



RELATÓRIO DE  
ESTABILIDADE FINANCEIRA

**Maio 2013**



*Banco de Portugal*

EUROSISTEMA



RELATÓRIO DE  
ESTABILIDADE FINANCEIRA

MAIO 2013

*Lisboa, 2013*  
*[www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)*



***Banco de Portugal***  
EUROSISTEMA

**BANCO DE PORTUGAL**

Av. Almirante Reis, 71

1150-012 Lisboa

[www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)

***Edição***

Departamento de Estudos Económicos

***Design, impressão e distribuição***

Departamento de Serviços de Apoio

Área de Documentação, Edições e Museu

Serviço de Edições e Publicações

Lisboa, 2013

***Tiragem***

180 exemplares

ISSN 1646-2254 (impresso)

ISSN 2182-0384 (*online*)

Depósito Legal n.º 227535/05

*Este Relatório foi redigido segundo o novo Acordo Ortográfico.*

# ÍNDICE

## I. ESTABILIDADE DO SISTEMA FINANCEIRO

- 7 1. APRECIACÃO GLOBAL
- 11 2. RISCOS MACROECONOMICOS E FINANCEIROS
- 19 *Caixa 2.1. União Bancária: o estabelecimento do mecanismo único de supervisão e o papel do BCE*
- 23 3. SISTEMA BANCÁRIO: ATIVIDADE, RENDIBILIDADE E ADEQUAÇÃO DE FUNDOS PRÓPRIOS
- 37 *Caixa 3.1. Situação financeira dos seis maiores grupos do sistema bancário português no primeiro trimestre de 2013*
- 41 4. RISCO DE CRÉDITO
- 59 *Caixa 4.1. Créditos reestruturados: atuação do Banco de Portugal e análise preliminar dos resultados*
- 61 *Caixa 4.2. Caracterização geral do índice de preços de habitação produzido pelo INE*
- 63 *Caixa 4.3. O rácio financiamento-garantia no mercado hipotecário residencial em Portugal*
- 65 5. RISCO DE LIQUIDEZ
- 77 6. RISCO DE MERCADO
- 83 *Caixa 6.1. Evolução das carteiras de residentes em dívida pública portuguesa*

## II. ARTIGOS

- 87 Existirá um canal de tomada de risco da política monetária em Portugal?  
*Diana Bonfim, Carla Soares*
- 109 Investimento e Situação Financeira das Empresas: evidência recente  
*Lúisa Farinha, Pedro Prego*
- 131 Taxas de juro bancárias sobre novas operações de empréstimos concedidos a sociedades não financeiras – Uma primeira apreciação de um novo conjunto de informação microeconómica  
*Carlos Santos*



# ESTABILIDADE DO SISTEMA FINANCEIRO

I

APRECIÇÃO GLOBAL

1

RISCOS MACROECONÓMICOS E FINANCEIROS

2

SISTEMA BANCÁRIO: ATIVIDADE, RENDIBILIDADE  
E ADEQUAÇÃO DE FUNDOS PRÓPRIOS

3

RISCO DE CRÉDITO

4

RISCO DE LIQUIDEZ

5

RISCO DE MERCADO

6





## APRECIAÇÃO GLOBAL

Decorridos dois anos desde o início do Programa de Assistência Económico e Financeiro, a economia portuguesa registou progressos assinaláveis no que diz respeito ao reequilíbrio externo e à redução do défice orçamental primário estrutural, num quadro de forte quebra da atividade económica e de aumento do desemprego. Neste período, verificou-se igualmente um ajustamento considerável no balanço do sistema bancário, com uma melhoria significativa da situação de liquidez, um reforço da solvabilidade e uma redução do grau de alavancagem, persistindo, no entanto, importantes desafios no que se refere à evolução prospetiva da sua rendibilidade (Gráfico 1.1).

Desde meados de 2012 que se tem assistido ao desanuviar das tensões nos mercados financeiros internacionais, em resultado da política monetária acomodatória nas principais economias avançadas, incluindo na área do euro (Gráfico 1.2). No caso da área do euro, as medidas de política monetária não convencional do BCE tiveram um impacto significativo em termos das condições nos mercados de dívida pública dos países sob pressão, mas persiste ainda um elevado grau de fragmentação dos mercados de crédito.

Neste contexto, a que acresceu o reconhecimento por parte dos investidores internacionais dos resultados do esforço de consolidação orçamental já atingidos, a perceção do risco soberano português entre os operadores de mercado foi melhorando ao longo de 2012, situação que é visível na redução muito substancial das taxas de rendibilidade em mercado secundário da dívida pública portuguesa. Esta situação culminou, já em 2013, nas primeiras emissões de dívida pública a 5 e a 10 anos pela República Portuguesa desde o início do programa de ajustamento económico e financeiro. Estes desenvolvimentos já vinham sendo pontuados igualmente por emissões de dívida por parte dos bancos portugueses a partir do último trimestre de 2012, indiciando também uma melhoria da perceção do risco deste sector pelos investidores internacionais. Porém, as emissões ocorridas foram de montante reduzido e a um custo ainda relativamente elevado, pelo que o acesso aos mercados internacionais, tanto dos bancos como do Estado português, não pode considerar-se ainda normalizado.

Em 2012, a economia portuguesa registou uma forte quebra da atividade económica e um significativo aumento do desemprego, num quadro recessivo na área do euro, de abrandamento da atividade económica global, de uma política orçamental contracionista e de condições monetárias e financeiras que se mantiveram restritivas, apesar dos sinais de alguma descompressão na parte final do ano.

Em 2012, pela primeira vez desde o início da área do euro, o setor privado não financeiro apresentou, no seu conjunto, uma situação de capacidade de financiamento, isto é, a poupança excedeu o investimento. No caso dos particulares, assistiu-se a um significativo aumento da poupança, em consonância com uma revisão em baixa das expectativas quanto ao fluxo de rendimentos futuros, que se conjugou com uma redução do investimento. Do ponto de vista financeiro, esta evolução traduziu-se essencialmente em amortizações líquidas de dívida, tanto de crédito à habitação como para fins diversos, já que o fluxo de acumulação de ativos financeiros foi comparativamente menos expressivo no conjunto do ano. Quanto às sociedades não financeiras, observou-se também tanto uma contração do investimento como um aumento da poupança, o que resultou numa redução substancial das necessidades de financiamento.

No entanto, os níveis de endividamento permaneceram muito elevados tanto no setor dos particulares como das sociedades não financeiras, quer do ponto de vista histórico, quer por comparação com os restantes países da área do euro, com destaque para as sociedades não financeiras, cujo endividamento continuou a aumentar em percentagem do PIB. Neste último setor, a conjugação do elevado endividamento com um contexto de fraca rendibilidade traduz-se por um baixo rácio entre

os “resultados antes de impostos, amortizações e juros” e os juros a pagar das empresas endividadas, quando comparado com as restantes economias da área do euro. Em particular, deve destacar-se a situação dos setores de atividade que mais dependem do mercado interno, como sejam a construção, a promoção imobiliária e o comércio, os quais apresentam condições de exploração mais débeis e níveis de incumprimento do crédito superiores aos restantes, o que dificulta o necessário processo de desalavancagem. Deve sublinhar-se ainda que, embora uma proporção muito relevante das empresas de menor dimensão não tenha dívida, aquelas que estão endividadas têm rácios de endividamento muito elevados e que, de entre estas, as do setor da construção enfrentam condições de financiamento bancário muito restritivas. Esta situação é reflexo do elevado risco que está associado à área de negócio em que operam e aos elevados níveis de endividamento atingido, o que motivou a realização de uma inspeção transversal à qualidade das exposições dos bancos a empresas da construção e de promoção imobiliária promovida pelo Banco de Portugal em 2012. Nos restantes setores, é possível que a descompressão da perceção do risco do Estado e dos bancos nos mercados internacionais, que se tem vindo a observar desde meados de 2012, esteja gradualmente a repercutir-se em condições menos restritivas no acesso ao crédito.

