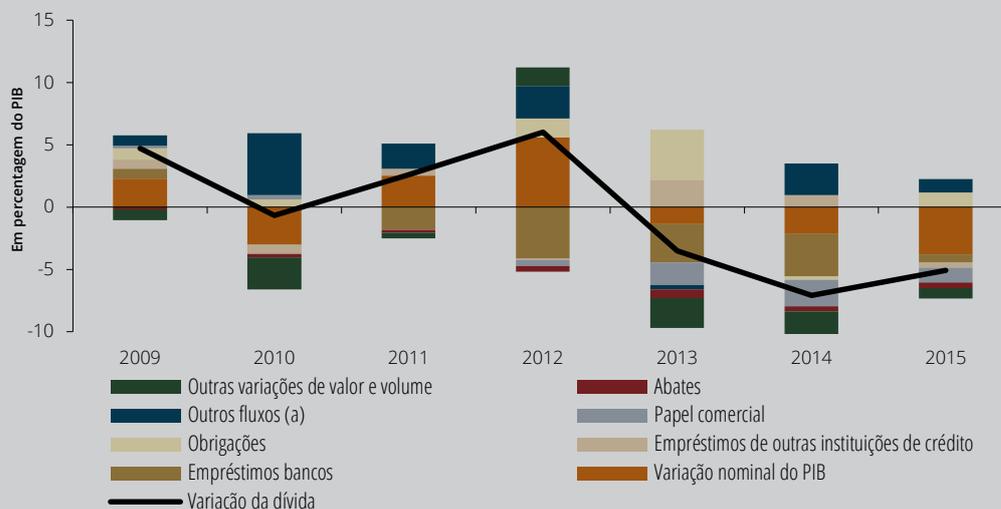
A concessão de crédito pelo setor financeiro continuou a ser direcionada para os setores de atividade que apresentaram melhores indicadores económico-financeiros. Entre o final de 2011 e o final de 2015, num quadro de redução da exposição do setor financeiro ao setor das sociedades não financeiras, verificaram-se um aumento do peso relativo da indústria transformadora (em 1,9 p.p.) e do comércio (em 1,3 p.p.) e uma diminuição do peso relativo da

construção (em 5,8 p.p.) e das atividades imobiliárias (em 1,1 p.p.).

Em 2015, e por dimensão de empresa, a diminuição do crédito concedido continuou a afetar sobretudo as empresas de menor dimensão. Refira-se ainda que, em linha com os anos anteriores, o crédito a empresas exportadoras aumentou (1,8 por cento), um crescimento próximo da taxa de variação anual observada em 2014.

Em 2015, os fluxos brutos de novos empréstimos bancários a sociedades não financeiras decresceram cerca de 18 por cento relativamente a 2014. Esta evolução traduz o decréscimo para um valor mínimo do montante de empréstimos concedidos acima de um milhão de euros, uma vez que o montante de empréstimos concedido abaixo de um milhão de euros registou uma relativa estabilização face ao ano anterior. Por prazo, assistiu-se a um aumento dos empréstimos com maturidade superior a um ano e a uma diminuição dos de prazo inferior ou igual a um ano.

Segundo o *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*, os critérios aplicados na concessão de crédito melhoraram ligeiramente no decurso de 2015. Foram reportados um aumento da concorrência entre instituições, uma perceção mais favorável da situação económica geral e uma redução do custo de financiamento e das restrições de balanço. Estes fatores influenciaram todos os segmentos de empresas e, sobretudo, os empréstimos a curto prazo.



**Gráfico 17 •**  
Contributos para a variação da dívida em percentagem do PIB | Sociedades não financeiras

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

O aumento da concorrência entre instituições relativamente às empresas de melhor qualidade creditícia tem propiciado uma redução dos *spreads* aplicados nos empréstimos, quer a pequenas e médias empresas, quer a grandes empresas (Caixa 1). Em consequência, e a crescer aos efeitos da política monetária, tem-se assistido à redução da taxa de juro de novos empréstimos bancários e de saldos de empréstimos. Em dezembro de 2015, o *spread* médio encontrava-se em níveis semelhantes aos verificados em 2009. Esta evolução tem permitido estreitar a diferença entre a taxa de juro média praticada nos empréstimos a empresas portuguesas e a praticada, em termos médios, na área do euro.

O ambiente de baixas taxas de juro é frequentemente referido na literatura como propício à tomada de risco excessivo por parte das instituições financeiras. Dadas as menores restrições na oferta de crédito, as instituições financeiras poderão ser levadas a aplicar taxas de juro desadequadas ao risco assumido, com potenciais efeitos negativos para a estabilidade financeira. Neste sentido, é fundamental assegurar que a afetação de novos empréstimos a sociedades não financeiras continue a basear-se em critérios rigorosos assentes na rentabilidade e na eficiência dos projetos e não exclusivamente na procura de rendimento ou no valor do colateral dado em garantia.

O rácio de crédito vencido das sociedades não financeiras manteve-se elevado, refletindo o montante significativo de ativos não geradores de rendimento no balanço das instituições de crédito

A percentagem de sociedades não financeiras com crédito vencido diminuiu em 2015 (29,4 por cento no final de 2015, inferior aos 30,8 por cento registados no período homólogo), interrompendo o ciclo de aumentos iniciado em

2005. Em sentido contrário, o rácio de crédito vencido continuou a aumentar (15,8 por cento em 2015, mais 0,7 p.p. face a 2014), ainda que a um ritmo mais lento do que o observado nos anos anteriores. Embora este indicador permaneça elevado, existe alguma heterogeneidade entre setores de atividade. Os setores da construção, atividades imobiliárias e comércio continuaram a registar um aumento do rácio de crédito vencido, enquanto no caso da indústria transformadora esse rácio se manteve inalterado, diminuindo assinalavelmente nos setores do alojamento e da restauração. Por dimensão das empresas, observou-se uma relativa estabilização do rácio de crédito vencido para as pequenas empresas e um aumento para as médias e grandes empresas.

A persistência de elevados níveis de crédito vencido, sobretudo associados aos setores menos dinâmicos e rentáveis da economia, e o elevado peso das exposições vencidas há mais de dois anos no total do crédito vencido podem restringir a capacidade de as instituições financeiras concederem crédito às empresas e aos setores mais rentáveis e, por essa via, pôr em causa a reafetação eficiente dos recursos financeiros disponíveis no balanço dos bancos. Ainda que, em parte, os elevados níveis de crédito vencido possam estar relacionados com alguma morosidade dos processos judiciais, a resolução destes casos, quer através da assunção da perda e consequente abate ao ativo (*write-off*), quer através de outras soluções que permitam de forma mais rápida melhorar a qualidade do balanço das instituições financeiras, afigura-se como fundamental para a estabilidade financeira (Secção 1.3.1).

As sociedades não financeiras registaram capacidade de financiamento pelo terceiro ano consecutivo, o que refletirá a acumulação de poupança e o fraco nível de investimento

De acordo com os dados preliminares de Contas Nacionais, em 2015, as sociedades não financeiras continuaram a registar capacidade de financiamento (de 0,6 por cento do PIB), praticamente igual à registada em 2014 (0,7 por cento do PIB) (Gráfico 18). Desde 2013 que este setor evidencia capacidade de financiamento, o que reflete, por um lado, o aumento da taxa de poupança das empresas e, por outro, o decréscimo do investimento.

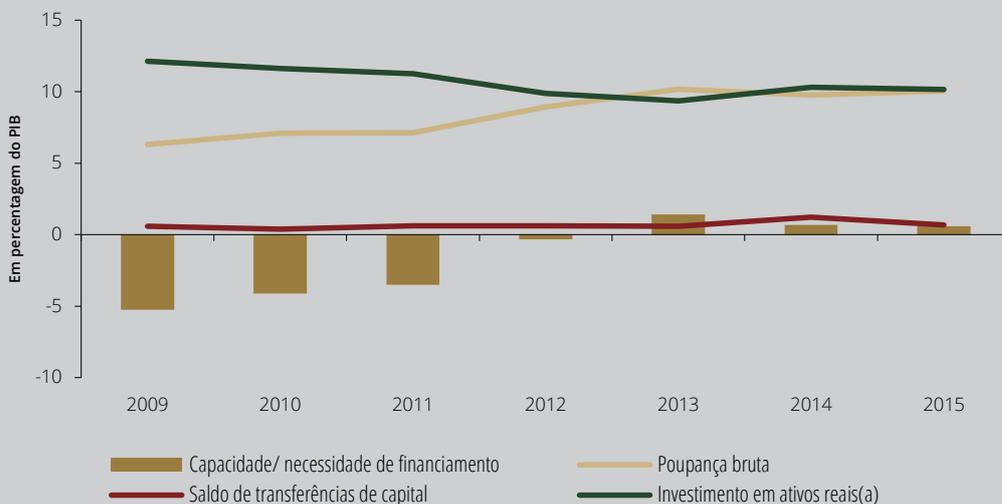
A taxa de poupança das sociedades não financeiras atingiu 10,1 por cento do PIB em 2015, 0,3 p.p. acima da registada em 2014 e muito próximo do valor máximo de 10,2 por cento do PIB observado em 2013. O aumento da taxa de poupança das sociedades não financeiras, em 2015, refletiu o incremento do excedente de exploração, traduzindo a melhoria da rentabilidade das sociedades não financeiras privadas, e a diminuição do peso no PIB dos rendimentos distribuídos. De referir que, em termos agregados, o efeito líquido da descida das taxas de juro foi praticamente nulo em 2015 (os juros pagos e os juros recebidos pelas sociedades não financeiras diminuíram em igual montante).

O rácio de rentabilidade das sociedades não financeiras<sup>10</sup> aumentou para 9,2 por cento em 2015 (7,8 por cento em 2014), beneficiando da recuperação da atividade económica, em especial do bom desempenho das exportações e do maior consumo privado. Este aumento, ainda

que transversal, apresenta alguma heterogeneidade quando considerados os setores de atividade económica e a dimensão das empresas. O rácio de rentabilidade aumentou mais nos setores do comércio e da indústria transformadora e nas grandes empresas. No setor da construção e para as pequenas e médias empresas, o incremento foi relativamente mais modesto.

A maior capacidade de geração interna de recursos por parte das empresas não se tem traduzido, na atual fase do ciclo económico, num aumento do investimento, que permanece em níveis muito próximos do mínimo histórico atingido em 2013 (Gráfico 19). Em termos agregados, o aumento da poupança corrente das sociedades não financeiras refletiu-se, em 2015 e em linha com a tendência registada desde 2009, num aumento do peso dos capitais próprios na estrutura de financiamento e numa redução significativa do peso do financiamento por dívida financeira.

O efeito conjunto de melhoria da rentabilidade e de diminuição das taxas de juro traduziu-se num aumento da capacidade das sociedades não financeiras para cumprirem as suas obrigações creditícias. O diferencial entre a rentabilidade do ativo e a taxa de juro implícita manteve, em 2015, a tendência de subida registada desde 2012. Esta subida é transversal a todos os setores de atividade e é independente da dimensão das empresas (Gráfico 20). No mesmo sentido, verificou-se um aumento do



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

Fonte: INE.

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

rácio de cobertura de juros (medido pelo rácio entre EBITDA e juros suportados) de 3,6 em 2014 para 4,7 em 2015. Esta evolução foi mais evidente nos setores do comércio e da indústria transformadora e menos notória no setor da construção. Por dimensão de empresa, o impacto terá sido de cerca de 1,2 p.p., quer nas grandes, quer nas pequenas e médias empresas.

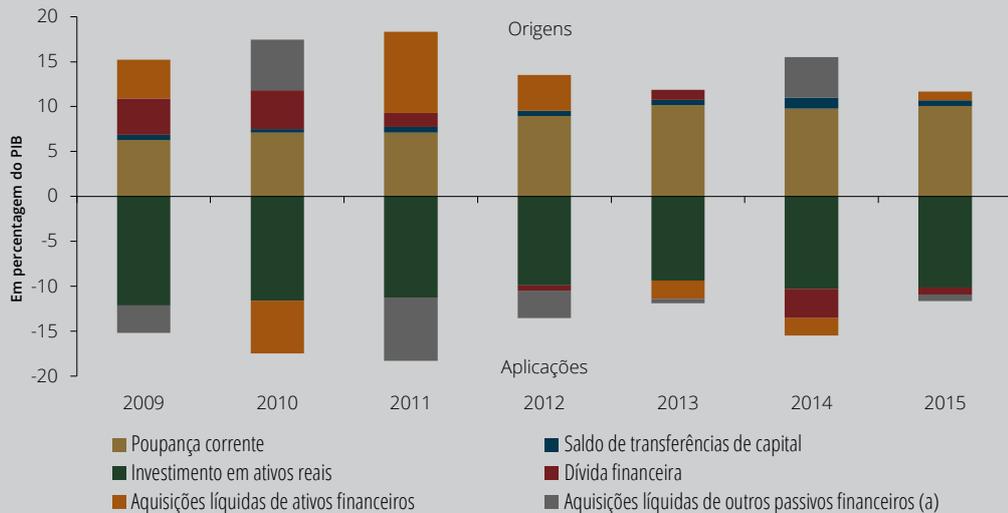
Apesar de a taxa de poupança das sociedades não financeiras ter estabilizado num nível elevado, não se tem assistido a uma variação significativa dos ativos financeiros mais líquidos do setor. Com efeito, o peso no PIB destes ativos em carteira das sociedades não financeiras permanece sem alterações relevantes desde 2011<sup>11</sup>.

No total dos ativos financeiros, registaram-se vendas líquidas em 2015, pelo que o aumento da taxa de poupança das sociedades não financeiras portuguesas se tem refletido sobretudo na amortização da dívida financeira, reduzindo a alavancagem do setor.

O aumento da taxa de poupança das sociedades não financeiras não se tem traduzido num aumento de ativos financeiros

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

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



**Gráfico 20 •**  
Diferencial entre a rentabilidade do ativo e a taxa de juro implícita das sociedades não financeiras

Fonte: Banco de Portugal.  
Notas: O diferencial apresentado corresponde à 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.



A manutenção da confiança dos investidores requer que a consolidação orçamental prossiga e que o rácio da dívida pública mantenha uma trajetória descendente

Em 2015, o défice das administrações públicas situou-se em 4,4 por cento do PIB, abaixo do valor registado no ano anterior (7,2 por cento do PIB). Esta evolução foi influenciada por um conjunto de operações de carácter extraordinário com impacto negativo no saldo orçamental em ambos os anos. No que respeita a 2015, estas operações decorreram das medidas de resolução aplicadas ao BANIF, com um impacto no défice equivalente a 1,4 por cento do PIB.

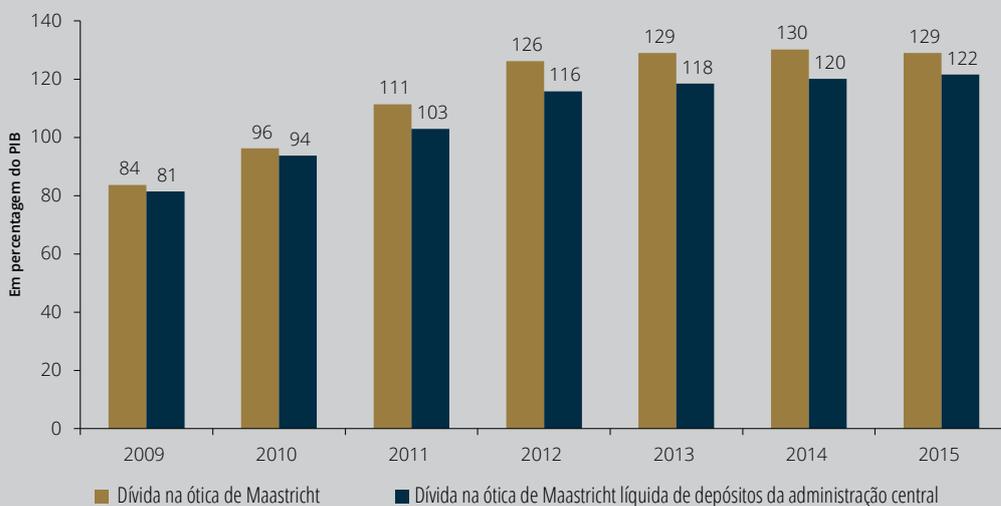
Excluindo operações de carácter não recorrente, o défice orçamental cifrou-se, em 2015, em 3,0 por cento do PIB, acima do previsto no Orçamento do Estado para 2015 (2,7 por cento), mas abaixo do registado em 2014 (3,6 por cento). O défice primário estrutural aumentou 0,5 p.p. em relação ao ano anterior, refletindo a interrupção da trajetória de consolidação orçamental.

O Orçamento do Estado para 2016 (OE 2016) prevê um défice das administrações públicas de 2,2 por cento do PIB. Este objetivo é reiterado no Plano de Estabilidade para 2016-2020,

no âmbito do qual se antecipa uma redução gradual do défice no período de projeção, até se atingir um excedente em 2020. A concretização do objetivo do OE 2016 prevê uma trajetória das contas públicas compatível com o encerramento do Procedimento dos Défices Excessivos a que Portugal se encontra sujeito desde 2009. No entanto, a execução orçamental relativa a 2016 envolve riscos, designadamente no que respeita ao cenário macroeconómico subjacente. Importa destacar que as previsões de crescimento do PIB elaboradas pelo Banco de Portugal e pela generalidade dos organismos internacionais são inferiores à considerada na elaboração do Orçamento do Estado.

No final de 2015, a dívida das administrações públicas (na ótica de Maastricht) atingiu 129,0 por cento do PIB, menos 1,2 p.p. do que em 2014 (Gráfico 21). Esta evolução esteve, em parte, associada a uma redução de depósitos da administração central. Com efeito, o rácio da dívida pública líquida de depósitos no PIB situou-se em 121,6 por cento do PIB, 1,5 p.p. acima do valor registado em 2014.

Ao longo de 2015, o IGCP prosseguiu com as operações de gestão das maturidades, procurando alongar o perfil de vencimento da dívida pública, muito concentrada nos anos mais próximos. Paralelamente, o IGCP tem aproveitado as atuais condições de mercado para emitir



**Gráfico 21 •**  
Dívida das  
administrações  
públicas

Fonte: INE e Banco  
de Portugal.

nova dívida a taxas de juro mais baixas, amortizando antecipadamente ou recomprando dívida emitida a taxas de juro mais elevadas. Neste sentido, é de destacar a amortização antecipada ao FMI em 2015 de parte do empréstimo (7,8 mil milhões de euros) obtido no âmbito do PAEF, com vencimento previsto para 2017 e 2018<sup>12</sup>. Em fevereiro de 2016 ocorreu um novo reembolso antecipado ao FMI (cerca de 2 mil milhões de euros), o que elevou para 36 por cento a percentagem do empréstimo total já reembolsado.

Em 2015, a despesa com juros das administrações públicas diminuiu 0,3 por cento do PIB em relação a 2014, para 4,6 por cento do PIB, permanecendo ainda como uma das mais elevadas da área do euro.

Refira-se que, no final de 2015, foi aprovada a emissão e colocação de novos instrumentos de dívida destinados a investidores de retalho (Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável), num contexto de diversificação das fontes de financiamento.

A continuação do refinanciamento da dívida pública a taxas de juro mais baixas é fundamental para a redução do custo médio da dívida pública e, desta forma, para o reforço da sua sustentabilidade. No entanto, o refinanciamento mantém-se muito vulnerável a uma possível alteração das condições de mercado. Esta vulnerabilidade foi visível no comportamento dos custos de financiamento e da liquidez no mercado primário de dívida pública portuguesa no início de 2016, relacionado em parte com uma maior instabilidade nos mercados financeiros internacionais, no contexto da apresentação e discussão do Orçamento do Estado para 2016 (Secção 1.1 e Capítulo 2).

A manutenção da confiança dos investidores internacionais na sustentabilidade da dívida pública requer que o processo de consolidação orçamental prossiga e que continue a ser acompanhado pela implementação de reformas estruturais. Esta orientação é também fundamental para criar condições para o aumento do crescimento potencial e o reforço da competitividade externa da economia portuguesa.

### 1.3. Situação patrimonial dos setores financeiros

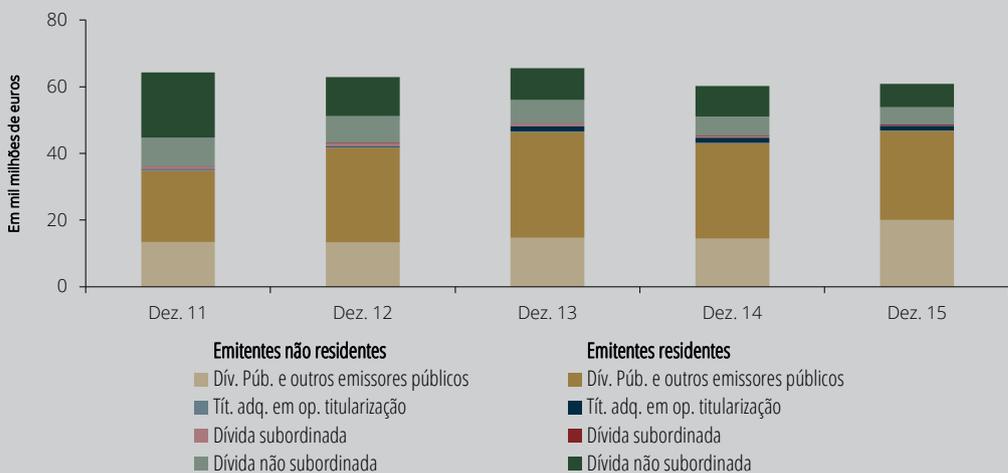
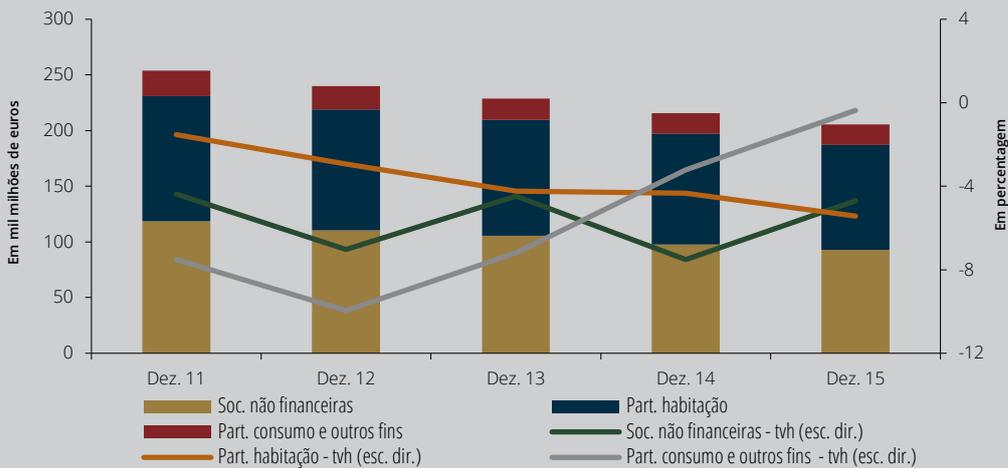
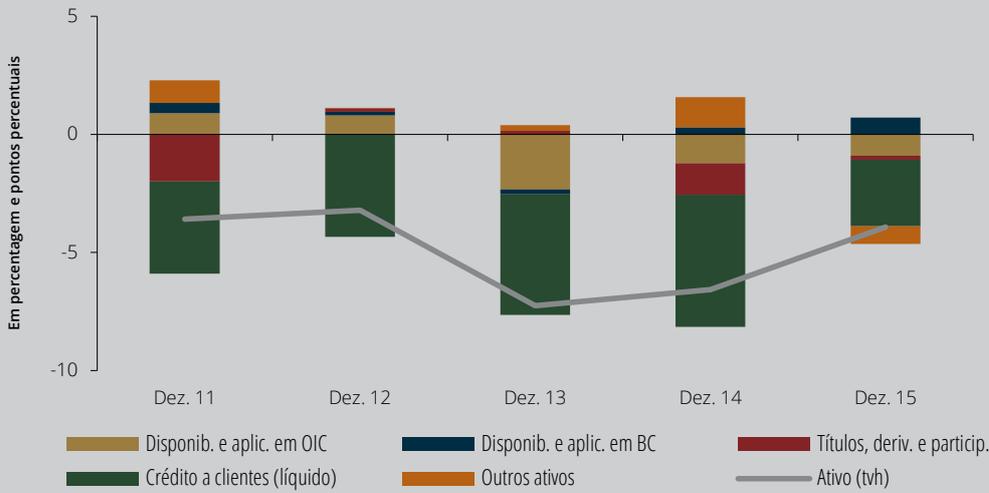
#### 1.3.1. Setor bancário<sup>13</sup>

O sistema bancário manteve uma trajetória de contração gradual da atividade ao longo de 2015

O ativo total do sistema bancário continuou a diminuir até dezembro de 2015 (3,8 por cento em termos homólogos e 2,4 por cento face a junho de 2015), embora de forma menos acentuada do que nos dois anos anteriores. A redução acumulada desde o final de 2010, data que marca o início do processo de desalavancagem, situou-se em 22 por cento. Para a evolução do ativo no final de 2015 contribuiu também a transferência, no âmbito da resolução do BANIF, de direitos e obrigações correspondentes a ativos do BANIF para a Oitante, conforme deliberação do Conselho de Administração do Banco de Portugal do dia 20 de dezembro de 2015 (Caixa 2).