A situação económica e financeira que o país atravessa coloca desafios assinaláveis à rentabilidade atual e prospetiva dos bancos. A recessão prolongada, com uma contração muito significativa da procura interna e um aumento substancial do desemprego, repercute-se no aumento do incumprimento na carteira de crédito dos bancos e consequente necessidade de constituição ou reforço de imparidades. Este agravamento é especialmente marcado no caso do crédito às empresas ao passo que, no caso das famílias, tem sido consideravelmente amortecido pela queda dos indexantes do crédito à habitação e consequente diminuição das taxas de juro para níveis historicamente baixos. A margem financeira dos bancos também se encontra sob pressão descendente em resultado da confluência de um conjunto de fatores, designadamente a reduzida atividade no mercado de crédito, a baixa rentabilidade da carteira de crédito à habitação contratada no passado face aos custos de financiamento atuais, a manutenção de custos de financiamento elevados, associados nomeadamente à base de depósitos e aos instrumentos híbridos, e o baixo nível das taxas de juro de curto prazo, que comprime a margem associada aos depósitos à ordem. Adicionalmente, a rentabilidade dos bancos encontra-se condicionada pela necessidade de reposicionamento das estruturas comerciais dos bancos, que terão que lidar com a menor procura de serviços financeiros no médio prazo. Neste quadro, os bancos têm vindo a aproveitar as oportunidades de mercado para realização de lucros em operações de natureza não recorrente, designadamente a recompra de títulos próprios a partir de 2011 e, na segunda metade de 2012, a venda de títulos da dívida pública portuguesa com mais-valias muito relevantes. Por seu lado, a atividade internacional, que em anos anteriores compensou largamente as pressões descendentes sobre a rentabilidade na atividade doméstica, tem vindo a contribuir progressivamente menos para os lucros dos bancos.

O acompanhamento da evolução do incumprimento constitui uma preocupação particularmente importante no contexto atual. Neste aspeto importa notar que, embora o crédito em incumprimento e em risco esteja a atingir níveis sucessivamente mais elevados, com destaque para os empréstimos às empresas e aos particulares com fim distinto da aquisição de habitação, estará a ocorrer uma estabilização nos novos episódios de incumprimento, quando avaliados em termos de fluxos, observável tanto no setor das famílias como das empresas. A moderação do fluxo de novos incumprimentos tem estado a ocorrer não obstante as vulnerabilidades que persistem no setor privado não financeiro, com destaque para as sociedades não financeiras.

Ainda em termos de incumprimento, deve salientar-se o segmento de crédito à habitação, que mantém patamares de incumprimento bastante contidos; embora estes valores beneficiem do nível muito baixo das taxas de juro, eles são muito inferiores aos patamares que os instrumentos analíticos disponíveis apontariam, dados os seus determinantes, com destaque para a taxa de desemprego.

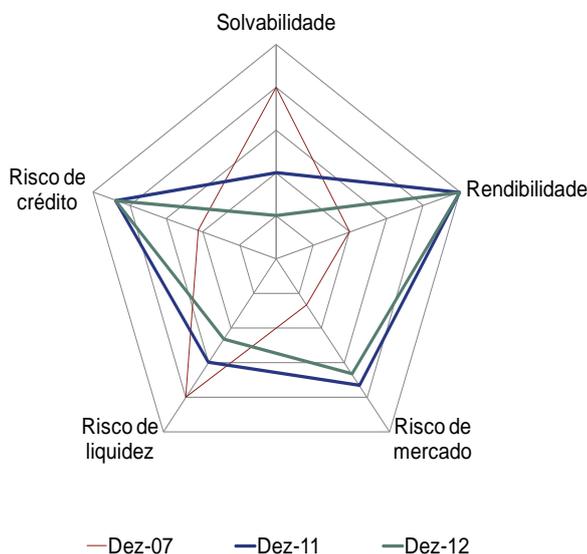
Este facto pode indiciar que o fenómeno de renegociação de dívidas no sentido de adequar o plano de pagamentos das hipotecas ao rendimento das famílias que enfrentam dificuldades de servir a dívida esteja a tornar-se mais frequente. A este respeito, importa referir que, não obstante o endividamento das famílias nos escalões mais baixos de rendimento seja elevado por comparação com os restantes países da área do euro, a proporção de famílias nestes estratos da população que participa no mercado de crédito é relativamente reduzida. Contudo, a gestão de risco de crédito dos bancos no processo de recuperação de situações de incumprimento confronta-se com a existência de um volume de crédito à habitação significativo que tem rácios entre o financiamento concedido e a garantia hipotecária subjacente relativamente elevados. Este facto é especialmente relevante se for tido em conta que existe evidência de que os preços da habitação ter-se-ão reduzido mais de 10 por cento desde o início do Programa de Assistência Económica e Financeira. Acresce que as perspetivas desfavoráveis para o mercado de trabalho e para o rendimento disponível das famílias não permitem excluir a possibilidade de reduções adicionais dos preços de habitação.

Os bancos portugueses têm registado melhorias nos indicadores de liquidez e mantido almofadas de colateral confortáveis, em simultâneo com, uma redução do financiamento junto do Eurosistema, no caso das instituições domésticas. Esta evolução tem ocorrido num contexto em que os depósitos dos particulares continuam a apresentar uma significativa resiliência desde o início da crise financeira, mesmo tendo em conta que os desenvolvimentos recentes nos mercados de capitais têm sido propícios à aplicação de poupanças em instrumentos alternativos. Além disso, é de assinalar a redução muito pronunciada das taxas de juro nas novas operações de depósito, na sequência dos níveis muito elevados atingidos na segunda metade de 2011, que motivaram iniciativas de natureza prudencial por parte do Banco de Portugal para conter práticas agressivas suscetíveis de prejudicar o conjunto do sistema. Por seu turno, a continuação do processo de desalavancagem do setor privado não financeiro residente voltou a manifestar-se numa redução do crédito bancário concedido, contribuindo também para o ajustamento estrutural do balanço dos bancos para uma estrutura de financiamento mais sustentável e menos sensível a alterações na perceção de risco por parte dos investidores internacionais. Por outro lado, a capitalização levada a cabo pelas instituições no primeiro semestre de 2012 dotou o sistema de uma maior capacidade de absorção de perdas, reforçando a sua solidez financeira.

Num quadro em que existem sinais cada vez mais sustentados de que a recessão na área do euro se prolongará em 2013, a continuação da redução da atividade na economia portuguesa que se perspetiva para este ano, com a inerente contração da procura dirigida às empresas e deterioração das condições no mercado de trabalho, permite antever a continuação da materialização do risco de crédito. Neste contexto, os bancos terão que prosseguir uma rigorosa gestão de risco e uma política prudente de reconhecimento das perdas associadas. A este desafio acrescem a redução do contributo da atividade internacional e as pressões descendentes sobre a margem financeira, que impõem exigências acrescidas na gestão dos balanços.

Gráfico 1.1

EVOLUÇÃO GLOBAL DOS RISCOS NO SISTEMA BANCÁRIO PORTUGUÊS

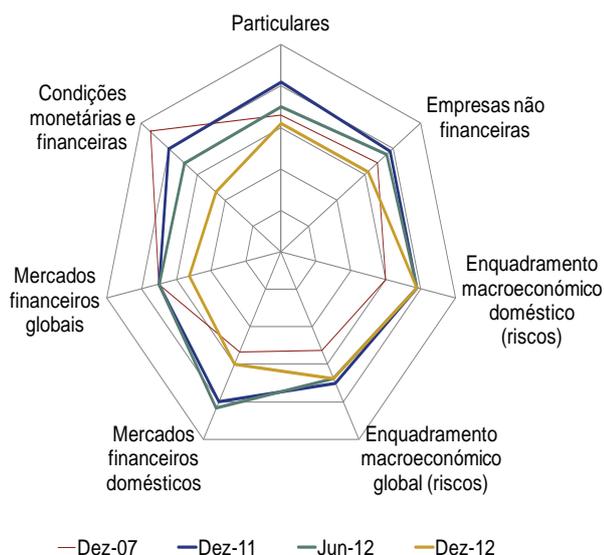


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Um valor mais afastado do centro implica um maior risco, tendo como referência os valores históricos de cada série utilizada nas várias dimensões de risco. Para mais detalhes sobre a metodologia utilizada ver "Caixa 1.1 Mapa de Estabilidade Financeira" do Relatório de Estabilidade Financeira do Banco de Portugal de novembro de 2011.

Gráfico 1.2

EVOLUÇÃO GLOBAL DO ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO E FINANCEIRO DO SISTEMA BANCÁRIO PORTUGUÊS



Fontes: Barclays Capital, Comissão Europeia, Confidencial Imobiliário, Eurostat, FMI, iBoxx, INE, Thomson Reuters e Banco de Portugal.

Nota: Um valor mais afastado do centro implica um maior risco ou condições monetárias e financeiras mais restritivas, tendo como referência os valores históricos de cada série utilizada nas várias dimensões de risco. Para mais detalhes sobre a metodologia utilizada ver "Caixa 1.1 Mapa de Estabilidade Financeira" do Relatório de Estabilidade Financeira do Banco de Portugal de novembro de 2011. Devido à indisponibilidade de dados de contas nacionais para setembro de 2012, assumiu-se que os valores se mantinham inalterados face a junho de 2012 nas respetivas séries.

## 2. RISCOS MACROECONÓMICOS E FINANCEIROS

A interação entre os desenvolvimentos negativos na economia real e as perturbações nos mercados financeiros, em particular no mercado de crédito, apresenta-se como a principal fonte de riscos para a estabilidade financeira em Portugal.

A contração da economia nacional, num quadro de recessão da área do euro, afeta negativamente a posição financeira do Estado e do setor privado, com impacto sobre a rentabilidade e qualidade dos ativos dos bancos, seguradoras e outros agentes financeiros. Esta evolução tende a agravar a perceção de risco por parte dos bancos, afetando adversamente a oferta de crédito. Paralelamente, o baixo nível da confiança dos agentes económicos e a elevada incerteza sobre a evolução da atividade a médio e longo prazo afetam negativamente as decisões de consumo e de investimento, com reflexos na procura de crédito.

Estes efeitos decorrentes da evolução macroeconómica cruzam-se com riscos provenientes dos mercados financeiros onde, apesar de uma importante diminuição das tensões e do risco de eventos extremos, permanecem sinais de fragilidade e uma situação de significativa heterogeneidade na área do euro. Em particular, os mercados financeiros permanecem vulneráveis às vicissitudes no processo de avanço para uma verdadeira união bancária na área do euro e da resolução da crise da dívida soberana europeia. Em paralelo, as condições de exploração dos bancos portugueses e de outros países sob pressão continuam a ser penalizadas por custos médios de financiamento relativamente elevados e rigidez no ajustamento dos balanços. Esta situação condiciona o financiamento à economia e traduz-se em dificuldades adicionais para a recuperação da atividade, num contexto em que persistem importantes desafios no quadro do Programa de Assistência Económica e Financeira em Portugal.

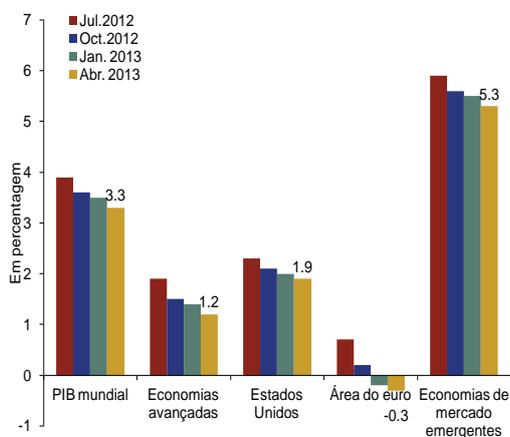
### *Revisão em baixa das perspetivas de crescimento económico*

De acordo com as projeções de Abril do FMI, o crescimento da economia mundial em 2013 deverá situar-se em níveis próximos dos observados em 2012, o que corresponde a uma revisão em baixa face às previsões anteriores (Gráfico 2.1). Adicionalmente, importa destacar a heterogeneidade no desempenho das diversas economias, a que surgem associados riscos de natureza diferente. Os Estados Unidos deverão continuar a apresentar taxas de crescimento superiores às observadas na generalidade das economias avançadas, num contexto em que a política monetária tem estimulado a procura, com destaque para o sector da habitação e o consumo de bens duradouros. O Japão deverá também apresentar taxas de crescimento relativamente elevadas, na sequência do anúncio recente de um pacote de estímulos monetários e fiscais, acompanhados de reformas estruturais. Estas medidas deverão continuar a contribuir para a depreciação do iene, bem como para um aumento da inflação no Japão, traduzindo-se em taxas de rentabilidade a longo prazo dos respetivos títulos de dívida soberana pouco atrativas, o que poderá contribuir para um aumento da procura de ativos da área do euro e dos Estados Unidos. Apesar da importância destas medidas para a recuperação económica no curto prazo, afigura-se determinante definir planos para a consolidação orçamental a médio prazo de forma a evitar a incerteza relativa à sustentabilidade das finanças públicas dos Estados Unidos e do Japão. Importa ainda referir que, apesar de se antecipar uma descida dos preços do petróleo, permanecem riscos sobre estas projeções relacionados com o aumento das tensões geopolíticas.

Na área do euro, as projeções apontam para uma contração da economia em 2013 e para um crescimento reduzido em 2014, num contexto de taxas de desemprego elevadas e crescentes na generalidade dos países. Apesar da significativa diminuição da perceção do risco de redenominação na área do euro desde a segunda metade de 2012, permanece a fragmentação nos mercados financeiros, com prémios

Gráfico 2.1

## EVOLUÇÃO DAS PREVISÕES DO PIB PARA 2013



Fonte: FMI.