Tal como nos anos anteriores, o decréscimo significativo do crédito a clientes (ajustado de operações de titularização) foi o principal determinante na redução do ativo do sistema bancário (Gráfico 22)<sup>14</sup>. A redução da carteira de crédito foi relativamente transversal aos vários segmentos do setor privado residente (Gráfico 23). Porém, verificou-se uma recuperação do crédito a particulares para consumo e outros fins no segundo semestre, que aumentou 2,6 por cento (a variação no conjunto do ano foi praticamente nula).

Neste contexto de redução do ativo, apesar de a rubrica de títulos, derivados e participações ter tido, em termos globais, uma evolução ligeiramente negativa em 2015 (-0,9 por cento em termos homólogos), assinala-se o aumento da exposição a instrumentos de dívida pública (variação de 8,8 por cento face ao final de 2014) (Gráfico 24). Esta evolução deveu-se essencialmente ao incremento da exposição a títulos de dívida de emittentes públicos estrangeiros, em especial de Espanha e Itália. Alguns dos maiores bancos do sistema privilegiaram a acumulação destes títulos em detrimento da dívida pública portuguesa, cuja exposição diminuiu 10,6 por cento, passando a representar 6,2 por cento do ativo.



## O peso dos depósitos de clientes no financiamento do setor bancário voltou a aumentar, enquanto o financiamento obtido junto do Eurosistema se reduziu

Ao longo de 2015 continuou a assistir-se ao ajustamento das fontes de financiamento do sistema bancário, tendo os recursos de clientes passado a representar 61 por cento do total do ativo em dezembro, percentagem superior aos 58,6 por cento registados no final de 2014 (e aos 41,4 por cento de junho de 2010). A evolução em 2015 deveu-se, exclusivamente, à quebra do ativo do sistema bancário, uma vez que o montante total dos recursos de clientes permaneceu virtualmente inalterado face a dezembro de 2014. Concomitantemente, assistiu-se a uma diminuição do peso dos recursos de bancos centrais, das responsabilidades representadas por títulos e do mercado interbancário no financiamento total.

Na atividade doméstica, os depósitos registaram um crescimento de 3,6 mil milhões de euros em 2015, sustentado por um aumento de 7,5 mil milhões de euros dos depósitos de particulares (incluindo residentes, não residentes e emigrantes), que mais do que compensou a quebra nos depósitos dos restantes setores (Gráfico 25). A dinâmica positiva dos depósitos de particulares tem constituído um dos aspetos mais marcantes do ajustamento em curso da economia

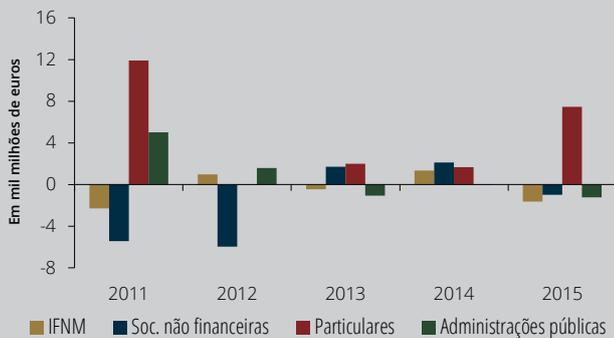
portuguesa e, em particular, do sistema financeiro português (para mais detalhe sobre a evolução das aplicações em ativos financeiros feitas por particulares, ver Secção 1.2.).

O rácio de transformação do sistema bancário português continuou a reduzir-se, atingindo 103 por cento no final de dezembro de 2015, menos 5 pontos percentuais do que o valor registado no final de 2014 (e menos 64 p.p. que o máximo histórico verificado em junho de 2010) (Gráfico 26). Esta evolução deveu-se unicamente à já referida redução do crédito, uma vez que os recursos de clientes permaneceram estáveis em 2015. Em linha com esta evolução, o *gap* comercial (definido pela diferença entre crédito e depósitos) continuou a diminuir, passando de 18 mil milhões de euros em 2014 para 6,5 mil milhões de euros em 2015 (menos 140 mil milhões de euros do que o valor máximo registado em 2010).

O financiamento do sistema bancário português junto do Eurosistema diminuiu em 2015, à semelhança do ano anterior, embora de forma menos acentuada, cifrando-se em 28,3 mil milhões de euros (menos 5,5 mil milhões do que em 2014). Este valor, o mais baixo desde o início da crise da dívida soberana da área do euro, traduz uma quebra de 35,9 mil milhões de euros face ao montante máximo, registado no segundo trimestre de 2012.

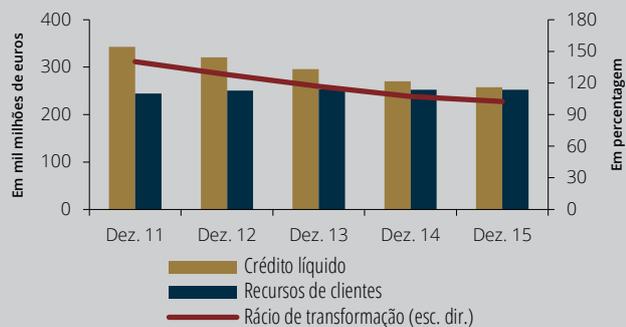
No mercado interbancário, o financiamento do setor bancário português, líquido de

**Gráfico 25 • Evolução dos depósitos de clientes | atividade doméstica**



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico 26 • Rácio de transformação**



Fonte: Banco de Portugal.

aplicações, aumentou cerca de 786 milhões de euros em relação ao final de 2014, evolução explicada por uma diminuição das disponibilidades e das aplicações em outras instituições de crédito superior à redução dos recursos obtidos junto das mesmas. As variações nesta componente do financiamento refletiram, sobretudo, a evolução dos recursos obtidos no estrangeiro.

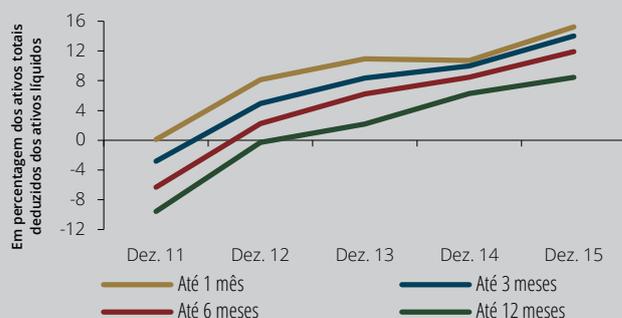
O financiamento através de títulos de dívida diminuiu em 2015, passando a representar 8,8 por cento do ativo (inferior aos 10,3 por cento registados em 2014). Esta evolução foi largamente determinada por uma redução das responsabilidades representadas por títulos de dívida não subordinada. A retransmissão de obrigações seniores do balanço do Novo Banco para o BES, em dezembro, no valor de 1985 milhões de euros, representa cerca de um terço daquela redução. Fatores como o processo de desalavancagem em curso, a ainda relativa fragmentação dos mercados financeiros, que dificulta o acesso do setor ao financiamento externo, e a existência de fontes de financiamento alternativas com menor custo e com caráter de estabilidade terão contribuído para a redução do financiamento através da emissão de títulos de dívida. Na mesma linha, os passivos subordinados diminuíram cerca de 900 milhões de euros (-15,2 por cento) em 2015.

Dado este contexto, a posição do sistema bancário em termos de liquidez continuou a

melhorar em 2015, conforme pode ser avaliado pelo aumento dos *gaps* de liquidez<sup>15</sup> para todas as maturidades até um ano (Gráfico 27), o que reflete um menor desfasamento de maturidades entre os ativos e os passivos.

A evolução positiva da posição de liquidez do sistema bancário nos últimos anos é consistente com o ajustamento do setor às crescentes exigências definidas pelo quadro regulamentar europeu em matéria de liquidez, nomeadamente no que concerne ao cumprimento do rácio de cobertura de liquidez (*Liquidity Coverage Ratio – LCR*) em vigor desde o quarto trimestre de 2015. Neste âmbito, os bancos são obrigados a constituir um *buffer* de ativos de liquidez e qualidade de crédito elevadas ou extremamente elevadas<sup>16</sup> igual a, pelo menos, 70 por cento do montante de saída líquida de fundos durante um período de 30 dias, em situação de *stress*<sup>17</sup>. A partir de 1 de janeiro de 2018, após o período de transição, será exigido aos bancos que cumpram um rácio de cobertura de liquidez de, pelo menos, 100 por cento. De acordo com os resultados do *Quantitative Impact Study (QIS)* de junho de 2015, promovido pela Autoridade Bancária Europeia e pelo Comité de Basileia de Supervisores Financeiros em conjunto com as autoridades de supervisão nacionais, os maiores bancos domésticos cumpriam, nessa data, aquele requisito. Porém, a posição de liquidez dos bancos poderá vir a ser afetada negativamente

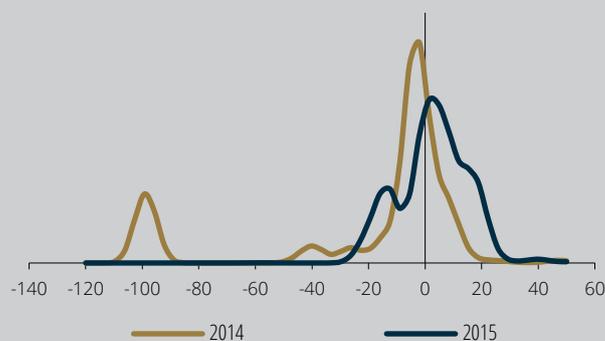
**Gráfico 27 • Gaps de liquidez em escala cumulativa de maturidade**



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Dados obtidos a partir da Instrução n.º 13/2009 do Banco de Portugal.

**Gráfico 28 • Distribuição da rendibilidade do capital**



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Distribuição empírica obtida recorrendo a um *kernel* gaussiano que pondera as instituições pelo seu ativo.

por uma eventual reavaliação do *rating* da dívida pública portuguesa, como referido no Capítulo 2, uma vez que estes títulos representam uma importante parcela deste *buffer* de liquidez.

Mais recentemente, os resultados do *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*, divulgados em abril de 2016, indicam (por comparação com o inquérito anterior) que a dependência da posição global de liquidez das instituições portuguesas ao programa alargado de compra de ativos do BCE (no âmbito da política monetária não convencional) se terá reduzido.

A rendibilidade do sistema bancário português voltou a níveis positivos, embora ainda longe dos registados no passado e beneficiando de fatores não recorrentes

Em termos agregados, o sistema bancário apresentou resultados líquidos positivos em 2015, o que não acontecia desde 2010, confirmando assim a trajetória verificada no primeiro semestre do ano. Em relação a 2014, verificou-se uma melhoria na distribuição dos rácios de rendibilidade do capital dos bancos portugueses (Gráfico 28).

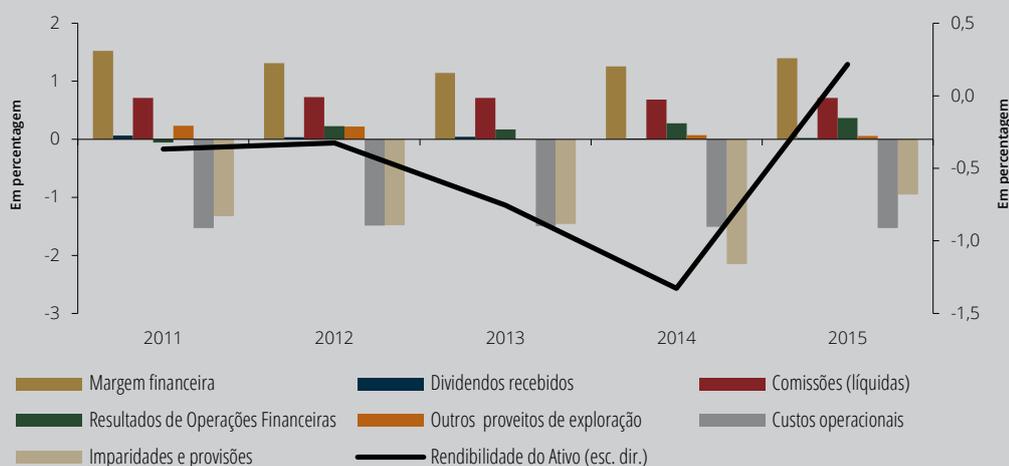
O principal contributo para a recuperação dos resultados derivou da expressiva redução do fluxo de imparidades e provisões, perante o nível muito elevado registado em 2014 (Gráfico 29). Embora em menor medida, a evolução dos resultados de operações financeiras e da margem financeira contribuiu também para a recuperação dos resultados.

A evolução positiva da margem financeira foi explicada pela redução dos custos com juros, que mais do que compensou a diminuição verificada nos proveitos com juros; esta evolução foi significativamente determinada pelas operações com clientes (crédito e depósitos). O efeito preço global (diferencial entre a taxa global do crédito e a taxa global a que os bancos remuneram os depósitos) aumentou em 2015 (para mais detalhe ver Caixa 3).

A redução da remuneração oferecida nas novas operações e a renovação, a taxas de juro mais baixas, de depósitos contratados em anos anteriores (a taxas relativamente elevadas) contribuíram para a diminuição da taxa de juro implícita dos depósitos. Este comportamento deverá prolongar-se no atual contexto de baixas taxas de juro, estando, contudo, limitado pela existência de garantia de capital neste instrumento financeiro, que invalida a possibilidade de aplicação de taxas de juro negativas.

**Gráfico 29 •**  
Contributos para a rendibilidade do ativo

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



A geração de juros e de rendimentos provenientes de operações de crédito a clientes foi condicionada pelo processo de desalavancagem em curso no sistema bancário, bem como pela importância das operações de crédito a taxa de juro indexada com *spreads* reduzidos nas carteiras de crédito dos bancos (nomeadamente, crédito a particulares para aquisição de habitação), cujo peso no total do crédito se mantém relativamente estável. O contexto macroeconómico atual, nomeadamente as baixas taxas de juro e o baixo crescimento económico, deverá continuar a contribuir para o comportamento desta rubrica, afetando negativamente a rentabilidade dos bancos.

O decréscimo das taxas de remuneração dos títulos em carteira terá contribuído para a diminuição dos juros recebidos de outros ativos financeiros em relação ao final de 2014. Esta evolução poderá ser explicada, em parte, pelo decréscimo da rentabilidade implícita da dívida pública portuguesa, por via de vencimentos e de vendas destes títulos com posteriores compras de títulos de dívida (residente e não residente) com *yields* mais baixas. A descida generalizada das *yields* das obrigações de dívida pública da área do euro refletiu um conjunto alargado de medidas de política não convencional do BCE, com destaque para o recente programa de compra de ativos soberanos.

Para a redução dos encargos com juros contribuiu a diminuição do custo implícito das fontes de financiamento do mercado por grosso, nomeadamente através de bancos centrais e do mercado interbancário. O decréscimo das responsabilidades representadas por títulos de carácter não subordinado e dos passivos subordinados contribuiu, também, para a redução dos juros pagos nestes instrumentos, dado o custo superior desta forma de financiamento.

Os resultados de operações financeiras aumentaram em 2015 (27 por cento em termos homólogos), tendo atingido cerca de 14 por cento do produto bancário, o que corresponde ao máximo registado no período entre 2011 e 2015. Os resultados de operações financeiras continuam a ser, em parte, explicados pela realização de mais-valias na carteira de ativos financeiros

disponíveis para venda decorrente da alienação de títulos de dívida pública, em particular portuguesa. Apesar da sua diminuição, em termos homólogos, as mais-valias desta natureza mantiveram-se elevadas. No entanto, a permanência das *yields* em níveis baixos limitará, necessariamente, a realização deste tipo de resultados no futuro.

As comissões (líquidas) têm representado uma fonte de receita estável para o sistema bancário português, conforme refletido no seu contributo para a geração de produto bancário desde 2011.

O sistema bancário continuou, em 2015, o processo de redução de custos, ainda que este tenha desacelerado relativamente aos anos anteriores, nomeadamente na componente de custos com pessoal. Com efeito, esta componente representou, em 2015, cerca de 55 por cento dos custos operacionais, o peso mais elevado observado desde 2011. O rácio *cost-to-income* cifrou-se em 59,9 por cento, registando uma diminuição de 6 p.p. em relação a 2014, explicada principalmente pelo comportamento do produto bancário. Expurgando os elementos não recorrentes (*non-core*) dos resultados (nos quais se encontram elementos de natureza mais volátil, tais como os resultados em operações financeiras), o rácio ascendeu a 70 por cento, menos 5 p.p. do que em 2014.

## A geração de resultados na atividade internacional enfrenta desafios

A atividade internacional de alguns dos maiores grupos bancários portugueses continuou, em 2015, a contribuir positivamente para o produto bancário (nomeadamente na geração de margem financeira e de comissões). No entanto, esta exposição do sistema bancário português tem como contrapartida riscos associados à atividade económica, bem como riscos políticos e legais associados às respetivas geografias. Os casos do BPI e do BCP ilustram bem esta situação (já detalhados em anteriores edições do *Relatório de Estabilidade*

*Financeira*). Com efeito, subsiste incerteza acerca da manutenção da atividade no mercado angolano no âmbito do grupo BPI. No caso do BCP destaca-se, relativamente à atividade desenvolvida na Polónia, a ausência de uma decisão quanto à alocação dos efeitos da conversão dos créditos expressos em francos suíços para a moeda local, na sequência da descontinuação pelo Banco Central da Suíça da definição de uma taxa de câmbio mínima do franco suíço relativamente ao euro. Ambas as situações têm potencial para condicionar, naqueles mercados, o desenvolvimento de atividade relevante e a geração de rendimento.

Apesar da redução do fluxo de imparidades, o elevado nível de crédito em risco continua a penalizar a qualidade do ativo e a rendibilidade do sistema

Em 2015, verificou-se uma diminuição expressiva do reconhecimento de imparidades, mesmo excluindo o impacto do BES / Novo Banco (Gráfico 30). Para esta evolução contribuiu, em grande medida, a redução verificada nas imparidades reconhecidas para crédito; o custo do risco do crédito diminuiu cerca de 1 p.p. em termos homólogos, fixando-se em 1,2 por

cento (excluindo o impacto do BES / Novo Banco, observa-se um decréscimo de 0,4 p.p. para cerca de 1 por cento). Esta dinâmica poderá sinalizar um processo de normalização da atividade, após o esforço de constituição de imparidades e de provisões verificado em anos anteriores. Ainda assim, o fluxo de imparidades permanece elevado.

Apesar da melhoria da atividade económica, o significativo endividamento do setor privado não financeiro residente e o típico desfasamento do incumprimento no crédito face ao ciclo económico continuaram a traduzir-se numa elevada materialização do risco de crédito (Gráfico 31). O segmento das sociedades não financeiras apresenta os rácios de crédito em risco mais altos e ainda crescentes, embora com sinais de abrandamento. No segmento do crédito a particulares para habitação, o rácio de crédito em risco tem permanecido estável, em cerca de 6 por cento, desde meados de 2011. No caso do segmento do crédito a particulares para consumo e outros fins, com menor expressão na carteira de crédito, o rácio de crédito em risco reduziu-se face ao final de 2014, para 14,2 por cento. Assistiu-se a um aumento da dispersão do rácio de crédito em risco para todos os segmentos do setor privado residente (Secção 1.2.).

**Gráfico 30 •**  
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.  
(\* ) Excluindo BES / Novo Banco.



A cobertura do crédito em risco por imparidades situou-se em níveis expressivos, mesmo no referido contexto de significativa redução dos fluxos de imparidades para crédito.

O elevado nível de crédito em risco do setor bancário configura um risco para a estabilidade financeira por, entre outras razões, constituir um indício de debilidade financeira com impacto na rentabilidade do setor e, potencialmente, afetar a sua capacidade e incentivo para conceder crédito à economia. Esta situação afeta atualmente diversos sistemas bancários europeus, o que justifica que a questão esteja a ser abordada não apenas em Portugal, numa articulação entre as autoridades nacionais no âmbito da missão de monitorização pós-programa (PPS/PPM), mas também internacionalmente, designadamente no Mecanismo Único de Supervisão.

Neste enquadramento, deverão continuar a ser tomadas medidas para incentivar a redução do *stock* de crédito em risco, em simultâneo com outras, de cariz preventivo, aplicadas no âmbito da supervisão prudencial e direcionadas ao fluxo de novo crédito em risco.

É essencial adotar uma abordagem multifacetada, como já defendido na anterior edição do *Relatório de Estabilidade Financeira*, direcionada para um conjunto de condicionantes existentes. Por um lado, a eficácia e a eficiência de medidas de supervisão prudencial destinadas a incentivar

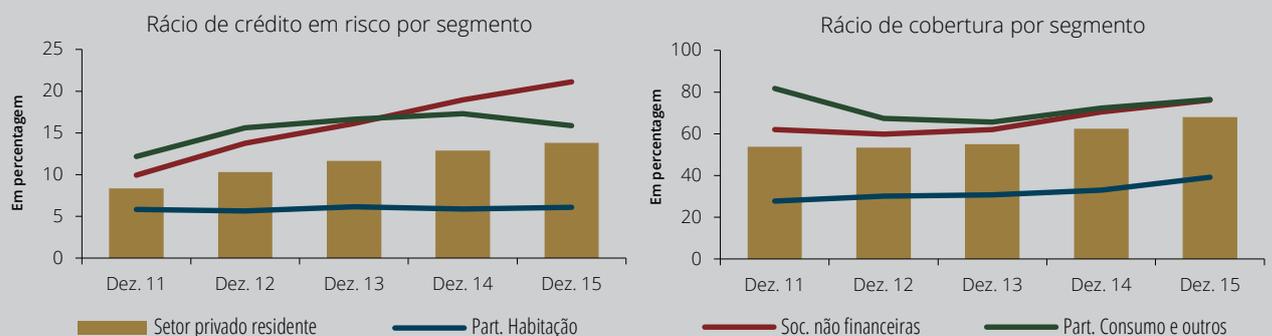
uma gestão mais pró-ativa do crédito em risco ou de iniciativas para estimular o mercado destes ativos estão condicionadas pela envolvente estrutural, nomeadamente pelas restrições nos sistemas legal, judicial e fiscal. Por outro lado, a adoção de estratégias mais agressivas, que acarretem custos relevantes, penalizaria a capacidade de geração de resultados, pelo que, no atual contexto macroeconómico e perante as atuais exigências regulamentares europeias, esta opção se encontra limitada.

Poderá ainda continuar a ser avaliada a possibilidade de criar um veículo facilitador da venda de créditos problemáticos das instituições de crédito. Esse veículo deverá privilegiar a captação de investimentos junto de entidades privadas especializadas e potenciar os benefícios associados à gestão destes ativos por entidades especializadas, com capacidade para efetuarem uma avaliação detalhada da situação económica e financeira das empresas e, mediante os resultados dessa avaliação, proporem a solução mais adequada.

A arquitetura deste veículo deverá, porém, considerar os seguintes aspetos, num enquadramento europeu que impõe atualmente fortes restrições ao tipo de medida que foi adotada em Espanha e na Irlanda durante a crise:

i) O financiamento deve ser proveniente, primordialmente, do setor privado, sendo tal facilitado por uma estruturação dos títulos emitidos

**Gráfico 31 • Crédito em risco**



Fonte: Banco de Portugal.

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

pelo veículo em *tranches* de diferentes níveis de senioridade;

ii) A transferência dos ativos para o veículo exige uma avaliação prévia dos mesmos, o que mitiga a assimetria de informação entre os bancos credores e os potenciais investidores. O preço de transferência compreende habitualmente um *haircut* face aos valores registados no balanço dos bancos, mesmo considerando eventuais garantias que lhes estejam associadas; e

iii) A forma como o apoio público se pode materializar tem necessariamente de considerar o atual enquadramento regulamentar europeu, com implicações, por exemplo, no preço de uma eventual garantia.

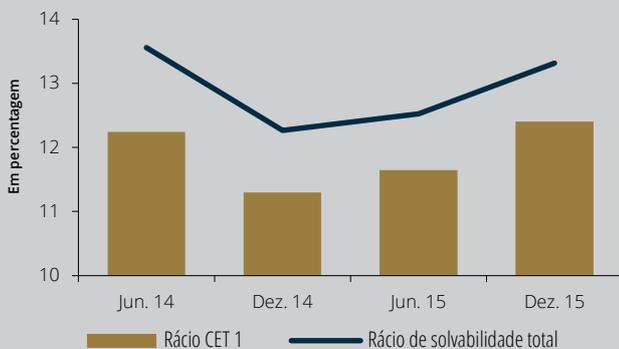
Por fim, deverão ser simultaneamente introduzidas alterações no Processo Especial de Revitalização, no Sistema de Recuperação de Empresas por Via Extrajudicial e no Código de Insolvência e Recuperação de Empresas, de forma a i) reduzir os custos associados à execução do colateral, aos processos de reestruturação de dívida e de insolvência de sociedades não financeiras (com especial enfoque em medidas que reduzam o período de tempo associado a estes procedimentos), e ii) incentivar as empresas e / ou os credores a recorrer a estes processos de reestruturação numa perspetiva preventiva, que possibilite uma recuperação sustentável da empresa.

## Os níveis de solvabilidade do sistema bancário aumentaram, reforçando a resiliência do setor

No final de 2015, o rácio de fundos próprios principais (*Common Equity Tier 1 - CET 1*) do sistema bancário situou-se em 12,4 por cento, 1,1 p.p. acima do valor registado no final de 2014 (Gráfico 32). Esta evolução foi influenciada por eventos extraordinários que tiveram impacto sobre os fundos próprios e sobre os ativos ponderados pelo risco (*Risk Weighted Assets - RWA*).

A 1 de janeiro de 2015 entrou em vigor o regime especial aplicável aos ativos por impostos diferidos (*Deferred Tax Assets - DTA*), consagrado na Lei n.º 61/2014, de 26 de agosto, ao qual aderiram os principais bancos domésticos. O referido diploma veio eliminar a incerteza quanto à recuperação de determinadas classes de *DTA* decorrentes de diferenças temporárias, passando os mesmos a não depender da rentabilidade futura das instituições aderentes. Deste modo, deixaram de ser dedutíveis aos fundos próprios principais, de acordo com a regulação europeia de âmbito prudencial. Estima-se que o impacto positivo no rácio *CET 1* da não dedução dos *DTA* acumulados até dezembro de 2014 e abrangidos pelo referido regime fiscal se tenha cifrado em cerca de 1 p.p. em 2015.

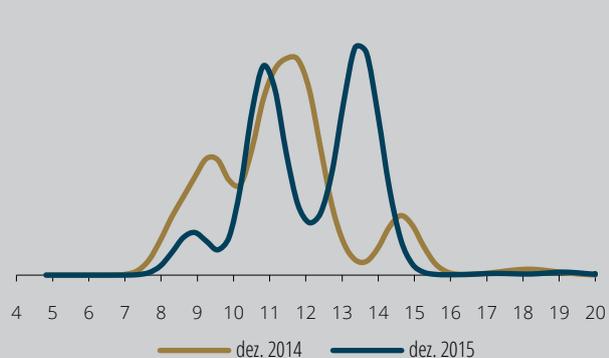
Gráfico 32 • Rácio *CET 1* e de solvabilidade total



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Rácios calculados de acordo com as disposições transitórias previstas na *CRD IV / CRR*.

Gráfico 33 • Distribuição do rácio *CET 1*



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Distribuição empírica obtida recorrendo a um *kernel* gaussiano que pondera as instituições pelo seu ativo.

A evolução dos fundos próprios foi também positivamente afetada pela retransmissão, do Novo Banco para o BES, de cinco séries de emissões de instrumentos de dívida não subordinada, que tinham sido transferidas para o Novo Banco na sequência da Deliberação do Banco de Portugal de 3 de agosto de 2014. Estas foram originariamente emitidas pelo BES e colocadas especificamente junto de investidores qualificados, apresentando uma denominação mínima de 100 mil euros. A seleção das referidas emissões de obrigações fundamentou-se em razões de interesse público e teve em vista salvaguardar a estabilidade financeira e assegurar o cumprimento das finalidades da medida de resolução aplicada ao BES. Da retransmissão resultou, em termos líquidos, um impacto positivo para o capital do Novo Banco de cerca de 1985 milhões de euros, com um efeito nos rácios de fundos próprios do sistema bancário de 0,85 p.p..

O reforço dos fundos próprios por duas instituições de maior relevância e a recuperação da rentabilidade da generalidade do setor permitiram aumentar os níveis de solvabilidade do sistema bancário. Note-se, porém, que a baixa rentabilidade continua a condicionar a capacidade de geração interna de capital das instituições. No final de 2015, a generalidade das instituições apresentava um rácio de *CET 1* acima de 8 por cento, apesar de a distribuição demonstrar alguma heterogeneidade (Gráfico 33).

A já referida descontinuação da atribuição a Angola da equivalência à regulamentação e à supervisão europeias, ocorrida no início de 2015, constituiu também um acontecimento extraordinário, que se traduziu num aumento dos *RWA*. Porém, face ao final de 2014, assistiu-se em termos globais a uma diminuição dos *RWA*, em particular dos associados ao risco de crédito com impacto positivo nos rácios de solvabilidade. Este resultado decorreu do processo de desalavancagem em curso no setor.

Atualmente, um conjunto de disposições transitórias estabelecidas pela *CRD IV / CRR* permite que os bancos se ajustem gradualmente aos novos requisitos relativos ao rácio *CET 1*. A sua eliminação gradual, até 2018, exercerá uma pressão sobre os rácios de solvabilidade das instituições de crédito,

embora contribua para elevar a qualidade dos seus fundos próprios. Esta pressão poderá ser agravada caso o setor não recupere níveis de rentabilidade mais elevados. Neste contexto, o Banco de Portugal tem promovido junto das instituições supervisionadas um conjunto de práticas de gestão prudente, com vista ao reforço dos rácios de capital e à preservação da solidez financeira (Caixa 4 da edição de novembro de 2015 do *Relatório de Estabilidade Financeira*).

De acordo com a evidência recolhida no *QIS*, cuja última informação disponível se reporta a junho de 2015, os maiores grupos bancários portugueses em atividade no final de 2015 cumpriam integralmente os requisitos mínimos para o rácio de *CET 1* definidos pelo quadro de Basileia III, introduzidos na *CRD IV* e no *CRR*, após terminado o período transitório (*fully implemented*). No entanto, nos restantes rácios prudenciais, existem desafios assinaláveis a enfrentar, uma vez que nem todos os grupos atingiam os requisitos mínimos dos rácios de *Tier 1* e de solvabilidade total (*fully implemented*). Assume assim particular importância que as instituições emitam instrumentos subordinados elegíveis para capital regulamentar que permitam ultrapassar esta situação.

O enquadramento regulamentar da União Bancária inclui também um rácio de alavancagem que passou a ser de divulgação obrigatória pelas instituições sujeitas a supervisão prudencial, a partir de 1 de janeiro de 2015. Este rácio complementa as medidas de solvabilidade baseadas nos *RWA*, tendo como principal característica o facto de os ativos não serem ponderados pelo risco. A calibração final está prevista para 2017, podendo tornar-se num requisito regulamentar obrigatório em 2018. Os dados obtidos através do *QIS*, com referência a junho de 2015, indicam que as instituições portuguesas participantes apresentavam um rácio de alavancagem acima de 3 por cento, valor atualmente aceite como mínimo de referência e em linha com os níveis médios europeus. A posição relativamente mais favorável do sistema bancário neste indicador (face aos rácios prudenciais de capital) reflete o facto de os requisitos de capital por unidade de ativo em Portugal serem dos mais elevados na Europa.

Apesar dos progressos alcançados nos últimos anos, o sistema bancário português continua a apresentar uma situação frágil em relação aos seus pares da área do euro

Em 2014, o setor bancário português mantinha várias fragilidades de natureza estrutural quando comparado com os países da área do euro (Gráfico 34). Essas debilidades manifestavam-se de forma mais significativa, nomeadamente, na solvabilidade, na qualidade do ativo e na rentabilidade. No que concerne à posição estrutural de liquidez, medida pelo rácio de transformação, o sistema bancário apresenta um posicionamento relativamente confortável. O ajustamento deste rácio resultou de uma redução do crédito e de um comportamento favorável dos depósitos. Relativamente à rentabilidade, os bancos portugueses têm-se destacado pela negativa no contexto da área do euro, devido, sobretudo, aos constrangimentos

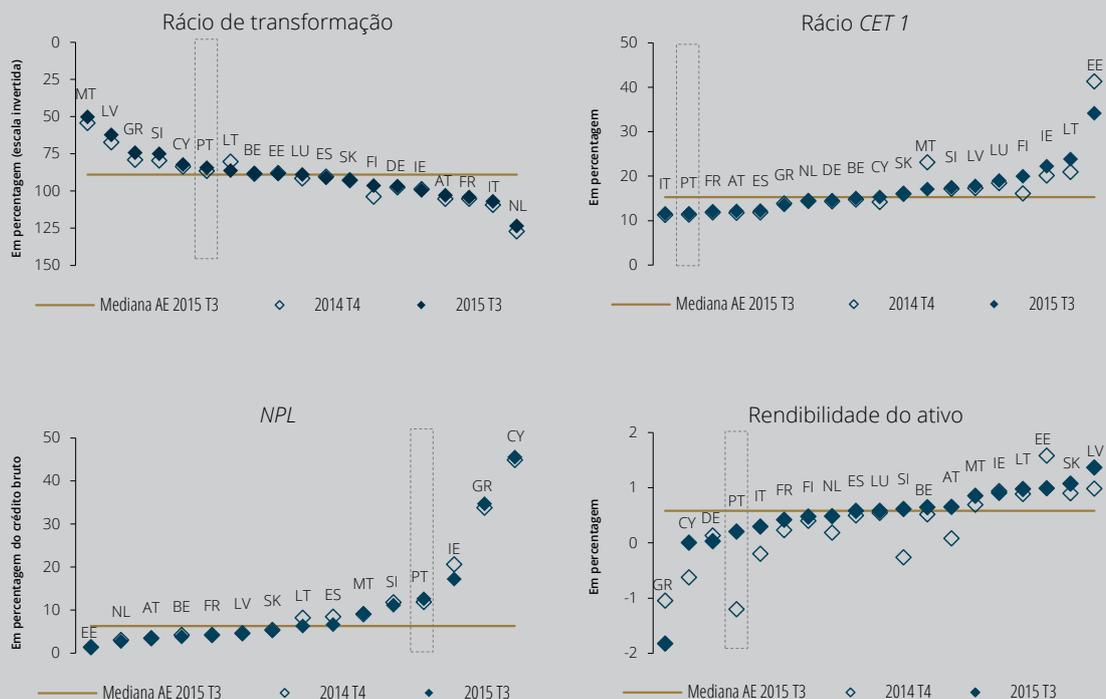
que a crise financeira internacional e o necessário ajustamento inerente ao PAEF impuseram ao desenvolvimento da atividade bancária nos últimos anos. Quanto à qualidade do ativo, o sistema bancário situava-se no limite inferior do intervalo de referência considerado, em resultado, por um lado, da aplicação de uma política de concessão de crédito pouco conservadora no passado e, por outro, das condições macroeconómicas adversas dos últimos anos<sup>18</sup>. No que diz respeito ao rácio *CET 1*, o sistema bancário português apresentava um valor inferior à média da área do euro no final de 2014, devido ao nível baixo de capital regulamentar que caracteriza o sistema e à sua incapacidade de geração interna de capital, dada a fraca rentabilidade.

No que se refere à capacidade instalada, em 2014, o setor bancário português comparava desfavoravelmente com a generalidade dos países da área do euro, não obstante a evolução positiva registada em alguns dos indicadores analisados face a 2011 (Gráfico 35). Portugal continuava a apresentar um dos rácios mais

**Gráfico 34 •**  
Comparações internacionais  
(2014 T4-2015 T3)

Fonte: Banco Central Europeu (*Consolidated Banking Data*) e Fundo Monetário Internacional (*Financial Soundness Indicators*).

Notas: Para o cálculo da rentabilidade do ativo foi utilizado o valor anualizado dos resultados do terceiro trimestre de 2015. A análise dos *NPL* exclui a Alemanha, a Finlândia, a Itália e o Luxemburgo devido à indisponibilidade de dados para os períodos analisados. O valor de *NPL* referente à França para o terceiro trimestre de 2015 diz respeito à média simples do segundo e do quarto trimestres, por indisponibilidade de dados. Os valores apresentados para o rácio de transformação diferem dos do Gráfico 26 devido a diferenças metodológicas.



reduzidos entre a população e o número de balcões, somente acima dos de Espanha e Chipre. Em resultado da consolidação em curso no setor bancário europeu, assistiu-se a uma redução do número de empregados bancários na maioria dos países da área do euro, incluindo Portugal, o que conduziu a uma melhoria generalizada do rácio entre a população e o número de empregados bancários, encontrando-se Portugal na mediana da distribuição. Contudo, a acentuada redução do ativo resultante do processo de desalavancagem no setor bancário português determinou a evolução negativa do rácio entre o ativo e o número de empregados no período de 2011 a 2014.

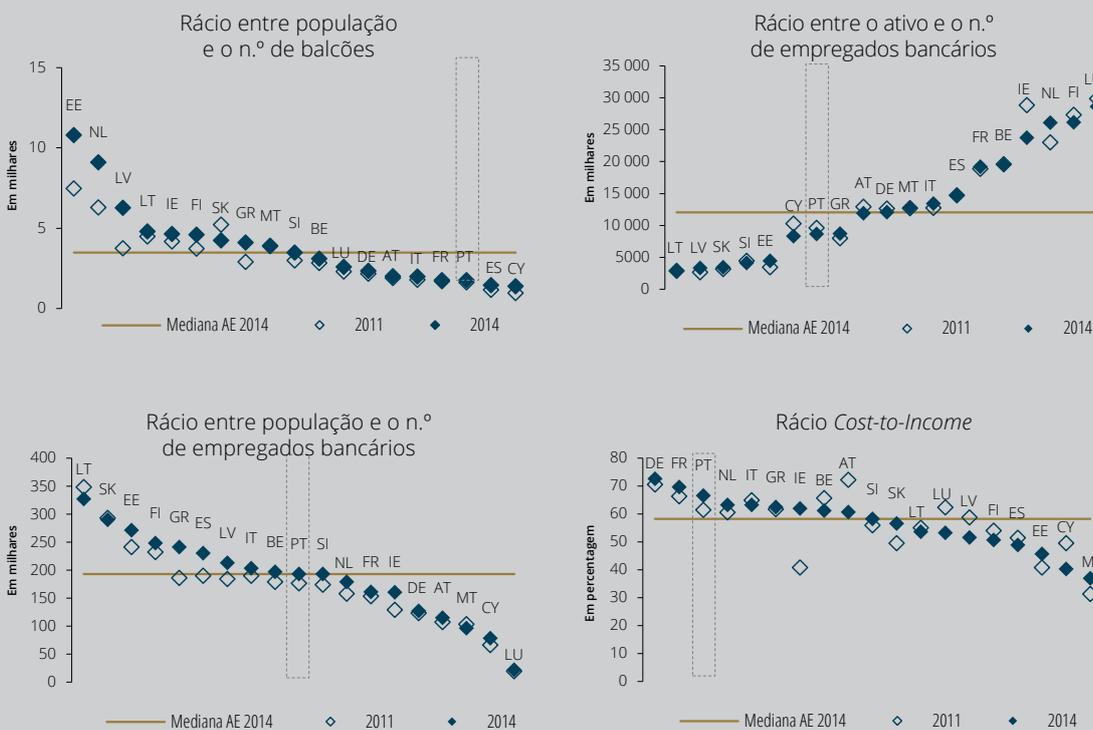
Na eficiência do sistema bancário, Portugal também comparava negativamente com a maioria dos países da área do euro em 2014, apresentando um rácio *cost-to-income* apenas inferior ao da Alemanha e ao da França, tendo-se assistido ainda a uma degradação deste indicador relativamente a 2011. Neste contexto, e tendo em conta a limitada capacidade de geração de produto bancário

no atual enquadramento macroeconómico, a recuperação da rentabilidade do setor bancário português deverá assentar no aumento da eficiência, através da redução dos custos operacionais, salvaguardando, no entanto, a integridade dos processos de avaliação de risco e de controlo interno dos bancos. Nesse sentido, o crescimento da banca digital, embora represente um desafio no curto prazo, dado o elevado investimento inicial em infraestruturas necessário, constitui uma via para a redução sustentável de custos do setor.

### 1.3.2. Setor segurador

O montante de ativos afetos à cobertura de provisões técnicas diminuiu em 2015, refletindo o comportamento do ramo vida

Em 2015, o montante global dos ativos afetos à cobertura de provisões técnicas<sup>19</sup> diminuiu 2,6 por cento, para 49,9 mil milhões de euros,



**Gráfico 35 •**  
Comparações internacionais (2011-2014)

Fonte: Banco Central Europeu (*Consolidated Banking Data e Report on Financial Structures – October 2015*).

representando 28 por cento do PIB<sup>20</sup>. Este rácio, em crescimento desde 2012, diminuiu 1,7 p.p. em 2015, o que se explica tanto pelo efeito do crescimento do PIB nominal, como pela evolução da carteira de ativos afeta à cobertura das provisões técnicas do ramo vida, que diminuiu 3,1 por cento em 2015. Já nos ramos não vida, o montante global da carteira de ativos afeta à cobertura de provisões técnicas aumentou um por cento no mesmo ano.

A estrutura das carteiras de investimento permaneceu relativamente estável face a dezembro de 2014. Destaca-se, no ramo vida, a diminuição do peso dos instrumentos de dívida (pública e privada) e o aumento da afetação da carteira a ações. Nos ramos não vida, aumentou o peso da dívida soberana, compensada pela diminuição das ações e dos fundos de investimento (Gráfico 36). Assim, para a totalidade do setor, constata-se o aumento da afetação dos investimentos a ações, o que, conjugado com uma duração média da carteira de títulos de dívida em níveis historicamente elevados, se traduz num aumento do risco da carteira de investimentos do setor. Refira-se, no entanto, que num contexto de gestão de ativos e passivos (*Asset Liability Management* – *ALM*), uma maior duração dos ativos (sensibilidade ao risco de taxa de juro) poderá refletir uma estratégia de mitigação do risco de taxa de juro do balanço, na medida em que contribua para

uma redução da diferença entre a duração dos ativos e dos passivos.

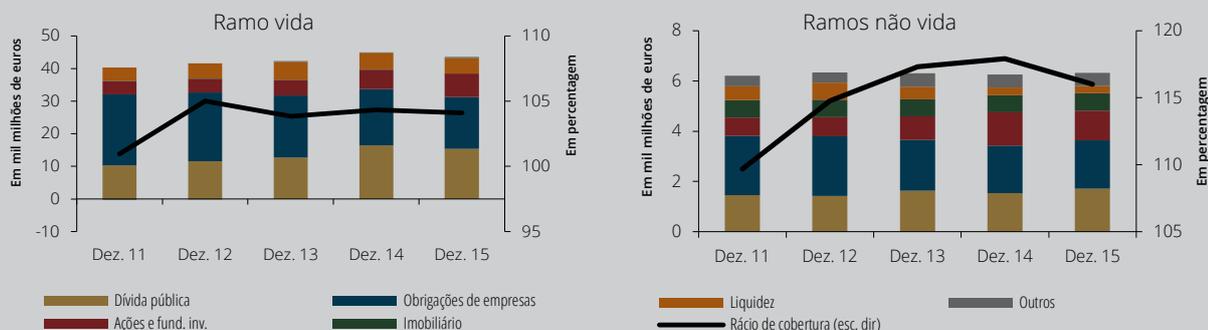
As provisões técnicas do ramo vida verificaram em 2015 uma redução de 2,9 por cento. Esta realidade, conjugada com a já mencionada redução do valor das carteiras de investimento deste ramo, justifica a manutenção do rácio de cobertura em cerca de 104 por cento. Nos ramos não vida, apesar do efeito positivo do crescimento da carteira de ativos, o aumento de 2,7 por cento do valor das provisões técnicas justificou a redução do rácio de cobertura em 2015, para 116 por cento (117,9 por cento em dezembro de 2014).

### A produção total do setor diminuiu, apesar do aumento nos ramos não vida

A produção de seguro direto<sup>21</sup> decresceu 11,6 por cento em 2015, atingindo o montante global de 11,9 mil milhões de euros (Gráfico 37)<sup>22</sup>. Esta evolução é explicada exclusivamente pelo ramo vida, cuja produção diminuiu cerca de 18 por cento, enquanto nos ramos não vida aumentou 7,7 por cento, invertendo a tendência de anos anteriores<sup>23</sup>.

Os custos com sinistros aumentaram de forma significativa, tanto no ramo vida como nos ramos não vida, apresentando taxas de crescimento de 10,3 e 6,6 por cento, respetivamente<sup>24</sup>.

Gráfico 36 • Carteira de ativos afetos e rácio de cobertura das provisões técnicas



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

As preocupações já manifestadas pela Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF) relativamente ao equilíbrio técnico da exploração dos ramos acidentados de trabalho e automóvel mantiveram-se em 2015. Ainda assim, no caso dos acidentados de trabalho, verificou-se uma melhoria dos indicadores operacionais (o rácio de sinistralidade diminuiu de 113,6 por cento em 2014, para 107,8 por cento, em 2015)<sup>25</sup>. No caso do ramo automóvel, registou-se mesmo um aumento significativo dos custos com sinistros, resultando num rácio de sinistralidade de 72,5 por cento, mais 4,8 pontos percentuais do que em 2014. No ramo vida, o aumento dos custos com sinistros foi determinado pelo comportamento dos resgates num número reduzido de operadores; estes resgates aumentaram 25 por cento e representaram mais de metade dos custos com sinistros deste ramo em 2015. De facto, a taxa de resgate, que mantinha uma tendência de redução nos últimos anos, aumentou em 2015.