Nota: As previsões de abril de 2013 não incluem dados para Chipre.

de risco elevados nas economias sob pressão, bem como a incerteza relativamente à implementação de mecanismos que permitam maior integração financeira, económica e orçamental, de forma a mitigar a interação entre o risco soberano e a estabilidade financeira. No que respeita às economias de mercado emergentes e em desenvolvimento, as projeções apontam para níveis de crescimento robustos, embora inferiores às previsões anteriores. Face ao abrandamento da procura externa, a evolução dos preços das matérias-primas apresenta-se como uma fonte de risco para algumas destas economias, exportadoras destes bens. Adicionalmente, num contexto de políticas económicas acomodáticas em grande parte das economias de mercado emergentes e em desenvolvimento, surge o risco de estar a ser sobrestimada a proporção do abrandamento do crescimento associada a fatores cíclicos, em detrimento dos fatores estruturais, o que resultaria em políticas pró-cíclicas. Em paralelo, nalgumas destas economias, existe evidência de que as empresas se têm vindo a alavancar, em parte por via do recurso a dívida em moeda estrangeira, o que constitui uma vulnerabilidade no caso de ajustamentos nos fluxos de capital.

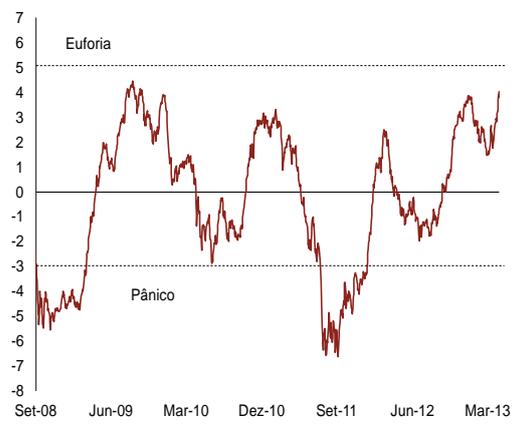
As projeções para a atividade económica em Portugal, publicadas no Boletim Económico de Primavera, foram também revistas em baixa, apontando para uma diminuição do PIB de 2.3 por cento em 2013. Esta evolução surge no contexto do processo de ajustamento dos desequilíbrios macroeconómicos que se traduz numa forte contração da procura interna pública e privada. Por seu turno, as exportações deverão manter um crescimento positivo, apesar das perspectivas de queda da procura externa. Importa, contudo, referir que estas projeções estão sujeitas a riscos decorrentes da evolução do enquadramento internacional, com impacto potencial sobre as exportações e o emprego. Estes riscos surgem associados à sincronização do processo de consolidação orçamental na Europa, bem como à incerteza relativa à implementação dos mecanismos de gestão da crise da dívida soberana na área do euro.

### ***Manutenção de fragmentação na área do euro, apesar da diminuição das tensões nos mercados financeiros internacionais***

No decurso de 2012, em particular a partir de meados do ano, observou-se uma diminuição da perceção do risco, que se traduziu numa redução das tensões nos mercados financeiros internacionais (Gráficos 2.2 e 2.3). Ainda assim, a situação permanece instável, com episódios de recrudescimento das tensões a seguirem-se a períodos de maior acalmia. Na sequência do alargamento das pressões sobre a dívida soberana à Espanha e Itália no segundo trimestre de 2012, foram anunciadas importantes medidas por parte do BCE e da União Europeia com vista a mitigar os mecanismos de interação entre o sistema

Gráfico 2.2

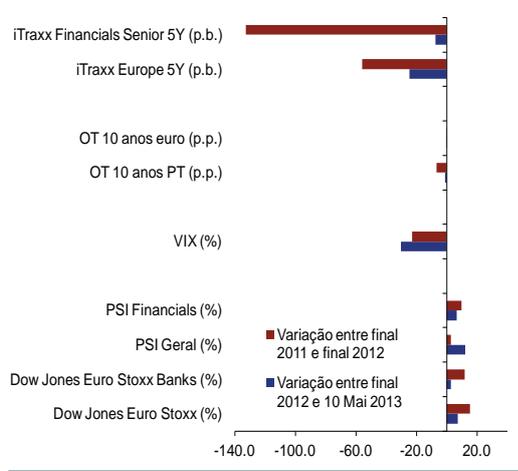
INDICADOR DE APETITE AO RISCO GLOBAL



Fonte: Credit Suisse.

Gráfico 2.3

EVOLUÇÃO NOS MERCADOS FINANCEIROS



Fonte: Thomson Reuters.

bancário e o risco soberano. Em particular, o anúncio do programa de Transações Monetárias Definitivas e do mecanismo de supervisão único permitiram diminuir o risco de eventos extremos, designadamente o risco de redenominação na área do euro, traduzindo-se numa redução dos prémios de risco associados à dívida pública e privada. Contudo, voltou a observar-se um aumento das tensões na sequência do resultado das eleições em Itália e, mais recentemente, aquando da negociação do Programa de Assistência Económica e Financeira a Chipre. Neste contexto, face à incerteza relativa à efetiva implementação das medidas anunciadas, permanecem algumas dúvidas relativamente à sustentabilidade da redução das tensões nos mercados financeiros. A este respeito importa destacar a necessidade da implementação de mecanismos de resolução e de garantia de depósitos comuns, para além do mecanismo de supervisão único, caminhando no sentido de uma verdadeira união bancária e contribuindo para quebrar as interações entre o risco soberano e o risco do sistema financeiro (ver "Caixa 2.1. União Bancária: o estabelecimento do mecanismo único de supervisão e o papel do BCE", deste Relatório).

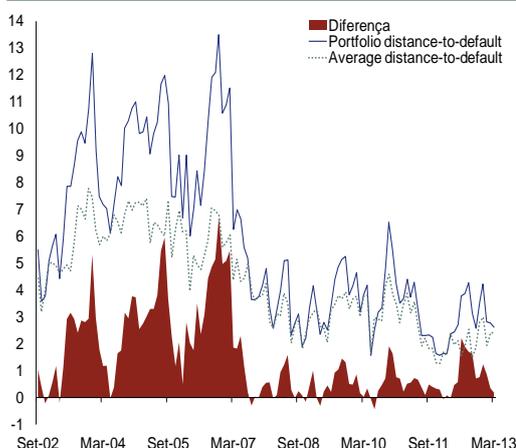
Em Portugal, esta evolução refletiu-se na recuperação do acesso aos mercados de dívida por grosso por parte de alguns bancos, embora ainda com condições restritivas. Adicionalmente, Portugal tem vindo a regressar aos mercados de dívida soberana a prazos mais longos tendo, já em 2013, lançado emissões de dívida a 5 e a 10 anos com uma procura elevada por parte de investidores internacionais. Importa referir que estas emissões decorreram num contexto em que a notação de *rating* da República portuguesa permanece inferior a *investment grade*, o que constitui uma dificuldade adicional na medida em que a política de investimento de alguns investidores institucionais, cujas aplicações tendem a ser mais estáveis, se encontra limitada a ativos com *rating* mais elevado.

A distância ao incumprimento dos bancos portugueses, estimada com base num indicador de risco sistémico que inclui informação relativa aos balanços dos bancos e a variáveis de mercado, apresentou uma ligeira melhoria face ao final de 2011, situando-se atualmente em níveis comparáveis aos observados em média desde o início da crise<sup>1</sup> (Gráfico 2.4). No que respeita à área do euro e, de forma mais marcada, aos Estados Unidos, este indicador tem vindo a apresentar uma evolução mais positiva, ilustrando a maior confiança dos investidores internacionais naqueles sistemas financeiros (Gráficos 2.5 e 2.6).

<sup>1</sup> A metodologia subjacente a este indicador é apresentada em Saldías (2012), "Systemic Risk Analysis Using Forward-Looking Distance-to-Default series", Banco de Portugal, Working Paper 16/2012.