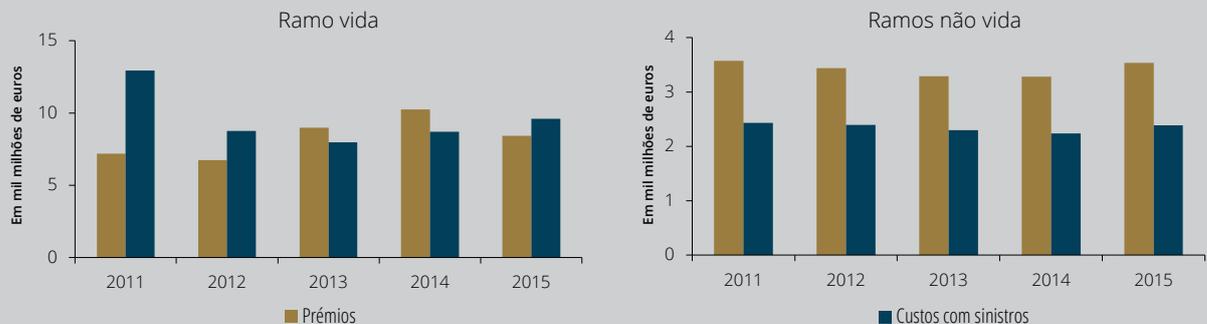
Os resultados líquidos do setor beneficiaram da realização de mais-valias anteriormente registadas em reservas de reavaliação

Em 2015, os resultados líquidos das empresas de seguros sob a supervisão da ASF estimam-se

positivos em 378 milhões de euros, o que representa um aumento expressivo face ao valor de 77 milhões de euros apurado em 2014. A taxa de cobertura da margem de solvência estima-se em 238 por cento, traduzindo um aumento de 32 pontos percentuais face a dezembro de 2014 e proporcionando uma margem relativamente confortável face ao valor mínimo exigível (100 por cento).

No entanto, uma parte substancial do resultado líquido apurado decorreu da realização de mais-valias potenciais, anteriormente inscritas contabilisticamente nas reservas de reavaliação, obtidas devido ao comportamento positivo dos mercados financeiros nos períodos mais recentes. Neste contexto, e num ambiente de taxas de juro historicamente baixas, torna-se desafiante assegurar a sustentabilidade de longo prazo das empresas de seguros, sobretudo quando ocorre a alienação de ativos afetos a responsabilidades de seguros com garantias financeiras. De facto, dadas as atuais perspetivas de manutenção de baixas taxas de juro, não será possível reinvestir em ativos com taxas de retorno idênticas às do passado sem que se assumam um maior nível de risco. Assim, ganha relevância a adoção de comportamentos prudentes que promovam a preservação de níveis de capital que permitam fazer face aos principais desafios do setor, como sejam a evolução da envolvente macroeconómica e dos riscos de mercado e de crédito, bem como a entrada em vigor do regime Solvência II. Refira-se ainda que

Gráfico 37 • Prémios e custos com sinistros de seguro direto



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

os riscos associados à envolvente macroeconómica e aos riscos de mercado e de crédito são tipicamente identificados pela indústria como as classes de risco de maior importância.

Adicionalmente, tal como já referido em edições anteriores deste Relatório, a realização das operações de resseguro que permitiram a antecipação de fluxos financeiros a receber na vigência dos contratos em causa tenderá a prejudicar os resultados futuros do ramo vida.

Neste contexto, e atendendo às perspetivas do enquadramento económico e financeiro no curto a médio prazo, ganham relevância as diversas iniciativas internacionais que visam assegurar a resiliência do setor, com destaque para os estudos relacionados com a potencial definição e implementação de instrumentos macroprudenciais para o setor segurador ou a realização recorrente de testes de esforço.

### 1.3.3. Fundos de pensões

#### O montante de ativos sob gestão pelos fundos de pensões aumentou em 2015

Em 2015, o montante de ativos sob gestão pelos fundos de pensões aumentou 3,2 por cento (Gráfico 38). O aumento dos ativos sob gestão foi comum aos fundos

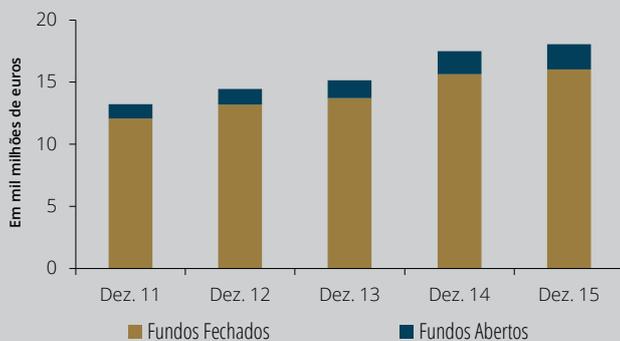
abertos e aos fundos fechados (variações de 10,3 e de 2,4 por cento, respetivamente). O peso do setor na economia, medido através do rácio entre o total de ativos sob gestão pelos fundos de pensões e o PIB, manteve-se relativamente constante, em cerca de 10 por cento.

Durante o ano, a composição da carteira de investimento sofreu algumas alterações. Salienta-se uma redução de 6 p.p. na afetação a ativos mais líquidos (depósitos), que teve como principal contrapartida a aplicação em títulos de dívida pública e privada, assim como em unidades de participação em fundos de investimento (Gráfico 39).

As contribuições dos associados, participantes e beneficiários continuaram a ser o principal factor explicativo do crescimento do montante global de ativos sob gestão (Gráfico 40). No entanto, o valor global destas contribuições reduziu-se em 52,9 por cento. Esta redução explica-se em larga medida pelo comportamento dos fundos fechados e pela necessidade de realização de contribuições extraordinárias em 2014, para fazer face às alterações dos pressupostos atuariais utilizados no cálculo das responsabilidades.

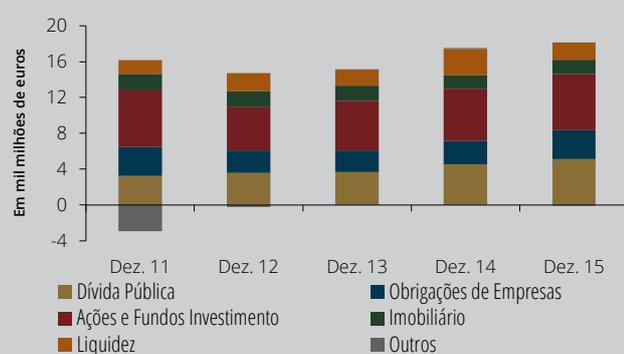
Os benefícios pagos observaram um crescimento expressivo em 2015 (13,3 por cento) para o qual contribuíram significativamente as adesões individuais a fundos abertos. Note-se

Gráfico 38 • Ativos sob gestão



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

Gráfico 39 • Carteira de investimento



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

que, no caso dos fundos fechados, o aumento foi de apenas 2,6 por cento.

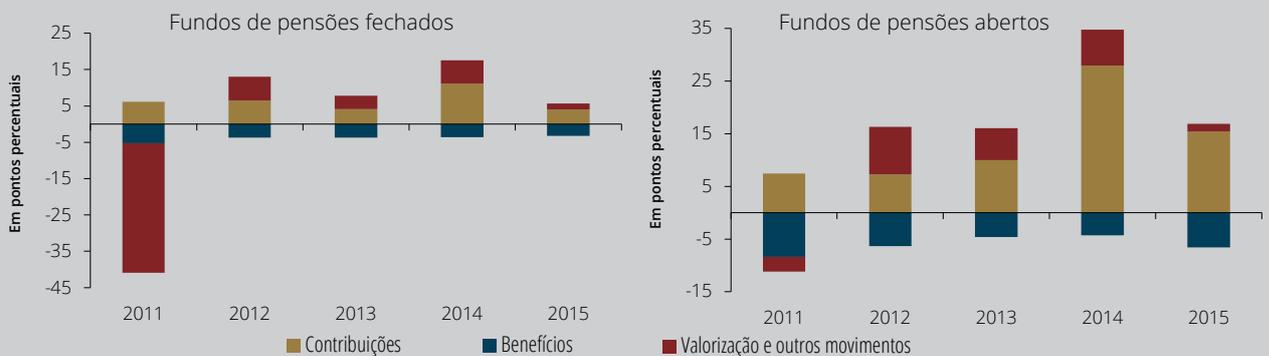
### O ambiente de taxas de juro historicamente baixas continua a desafiar a evolução do setor

Em Portugal, os fundos de pensões fechados constituem a parte mais significativa do setor. De entre estes, destacam-se (pelo número e montante sob gestão) os fundos de pensões de benefício definido. Perante o atual ambiente de taxas de juro historicamente baixas, os fundos de pensões de benefício definido continuam pressionados pela necessidade de garantirem níveis de rentabilidade dos seus ativos suficientes para cobrir as responsabilidades assumidas. Considerando que os principais fundos de pensões de benefício definido são promovidos pelos grupos bancários de maior dimensão, este facto poderá ter consequências na rentabilidade e na solvabilidade do setor bancário, na medida em que caberá aos associados dos fundos de pensões com planos de benefício definido cobrir esse diferencial através de contribuições extraordinárias.

Em janeiro de 2016, foi publicado o relatório com os resultados do primeiro exercício europeu de testes de esforço às instituições de realização de planos de pensões profissionais (*IORPs*, na sigla inglesa), realizado pela Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (*EIOPA*, na sigla inglesa)<sup>26</sup>. Este exercício, que abrangeu os fundos de pensões que financiam planos profissionais em 17 países da UE (incluindo Portugal), foi realizado com referência a 31 de dezembro de 2014 e compreendeu dois módulos: um módulo *core* e um módulo satélite.

O módulo *core*, aplicado aos planos de benefício definido ou híbridos, avaliou a resiliência do setor a dois cenários adversos de evolução dos mercados financeiros e a um cenário de aumento da esperança média de vida. O primeiro cenário de evolução dos mercados financeiros assumia uma redução abrupta no preço dos ativos nas economias desenvolvidas, com início nos mercados acionistas da UE e com consequências sobre as principais classes de ativos. O segundo cenário, além de considerar um choque sobre os preços das principais classes de ativos (embora genericamente inferior ao primeiro cenário), assumia também a materialização de riscos geopolíticos, que originaria um aumento dos preços do petróleo e de outras *commodities*. O Quadro 2 apresenta os resultados deste exercício, medidos pelo valor dos ativos sobre o valor das responsabilidades<sup>27</sup>.

Gráfico 40 • Contributos para a variação do valor dos fundos



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

Quadro 2 • Resultados do teste de esforço – nível de financiamento

	Fundos nacionais	Total dos fundos
Situação em 31/12/2014	103	95
Cenário adverso de mercado n.º 1	77	75
Cenário adverso de mercado n.º 2	79	78
Cenário de longevidade	96	89

Fonte: Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões.  
Nota: Nível de financiamento corresponde ao rácio entre ativos e responsabilidades, em percentagem.

Os principais efeitos dos dois cenários adversos de evolução dos mercados financeiros são a redução do valor das carteiras de investimento, sobretudo ações e imóveis, e o aumento do valor das responsabilidades devido à redução da respetiva taxa de desconto. O cenário de longevidade repercute-se no aumento das responsabilidades, como resultado da redução das taxas de mortalidade.

Embora o segundo cenário adverso de evolução dos mercados financeiros preveja uma redução mais acentuada das taxas de juro sem risco e, conseqüentemente, um maior aumento do valor estimado das responsabilidades, verifica-se um impacto negativo ligeiramente mais significativo no primeiro cenário em comparação com o segundo, devido à dimensão dos choques aplicados ao valor dos ativos.

No módulo satélite, aplicável aos planos de contribuição definida puros, foi avaliado o impacto nos benefícios futuros, a receber por um conjunto de beneficiários, de dois cenários adversos de mercado e de um cenário de longevidade (baseados no módulo *core*), bem como de dois cenários de longo prazo que implicam a redução da rentabilidade esperada dos ativos. Note-se que, no caso dos planos de contribuição definida, os benefícios a receber dependerão do montante correspondente às contribuições efetuadas e dos respetivos rendimentos acumulados, o que implica que os riscos são assumidos pelos beneficiários. Assim, uma evolução negativa da rentabilidade ou do valor dos ativos repercutir-se-á desfavoravelmente no valor das pensões a que os beneficiários terão direito. De forma geral, conclui-se que os impactos apurados não são muito significativos, dado o seu reduzido efeito sobre a taxa de substituição (definida como o rácio entre o valor da pensão e o salário à idade esperada de reforma).

Acresce que os planos de contribuição definida representam uma proporção diminuta do setor em Portugal, dado o papel determinante que o sistema público de Segurança Social assume na formação das pensões de reforma. No entanto, em face dos desafios que se perspetivam para este sistema e que podem implicar um decréscimo das taxas de substituição, interessa salientar o potencial efeito de complementaridade que este tipo de instrumentos de poupança pode assumir.

#### 1.3.4. Fundos de investimento e outras entidades financeiras

Em 2015, o valor total dos ativos dos fundos de investimento voltou a reduzir-se

No final de 2015, o valor total dos ativos dos fundos de investimento<sup>28</sup> era de 26,1 mil milhões de euros (15 por cento do PIB)<sup>29</sup> (Gráfico 41). Ao contrário do que tem vindo a suceder a nível global e europeu<sup>30</sup>, em Portugal não se tem assistido a uma tendência de aumento dos valores sob gestão. Com efeito, observou-se em 2015 um novo decréscimo desses valores, quer por via de desvalorização de carteira quer por via de resgates líquidos.

A subscrição de fundos do mercado monetário foi a principal responsável pelo aumento de valor nos fundos de investimento mobiliário

No que diz respeito aos fundos de investimento mobiliário (FIM), verificou-se, em 2015, um aumento do valor líquido sob gestão, para cerca de 12 mil milhões de euros (crescimento homólogo de 3 por cento), fortemente influenciado pelo efeito dos fundos do mercado monetário (Gráfico 42).

O valor líquido sob gestão dos fundos do mercado monetário aumentou 22 por cento, passando a representar, no final de 2015, 26 por cento do total dos FIM. Este crescimento resultou de subscrições líquidas num número restrito de fundos, uma vez que, dada a natureza deste instrumento e o ambiente de baixas taxas de juro, a sua valorização é naturalmente muito reduzida.

Os fundos de investimento de obrigações<sup>31</sup>, que representam cerca de 48 por cento dos fundos de investimento mobiliário, registaram, em 2015, um decréscimo significativo dos valores líquidos sob gestão, por via de resgates (4 por cento do valor sob gestão no final de 2014).

Relativamente aos fundos de ações, que, em dezembro de 2015, representavam 10 por cento dos fundos de investimento mobiliário, o aumento do montante sob gestão decorreu da conjugação de um efeito positivo de valorização e de subscrições líquidas positivas.

Quanto à detenção das unidades de participação por tipo de investidor, os particulares destacam-se quer nos fundos de obrigações quer nos fundos de ações, detendo cerca de 80 por cento das unidades de participação e tendo em 2015 efetuado subscrições líquidas. A participação das instituições financeiras e monetárias (IFM) nos fundos de obrigações tornou-se quase residual.

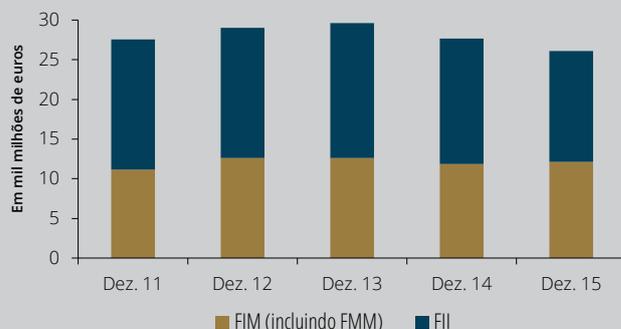
A crescente exposição dos fundos de investimento mobiliário a títulos de emitentes não residentes aumenta a diversificação da carteira agregada, mas torna o setor mais sensível a choques externos

Em termos de composição da carteira global dos FIM por instrumento financeiro, atingiu-se, no final de 2015, uma alocação relativamente equitativa entre as três rubricas de ativos: ações e outras participações, títulos de dívida e depósitos. Esta situação resulta da diminuição do valor dos títulos de dívida e do aumento das outras rubricas, evolução que se tem verificado ao longo dos últimos anos. Porém, é necessário ter em conta que na rubrica ações e outras participações se incluiu o investimento direto em ações (que tem vindo a diminuir) e o investimento por via de unidades de participação em fundos de investimento, que podem corresponder a investimento indireto em títulos de dívida.

Adicionalmente, a composição das carteiras dos FIM tem evidenciado nos últimos anos um aumento da afetação a títulos de emitentes não residentes (que passou de 68 por cento no final de 2010 para 85 por cento em dezembro de 2015). Esta evolução foi particularmente visível na carteira de títulos de dívida. Nesta, assinala-se o aumento de concentração, até 2014, em alguns dos países mais afetados pela crise. Em 2015, a evolução foi essencialmente marcada pelo aumento do peso de títulos de dívida de outros países da UE (Gráfico 43).

A diversificação geográfica pode ser particularmente favorável numa situação de *stress* financeiro, designadamente se estiver associada a títulos com maior liquidez de mercado.

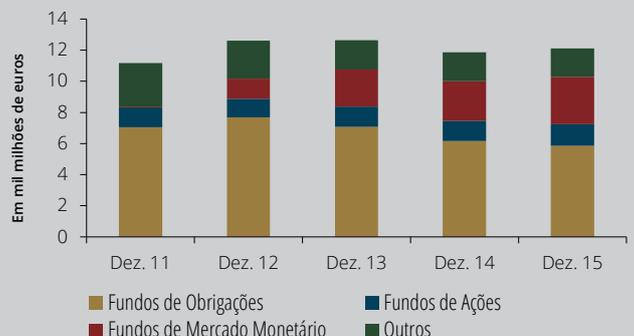
**Gráfico 41 • Fundos de investimento: valor total dos ativos**



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Fundos de investimento mobiliário (FIM) incluem fundos do mercado monetário (FMM) e excluem fundos de capital de risco.

**Gráfico 42 • Fundos de investimento mobiliário: valor total dos ativos por tipo de fundo**



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Outros incluem fundos mistos, *hedge funds* e outros fundos.

Porém, esta diversificação também torna o setor mais sensível à conjuntura externa. Um choque externo com impacto na valorização dos ativos pode desencadear fluxos significativos de subscrições e resgates nos fundos nacionais, sendo que, no caso de resgates avultados, podem ser desencadeados eventuais problemas de liquidez do fundo.

Assim, apesar da reduzida representatividade do setor de FIM no sistema financeiro nacional, mas considerando a sua exposição crescente a riscos inerentes à evolução dos mercados internacionais, torna-se relevante acompanhar as preocupações que, a nível global, se têm colocado sobre os riscos deste setor, designadamente os relacionados com a liquidez e com a alavancagem dos fundos. Devido aos desfasamentos de liquidez entre as unidades de participação (*demandable equity*) e a composição da carteira de investimento (particularmente quando investida em ativos menos líquidos), os fundos podem enfrentar dificuldades para fazer face a resgates abruptos em alturas de *stress* nos mercados, podendo materializar-se riscos associados às interligações com outros subsectores do sistema financeiro. De facto, a elevada integração de sociedades gestoras de fundos em grupos bancários pode conduzir a que situações de *stress* nos fundos de investimento se materializem

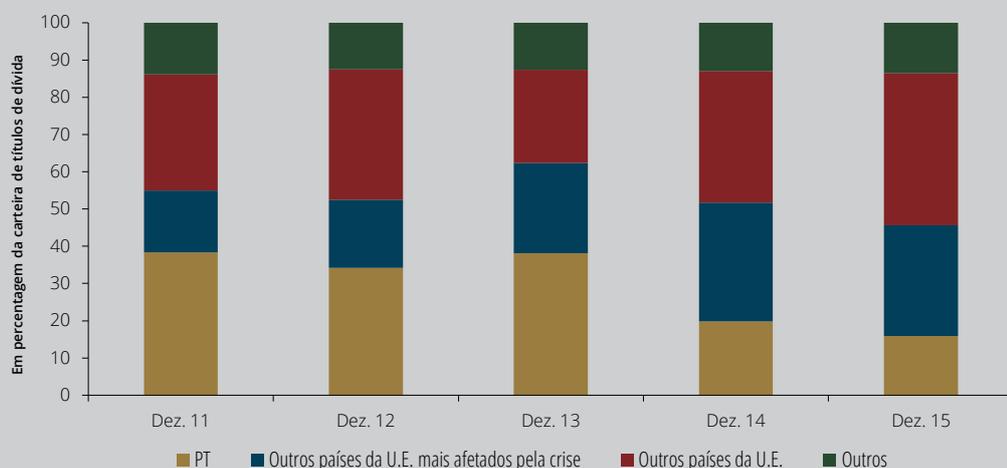
em *step-in risk*<sup>32</sup>. Adicionalmente, a utilização de alavancagem (que, no caso dos FIM residentes, não é significativa) poderá amplificar os efeitos de movimentos de mercado. Desta forma, é importante assegurar que os instrumentos microprudenciais existentes podem ser utilizados, se necessário, para fins macroprudenciais, designadamente os relacionados com instrumentos de gestão de liquidez e com os limites de alavancagem, promovendo, dessa forma, a estabilidade financeira.

O valor dos ativos sob gestão dos fundos de investimento imobiliário continuou a decrescer, com as instituições financeiras e monetárias a reforçarem a participação nestes fundos

Em dezembro de 2015, o valor dos ativos sob gestão dos fundos de investimento imobiliário (FII) correspondia a 14 mil milhões de euros. A significativa alavancagem destes fundos, essencialmente por via de empréstimos de bancos residentes (cerca de 1,8 mil milhões de euros em dezembro de 2015), justifica o diferencial do total de ativos face a cerca de 11 mil milhões de euros de valor das unidades de participação.

**Gráfico 43 •**  
Alocação da carteira de títulos de dívida dos FIM (exc. FMM) por bloco geográfico

Fonte: Banco de Portugal.  
Nota: Outros países da UE mais afetados pela crise inclui Espanha, Itália, Irlanda, Grécia e Chipre.



A redução do valor sob gestão observada em 2014 acentuou-se em 2015, com um decréscimo do valor líquido sob gestão de 8 por cento, justificado quer por efeito de valorização negativa quer por resgates líquidos (Gráfico 44).

As transações verificadas em 2015 nos FII contribuíram para o reforço da importância dos bancos residentes neste tipo de fundos, já que passaram a deter cerca de 44 por cento das unidades de participação em dezembro de 2015 (39 por cento em dezembro de 2014) (Gráfico 45). Para além desta exposição, via unidades de participação (de cerca de 4,9 mil milhões de euros), a exposição dos bancos residentes inclui também a exposição por via de empréstimos, os quais, embora a decrescer, representavam cerca de 13 por cento do valor dos ativos sob gestão.

O *shadow banking* em Portugal tem dimensão reduzida e não evidencia tendência de crescimento, ao contrário do que sucede a nível europeu e global

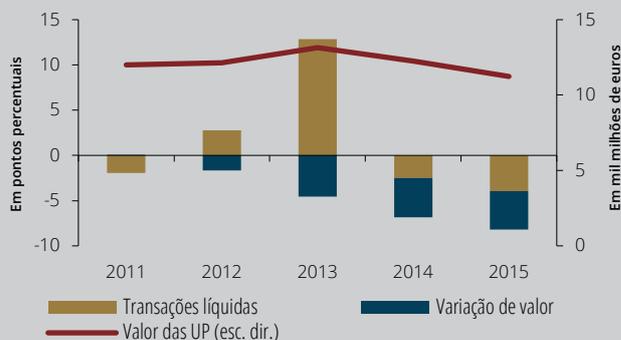
De acordo com as estatísticas do Eurosistema (Sistema Europeu de Contas 2010) existe ainda outra categoria de entidades que integram

o sistema financeiro, para além das anteriormente mencionadas (bancos, sociedades de seguros, fundos de pensões e fundos de investimento), e que em Portugal, em dezembro de 2015, detinham 173 mil milhões de euros de ativos<sup>33</sup> (96 por cento do PIB).

Estas entidades, em conjunto com os fundos de investimento (incluindo fundos do mercado monetário), integram as comumente designadas entidades de *shadow banking* (Gráfico 46). Consistente com a definição internacional do Conselho de Estabilidade Financeira (*FSB*, na sigla inglesa) e adotada pelo Comité Europeu do Risco Sistémico (*ESRB*, na sigla inglesa), *shadow banking* é considerado, de uma forma abrangente, como o “sistema de intermediação financeira que envolve entidades e atividades (total ou parcialmente) fora do sistema bancário regulado”<sup>34</sup>, ou seja, intermediação de crédito não bancária.

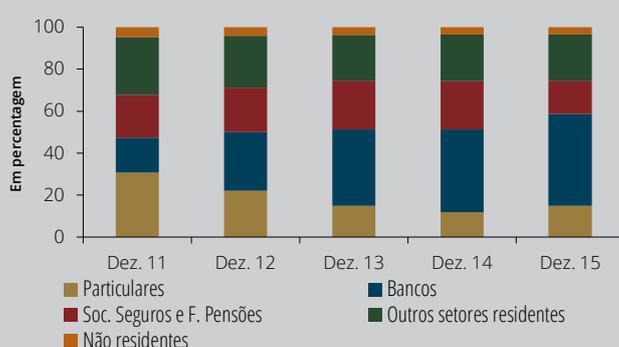
As preocupações de estabilidade financeira sobre o *shadow banking* estão relacionadas com entidades e atividades que desempenham funções de intermediação de crédito, das quais decorrem riscos relacionados com a transformação de maturidades e a transformação de liquidez e alavancagem, mas às quais não se aplica a regulação prudencial do setor bancário. Para estes riscos concorrem ainda as interligações com o restante sistema

Gráfico 44 • FII: contributos para a variação anual do valor líquido sob gestão



Fonte: Banco de Portugal.  
Nota: UP – unidades de participação.

Gráfico 45 • FII: detenção de unidades de participação por setor institucional



Fonte: Banco de Portugal.

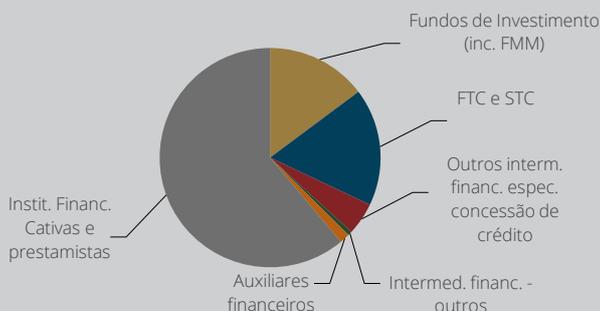
financeiro, quer por via de exposições diretas e extrapatrimoniais, quer por via de responsabilidades contingentes.

Atualmente, não existe uma definição consensual de *shadow banking*. Assim, numa perspetiva de comparação internacional, recorre-se à definição abrangente de *shadow banking* proposta pelo FSB. Porém, tendo em vista a avaliação de riscos para a estabilidade financeira, o FSB avança também com uma definição mais restrita, que exclui algumas entidades: fundos de ações, parte dos fundos e sociedades de titularização de crédito a que correspondam as parcelas retidas e / ou não desreconhecidas no balanço dos bancos, as sociedades gestoras de participações sociais de empresas (SGPS) não financeiras (as quais, no caso de Portugal, constituem a maior parte das instituições financeiras cativas e prestamistas residentes) e as SGPS financeiras supervisionadas pela autoridade de supervisão bancária. Considerando este conceito restrito, o *shadow banking* em Portugal tem um peso relativamente contido (aproximadamente 31 por cento do PIB, significativamente inferior ao peso do total do ativo do setor bancário, sociedades de seguros e fundos de pensões, de cerca de 268 por cento do PIB).

A nível europeu e global o *shadow banking* tem vindo a crescer significativamente, quer em termos absolutos quer em termos de peso no setor financeiro<sup>35</sup>. Em Portugal, o *shadow banking* não acompanhou esta dinâmica: a sua relevância tem vindo a diminuir desde 2011 (Gráfico 47). Esta evolução deve-se, em larga medida, à redução de atividade das titularizações de créditos.

Considerando o peso pouco expressivo do conceito restrito de *shadow banking* no setor financeiro nacional, bem como a tendência de decréscimo em termos absolutos destas entidades, a sua relevância para a estabilidade financeira é, neste momento, ainda contida. Porém, na medida que consideram entidades e atividades que comportam riscos potencialmente relevantes para a estabilidade financeira, o seu acompanhamento deverá ser prosseguido.

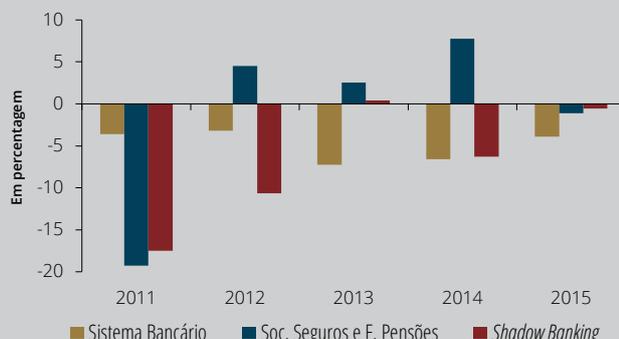
**Gráfico 46 • Shadow banking em Portugal | total do ativo em dezembro de 2015**



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: *Shadow banking* de acordo com o conceito abrangente do FSB.

**Gráfico 47 • Taxa de crescimento anual | total do ativo**



Fonte: Banco de Portugal e Autoridade de Supervisão de Seguros Fundos de Pensões

Notas: Total do ativo do setor bancário e do setor sociedade de seguros e fundos de pensões, de acordo com a perspetiva prudencial; total do ativo de *shadow banking* de acordo com o conceito alargado do FSB.

### Caixa 1 • Risco e taxas de juro das novas operações de empréstimo a sociedades não financeiras

O ambiente de baixas taxas de juro e a maior concorrência entre instituições de crédito poderão condicionar a adequação de prémios de risco dos novos empréstimos ao risco das sociedades não financeiras

Desde 2012, o custo dos empréstimos às sociedades não financeiras (SNF) tem diminuído de forma progressiva<sup>36</sup> (Gráfico 48). Em dezembro de 2015, as taxas de juro aplicadas nos novos empréstimos às SNF situavam-se no nível mais baixo observado desde que esta informação começou a ser recolhida. Por seu turno, os *spreads* implícitos nessas taxas, que tomam a Euribor a 6 meses como referência, encontravam-se em níveis semelhantes aos verificados no período imediatamente anterior à crise da dívida soberana, mas acima dos prevalentes até 2008.

A descida das taxas de juro dos novos empréstimos reflete essencialmente a política monetária prosseguida pelo BCE. Adicionalmente, o diferencial entre as taxas de juro médias

aplicadas às novas operações de empréstimos a SNF em Portugal e na área do euro tem-se reduzido, ainda que permaneça significativamente acima do observado antes de 2008 (Gráfico 49). Esta convergência traduz, pelo menos em parte, a diminuição das restrições no financiamento à atividade empresarial, originadas pelas políticas mais restritivas na oferta de empréstimos bancários no período de crise, assim como a progressiva melhoria da atividade económica, que contribui para uma melhoria da qualidade creditícia das empresas.

As limitações à rendibilidade das instituições financeiras provocadas pela recente crise, em combinação com a frágil recuperação económica, quer interna quer externa, favorecem maior concorrência entre as instituições financeiras por um conjunto restrito de SNF, em especial pelas de melhor qualidade creditícia. O aumento de concorrência tem sido confirmado pelas cinco maiores instituições financeiras participantes no *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* e traduz-se numa expansão do crédito concedido e na redução dos *spreads* aplicados às empresas de risco baixo e médio, que contrasta com a

Gráfico 48 • Taxas de juro de novos empréstimos bancários a SNF | Trimestral



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Taxas de juro e diferencial referentes a novos empréstimos no trimestre. O diferencial é calculado como a diferença entre a taxa sobre novos empréstimos e a média móvel de 3 meses da Euribor a 6 meses.

estabilização dos *spreads* em níveis mais elevados a empresas de risco elevado.

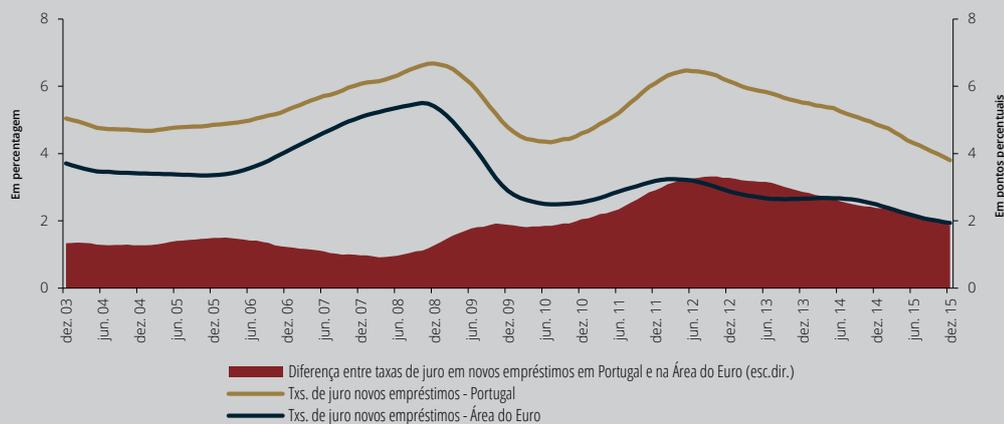
O contexto de baixas taxas de juro poderá implicar uma maior tomada de risco pelos bancos, que procuram remunerações mais elevadas. O aumento da concorrência em segmentos mais arriscados decorrente desta procura por rentabilidade poderá levar os bancos a aplicar taxas de juro não adequadas ao risco assumido, afetando necessariamente a rentabilidade das instituições.

Assume, assim, particular importância avaliar a distribuição das taxas de juro dos novos empréstimos a SNF. Este exercício permite aferir a existência de possíveis inconsistências entre os prémios de risco e o risco tomado pelas instituições financeiras.

Em 2015, as taxas de juro dos novos empréstimos foram, em geral, superiores para empresas com maior risco

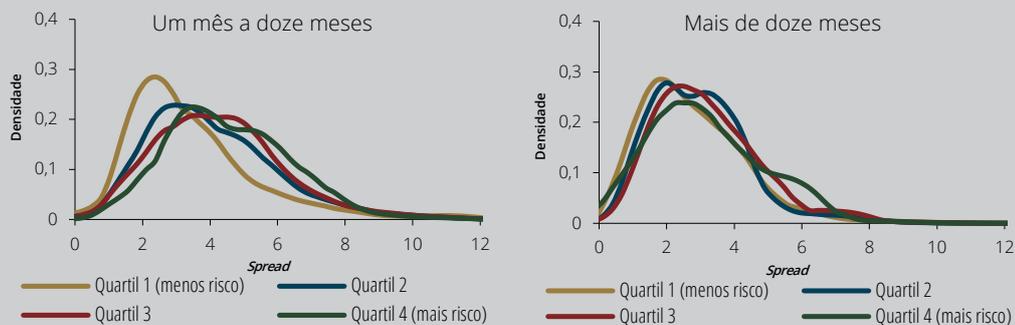
Para avaliar a relação entre o nível de risco das SNF e os *spreads* aplicados a novos empréstimos, dividiram-se as SNF em quatro classes de risco de incumprimento<sup>37</sup>. A partir desta decomposição, a comparação da distribuição dos *spreads* em novos empréstimos por classe de risco, para o período entre 2013 e 2015, permite avaliar a diferenciação das taxas entre os vários níveis de risco. Conclui-se que, em 2015, as taxas mais elevadas estiveram genericamente associadas às empresas de maior risco (Gráfico 50). O grau de diferenciação parece ser menor para maturidades mais longas.

**Gráfico 49 • Taxas de juro de novos empréstimos bancários a SNF | Trimestral**



Fonte: BCE e Banco de Portugal.

**Gráfico 50 • *Spreads* médios em novos empréstimos bancários a SNF – Empréstimos por prazo de maturidade e por quartil de risco em 2015**



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: *Kernel: epanechnikov; Bandwidth = 0,5.*

Tal como mencionado, os *spreads* aplicados a novos empréstimos têm vindo a reduzir-se desde 2012, com impacto em todas as classes de risco, o que se traduz num deslocamento das distribuições dos *spreads* para a esquerda.

Ainda que se observe diferenciação entre as taxas aplicadas a empresas com diferentes níveis de risco de incumprimento, uma diminuição da diferença entre o prémio associado às diferentes classes de risco, ao longo do tempo, é um possível indicador de um perfil de risco menos diferenciador por parte das instituições financeiras. Este comportamento levaria à progressiva sobreposição das distribuições à esquerda, coincidindo a redução das taxas de juro com a menor diferença nos prémios de risco.

No entanto, considerando as distribuições das SNF com menor e maior risco em 2013 e 2015, a distância entre as distribuições parece aumentar quer nas maturidades mais curtas quer nas maturidades mais longas (Gráfico 51). Este afastamento implicou mesmo a reversão do comportamento de não diferenciação de risco observado em 2013 para os empréstimos a mais de um ano, traduzido no comportamento das distribuições em 2015 (Gráfico 51 – painel da direita).

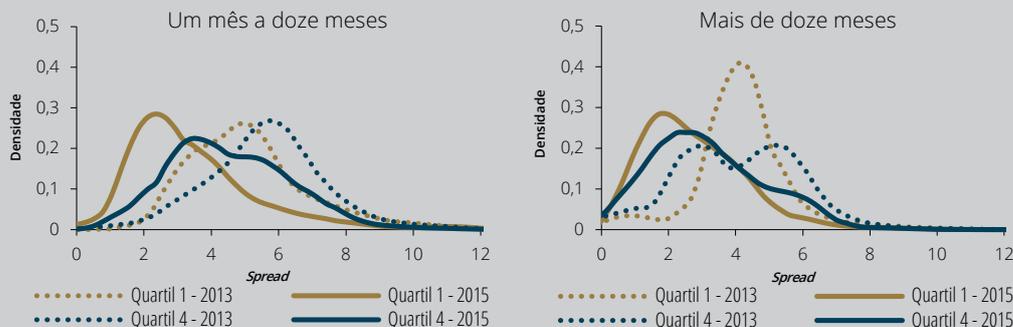
Caso se considerem apenas as empresas presentes em 2013 e 2015 nas classes de maior e de menor risco e que permanecem na mesma

classe de risco, observa-se uma redução dos *spreads* para as empresas de menor risco e uma manutenção das taxas de juro para as empresas de maior risco. Este efeito sugere que, existindo diferenciação entre empresas de maior e menor risco, as empresas que permaneceram mais arriscadas tiveram uma penalização relativa do seu prémio de risco.

Observa-se maior diferenciação nos prémios de risco em 2015 do que em 2013, nomeadamente para montantes superiores a um milhão de euros

Para aprofundar este contraste, considerou-se o montante de empréstimo como fator adicional de diferenciação de risco. É interessante notar que, para novos empréstimos com montante superior a um milhão de euros, a diferenciação entre classes de risco em 2015 é superior à verificada em 2013 (Gráfico 52). Este efeito é particularmente relevante nos empréstimos de maior maturidade, nos quais a aparente ausência de diferenciação em 2013 contrasta com a diferenciação por risco observada em 2015. Dado que a definição dos quartis tem subjacente uma avaliação de risco creditício que já tem em conta a dimensão da empresa, considera-se que grandes empresas não justificam, por si, o padrão observado.

**Gráfico 51 • *Spreads* médios em novos empréstimos bancários a SNF – Empréstimos por prazo de maturidade para o quartil um (menos risco) e para o quartil quatro (mais risco) em 2013 e 2015**



Quando são considerados os empréstimos inferiores a um milhão de euros, existe aparente diferenciação de risco em 2013 e 2015, ainda que se constate uma progressiva diluição entre a distinção dos quartis com menos risco, o que corrobora os indicadores que apontam, mais recentemente, para uma maior concorrência por empresas de risco médio.

Embora pareça existir diferenciação do nível de risco nos novos empréstimos às SNF, a persistência dos incentivos à tomada de risco excessivo continuará a pressionar esta relação

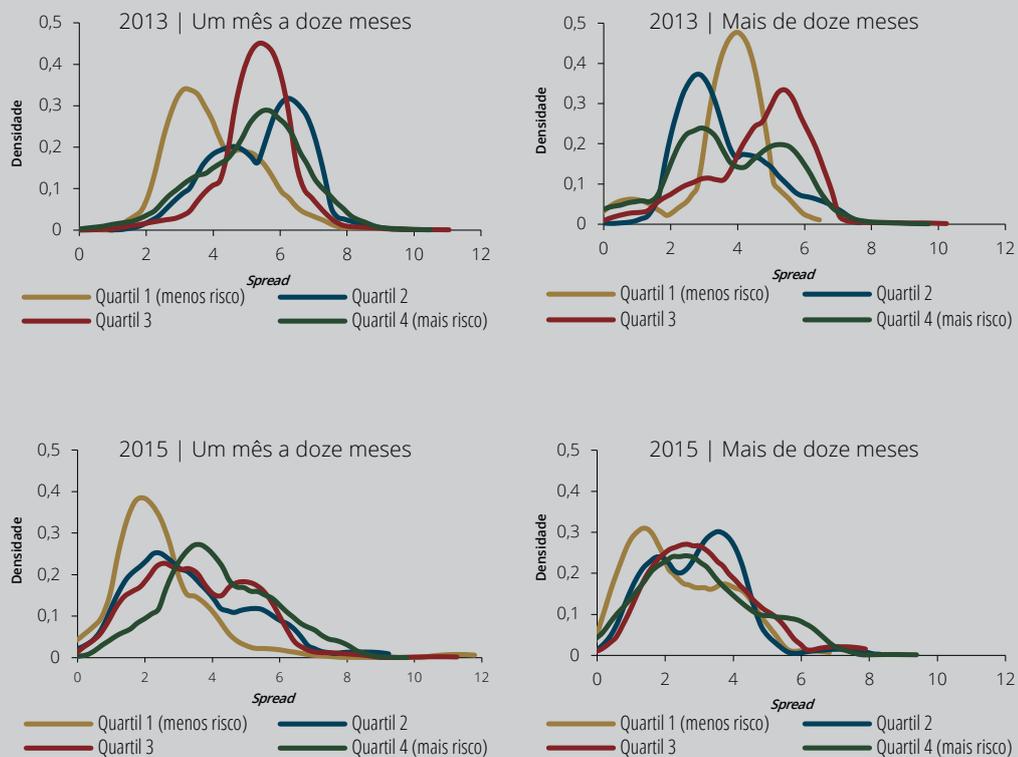
Em suma, a evidência aponta para a existência de diferenciação dos prémios de risco em novos empréstimos a SNF. A diferenciação de risco é

mais notória nos empréstimos de maturidade inferior a um ano, em especial com montantes superiores a um milhão de euros.

A diminuição dos prémios de risco teve impacto nas SNF em todos os níveis de risco, sobretudo nas empresas com menos risco. No conjunto de empresas que permaneceu no mesmo quartil de risco entre 2013 e 2015, a diminuição dos *spreads* afetou menos significativamente as empresas com maior risco.

Contudo, estas conclusões devem ser consideradas de forma cautelosa: os incentivos à tomada de risco excessivo na remuneração de empréstimos pelas instituições financeiras continuam presentes nos mercados financeiros. Por este motivo, o Banco de Portugal continuará a monitorizar a evolução da adequação das taxas de juro ao risco das empresas, avaliando o seu impacto no balanço das instituições financeiras e na estabilidade financeira.

**Gráfico 52 • Spreads médios em novos empréstimos bancários a SNF – Empréstimos acima de um milhão de euros por prazo de maturidade e por quartil de risco em 2013 e 2015**



## Caixa 2 • Medidas de resolução aplicadas ao BANIF – Banco Internacional do Funchal, S. A.

O BANIF – Banco Internacional do Funchal, S. A. (BANIF) era, em setembro de 2015, o sétimo maior grupo bancário português, com uma quota de mercado de cerca de 3,2 por cento do total de ativos do mercado bancário português.

A reduzida quota de mercado contrastava de forma expressiva com a forte importância relativa da instituição nas Regiões Autónomas dos Açores e da Madeira, onde as quotas de mercado, no segmento de captação de depósitos e de concessão de crédito, rondavam, respetivamente, os 45 por cento e os 28 por cento.

A importância sistémica do BANIF no âmbito do sistema financeiro português e na prestação de funções críticas à economia resultou, de resto, na classificação desta instituição como O-SII (*Other Systemically Important Institution*; em português, “outra instituição sistemicamente importante”), de acordo com a metodologia definida pela Autoridade Bancária Europeia.

Em janeiro de 2013, o BANIF beneficiou de uma operação de capitalização obrigatória com recurso ao investimento público, sem a qual não teria conseguido cumprir os requisitos mínimos de fundos próprios legais e regulamentares. O auxílio estatal então concedido, que se concretizou através da subscrição pelo Estado Português de 700 milhões de euros em ações especiais e de 400 milhões de euros em instrumentos subordinados e convertíveis (CoCos), foi, à data, aprovado temporariamente pela Comissão Europeia.

A aprovação final da Comissão Europeia ficou dependente da apresentação, pelo Estado Português, de um plano de reestruturação que fosse suscetível de restabelecer a viabilidade do BANIF e de assegurar o reembolso e a remuneração do auxílio concedido pelo Estado Português e, bem assim, que contivesse medidas adequadas de repartição dos encargos e medidas destinadas a limitar distorções de concorrência.

Na sequência da abertura pela Comissão Europeia, a 24 de julho de 2015, do processo

de investigação aprofundada sobre o auxílio estatal recebido pelo BANIF, e perante a possibilidade de este auxílio vir a ser declarado ilegal e de consequentemente ser exigida a sua restituição, o BANIF iniciou a conceção de uma nova versão de plano de reestruturação, contemplando o lançamento de um processo de alienação voluntária da instituição após a alienação de um conjunto de ativos. O novo plano de reestruturação foi apresentado à Comissão Europeia no dia 18 de setembro de 2015, tendo suscitado diversas dúvidas àquela autoridade quanto à robustez das previsões, à viabilidade a longo prazo do BANIF e, sobretudo, quanto à possibilidade de o plano poder implicar um novo auxílio estatal.

Paralelamente, a situação de liquidez do BANIF sofreu uma degradação notória e muito acelerada, particularmente após referências da comunicação social, divulgadas durante o mês de dezembro, a potenciais problemas de solvabilidade da instituição. Esta degradação resultou, em grande medida, de uma drástica diminuição dos depósitos de particulares junto do BANIF. Entre 1 e 18 de dezembro de 2015, o volume total de depósitos decresceu cerca de 1042 milhões de euros (17,3 por cento, aproximadamente). Tal situação colocou o BANIF em risco sério e grave de ficar impossibilitado de cumprir regularmente as suas obrigações. A acentuada pressão sobre a sua liquidez levou o BANIF a recorrer à cedência de liquidez em situação de emergência (*ELA – Emergency Liquidity Assistance*) para fazer face ao levantamento de depósitos.

A 19 de dezembro de 2015, o Banco de Portugal teve conhecimento, pelo Ministério das Finanças, da impossibilidade de concretização da alienação voluntária do BANIF.

Assim, tendo em conta (i) a situação de capital do BANIF, que seria severamente agravada com a provável declaração da ilegalidade do auxílio de Estado e com a subsequente exigência da sua restituição, o que por sua vez

criaria uma insuficiência de capital gravíssima e irrecuperável ao BANIF, e (ii) a situação de extrema pressão sobre a liquidez do BANIF, o Banco de Portugal concluiu que o BANIF se encontrava numa situação de incumprimento dos requisitos para a manutenção da autorização para o exercício da sua atividade.