Gráfico 2.4

## DISTANCE-TO-DEFAULT PARA BANCOS PORTUGUESES

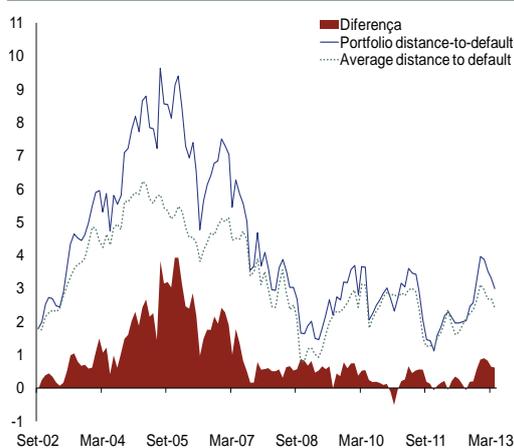


Fontes: Bankscope, Bloomberg, Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: Médias mensais de observações diárias. Para uma definição de *Portfolio distance-to-default* e *Average distance-to-default*, ver Saldias (2012), "Systemic Risk Analysis Using Forward-Looking Distance-to-Default series", Banco de Portugal, Working Paper 16/2012.

Gráfico 2.5

## DISTANCE-TO-DEFAULT PARA BANCOS DA ÁREA DO EURO



Fontes: Bankscope, Bloomberg, Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: Médias mensais de observações diárias. Para uma definição de *Portfolio distance-to-default* e *Average distance-to-default*, ver Saldias (2012), "Systemic Risk Analysis Using Forward-Looking Distance-to-Default series", Banco de Portugal, Working Paper 16/2012.

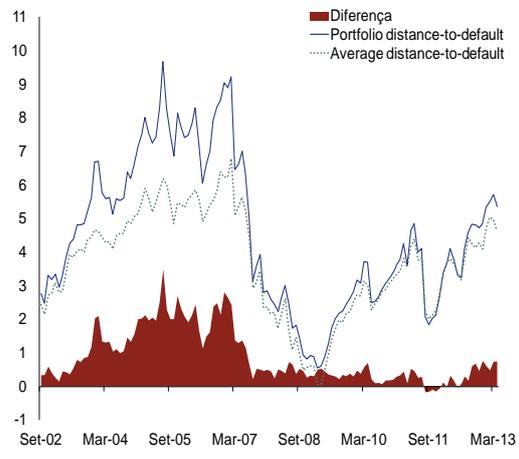
Apesar da tendência positiva observada, mantém-se a fragmentação nos mercados financeiros, traduzindo-se em perturbações no mecanismo de transmissão da política monetária na área do euro<sup>2</sup>. De facto, permanecem disparidades no acesso ao crédito e nos prémios de risco aplicados a diferentes emittentes da área do euro num grau superior ao que seria expectável de acordo com os fundamentos económicos<sup>3</sup> (Gráfico 2.7). Para além da manutenção de restrições significativas no acesso dos bancos aos mercados de dívida por grosso, continuam também a ser observados sinais significativos de segmentação nos mercados interbancários. Esta evolução surge num quadro em que as perspectivas de rentabilidade reduzida dos bancos, a par com a manutenção do sentimento de incerteza e falta de confiança, se traduzem em valorizações baixas nos mercados acionistas, dificultando a atração de capital (Gráfico 2.8). Adicionalmente, em antecipação da aplicação de Basileia III, permanecem incentivos regulamentares e pressões por parte dos participantes nos mercados financeiros no sentido de uma diminuição da alavancagem dos bancos. Assim, embora mitigados pela cedência de liquidez em condições favoráveis por parte do BCE e pela disponibilidade de capitais públicos para garantir a solidez dos bancos, estes fatores contribuem para uma diminuição da integração financeira, incentivando as instituições financeiras a centrar a sua atividade no mercado interno. Para além das restrições à obtenção de financiamento por parte dos próprios bancos, as restrições no acesso ao crédito por parte dos restantes agentes económicos nos países sob pressão, quer em termos de preço quer de quantidade, justificam-se também em parte pela expectativa de maior materialização do risco de crédito, face às perspectivas de menor crescimento económico. Estas restrições dificultam a recuperação económica, embora a contração da atividade económica contribua também para diminuir a procura de crédito. Adicionalmente, em alguns países, incluindo Portugal, é também relevante a necessidade de desalavancagem gradual e ordenada das empresas, convergindo para uma estrutura de financiamento mais sustentável.

<sup>2</sup> Para mais detalhes ver "Tema em Destaque: Transmissão da política monetária na área do euro", Banco de Portugal, *Boletim Económico - Outono 2012*.

<sup>3</sup> Ver "Caixa 2.2 Diferenças na transmissão da política monetária entre países da área do euro", Banco de Portugal, Relatório Anual 2012.

Gráfico 2.6

**DISTANCE-TO-DEFAULT PARA BANCOS DOS ESTADOS UNIDOS**

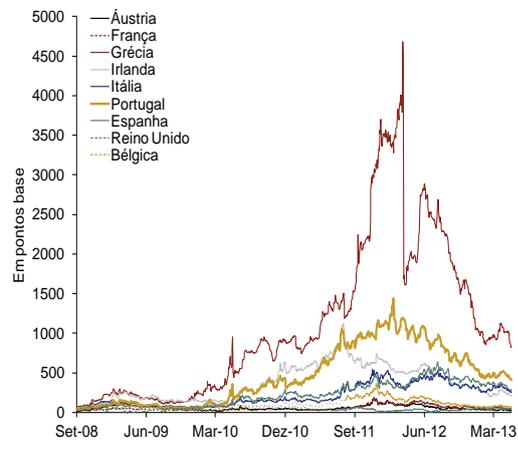


Fontes: Bankscope, Bloomberg, Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: Médias mensais de observações diárias. Para uma definição de *Portfolio distance-to-default* e *Average distance-to-default*, ver Saldias (2012), "Systemic Risk Analysis Using Forward-Looking Distance-to-Default series", Banco de Portugal, Working Paper 16/2012.

Gráfico 2.7

**DIFERENCIAIS FACE À ALEMANHA DAS TAXAS DE RENDIBILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA DE EMITENTES EUROPEUS (10 ANOS)**



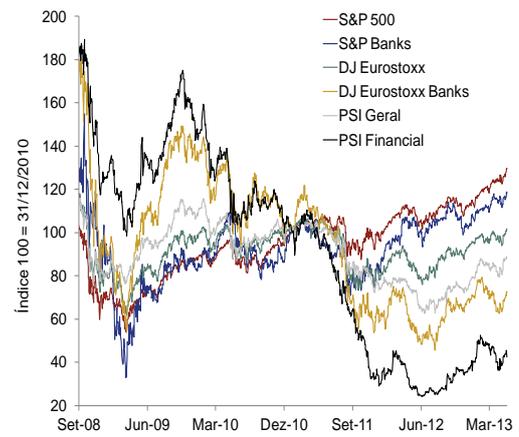
Fonte: Thomson Reuters.