Em consequência, a 19 de dezembro de 2015, o Banco de Portugal declarou que o BANIF se encontrava “em risco ou em situação de insolvência” (*failing or likely to fail*).

O Banco de Portugal considerou, na mesma data, que a aplicação ao BANIF de uma medida de resolução era a única solução capaz de proteger os depositantes e de assegurar a continuidade dos serviços financeiros essenciais para a economia prestados pelo banco, em especial nas Regiões Autónomas dos Açores e da Madeira, salvaguardando a estabilidade do sistema financeiro com menos custos para o erário público.

Para além da aplicação de uma medida de resolução, o único instrumento disponível para o Banco de Portugal lidar com uma instituição de crédito em severas dificuldades financeiras é a revogação da sua autorização para o exercício da atividade, a que se segue o regime da liquidação judicial previsto na lei aplicável. Todavia, atenta a dimensão do BANIF e a sua importância sistémica, particularmente nas Regiões Autónomas, os efeitos da revogação da sua autorização e a consequente liquidação judicial do BANIF constituiriam uma situação sem precedentes no sistema financeiro nacional, sendo suscetíveis de abalar seriamente a confiança no sistema financeiro e motivar uma escalada de reações abruptas de levantamentos de depósitos e de outros recursos nas restantes instituições financeiras estabelecidas em Portugal.

Assim, num ambiente de urgência e de ausência de alternativas viáveis, tendo em consideração o quadro legal em vigor, o Banco de Portugal aplicou, no dia 20 de dezembro de 2015, medidas de resolução ao BANIF.

O essencial da atividade desenvolvida pelo BANIF foi alienado ao Banco Santander Totta, S. A.

na sequência da proposta de aquisição apresentada por essa instituição no âmbito de um procedimento de alienação que, em termos adequados à celeridade imposta pelas circunstâncias, beneficiou do máximo aproveitamento do processo de alienação voluntária e no qual foram assegurados a transparência do processo e o tratamento equitativo dos potenciais adquirentes.

O Banco Santander Totta, S. A. havia já mostrado interesse no processo de alienação voluntária conduzido pelo BANIF, tendo apresentado uma proposta de aquisição previamente à deliberação do Banco de Portugal, e cumpria os requisitos exigidos quanto à natureza e à dimensão da instituição adquirente, sendo uma das instituições de crédito de maior dimensão e capacidade financeira de entre as que haviam mostrado interesse no referido processo.

Em simultâneo, foi criado um veículo de gestão de ativos, atualmente denominado Oitante, S. A., para receber e administrar um conjunto de ativos do BANIF que não foram alienados ao Banco Santander Totta, S. A., com vista à sua posterior alienação ou liquidação, na medida em que tal se revelou necessário à maximização das receitas resultantes dessa alienação.

Entre as medidas de resolução aplicáveis pelo Banco de Portugal, a alienação parcial da atividade do BANIF, conjugada com a segregação e transferência de um conjunto de ativos para um veículo de gestão de ativos, foi considerada pelo Banco de Portugal como uma medida proporcional e adequada, uma vez que se apresentava como uma solução definitiva que oferecia as melhores garantias possíveis de atingir as finalidades das medidas de resolução, em particular, a da salvaguarda da estabilidade financeira.

A aplicação das medidas de resolução ao BANIF teve em atenção os princípios orientadores da aplicação deste tipo de medidas. Ao abrigo destes princípios, os acionistas suportaram prioritariamente os prejuízos da instituição e os credores suportaram-nos de seguida, e em condições equitativas, de acordo com a

graduação dos seus créditos, não podendo nenhum acionista ou credor suportar um prejuízo superior ao que suportaria caso a instituição tivesse entrado em liquidação.

O apoio financeiro necessário à aplicação das medidas de resolução ao BANIF foi obtido pelo Fundo de Resolução através (i) da subscrição e realização da totalidade do capital social da Oitante, S. A. (no montante de 50 mil euros), (ii) da prestação de uma garantia às obrigações emitidas pela Oitante, S. A. (no montante de 746 milhões de euros) e (iii) da absorção de prejuízos do BANIF (no valor de 489 milhões de euros). O Estado Português participou no financiamento da aplicação das medidas de resolução ao BANIF, indiretamente, por via da concessão de um empréstimo ao Fundo de

Resolução (no montante de 489 milhões de euros) e, diretamente, através da prestação de uma contragarantia à garantia prestada pelo Fundo de Resolução às obrigações emitidas pela Oitante, S.A. (no montante de 746 milhões de euros) e da subscrição e realização de um aumento de capital social no BANIF para efeito de absorção de prejuízos do BANIF (no montante de 1766 milhões de euros) com respeito pelos princípios, regras e orientações da União Europeia em matéria de auxílios de Estado.

A aplicação das medidas de resolução ao BANIF constituiu uma solução que a Comissão Europeia, depois de notificada ao abrigo dos princípios, regras e orientações da União Europeia em matéria de auxílios de Estado, considerou compatível com o mercado interno.

### Caixa 3 • Margem financeira – Evolução recente e perspetivas futuras

Ao longo dos últimos anos, a rendibilidade do sistema bancário residente deteriorou-se significativamente, sendo a margem financeira um dos fatores explicativos desta evolução. No período compreendido entre 2008 e 2015, a margem financeira diminuiu de valores anuais superiores a 8 mil milhões de euros para valores inferiores a seis mil milhões (registados nos últimos três anos). Neste contexto, o peso da margem financeira no total dos proveitos operacionais registou uma queda significativa, passando de cerca de 60 por cento até 2011 para cerca de 50 por cento em 2012 e mantendo-se em torno de 55 por cento nos anos seguintes.

Na medida em que a margem financeira resulta essencialmente do fluxo de juros recebidos e pagos, a sua evolução pode ser explicada tanto pela evolução das componentes de balanço geradoras de recebimentos e pagamentos (efeito volume e composição), como pela evolução das taxas de juro associadas a essas componentes (efeito taxa de juro ou preço).

A evolução da margem financeira deve ser analisada à luz: (i) do enquadramento de níveis baixos e decrescentes das taxas de juro que tem caracterizado os últimos anos, em resultado da frágil conjuntura macroeconómica e da política monetária seguida pelo BCE; e (ii) do processo de ajustamento do sistema bancário (e da economia portuguesa em termos mais gerais), na sequência da crise da dívida soberana e no contexto dos objetivos subjacentes ao Programa de Assistência Económica e Financeira, com efeitos muito visíveis na dimensão e na estrutura do balanço.

#### Efeito taxa de juro

A evolução da margem financeira desde o início da crise económica e financeira tem sido explicada maioritariamente por variações das taxas de juro praticadas no ativo e passivo (Gráfico 53).

As taxas de juro do crédito e dos recursos de clientes explicam a maior parte da variação verificada. Estas rubricas apresentam um peso considerável na estrutura do balanço do

sistema bancário residente, pelo que pequenas alterações nas taxas de juro praticadas nestes agregados têm um efeito considerável sobre a margem financeira (Gráfico 54).

A evolução das taxas de juro implícitas no crédito a clientes penalizou significativamente a geração de juros, com exceção de 2008 e 2011. Esta evolução traduz as reduções observadas nas taxas de juro de referência, as quais se repercutem de forma mais direta nos juros recebidos (Gráfico 55). Neste âmbito, assume particular relevância o crédito à habitação, dado o prazo longo destas operações e a proporção significativa de contratos indexados às taxas Euribor (taxas de referência do mercado interbancário), com *spread* fixo.

A redução significativa do custo implícito dos depósitos, depois da forte concorrência observada em 2011 e 2012, permitiu mitigar, desde então, o impacto negativo da redução das taxas de juro praticadas nos ativos, efeito que é ampliado num contexto de crescimento desta fonte de financiamento. Ainda assim, a diminuição que se verificou nas taxas de juro do mercado interbancário não foi integralmente refletida no custo dos depósitos, o qual se manteve acima desta referência, em contraste com a regularidade histórica que se observou até ao início da crise financeira. De facto, a compressão do *spread* entre as taxas de juro implícitas no crédito e nos depósitos foi da ordem dos 1,3 pontos

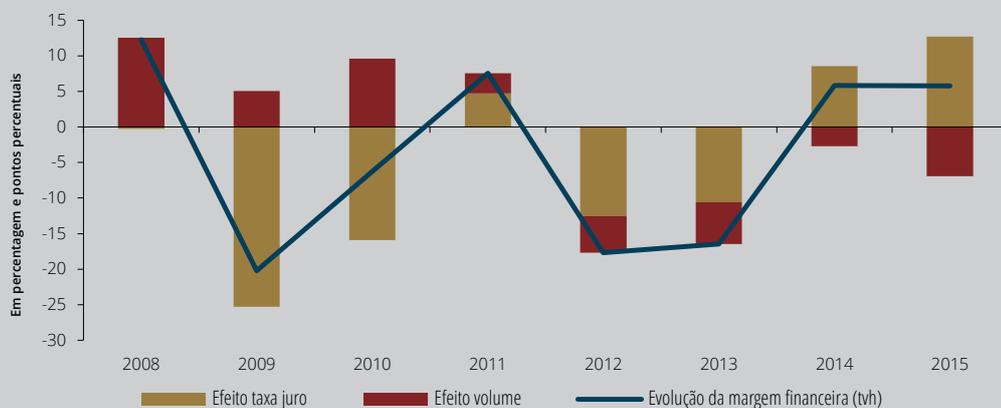
percentuais entre 2008 e 2015, o que corresponde a cerca de 40 por cento do seu valor inicial.

### Efeito volume

Embora tenha um impacto menor na evolução da margem financeira, o efeito volume tem sido consistentemente negativo desde 2012. Esta realidade é justificada pela desalavancagem do sistema bancário residente, motivada pela necessidade de correção dos desequilíbrios financeiros acumulados antes da crise e refletidos no balanço dos bancos. Este processo ocorreu sobretudo por via da redução do crédito a clientes (e do aumento da proporção do crédito em risco) e de aplicações interbancárias, ao mesmo tempo que se verificou um aumento do peso da carteira de títulos de dívida. Por sua vez, a redução dos passivos resultou numa estrutura de financiamento mais assente nos depósitos, assistindo-se a um decréscimo significativo das fontes de financiamento de mercado (quer dos títulos emitidos nos mercados, quer do financiamento interbancário) e a um aumento do peso do financiamento obtido junto do Eurosistema.

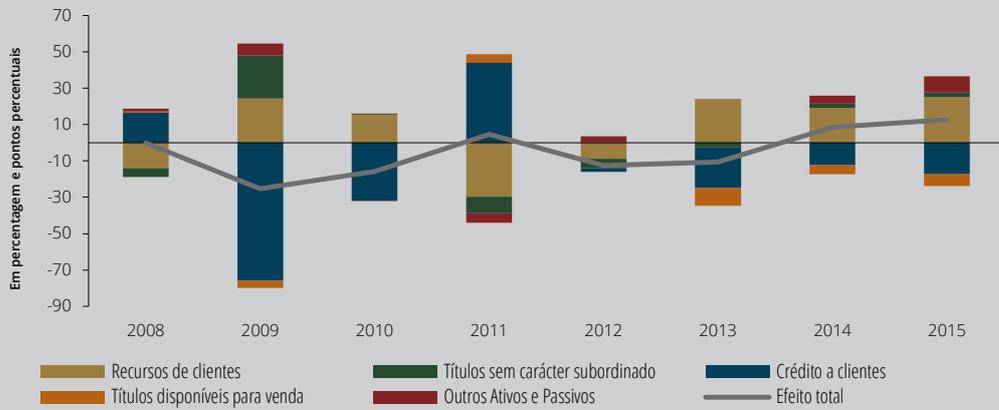
Assim, o impacto negativo da redução do volume de crédito a clientes foi parcialmente compensado pelo efeito positivo da diminuição do financiamento de mercado, associado a custos implícitos relativamente mais altos, o que permitiu poupanças de juros significativas (Gráfico 56).

Gráfico 53 • Decomposição da evolução da margem financeira



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico 54 • Decomposição do efeito taxa de juro na margem financeira**



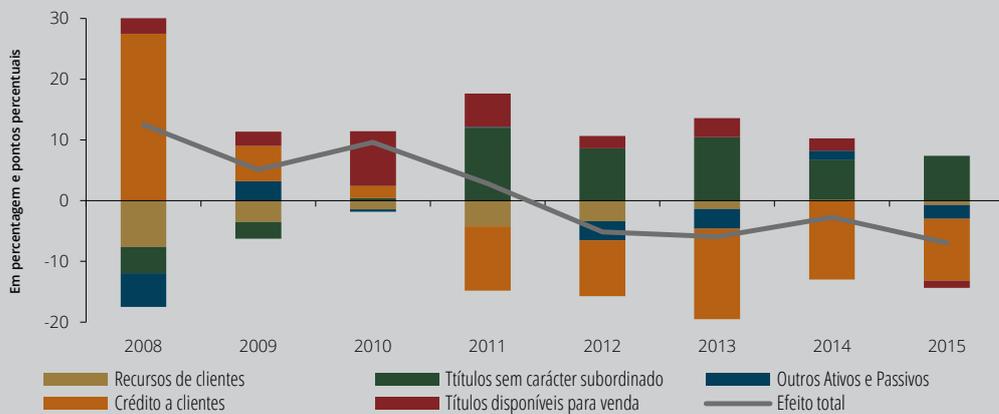
Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico 55 • Evolução das taxas de juro implícitas**



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico 56 • Decomposição do efeito volume na margem financeira**



Fonte: Banco de Portugal.

Para este efeito contribuiu o reembolso de instrumentos públicos de capitalização (habitualmente designados por *CoCos*).

**Perspetivas futuras: simulação do impacto de reduções adicionais das taxas de juro sobre a margem financeira nas operações com clientes**

É possível perspetivar um conjunto de fatores que, nos próximos anos, deverão continuar a condicionar negativamente a margem financeira.

Em linha com o crescimento económico projetado para os próximos anos, em particular, com a evolução do investimento, e perante a necessidade de os agentes económicos residentes prosseguirem o processo de desalavancagem (dado que ainda mantêm um nível de endividamento elevado), não é esperada uma recuperação significativa dos volumes de crédito, designadamente a sociedades não financeiras. A verificar-se, esta situação continuará a fomentar a concorrência pelos clientes com melhor perfil de risco, contribuindo, assim, para a redução da rentabilidade da carteira de crédito, por via da redução do preço do crédito.

Da mesma forma, no que diz respeito ao efeito preço, o contexto global de taxas de juro muito baixas, ou até negativas, deverá continuar a pressionar a margem financeira, não sendo de excluir eventuais descidas adicionais das taxas de juro e, em particular, das taxas Euribor. Estas descidas tenderão a prejudicar sobretudo bancos que, como os residentes, apresentam um maior peso de créditos com taxa indexada (designadamente o crédito à habitação) e uma maior importância dos depósitos na estrutura de financiamento.

Por forma a avaliar o potencial impacto de reduções adicionais das taxas de juro sobre a margem financeira nas operações com clientes (designadamente, crédito interno e depósitos a prazo de residentes), foi conduzido um exercício de simulação<sup>39</sup>. Este exercício baseou-se na estrutura de balanço do setor bancário em dezembro de 2015 (ou seja, não avaliou efeitos de volume e composição) e decompôs o efeito preço em duas fases. A primeira fase

corresponde ao impacto da transmissão das taxas praticadas nas novas operações às taxas implícitas nos saldos de crédito e depósitos a prazo, assumindo-se a manutenção dos atuais níveis das taxas do mercado interbancário. A segunda fase corresponde ao impacto nas taxas de juro bancárias das operações com clientes de quedas adicionais da Euribor, considerando os pontos de partida após a transmissão que ocorreu na primeira fase.

Para esta simulação consideraram-se os seguintes pressupostos:

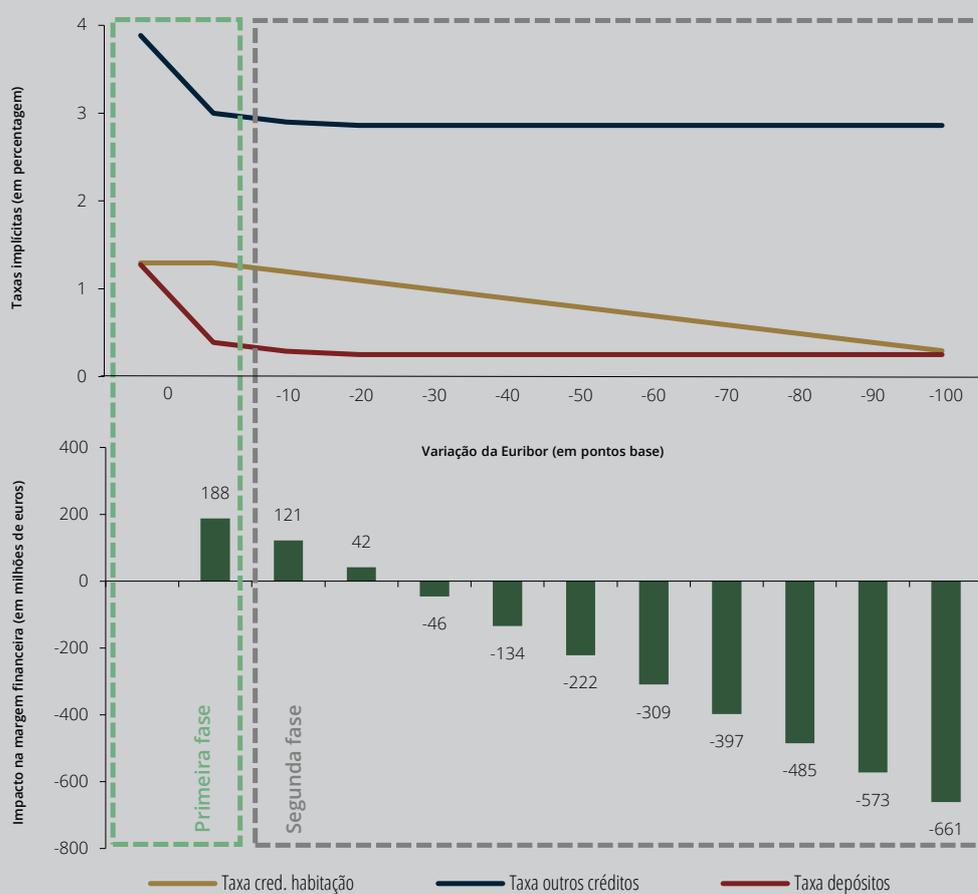
(i) Na primeira fase do exercício, fixando as taxas Euribor nos seus níveis atuais, assumiu-se a transmissão integral das taxas dos novos depósitos a prazo (que é reduzida mas superior a zero) à taxa de juro média do saldo de depósitos a prazo (isto é, ao custo implícito desta fonte de financiamento). Admitiu-se também que esta redução das taxas dos depósitos se refletirá, com igual magnitude, nas taxas praticadas em toda a carteira de crédito interno, exceto no crédito à habitação<sup>40</sup>. Esta hipótese tem subjacente que, dado o ambiente concorrencial, os bancos tenderão a refletir nas taxas de juro aplicadas ao crédito nestes segmentos a poupança que obtêm nos custos dos depósitos. No caso do crédito à habitação, considerou-se que o efeito da transmissão da taxa das novas operações para a taxa implícita do saldo do crédito é negligenciável, dada a elevada maturidade destes contratos e o peso reduzido das novas operações;

(ii) Na segunda fase do exercício, simularam-se os efeitos na margem financeira das operações com clientes de reduções adicionais na Euribor face aos valores atuais, impondo um nível mínimo para a taxa dos depósitos a prazo de 0,25 por cento. Este limiar respeita o enquadramento normativo que estipula uma remuneração mínima de zero nos depósitos e reflete a hipótese de que nem todos os bancos terão capacidade para reduzir a remuneração dos depósitos a prazo para esse limiar mínimo, na medida em que o ambiente concorrencial poderá implicar o pagamento de um prémio,

em particular pelos bancos com situação de liquidez menos confortável. Tal como na primeira fase, a redução do custo dos depósitos reflete-se, com igual magnitude, em toda a carteira de crédito interno, exceto no crédito à habitação. Neste último, dada a relação contratual existente, assume-se que o impacto da descida da Euribor se reflete de forma integral. O efeito da primeira fase, caracterizada pelo ajustamento das taxas de juro de depósitos a prazo num contexto de Euribor constante, produziria um impacto positivo na margem na ordem dos 200 milhões de euros (Gráfico 57). Este impacto deriva da possibilidade de redução das taxas de juro dos depósitos face aos níveis de final de 2015. Porém, após a primeira

fase, encontrando-se praticamente esgotada esta possibilidade, uma queda de 100 pontos base nas taxas Euribor teria um impacto cumulativo negativo sobre a margem do sistema bancário de cerca de 700 milhões de euros. Note-se que esta simulação foi baseada em dados agregados do sistema bancário. A realização de uma análise com base em dados individuais introduz particularidades nos resultados apresentados, ainda que não altere qualitativamente as conclusões. Esta análise evidencia a não linearidade dos impactos, resultante de as instituições se encontrarem em posições diferentes relativamente às taxas de juro praticadas e de apresentarem estruturas de financiamento diferenciadas. Com efeito, à medida

**Gráfico 57 • Variação das taxas de juro implícitas e efeito sobre a margem financeira do sistema bancário**



Fonte: Banco de Portugal.

que o limite de remuneração mínima nula nos depósitos se vai aproximando, a margem para descidas adicionais do custo dos mesmos vai-se esgotando, expondo mais os bancos às consequências negativas de futuras reduções nas taxas de juro do crédito. De igual forma, embora em termos médios as taxas observadas no crédito à habitação se mantenham positivas, num cenário de quedas adicionais da Euribor, uma proporção crescente destes contratos ficaria com taxas de juro negativas, dada a diferenciação entre os *spreads* praticados por cada instituição.

Importa também salientar que estes exercícios de simulação mecânica não consideram outros efeitos endógenos de mais complexa quantificação, seja ao nível de volumes ou de preço nas novas operações. Perante um corte da Euribor, seria expectável uma reação por parte do sistema bancário de forma a minimizar os efeitos negativos na margem financeira.

Refira-se ainda a existência de canais adicionais que podem ampliar os efeitos negativos das taxas de juro na margem financeira. Além de pressionar a margem com clientes, a manutenção dos baixos níveis das taxas de juro com impacto na rendibilidade dos títulos de dívida, em particular da dívida pública, deverá continuar a contribuir para a redução dos ganhos que advêm de estratégias de *carry trade* suportadas pelo financiamento obtido junto do Eurosistema, à semelhança do observado nos últimos anos.

Apesar do ambiente de baixas taxas de juro contribuir para conter os custos de financiamento de mercado, este efeito é limitado para o sistema bancário residente: em primeiro lugar, subsistem dificuldades no acesso ao mercado interbancário e, em segundo lugar, as taxas de rendibilidade exigidas pelos investidores para a aquisição de títulos emitidos pelos bancos encontram-se ainda em níveis elevados. Este facto assume particular relevância à luz do *phasing-in* de um conjunto

de exigências regulamentares nos próximos anos, com impacto na composição do passivo (para atender a requisitos de resolubilidade e de liquidez), que tenderão a traduzir-se em necessidades acrescidas de financiamento de mercado, com consequente pressão sobre os custos de financiamento.

Sem prejuízo dos efeitos acima mencionados, é necessário ter em conta que a evolução recente das taxas de juro teve também um impacto positivo sobre a rendibilidade do sistema bancário residente, uma vez que favoreceu a valorização dos títulos em carteira, a contenção dos custos de financiamento e do incumprimento e, deste modo, da necessidade de constituição de imparidades.

Adicionalmente, na medida em que assumam uma natureza temporária, e que, em conjunto com políticas económicas de outra natureza, assegurem uma retoma da atividade económica e o regresso a níveis de inflação consistentes com o objetivo de estabilidade de preços estabelecido pelo Eurosistema, os baixos níveis das taxas de juro contribuirão, a prazo, para efeitos volume e preço positivos sobre a rendibilidade do setor bancário.