**Potencial emergência, a médio prazo, de riscos decorrentes de um ambiente prolongado de taxas de juro baixas em algumas economias**

Nas economias onde a política monetária acomodatória e o aumento da procura de ativos financeiros considerados menos arriscados se traduzem em taxas de juro de longo prazo historicamente baixas, existe alguma evidência da emergência de fenómenos de *search for yield*. Estes poderão traduzir-se na

Gráfico 2.8

**ÍNDICES ACIONISTAS**



Fonte: Thomson Reuters.

acumulação de riscos a médio prazo, na medida em que resultem numa subavaliação do risco, motivando um aumento do investimento em ativos mais arriscados e da alavancagem. Adicionalmente, um ambiente prolongado de taxas de juro reduzidas apresenta riscos para a margem financeira dos bancos. No que respeita às seguradoras e fundos de pensões, as taxas de juro reduzidas são uma fonte de riscos particularmente relevante no caso dos seguros financeiros com garantia de taxa de juro e dos planos de pensões de benefício definido, na medida em que pressionam a rentabilidade dos ativos e aumentam o valor atual das responsabilidades. Assim, embora a política monetária acomodatória, incluindo medidas não convencionais, desempenhe um papel fundamental na resposta à crise económica e financeira, permitindo um aumento da confiança nos mercados financeiros e apoiando a atividade económica, é importante acompanhar a evolução dos riscos associados a taxas de juro baixas em alguns países no sentido de mitigar a sua materialização através de uma política macroprudencial adequada, tendo em conta simultaneamente a necessidade de evitar os incentivos para a arbitragem regulamentar. Adicionalmente, na medida em que estes riscos surjam associados à fragmentação nos mercados financeiros da área do euro, a sua mitigação requer respostas de política coordenadas entre estados membros, bem como o desenvolvimento de um enquadramento estrutural desenhado de forma clara e sustentável ao nível europeu, de forma a reforçar a convergência para um verdadeiro mercado integrado.

Nos Estados Unidos, tem vindo a observar-se um aumento da atividade e compressão dos *spreads* nos mercados de *high-yield bonds*, bem como sinais da reemergência de atividades comuns antes da crise, tais como empréstimos com risco mais elevado e títulos colateralizados por ativos menos transparentes, sugerindo um aumento do apetite ao risco dos investidores. Adicionalmente, os índices de volatilidade têm vindo a diminuir, reduzindo as medidas de avaliação de risco e, conseqüentemente, os requisitos de capital regulamentar para algumas atividades de mercado. Esta evolução, que se traduz num menor custo da tomada de risco em termos de capital, deverá ser objeto de particular atenção por parte das autoridades na medida em que tenha subjacente uma subestimação do risco. De facto, em termos históricos, os índices de volatilidade tendem a apresentar valores reduzidos por períodos prolongados, quebrados pontualmente por aumentos bruscos na volatilidade.

### ***Permanece alguma incerteza sobre a qualidade dos ativos das instituições financeiras***

As perspetivas negativas para a evolução económica que, nalgumas economias, surgem a par com diminuições significativas do valor dos ativos, nomeadamente no setor imobiliário, tenderão a contribuir para uma diminuição da qualidade dos ativos dos bancos, o que poderá incentivar a reestruturação de empréstimos com probabilidade elevada de incumprimento. Esta prática é desejável nos casos em que resulta em contratos equilibrados que permitem alinhar os compromissos dos devedores com a sua capacidade de pagamento. Contudo, nos casos em que a capacidade de pagamento dos devedores permaneça insuficiente, corresponde a um diferimento no tempo do reconhecimento de perdas, com impacto potencial sobre a transparência da qualidade dos ativos dos bancos e, conseqüentemente, contribuindo para manter a incerteza nos mercados. Em Portugal, a qualidade dos ativos dos bancos tem sido acompanhada através de um conjunto de programas de inspeções, contribuindo para um aumento da confiança no sistema bancário. Em particular, no contexto do Programa de Assistência Económica e Financeira, o Banco de Portugal desenvolveu em 2011 um programa especial de inspeções relativo à avaliação das carteiras de crédito, à revisão do processo de cálculo de fundos próprios para risco de crédito e à avaliação das metodologias e dos parâmetros utilizados nos exercícios de *stress-test*<sup>4</sup>. Adicionalmente, o Banco de Portugal desenvolveu uma iniciativa no sentido de garantir a correta identificação dos créditos reestruturados, apresentada na “Caixa 4.1 A atuação do Banco de Portugal no domínio dos créditos reestruturados”, deste Relatório. Por fim, foi também desenvolvido em 2012

<sup>4</sup> Os principais resultados destas inspeções foram apresentados na “Caixa 4.3 O programa especial de inspeções ao sistema financeiro (SIP)”, Banco de Portugal, Relatório de Estabilidade Financeira - Maio 2012.

um programa de inspeções à exposição das instituições financeiras aos setores da construção civil e promoção imobiliária, cujos principais resultados foram apresentados no comunicado de 3 de Dezembro de 2012 do Banco de Portugal<sup>5</sup>.

***A implementação do programa de ajustamento económico e financeiro e o regresso aos mercados de financiamento internacionais constituem desafios fundamentais para a economia portuguesa***

Apesar do progresso na implementação do Programa de Assistência Económica e Financeira, persistem ainda importantes desequilíbrios estruturais e vulnerabilidades que é necessário corrigir de forma a garantir a sustentabilidade das finanças públicas, contribuindo para uma maior competitividade da economia e para assegurar a estabilidade do sistema financeiro. A implementação do Programa tem implicado uma correção assinalável do desequilíbrio da balança corrente e de capital, num quadro de forte contração económica e do emprego. Neste contexto, apesar do ajustamento das metas de consolidação definidas no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira e do alargamento do prazo de reembolso dos empréstimos, a deterioração das perspetivas macroeconómicas em Portugal, e em grande parte dos países que constituem os principais destinos de exportações nacionais, apresenta riscos para a prossecução dos objetivos de ajustamento. Adicionalmente, permanece alguma incerteza relativamente às medidas concretas que serão adotadas no futuro e ao seu impacto no crescimento económico. Por outro lado, permanece o risco de contágio de eventuais dificuldades adicionais noutras economias da área do euro sobre a avaliação do risco dos emitentes portugueses nos mercados internacionais, o que poderá contribuir para dificultar o regresso sustentado ao financiamento nesses mercados. Neste contexto, o aprofundamento do processo de construção da união bancária e a operacionalização do programa de transações monetárias definitivas deverão desempenhar um papel relevante no sentido de diminuir a fragmentação nos mercados financeiros, garantir a confiança dos investidores e evitar situações de volatilidade excessiva, contribuindo para a sustentabilidade do regresso de Portugal aos mercados de dívida internacionais.

<sup>5</sup> Este comunicado está disponível em: <http://www.bportugal.pt/pt-PT/OBancoeoEurosistema/ComunicadoseNotasdeInformacao/Lists/FolderDeListaComLinks/Attachments/269/comb20121203.pdf>



## CAIXA 2.1 | UNIÃO BANCÁRIA: O ESTABELECIMENTO DO MECANISMO ÚNICO DE SUPERVISÃO E O PAPEL DO BCE

A integração financeira e monetária que se seguiu à criação do mercado único e da moeda única não foi acompanhada por uma plena integração da supervisão do sistema bancário nem dos mecanismos que compõem a “rede de segurança” para fazer face ao impacto de eventuais falhas no setor bancário (sistemas de garantia de depósitos, mecanismos de recapitalização e de resolução de instituições), que permaneceram de base nacional.

Com o desencadear da crise da dívida soberana da área do euro, a atenção dos investidores passou a estar focada nos desequilíbrios macroeconómicos das economias da área do euro, nas inconsistências e fragilidades do modelo de governação da moeda única e na correlação bidirecional entre o risco soberano e o risco do setor bancário.

Esta situação teve implicações profundas para o modelo institucional e de governação da área do euro. Em primeiro lugar, e no seguimento das Conclusões do Conselho Europeu e da Declaração da Cimeira da área do euro de junho de 2012, a Comissão Europeia apresentou em setembro desse ano um pacote de propostas legislativas visando a criação de um Mecanismo Único de Supervisão, acompanhado por um “*Roadmap*” para a constituição da União Bancária, em que são também delineados os próximos passos, complementares à vertente de supervisão, designadamente no que diz respeito à gestão de crises e resolução de instituições e à garantia de depósitos.

Em dezembro de 2012, o Conselho da União Europeia (UE) chegou a acordo relativamente ao pacote legislativo apresentado pela Comissão, encetando-se a negociação com o Parlamento Europeu. O acordo entre o Conselho e o Parlamento Europeu foi alcançado no passado dia 19 de março, estando prevista a entrada em vigor de ambos os Regulamentos no decurso dos próximos meses.

O BCE será responsável pela supervisão prudencial das instituições de crédito da área do euro, executando essas tarefas no âmbito de um Mecanismo Único de Supervisão composto pelo BCE e pelas autoridades nacionais competentes, com o objetivo de “contribuir para a segurança e solidez das instituições de crédito e para a estabilidade do sistema financeiro na UE e em cada Estado-Membro, tendo devidamente em consideração a unicidade e integridade do mercado interno”. O Regulamento prevê que instituições de crédito de outros Estados-Membros possam vir a ser igualmente abrangidas pela supervisão do BCE, no âmbito de mecanismos de cooperação reforçada que venham a ser estabelecidos com as respetivas autoridades.

As tarefas específicas atribuídas ao BCE incluem:

- Autorizar instituições de crédito e revogar a autorização;
- Avaliar participações qualificadas;
- Assegurar o cumprimento das normas prudenciais estabelecidas na legislação da UE;
- Avaliar a adequação dos procedimentos, das estratégias e dos fundos próprios das instituições face aos riscos incorridos e realizar *stress-tests* e com base nessa avaliação impor requisitos adicionais de fundos próprios ou outros requisitos específicos previstos na legislação da União;
- Exercer a supervisão em base consolidada e participar em colégios de supervisores;
- Participar na supervisão suplementar de conglomerados financeiros, quando aplicável; Exercer tarefas de supervisão no âmbito de planos de recuperação e medidas de intervenção precoce em situações de incumprimento, ou de riscos de incumprimento, dos requisitos prudenciais por parte das instituições.

O texto acordado consagra um modelo de supervisão em que o BCE assume a responsabilidade pelo funcionamento efetivo e consistente de todo o sistema integrado de supervisão. Haverá, porém, uma

distribuição articulada de tarefas entre o BCE e as autoridades de supervisão nacionais, em função da dimensão dos bancos e dos sistemas bancários nacionais. Neste modelo o BCE é responsável pela supervisão direta das instituições de crédito mais significativas, cabendo às autoridades de supervisão nacionais a responsabilidade pela supervisão direta de todas as outras.

A significância das instituições baseia-se num conjunto de critérios definidos no Regulamento, incluindo critérios quantitativos (total de ativos superior a 30 000 milhões de euros, em termos consolidados, ou um peso no PIB nacional superior a 20 por cento, exceto se o total de ativos for inferior a 5 000 milhões de euros).

Relativamente às instituições mais significativas, o BCE assume a responsabilidade direta pelas decisões de supervisão que digam respeito às tarefas elencadas no Regulamento, tendo as autoridades nacionais de supervisão a responsabilidade de assistir o BCE na execução dessas tarefas e estando estreitamente associadas ao processo de supervisão.

No que diz respeito às instituições menos significativas, as decisões de supervisão são da responsabilidade das autoridades nacionais, mas estas estão sujeitas a um enquadramento comum e a instruções gerais definidos pelo BCE, podendo este chamar a si, a qualquer momento, a responsabilidade direta por uma instituição menos significativa, quando isso for considerado necessário para assegurar a aplicação de padrões de supervisão rigorosos e consistentes.

Relativamente às tarefas e instrumentos macroprudenciais, as autoridades nacionais têm um papel mais preponderante, mas o BCE pode aplicar requisitos mais elevados ou medidas mais estritas (nos termos previstos na legislação da União), existindo a obrigação recíproca de notificação ex-ante, quer por parte das autoridades nacionais, quer do BCE, das medidas que tencionam adotar.

Refira-se que todas as tarefas que não forem atribuídas ao BCE permanecerão com os supervisores nacionais (exemplo, branqueamento de capitais e supervisão comportamental).

O BCE disporá de todos os poderes que a legislação da União atribui às autoridades competentes em matéria de supervisão, incluindo poderes sancionatórios.

Após a entrada em vigor do Regulamento, o BCE poderá solicitar informação geral e específica sobre todas as instituições de crédito abrangidas pelo Mecanismo Único de Supervisão e deverá realizar uma avaliação dos respetivos balanços e riscos, pelo menos no que diz respeito às instituições mais significativas.

A função de supervisão deverá ser executada pelo BCE de forma independente, tendo presente apenas os objetivos estabelecidos no Regulamento, sem interferências com a condução da política monetária. Para tal será estabelecido um Conselho de Supervisão (*Supervisory Board*) composto por:

- um Presidente, que deverá ser reconhecido pela sua competência e experiência na banca e finanças (não pertencendo ao Conselho do BCE);
- um Vice-Presidente, a ser designado de entre os membros da Comissão Executiva do BCE;
- quatro representantes do BCE designados pelo Conselho do BCE;
- um representante das autoridades nacionais responsáveis pela supervisão do setor bancário nos Estados-membros participantes.

O Conselho de Supervisão assegurará o planeamento e a execução de tarefas de supervisão cometidas ao BCE, preparando ainda os projetos de decisão a submeter ao Conselho do BCE para aprovação.

O BCE deverá cobrar comissões às instituições (de forma proporcional à sua relevância e perfil de risco) para financiamento de despesas relacionadas com as tarefas de supervisão.

O BCE é responsável perante o Parlamento Europeu e o Conselho pela execução das funções que lhe estão cometidas pelo Regulamento.

A assunção plena pelo BCE das atribuições previstas no regulamento deverá ocorrer um ano após a entrada em vigor do mesmo, salvo se o BCE decidir o adiamento dessa data, por razões de operacionalização do sistema.

No seio do BCE já se iniciaram os trabalhos com vista a facilitar a preparação para a entrada em vigor do SSM, estando a ser desenvolvidos trabalhos nas seguintes áreas em particular: (i) desenvolvimento do quadro regulamentar; (ii) categorização das instituições de acordo com a sua relevância sistémica quer a nível da área do euro, quer a nível nacional; (iii) estabelecimento de mecanismos de transmissão de informação; e, (iv) mapeamento de tarefas e decisões de supervisão, tendo por objetivo definir critérios para estabelecer um sistema eficiente de delegação de competências entre o nível central e o nível nacional e formas adequadas de articulação entre ambos.

Em suma, o projeto de construção da União Bancária é uma peça indispensável para completar a construção da área do euro, potenciando e tornando mais eficaz a ação da política monetária e impedindo, concomitantemente, a fragmentação do setor bancário europeu e a contaminação entre risco soberano e risco bancário.