## 2. Riscos para a estabilidade financeira

A natureza dos riscos para a estabilidade financeira manteve-se, em termos gerais, mas os fatores que poderão desencadear a materialização desses riscos intensificaram-se

Os riscos para a estabilidade financeira em Portugal, identificados no *Relatório de Estabilidade Financeira* anterior, mantiveram-se, bem como as vulnerabilidades que poderão amplificar os seus efeitos, designadamente o nível elevado de endividamento dos setores público e privado, a baixa rendibilidade no sistema financeiro e a elevada concentração no ativo do sistema a determinados setores, classes de ativos e geografias. Contudo, observou-se, desde o final de 2015, uma intensificação de alguns dos fatores que concorrem para a materialização dos riscos. Entre estes, destacam-se a perspetiva de manutenção de taxas de juro baixas ou mesmo negativas e um aumento da volatilidade dos mercados, relacionada, nomeadamente com uma maior perceção dos desafios que se colocam ao sistema bancário europeu e aos processos de consolidação orçamental em curso.

Uma vulnerabilidade estrutural da economia portuguesa é o endividamento do setor público e do setor privado, que subsiste muito elevado, apesar da desalavancagem observada nos últimos anos. Tal confere à economia e, em particular, ao sistema financeiro, uma posição mais vulnerável a desenvolvimentos adversos na atividade económica e à perceção de risco dos investidores. Os efeitos destes desenvolvimentos poderão traduzir-se em maiores níveis de incumprimento, por parte das empresas e das famílias, custos de financiamento mais elevados e/ou em dificuldades acrescidas no acesso dos emitentes nacionais a financiamento de mercado, com impacto negativo na atividade económica e na rendibilidade do sistema financeiro.

Os níveis de rendibilidade registados no setor bancário desde o início da crise financeira continuam a limitar a capacidade de geração interna de capital e a remuneração do capital investido, apesar da ligeira recuperação registada no período mais recente. Este facto constitui uma preocupação acrescida, quando as exigências regulamentares de solvabilidade são crescentes e os rácios de capital dos bancos portugueses – medidos pelo rácio *CET 1* – continuam a ser dos mais reduzidos da Europa.

A rendibilidade do setor bancário em Portugal poderá ser particularmente afetada pela manutenção de taxas de juro muito reduzidas por um período prolongado (Caixa 3) e pelo nível elevado de ativos não geradores de rendimento, incluindo o crédito em risco. Estes fatores dificultam a recuperação da rendibilidade sustentada pelo aumento do produto bancário, reforçando, assim, a necessidade de uma significativa redução de custos operacionais, num contexto em que os indicadores de eficiência operacional do sistema bancário português comparam desfavoravelmente com os de outros países da área do euro.

Uma outra fragilidade do sistema financeiro relaciona-se com níveis de concentração elevados, destacando-se as exposições a títulos de dívida pública, em particular portuguesa, e a ativos imobiliários. Quanto à concentração por geografias, salienta-se a exposição direta e indireta a Angola. A economia angolana enfrenta desafios económicos e financeiros que poderão repercutir-se num aumento do crédito em risco e de imparidades no balanço dos bancos portugueses.

No período mais recente acentuaram-se as expectativas de baixo crescimento económico e inflação, justificando o reforço da política monetária acomodatória do BCE

Em linha com os dados mais recentes relativos à atividade económica global, nos últimos meses

de 2015 e no início de 2016, acentuaram-se as expectativas de baixo crescimento económico e de baixa inflação, observando-se uma revisão das projeções para estas variáveis elaboradas por diferentes organismos internacionais (Secção 1.1). As medidas tomadas pelo BCE, em março deste ano, vieram confirmar as expectativas de manutenção de taxas de juro muito baixas, ou até negativas, por um período de tempo mais longo do que o esperado. No curto prazo, este contexto pode ser favorável para a economia portuguesa, tendo em atenção a sua posição devedora, mas, tal como referido ao longo deste Relatório, constitui um fator de pressão sobre a margem financeira do sistema bancário.

As baixas taxas de juro poderão não se traduzir em acréscimos de procura interna, em virtude do elevado endividamento dos agentes económicos e dos efeitos da inflação muito baixa nas decisões de despesa. O prolongamento deste cenário poderá dificultar o necessário ajustamento da estrutura produtiva, ao potenciar o investimento em setores com maior risco, a desadequada valorização dos ativos e a manutenção em balanço de ativos com menor qualidade. Adicionalmente, a manutenção da inflação em níveis baixos dificultará a erosão do valor nominal da dívida, designadamente dos particulares e das empresas.

### No início de 2016, aumentou a volatilidade nos mercados financeiros globais

A maior volatilidade nos mercados financeiros refletiu preocupações acrescidas relativamente às perspetivas de crescimento global, acentuadas por um agravamento das tensões geopolíticas na Europa (Secção 1.1).

Verificou-se uma deterioração do sentimento do mercado relativamente aos bancos europeus, em resultado de preocupações com a capacidade de remuneração do capital, num contexto de (i) baixo crescimento económico nominal e taxas de juro muito baixas e/ou negativas, (ii) dificuldade em reduzir o elevado nível de crédito em risco e outros ativos

não geradores de rendimento no balanço dos bancos e (iii) maior exigência regulamentar. A divulgação de resultados negativos por grandes bancos europeus e a incerteza regulamentar associada à implementação da *BRRD*<sup>41</sup>, ampliada pelas medidas de resolução adotadas em alguns países europeus no final do ano passado – que vieram alertar os investidores para as potenciais consequências da aplicação desta Diretiva –, contribuíram igualmente para movimentos de venda nos mercados europeus de ações e de dívida bancária.

O novo quadro regulamentar estabelecido pela *BRRD* visa a recuperação e a resolução dos bancos em risco ou em situação de insolvência. Este enquadramento, no contexto do Mecanismo Único de Resolução, reforçará a estabilidade financeira e promoverá a confiança no setor bancário. Porém, até à sua implementação plena, subsiste um conjunto de desafios associados ao processo de transição, que tenderão a ser mais significativos para os sistemas bancários dos países que mais beneficiaram dos auxílios de Estado concedidos durante o período mais agudo de crise. Esta transição torna-se complexa também pela interceção com outra regulamentação europeia, entretanto tornada mais exigente, nomeadamente a relativa a regras de auxílio de Estado ou de concorrência (Caixa 4). Os potenciais benefícios decorrentes da não transmissão do risco do setor bancário para o Estado, subjacente à implementação da *BRRD*, apenas serão totalmente percecionados pelos agentes económicos e pelo próprio sistema financeiro a médio prazo, quando a União Bancária estiver completa.

O aumento dos prémios de risco dos emitentes portugueses, no início de 2016, foi apenas parcialmente revertido, o que poderá evidenciar uma revisão mais duradoura do risco percecionado

Embora o aumento da volatilidade observado no início de 2016 tenha tido uma natureza

global, foi mais forte no caso dos emitentes portugueses. Esta deterioração da percepção de risco por parte dos investidores terá estado relacionada com a sua avaliação da solidez do sistema bancário português e da continuação do processo de consolidação orçamental.

As preocupações referidas para o sistema bancário europeu foram, no caso português, ampliadas pelas já apontadas fragilidades das instituições nacionais e pelas medidas de resolução recentemente aplicadas que, tal como já referido, tornaram mais visíveis os efeitos do novo regime de resolução de instituições de crédito na Europa.

Perante a revisão em baixa das projeções para o crescimento económico e a persistência de um elevado endividamento do setor público, a percepção do mercado evidencia maior incerteza relativamente à continuação do esforço de consolidação orçamental e das reformas estruturais em Portugal. Os riscos apontados por diversos organismos internacionais e pelas principais agências de notação de risco de crédito decorreram, principalmente, de uma avaliação negativa do cenário macroeconómico e da meta orçamental inicialmente avançados para 2016, tendo sido atenuados após a aprovação do Orçamento do Estado. Uma execução orçamental que se afaste do previsto poderá ter efeitos na avaliação da economia portuguesa, com possíveis repercussões nas condições externas de financiamento.

Dado o enquadramento institucional, prudencial e de operacionalização da política monetária existente na União Europeia / União Económica e Monetária, as avaliações externas de risco assumem um papel fundamental na determinação das condições de financiamento dos agentes económicos residentes. Deste modo, a atuação das autoridades nacionais deve ser consentânea com a manutenção, ou melhoria, dos *ratings* atribuídos às entidades residentes (com o soberano a merecer destaque, dado que gera externalidades para os restantes setores). Tal é fundamental para garantir as necessidades de refinanciamento da economia nos mercados

internacionais. Recorde-se que, no final de abril, a DBRS reafirmou a notação de risco atribuída à República Portuguesa, o que garante a elegibilidade dos títulos de dívida soberana portuguesa como ativo de garantia nas operações de crédito junto do Eurosistema e para o programa de compras de títulos do BCE, facto que se tornou relevante após o fim do PAEF (Quadro 3).

Quadro 3 • Notações de risco de crédito da República Portuguesa

Agência	Notação de Risco	Perspetiva	Última Ação
DBRS	BBBL	Estável	29 de abril de 2016: reafirmação do rating e da perspetiva
Fitch	BB+	Estável	4 de março de 2016: revisão de perspetiva de "positiva" para "estável"
Moody's	Ba1	Estável	25 de julho de 2014: subida de Ba2 para Ba1
S&P	BB+	Estável	18 de setembro de 2015: subida de BB para BB+ e revisão de perspetiva de "positiva" para "estável"

Nota: Trata-se da notação de risco do emitente de longo-prazo em moeda estrangeira, a qual constitui a notação relevante para a determinação do colateral elegível para as operações de política monetária. Caso o colateral seja denominado em euros pode ser utilizada, em alternativa, a notação de risco em moeda local.

Uma reversão súbita dos prémios de risco repercute-se sobre o ativo e passivo das instituições financeiras, condicionando os custos de financiamento...

Uma reversão abrupta do comportamento de *search for yield*, que implique um alargamento dos prémios de risco, afeta de forma transversal todo o sistema financeiro, através do aumento dos custos de financiamento do soberano e das instituições financeiras e, conseqüentemente, dos restantes setores da economia. Esta situação é especialmente relevante, dado o elevado endividamento da economia portuguesa.

Porém, em termos agregados, a estrutura de financiamento e a posição de liquidez do sistema bancário português continuaram a melhorar em 2015, atenuando, no curto prazo, os potenciais efeitos negativos sobre o passivo dos bancos associados ao aumento dos prémios de risco. A significativa redução dos rácios de transformação nos últimos cinco anos tornou o setor menos vulnerável a um aumento do prémio de risco e/ou a reduções abruptas de liquidez no mercado de financiamento por grosso. Esta evolução permitiu diminuir, de uma forma expressiva, a dependência do setor a este tipo de financiamento. No passado recente, o aumento dos depósitos como fonte de financiamento traduziu, *inter alia*, a manutenção da confiança no setor bancário português. A redução observada nas taxas de remuneração destes instrumentos, embora benéfica para a rentabilidade, requer que a confiança no setor seja preservada, salvaguardando a estabilidade destes recursos. Adicionalmente, continuam a ser importantes a promoção da literacia financeira e o combate a práticas de *mis-selling* na comercialização de produtos de aforro e de investimento (Caixa 5).

Em termos gerais, refira-se que nos próximos anos a supervisão da conduta das instituições sairá também reforçada com a publicação de novas diretivas e regulamentos que definem regras mais intrusivas na avaliação dos procedimentos e práticas das instituições supervisionadas, destacando-se: i) a introdução de normas relativas à competência técnica e remuneração dos colaboradores, ii) a regulação da atividade de intermediação financeira, envolvendo o registo público destes profissionais e a obrigatoriedade da observância de deveres de conduta, iii) a definição pelo supervisor da obrigatoriedade em avaliar a solvabilidade do cliente, de forma a prevenir o endividamento insustentável. Salientam-se, igualmente, a introdução de alterações ao quadro normativo dos depósitos indexados e ao das contas de pagamento, incluindo este último, a criação de um site de Internet para comparação das comissões cobradas pelas diversas instituições supervisionadas<sup>42</sup>.

A melhoria de posição de liquidez dos bancos reflete também o reforço dos ativos líquidos

disponíveis para fazer face a necessidades não antecipadas de liquidez (*buffer* de liquidez) e a uma redução do desfasamento de maturidades no balanço. Porém, este *buffer* de liquidez encontra-se, em parte, dependente das medidas de política monetária não convencional em vigor, bem como da referida evolução da notação de risco atribuída à dívida soberana.

Adicionalmente, as instituições enfrentam o desafio associado à necessidade de aceder aos mercados de dívida: no curto prazo, para emitir instrumentos subordinados elegíveis para capital regulamentar, necessários para assegurar o cumprimento de todos os rácios prudenciais; no médio prazo, para garantir o cumprimento de novas exigências regulamentares, incluindo os requisitos mínimos de passivos suscetíveis de absorver perdas (*MREL*<sup>43</sup>) e os requisitos mínimos de financiamento estável.

Uma estratégia de mitigação do risco de subida dos custos de financiamento que passe por antecipação da cobertura destas necessidades de financiamento poderá, no entanto, estar condicionada pela rentabilidade do setor bancário.

### ... e a valorização de ativos

Simultaneamente, o aumento dos prémios de risco afeta o sistema financeiro através da desvalorização das carteiras de títulos, com efeitos negativos sobre o capital das instituições financeiras. A flutuação dos preços é potencialmente amplificada pela baixa liquidez observada em alguns segmentos do mercado, conforme descrito na anterior edição deste Relatório.

A natureza da atividade das instituições financeiras justifica a sua exposição a títulos de dívida, sendo que a relação entre risco e rentabilidade explica, em larga medida, as alterações na composição das carteiras. No caso do setor bancário, o aumento da exposição a títulos de dívida pública portuguesa durante a crise económica e financeira, ainda que para níveis próximos da média da UE, ocorreu num contexto de fortes restrições de acesso do Estado ao mercado e de um tratamento prudencial favorável destes ativos.

Na monitorização dos riscos associados à concentração do sistema bancário à dívida pública, foi efetuado um exercício de sensibilidade para aferir o impacto nos rácios de fundos próprios do setor de um aumento dos prémios de risco da dívida pública dos países da área do euro considerados mais vulneráveis. Esta análise de sensibilidade mostra que, para o agregado dos sete maiores grupos bancários portugueses, à data de dezembro de 2015, uma subida paralela de 100 pontos base nas *yields* provocaria uma redução no rácio de capital *CET 1* de 0,4 pontos percentuais, num cenário de aplicação integral da *CRD IV/CRR*.

No caso do setor segurador, permanecem elevados os riscos de concentração e de contágio da carteira de ativos afeta à cobertura das provisões técnicas, uma vez que se mantém significativa a exposição a títulos de dívida pública portuguesa e a títulos de dívida emitidos por bancos nacionais. Este facto aumenta a espiral de perdas potenciais associadas a um episódio de elevada volatilidade, como o observado no início de 2016. Estes riscos têm sido monitorizados regularmente pela ASF, dada a importância que assumem em Solvência II, um enquadramento regulamentar mais sensível ao risco<sup>44</sup>.

Os atuais prémios de risco associados a Portugal refletem, em alguma medida, uma perceção externa positiva acerca dos progressos alcançados em matéria de consolidação orçamental, de equilíbrio das contas externas e de introdução de um conjunto alargado de outras reformas de âmbito estrutural. No entanto, traduzem também o efeito significativo da política monetária convencional e não convencional do Eurosistema. Atendendo à natureza necessariamente temporária desta política, será fundamental que o processo de ajustamento da economia seja adequadamente aprofundado, beneficiando, nomeadamente, da janela de oportunidade facultada pelo atual enquadramento financeiro.

A necessidade de mitigar os riscos associados à exposição do sistema financeiro ao soberano desencadeou, após a crise soberana na Europa, um conjunto de iniciativas, incluindo

a revisão do tratamento prudencial destes ativos. Encontram-se em análise diferentes alternativas para esta revisão<sup>45</sup>, com o objetivo de introduzir incentivos a uma gestão adequada do risco e, simultaneamente, salvaguardar o papel da dívida pública nos mercados financeiros e o financiamento da economia. Interessa garantir que o tratamento regulamentar da dívida soberana – em discussão em várias instâncias internacionais, com a participação das autoridades nacionais – seja revisto de forma prudente e gradual, tendo em consideração todas as possíveis implicações. Deverá ser também salvaguardada a coerência do enquadramento regulamentar entre as várias jurisdições e os vários setores do sistema financeiro.

Nas instituições financeiras, a mitigação dos riscos associados ao aumento dos prémios de risco e a resposta às alterações regulamentares relativas ao tratamento prudencial do soberano deverão passar por assegurar uma diversificação prudente da carteira de dívida, de modo a minimizar o impacto no capital e nos *buffers* de liquidez das variações de valor destes ativos, especialmente da dívida pública doméstica.

... A rendibilidade do sistema financeiro continuará a ser penalizada pelo prolongamento do ambiente de baixas taxas de juro e de baixo crescimento económico

O ambiente de taxas de juro baixas ou negativas e de crescimento económico moderado pressiona a margem financeira do setor bancário, nomeadamente nas operações com clientes. No mesmo sentido, as operações de *carry trade* com dívida soberana financiada com recurso ao Eurosistema não permitirão – no atual contexto de baixas taxas de juro ao longo da curva de rendimentos – obter resultados semelhantes aos registados nos últimos anos, podendo mesmo ter efeitos contrários no caso de aumentos dos prémios de risco.

Adicionalmente, o ajustamento do balanço decorrente da transição para o cumprimento das novas

exigências regulamentares em matéria de capital e de liquidez poderá contribuir para pressionar a geração de resultados do sistema bancário europeu e, em particular, do sistema bancário português. Os benefícios esperados sobre o custo de financiamento (capital e dívida) poderão não se manifestar no imediato por um conjunto diversificado de fatores: (i) pela entrada em vigor da *BRRD*, que está a conduzir a um *re-pricing*<sup>46</sup> das responsabilidades com capacidade para a absorção de perdas; (ii) pela manutenção de alguma desconfiança sobre a qualidade dos ativos em balanço e o adequado reconhecimento das perdas subjacentes; e (iii) pela incerteza sobre as perdas que poderão ter de ser reconhecidas na sequência das medidas de resolução tomadas. Estes fatores reforçam a necessidade de aumentar a transparência relativamente à situação patrimonial e prudencial das instituições financeiras e, em particular, à qualidade dos ativos, assim como de promover soluções ajustadas para uma redução do crédito em risco.

Aos fatores referidos acresce um enquadramento claramente mais desafiante na atividade internacional dos bancos portugueses. Seja por evoluções económicas desfavoráveis, seja por alterações normativas, é expectável que, para alguns dos principais bancos portugueses, a geração de rendimento fora do território nacional possa não assumir a importância que teve nos últimos anos, quando acabou por possibilitar contributos positivos para os resultados, perante uma situação doméstica extremamente adversa.

No que diz respeito ao setor segurador, em particular nos seguros do ramo vida, o prolongamento do ambiente de baixas taxas de juro no mercado dificulta o cumprimento das garantias financeiras oferecidas no passado, na medida em que agrava o risco de reinvestimento da carteira e condiciona a oferta de novos produtos com rendibilidades atrativas, podendo mesmo contribuir, a prazo, para a redução dos ativos sob gestão.

Em face dos constrangimentos à geração de resultados, afigura-se indispensável uma reavaliação dos modelos de negócio e da estrutura de custos das instituições financeiras. Embora o setor bancário tenha feito alguns esforços – no que respeita à diminuição da rede de balcões, à redução de outros custos operacionais e administrativos e à venda de ativos não estratégicos – este ajustamento deverá ser prosseguido e alargado, por forma a aproximar a eficiência operacional dos bancos portugueses dos seus pares europeus, com os quais compara desfavoravelmente. Esta é uma via que depende, numa parte muito considerável, de decisões de gestão, sendo crucial para reestabelecer os níveis de rentabilidade de forma sustentável, como referido em anteriores edições deste Relatório.

A maior eficiência operacional não deve, contudo, pôr em causa os investimentos necessários para manter um controlo dos riscos e uma governação adequados, evitando, assim, o aumento de riscos e perdas operacionais no futuro próximo. A reformulação dos modelos de negócio deve ainda ter em conta os desafios decorrentes da evolução demográfica, assim como as oportunidades e os desafios associados à banca digital.

#### Caixa 4 • Arquitetura da União Bancária: desafios e condicionantes no processo de transição

A crise da dívida soberana que eclodiu em 2010 e que afetou a área euro motivou os decisores europeus a encontrarem uma solução comum para as vulnerabilidades com que a União Económica e Monetária se deparava

à data e para a prevenção de situações semelhantes no futuro.

A forte ligação entre os sistemas financeiros nacionais e os respetivos soberanos foi identificada como um dos fatores subjacentes à

gênese e à amplificação da instabilidade financeira que então se vivia. Por um lado, as vulnerabilidades existentes nos sistemas bancários de alguns Estados-Membros alastraram-se ao soberano, que teve de mobilizar montantes significativos para apoiar os bancos em dificuldade e estancar o contágio a outras instituições. A complexidade e a dimensão dos grupos bancários, a correlação existente entre os seus balanços e a existência de exposições transfronteiriças amplificaram este efeito. Por outro lado, as dificuldades de financiamento dos próprios soberanos prejudicaram a situação do setor bancário e o financiamento da economia, tornando mais óbvia a necessidade de um ajustamento significativo de todos os setores económicos de vários Estados-Membros da área do euro.

Esta crise ameaçou a existência da moeda única e alguns Estados-Membros, incapazes de manter a estabilidade do sistema financeiro e o financiamento do soberano, tiveram de recorrer à assistência financeira.

A criação da União Bancária surgiu como uma resposta política ao risco de rutura da área do euro, visando dissociar o risco das instituições financeiras do risco do soberano, através de uma supervisão bancária supranacional, de um mecanismo de resolução comum e de uma mutualização de risco. A União Bancária assenta em três pilares:

- Mecanismo Único de Supervisão (MUS): Entrou em vigor em novembro de 2014. É constituído pelas autoridades de supervisão bancária nacionais e pelo BCE. O BCE é responsável pelo funcionamento integrado da supervisão do sistema bancário e supervisiona diretamente as instituições designadas como significativas. A supervisão direta das instituições de crédito menos significativas é delegada nas autoridades de supervisão nacionais, podendo, porém, ser avocada pelo BCE. A responsabilidade pela política macroprudencial cabe, em primeira linha, às autoridades nacionais, tendo o BCE a possibilidade de aplicar medidas mais exigentes;
- Mecanismo Único de Resolução (MUR): Entrou plenamente em vigor em janeiro de 2016 e tem por objetivo a aplicação de regras

uniformes para a resolução ordenada das instituições de crédito dos Estados-Membros participantes na União Bancária. É constituído pelo Conselho Único de Resolução, pelo Fundo Único de Resolução (fundo comum para financiamento de medidas de resolução, financiado por contribuições do setor bancário e com mutualização total a partir de 2024) e pelas autoridades de resolução nacionais. Envolve ainda a Comissão Europeia e o Conselho da União Europeia. O Conselho Único de Resolução, além de garantir o funcionamento eficaz e coerente de todo o mecanismo, é o responsável direto pelo planeamento e pelas decisões de aplicação de medidas de resolução a instituições significativas, a instituições com atividade em diferentes países da União Bancária e a qualquer outra em que seja necessário utilizar recursos financeiros do Fundo Único de Resolução. A responsabilidade pelas restantes instituições mantém-se nas autoridades nacionais. Perante um banco em risco de insolvência (atestada pelo Mecanismo Único de Supervisão ou pelo próprio Conselho Único de Resolução), caso considere que estão preenchidas as condições para aplicação de uma medida de resolução, o Conselho Único de Resolução, com o envolvimento das autoridades nacionais de resolução dos Estados-Membros em que o banco está estabelecido, decide qual(ais) o(s) instrumento(s) de resolução a aplicar (decisão que pode ser alvo de objeções pela Comissão Europeia e pelo Conselho da União Europeia). A execução do processo fica, depois, entregue às autoridades nacionais de resolução, com o acompanhamento do Conselho Único de Resolução;

- Sistema Europeu de Garantia de Depósitos: Proposto pela Comissão Europeia em novembro de 2015, deve ser totalmente financiado até 2024, completando o objetivo de partilha de risco consagrado na União Bancária. Está atualmente em apreciação no Parlamento Europeu e no Conselho da União Europeia.

A implementação da União Bancária apresenta, porém, diversos desafios práticos, que devem ser debatidos e solucionados no curto prazo. Estes desafios decorrem da dimensão e da complexidade deste processo. Concretamente,

a experiência recente sugere a existência de alguns temas que devem ser alvo de reflexão:

- As dificuldades associadas à transição para um contexto de novas regras comuns, em que os sistemas bancários ainda se deparam com dificuldades decorrentes do passado. De facto, as regras da União Bancária foram pensadas para sistemas bancários que gozam de alguma estabilidade no seu negócio e possuem uma estrutura adequada de passivos. Num momento em que o acesso de alguns países aos mercados se encontra condicionado, os requisitos da União Bancária dificilmente poderão ser satisfeitos e as necessidades existentes de reforço de capital só em circunstâncias muito limitadas podem ser supridas por recurso a fundos públicos, potenciando a aplicação de medidas de resolução a bancos viáveis, mas sem capacidade de atraírem investimento privado para a sua necessária capitalização. A natureza das medidas de resolução, criadas para lidar com problemas idiossincráticos das instituições, poderá ter consequências muito negativas quando a situação é generalizada em alguns sistemas bancários nacionais, gerando incerteza adicional para os investidores e amplificando as dificuldades de financiamento das instituições. Deste modo, é necessário assegurar a existência, no quadro europeu, de soluções de recapitalização com participação pública, que salvaguardem simultaneamente o cumprimento dos objetivos da União Bancária e a solução dos problemas sistémicos que ainda subsistem.
- No quadro do Mecanismo Único de Resolução, o Fundo Único de Resolução apenas atingirá o nível-alvo de capitalização em 2024, admitindo que, entretanto, não é utilizado para apoiar a aplicação de qualquer medida de resolução. Acresce que um sistema mutualizado de garantia de depósitos, nos termos propostos pela Comissão Europeia, apenas estaria assegurado a partir desse mesmo horizonte temporal. Assim, até 2024, a partilha de risco no seio da União Bancária permanecerá certamente incompleta. Além

disso, estão ainda por estabelecer mecanismos comuns, supranacionais, que assegurem o financiamento, em caso de necessidade imediata, do Fundo Único de Resolução e de um futuro sistema europeu de garantia de depósitos.

- A multiplicidade de entidades que intervêm no processo de supervisão e de resolução do sistema bancário também constitui um desafio a ser superado. Não está garantido um alinhamento de objetivos nem foram estabelecidas prioridades aquando da atribuição dessas responsabilidades. Efetivamente, é pouco claro se a estabilidade financeira prevalece sobre a prossecução de outros objetivos que essas entidades possam ter, tais como a concorrência no Mercado Único. Este potencial desalinhamento de objetivos aumenta a complexidade dos processos de resolução e pode conduzir a resultados subótimos, ou mesmo manifestamente indesejados, num contexto em que a responsabilidade pela preservação da estabilidade financeira em cada país permanece essencialmente nacional, mas em que os instrumentos de atuação foram transferidos para o domínio supranacional ou deixaram até de estar disponíveis. Este potencial desalinhamento dificulta também a coordenação das entidades e põe em causa a eficácia dos processos, pelo que é possível que a atual construção se revele inadequada às exigências que lhe são impostas.

Em conclusão, é necessário repensar e reajustar o modelo de funcionamento e o processo de transição para a União Bancária, especialmente na atual conjuntura macrofinanceira, de modo a prevenir assimetrias na sua implementação e efeitos desiguais nos Estados-Membros, que se podem revelar particularmente nefastos nos países mais frágeis. A experiência recente também mostra a necessidade de clarificar as prioridades de política ao nível europeu e de reforçar a coordenação entre autoridades para que não existam entraves ao cumprimento dos objetivos da União Bancária no futuro.

### Caixa 5 • Medidas de mitigação do risco de conduta associado ao *mis-selling* de produtos de aforro e investimento

A promoção dos interesses dos clientes constitui um valor fundamental na condução da atividade de intermediação financeira, que deve assegurar as melhores práticas na relação entre as instituições e os seus clientes.

Por um lado, a “má-conduta” das instituições, incluindo a dos seus funcionários e a dos canais de distribuição a que estas recorram no desenvolvimento das suas atividades, tem reflexos importantes na confiança dos clientes no sistema financeiro, comportando custos significativos para a sociedade. Em casos extremos, poderá desencorajar os agentes económicos de utilizarem os serviços de intermediação financeira. Por outro lado, a materialização dos riscos de conduta é passível de implicar custos significativos para a instituição envolvida, seja em termos reputacionais, seja sobre a sua solidez financeira. Estes eventos podem, em situações-limite, assumir uma natureza sistémica, com consequências negativas para o sistema financeiro como um todo.

Os riscos de conduta podem assumir diversas formas, destacando-se o *mis-selling* de produtos e serviços financeiros, pela importância das suas implicações na relação entre as instituições e os seus clientes. Reconhecendo-se a necessidade de expandir e reforçar os procedimentos das instituições para prevenir a ocorrência de episódios desta natureza, o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF) constituiu um grupo de trabalho para a identificar e analisar os riscos de conduta, designadamente os que estão associados ao *mis-selling* de produtos de aforro e de investimento.

Nesta análise, o grupo de trabalho identificou os incentivos associados aos riscos de conduta relacionados com práticas de *mis-selling*, classificando-os nas seguintes áreas: objetivos estratégicos definidos ao nível da instituição ou do grupo financeiro; ambiente regulatório / supervisão; concorrência e ambiente macroeconómico e financeiro. Estes incentivos podem

ser de carácter transversal ao setor financeiro ou ser observáveis apenas em determinados subsectores financeiros.

No âmbito deste trabalho foi também apresentado o enquadramento normativo atual e de iniciativas em curso (no plano nacional e internacional) relevantes para o tema dos riscos de conduta associados a *mis-selling*. Adicionalmente, foram sistematizados os instrumentos e práticas de supervisão e *enforcement*, com o objetivo de se identificarem boas práticas que relevem na supervisão e fiscalização de comportamentos de *mis-selling*.

Na sequência da análise e da reflexão do grupo de trabalho foram publicadas<sup>47</sup> medidas de mitigação para os principais riscos de conduta identificados. Estas medidas pretendem atuar (ou reforçar a atuação) sobre os procedimentos de prevenção e / ou mitigação dos principais focos de *mis-selling* de produtos de aforro e investimento, abrangendo as áreas consideradas mais sensíveis e / ou mais permeáveis à acumulação e materialização deste tipo de risco. Destacam-se as seguintes medidas:

#### Governança das entidades supervisionadas

- Reforço dos mecanismos de avaliação e adequação do órgão de administração e de outras funções essenciais, promoção de uma cultura de prevenção e sinalização dos riscos de conduta e monitorização do cumprimento da política de gestão do risco.
- Implementação de processos que assegurem a independência e eficácia da atuação das funções-chave ou essenciais das entidades, assim como o reforço da atuação do órgão de administração e da função de *compliance* no tratamento das reclamações dos clientes.
- Criação ou reforço de mecanismos de participação de infrações pelos colaboradores, assegurando a adequada proteção das partes envolvidas.

- Adoção ou reforço dos modelos de controlo interno das entidades tendo em conta o impacto dos riscos de conduta sobre a respetiva solidez financeira. Reforço do papel das funções de *compliance* e auditoria interna na definição de mecanismos de controlo interno associados à comercialização de produtos com maior risco e monitorização do tratamento dos clientes e qualidade de informação prestada.
- Definição de mecanismos para a sinalização de situações de colocação de volumes anormais de determinados produtos junto de clientes e implementação ou reforço dos mecanismos de verificação e validação prévia da conformidade das operações. Promoção / intensificação de auditorias independentes à qualidade dos serviços prestados e aos mecanismos de gestão de riscos.

#### **Política remuneratória**

- Definição de responsabilidades formais ao nível das funções de *compliance* e de recursos humanos na validação e fiscalização da definição e atribuição de incentivos, bem como do papel da função de *compliance* no reforço dos mecanismos de verificação e escrutínio de situações em que possam existir práticas irregulares.
- Realização de avaliações periódicas das práticas de remuneração, nomeadamente quanto ao seu impacto na disponibilização de produtos e serviços pelas entidades supervisionadas.
- A atribuição de bónus e / ou comissões garantidas deve ser condicionada pelas entidades e, no caso da sua existência, deve estar sujeita a um processo de revisão, eliminação e anulação em função da avaliação da sua adequação.

#### **Comercialização e aconselhamento de produtos**

- Implementação de medidas quanto à forma de acordo por parte do cliente na contratação / subscrição de produtos (formal e sob forma escrita) e à designação dos

produtos. Deve, em particular, excluir-se o uso de expressões e / ou termos que induzam a uma perceção incorreta sobre o seu risco dos produtos e, no caso de não serem depósitos, a designação deve incluir um alerta referindo que não estão cobertos pelo fundo de garantia de depósitos. A informação prestada aos clientes deve ser orientada por princípios de clareza, simplicidade, completude, tempestividade e objetividade.

- Existência de uma clara separação e diferenciação entre as áreas de aconselhamento e comercialização de produtos. A prestação do serviço de consultoria para investimento e de gestão discricionária deve ser orientada por critérios de satisfação dos interesses e das necessidades dos clientes.
- A formação dos colaboradores (incluindo intermediários) que prestam informação aos clientes deve incluir critérios exigentes, quer ao nível técnico, quer ao nível comportamental, devendo ser monitorizados e revistos os requisitos de qualificação e dos planos de formação, nomeadamente, com o envolvimento da direção de topo e da função de *compliance*.

#### **Governança e monitorização dos produtos**

- A criação e o desenvolvimento de produtos e / ou serviços devem ter em conta, entre outros, o público-alvo, procedimentos de divulgação da informação, critérios para o teste dos produtos e revisão das condições / requisitos a aplicar na criação de novos produtos ou, em determinadas situações, da revisão de produtos já criados (tendo em conta o melhor interesse dos clientes e mediante o seu consentimento prévio).
- Promoção de uma intervenção independente da função de *compliance* no processo de aprovação dos produtos e garantir que os responsáveis pela implementação e condução do processo de governança e monitorização dos produtos têm suficiente independência, face aos objetivos comerciais da entidade.

- Definição de regras de validação e atualização periódica do perfil de risco dos clientes e de procedimentos de avaliação da adequabilidade da operação que sejam assentes na recolha ativa de informação do perfil do cliente e não em processos demasiado estandardizados ou baseados na autoavaliação do cliente.
- Criação ou reforço de restrições internas à comercialização de produtos fora do público-alvo previamente definido. A comercialização de produtos com maior risco / complexidade / sofisticação deve obedecer a procedimentos mais rigorosos que previnam a ocorrência de práticas de *mis-selling*.

A generalidade das medidas não exige alterações no quadro normativo, traduzindo-se, sobretudo, em orientações que visam clarificar / concretizar o quadro regulatório em vigor ou em preparação e que constituem condições mínimas para a prevenção de práticas de *mis-selling*. Assim, o cumprimento destas medidas deverá ser observado pelas entidades supervisionadas, devendo as mesmas adequar as suas práticas e comportamentos.

Refira-se, por fim, o papel da iliteracia financeira como catalisador de situações de *mis-selling*, manifestando-se, principalmente, na incapacidade de os clientes avaliarem corretamente o risco associado a determinado produto e / ou serviço financeiro ou a adequabilidade do produto e / ou serviço às suas necessidades. O combate às práticas de *mis-selling* de produtos de aforro e de investimento continuará a ser prosseguido através da promoção da literacia financeira da população portuguesa, com enfoque na sensibilização para os riscos associados a estas práticas. Neste domínio, salienta-se a atividade desenvolvida em Portugal no âmbito do Plano Nacional de Formação Financeira, dinamizado pelo CNSF. De entre as ações realizadas destacam-se a dinamização do Portal “Todos Contam”, o desenvolvimento de ações de formação para PME e entidades ligadas à economia social no

âmbito da implementação do Referencial de Educação Financeira, e o lançamento de uma plataforma de *e-learning* que permitirá alargar estas iniciativas a diversos públicos.

## Notas

1. *World Economic Outlook*, Fundo Monetário Internacional, abril de 2016.
2. Em 6 de abril, Angola enviou um pedido formal ao Fundo Monetário Internacional (FMI) para iniciar discussões sobre um programa económico que pode ser apoiado por assistência financeira do FMI.
3. *European Economic Forecast, Spring 2016*, Comissão Europeia, maio de 2016.
4. As taxas de variação anual referem-se a valores de fim de período numa ótica consolidada. São incluídos empréstimos e créditos comerciais. A série encontra-se ajustada de operações de titularização, reclassificações, abatimentos ao ativo e de reavaliações cambiais e de preço.
5. É de referir que os preços da habitação aumentaram 3,1 por cento em 2015, tendo o número de transações crescido cerca de 27,4 por cento.
6. Para maior detalhe, ver <http://www.bportugal.pt/ptPT/EstudosEconomicos/Publicacoes/IBMC/Paginas/InqueritoaosBancosobreoMercadoCredito.aspx>.
7. A este propósito consultar Tema em Destaque “Uma interpretação da evolução da taxa de poupança das famílias em Portugal”, Banco de Portugal, Boletim Económico, maio de 2016.
8. No mesmo período, registou-se uma desacumulação líquida de ativos financeiros que ascendeu a quase 13 por cento do PIB.
9. Para a variação do rácio total há também a considerar, no mesmo período, o contributo das variações de valor e preço no saldo da dívida (essencialmente reclassificações entre setores institucionais) (7,6 p.p. do PIB).
10. O rácio de rentabilidade foi calculado como o quociente entre o EBITDA e os capitais próprios mais financiamentos obtidos.
11. Consideram-se ativos financeiros mais líquidos a soma do numerário, depósitos e títulos de dívida em carteira.
12. No total, em 2015 foram amortizados 8,4 milhões de euros do empréstimo do FMI, incluindo as amortizações devidas nesse período.
13. Os dados do sistema bancário apresentam quebras de série decorrentes das medidas de resolução aplicadas ao Banco Espírito Santo (BES) e ao BANIF – Banco Internacional do Funchal (BANIF). No terceiro trimestre de 2014, os ativos / responsabilidades do BES não transferidos para a situação patrimonial do Novo Banco (NB) não são 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 compreendido 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. Contudo, não foram considerados os ajustamentos decorrentes da medida de resolução aplicada ao BES. No quarto trimestre de 2015, os ativos/responsabilidades do BANIF transferidos para o veículo de gestão de ativos, especialmente criado para o efeito – Oitante, S. A. – não são considerados no agregado do sistema bancário a partir de 20 de dezembro de 2015. Na ausência de informação contabilística relativa ao BANIF em base consolidada, para o período compreendido entre 30 de setembro de 2015 e o dia da aplicação da medida de resolução, no apuramento dos resultados agregados do sistema bancário relativos ao quarto trimestre de 2015 foi considerado o reporte do BANIF em base individual, com referência a 30 de novembro de 2015 (demonstração de resultados “de fecho”). Contudo, não foram considerados os ajustamentos decorrentes da medida de resolução aplicada ao BANIF.
14. A evolução da rubrica do balanço “crédito a clientes” foi afetada pela reclassificação de alguns ativos para a classe de “ativos não correntes detidos para venda e operações descontinuadas”, associada à alienação da operação em Portugal do Barclays no terceiro trimestre de 2015. Esta reclassificação não teve, assim, impactos no ativo.
15. O *gap* de liquidez define-se como a diferença entre ativos líquidos e passivos voláteis em proporção da diferença entre ativo total e 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.º 13/2009. 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. De acordo com o artigo 3.º do Regulamento Delegado 2015/61 da Comissão Europeia de 10 de outubro de 2014 que completa o Regulamento (UE) n.º 575/2013 Parlamento Europeu e do Conselho, no que diz respeito ao requisito de cobertura de liquidez para as instituições de crédito. Para mais detalhe consultar o sítio da Comissão Europeia na internet.
17. 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*”.
18. Note-se, porém, que esta comparação deve ser vista com algum cuidado na medida em que, ao contrário de países como Espanha e Irlanda, em Portugal não foram criados veículos destinados a absorver ativos *non-performing* da banca, pelo que os mesmos permanecem no sistema bancário, penalizando a qualidade do ativo total.
19. As provisões técnicas correspondem à estimativa do valor necessário para cumprir, a todo o momento e na medida do razoavelmente previsível, os compromissos decorrentes dos contratos de seguro.
20. Refira-se que, no primeiro semestre de 2015, se verificou a inclusão de mais uma empresa de seguros dos ramos não vida no universo de empresas supervisionadas pela Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF), empresa essa que exercia a sua atividade em Portugal sob a forma de sucursal. Os valores apresentados neste relatório consideram esta alteração no universo considerado.
21. Seguro direto refere-se à receita global das empresas de seguros proveniente da sua atividade comercial (o termo seguro direto surge por oposição ao resseguro, dito seguro indireto).
22. Considerando o valor global da atividade em Portugal das empresas de seguros sob a supervisão da ASF. Excluindo o efeito da empresa de seguros dos ramos não vida que exercia a sua atividade sob a forma de sucursal, a taxa de variação global da produção seria negativa em 12,6 por cento.
23. Excluindo o efeito da empresa de seguros dos ramos não vida que exercia a sua atividade sob a forma de sucursal, a taxa de variação da produção dos ramos não vida seria de 3,8 por cento.

24. Excluindo o efeito da empresa de seguros dos ramos não vida que exercia a sua atividade sob a forma de sucursal, o aumento dos custos com sinistros seria de 2,1 por cento nestes ramos.
25. O rácio de sinistralidade é definido como o rácio entre os custos com sinistros e os prémios brutos emitidos.
26. Os resultados estão disponíveis no sítio da *EIOPA* na internet, em: <https://eiopa.europa.eu/Pages/News/Results-of-the-first-EU-stress-test-for-occupational-pensions.aspx>.
27. Os resultados foram apurados de acordo com os pressupostos de cálculo aplicáveis em cada país (a nível nacional, de acordo com os pressupostos do cenário de financiamento).
28. Para efeitos de análise do setor, o *Relatório de Estabilidade Financeira* considera que os fundos de investimento incluem os fundos do mercado monetário (incluídos nos fundos de investimento mobiliário) e excluem os fundos de capital de risco. De notar que nas estatísticas do Eurosistema, os fundos do mercado monetário são considerados outras instituições financeiras monetárias e os fundos de capital de risco são incluídos nos fundos de investimento. Os fundos de capital de risco ascendiam, em dezembro de 2015, a cerca de 3,8 mil milhões de euros.
29. Numa perspetiva de valores aplicados pelos investidores, isto é, em termos de valor das unidades de participação, o valor líquido sob gestão é de 23 mil milhões, correspondendo 56 por cento deste valor a fundos de investimento imobiliário (FII). A alavancagem não sintética, que resulta da diferença entre o total dos ativos e o valor das unidades de participação, advém sobretudo dos FII.
30. Veja-se a título de exemplo *ECB, Financial Stability Review*, novembro de 2015.
31. 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.
32. *Step-in risk* refere-se ao risco de um banco vir a assegurar apoio financeiro a uma entidade para além das suas obrigações contratuais, no caso de essa entidade se encontrar em *stress* financeiro. A este respeito, ver <http://www.bis.org/bcbs/publ/d349.htm>
33. Entre estas entidades destacam-se, em dezembro de 2015, as instituições financeiras cativas e prestamistas (que detinham 124 mil milhões de euros de ativo total, sendo que apenas 7 por cento destes ativos respeitam a SGPS do setor financeiro supervisionadas pelo Banco de Portugal) e os fundos e sociedades de titularização de crédito (que detinham cerca de 35 mil milhões de euros de ativo total, sendo que cerca de 86 por cento deste valor corresponde a ativos cedidos por IFM residentes, dos quais 75 por cento não são desconhecidas do balanço, tendo já sido incluídos na análise do setor bancário).
34. O *FSB Global Shadow Banking Monitoring Report 2014* ([http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_141030.pdf](http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_141030.pdf)) considera uma categoria de entidades designada de *MUNFI* (*Monitoring Universe of Non-Bank Financial Intermediation*) que corresponde, ao nível das estatísticas do Eurosistema, ao conjunto dos fundos de investimento incluindo fundos do mercado monetário e às outras instituições financeiras. Assim, o *FSB* exclui a intermediação financeira realizada por sociedades de seguros, fundos de pensões e instituições financeiras públicas. Mais recentemente, no relatório de 2015 (<http://www.fsb.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2015.pdf>), o *FSB* ajustou esta medida. Porém, tendo em conta que esta última abordagem ainda está numa fase exploratória e restrita a algumas jurisdições, os trabalhos do *ESRB*, em que o Banco de Portugal tem participado, continuam a ser desenvolvidos utilizando os conceitos abrangente e restrito proposto pelo *FSB* até ao relatório de 2014.
35. Veja-se, a título de exemplo, *ECB, Financial Stability Review*, novembro de 2015.
36. Para os fins da presente análise, entende-se como sociedades não financeiras o conjunto das sociedades não financeiras privadas e sociedades não financeiras sob controlo estrangeiro.
37. Esta divisão tem por base o modelo de risco de crédito desenvolvido por Antunes & Martinho (2012), “Um modelo de *scoring* para as empresas portuguesas”, Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira*, novembro de 2012, e considera a distribuição das empresas por risco de incumprimento. Empresas no quartil um são as empresas com menor risco e empresas no quartil quatro são as empresas com maior risco.
38. As taxas de juro implícitas calculam-se como o rácio entre o fluxo de juros registado na conta de exploração e os valores médios dos respetivos saldos em balanço.
39. Uma versão preliminar desta análise suportou a posição do Banco de Portugal na Comissão de Orçamento e Finanças e Modernização Administrativa, em 27 de abril de 2016, sobre as propostas de alterações legislativas relacionadas com a utilização das taxas de juro negativas.
40. Toda a carteira de crédito interno exceto crédito à habitação compreende o crédito a empresas e administrações públicas, bem como o crédito ao consumo e a outras finalidades no segmento dos particulares.
41. *EU Bank Recovery and Resolution Directive*.
42. Para maior detalhe sobre estas temáticas consultar Banco de Portugal, *Relatório de Supervisão Comportamental*, 2015.
43. *Minimum Requirement for Own funds and Eligible Liabilities*. Ver Caixa 2 da edição do *Relatório de Estabilidade Financeira* de novembro 2015.
44. Análise de Riscos do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões – 2016, ASF.
45. Conforme descrito na Caixa 5 do último *Relatório de Estabilidade Financeira*.
46. Ver Caixa sobre “Implicações de alterações no enquadramento europeu de resolução de bancos sobre as condições monetárias e financeiras”, na Secção 2.2 Condições monetárias e financeiras – Portugal, do *Boletim Económico*, maio 2016.
47. Disponíveis no sítio do Banco de Portugal na internet, em [https://www.bportugal.pt/pt-PT/OBancoeoEurosistema/CooperacaoInstitucional/ConselhoNacionalSupervisoresFinancieros/Lists/FolderDeListaComLinks/Attachments/174/CNSF\\_20160303.pdf](https://www.bportugal.pt/pt-PT/OBancoeoEurosistema/CooperacaoInstitucional/ConselhoNacionalSupervisoresFinancieros/Lists/FolderDeListaComLinks/Attachments/174/CNSF_20160303.pdf).