Por seu turno, a aplicação de um conjunto comum de normas que regem a atividade bancária e a harmonização dos procedimentos e práticas de supervisão em torno de padrões exigentes, contribuirá para aumentar a solidez dos bancos da área do euro, promovendo a confiança dos depositantes e a estabilidade do sistema financeiro europeu no seu conjunto.

A União Bancária implicará, por um lado, uma significativa partilha de soberania e, por outro, a mutualização de perdas potenciais no futuro. No entanto, esta transferência da responsabilidade pela supervisão não é acompanhada – por agora – da transferência da responsabilidade pelos instrumentos financeiros de segurança do sistema, ou seja, os que dizem respeito à resolução de instituições e à garantia de depósitos, que permanecem como mecanismos nacionais. Torna-se assim necessário a criação de um fundo europeu de resolução dos bancos, que permita a reestruturação de instituições sem afetar a estabilidade sistémica e a situação financeira dos países onde estes operam, em paralelo com a criação de sistema comum de proteção de depósitos, que contribuirá para a redução da probabilidade de ocorrência de fenómenos de corrida aos depósitos, que, numa situação de contágio, condicionará rapidamente a liquidez do sistema bancário. A União Bancária deverá, assim, englobar não só uma supervisão integrada mas também mecanismos partilhados de resolução de bancos e de garantia de depósitos.

Dada a forte interligação entre estes três domínios, a preservação da estabilidade financeira na área do euro e a separação completa entre risco soberano e bancário exigem progressos simultâneos em todos eles. A concretização de cada um decorrerá, no entanto, em horizontes variáveis, dados os diferentes desafios que se colocam à sua implementação.



### 3. SISTEMA BANCÁRIO: ATIVIDADE, RENDIBILIDADE E ADEQUAÇÃO DE FUNDOS PRÓPRIOS<sup>1</sup>

Em 2012, a atividade do sistema bancário português continuou a desenvolver-se numa conjuntura adversa quer a nível interno quer externo, não obstante a redução das tensões nos mercados financeiros internacionais. De facto, continuou a observar-se uma fragmentação nos mercados financeiros na área do euro e assistiu-se à intensificação da recessão económica em Portugal e consequente aumento da materialização do risco de crédito. No entanto, o último ano foi também marcado por desenvolvimentos positivos entre os quais se destaca a melhoria substancial da situação de liquidez e de solvabilidade do sistema. Neste sentido, a implementação de medidas de política monetária não convencional por parte do BCE, conjugada com a estabilidade dos depósitos de particulares, permitiu atenuar a escassez de financiamento nos mercados internacionais de dívida por grosso. Por outro lado, a capitalização levada a cabo pelas instituições dotou o sistema de uma maior capacidade de absorção de perdas, reforçando a sua solidez financeira. Estes progressos traduziram-se numa melhoria da perceção de riscos dos investidores internacionais que possibilitou o regresso de duas instituições ao financiamento nos mercados internacionais no quarto trimestre do ano, com a realização de emissões obrigacionistas, facto inédito desde o início do Programa de Assistência Económica e Financeira. Já em janeiro de 2013, as mesmas instituições regressaram ao mercado com duas emissões obrigacionistas adicionais. Apesar do custo associado a estas emissões ainda não permitir considerá-las como alternativas de financiamento sustentáveis, a sua realização é importante na medida em que sinalizam a existência de apetite por parte dos investidores internacionais para o investimento em dívida bancária portuguesa.

O balanço agregado do sistema bancário em base consolidada voltou a apresentar uma queda muito acentuada no segundo semestre, depois de se observarem alguns sinais de estabilização na primeira metade do ano. De forma similar, os indicadores de rendibilidade agravaram-se na segunda metade do ano, refletindo o aumento das imparidades associadas à carteira de crédito a clientes e a evolução da margem financeira.

No primeiro trimestre de 2013, de acordo com a informação parcelar referente aos seis maiores grupos bancários, assistiu-se a uma recuperação da rendibilidade face ao último trimestre de 2012 ( ver “Caixa 3.1 *Situação financeira dos seis maiores grupos do sistema bancário português no primeiro trimestre de 2013*”, deste Relatório). Ainda assim, os seis maiores bancos mantiveram, no seu conjunto, rendibilidade negativa nesse período, situação que ficou a dever-se essencialmente a uma redução muito pronunciada da margem financeira, que mais do que compensou a redução significativa das imparidades para crédito. A redução inaudita da margem financeira neste período estará a refletir entre outros fatores o efeito conjunto da redução do financiamento junto do Eurosistema; as emissões de dívida em mercado no quarto trimestre de 2012 e no primeiro trimestre de 2013, a um custo médio superior à generalidade dos restantes passivos; o prolongamento da tendência de estreitamento do diferencial entre taxas de juro do crédito e dos depósitos de clientes e o efeito quantidade associado à ligeira diminuição do crédito a clientes, conjugada com o aumento dos depósitos de clientes.

---

<sup>1</sup> Na análise efetuada na “Secção 3.1 *Atividade*” e na “Secção 3.2 *Rendibilidade*”, deste Relatório, o agregado definido como sistema bancário português refere-se às instituições de crédito e empresas financeiras a operar em Portugal sob supervisão do Banco de Portugal, com exceção das instituições com sede no *off-shore* da Madeira. Assim, são considerados os grupos financeiros, em base consolidada, que incluem no perímetro de consolidação pelo menos uma instituição de crédito ou uma empresa de investimento, e as instituições de crédito e empresas de investimento, em base individual, que não são objeto de consolidação em Portugal (incluindo as sucursais de instituições de crédito ou empresas de investimento). A análise deste universo revela-se importante na medida em que é a este conjunto de instituições que se aplica a Diretiva de Requisitos de Capital aprovada em setembro de 2005 pelo Parlamento Europeu, sendo o universo de referência na generalidade dos países europeus.

### 3.1. Atividade

#### O balanço do sistema bancário português contraiu significativamente em 2012, ainda que tenha apresentado evoluções distintas no primeiro e segundo semestres

A atividade do sistema bancário português, avaliada pelo ativo total, em base consolidada, contraiu 3.3 por cento em 2012 (Gráfico 3.1.1a). Importa salientar que, contrariamente a 2011, a evolução do ativo distribuiu-se de forma desigual no primeiro e segundo semestres. Na primeira metade do ano observou-se a virtual estabilização do ativo, justificada essencialmente pelo aumento da carteira de ativos financeiros (ver “Capítulo 6 Risco de Mercado”, deste Relatório) e das disponibilidades e aplicações em outras instituições de crédito e, em sentido oposto, pela diminuição da carteira de crédito a clientes (Gráfico 3.1.1b). No segundo semestre, a atividade do sistema diminuiu significativamente refletindo sobretudo a diminuição da carteira de crédito a clientes<sup>2</sup>, que registou uma redução de 3 por cento. Deve ser referido que, no conjunto do ano, as operações de venda de crédito totalizaram cerca de 4.5 mil milhões de euros, o que compara com cerca de 7 mil milhões de euros em 2011. Deste montante de operações realizado em 2012, mais de metade envolveu cedências de crédito para fundos de reestruturação (sobretudo de créditos a empresas nos segmentos da construção, imobiliário e turismo). Por seu turno, a carteira de ativos financeiros também contribuiu negativamente para a evolução do ativo na segunda metade do ano, refletindo a diminuição das carteiras de ativos financeiros ao justo valor e de títulos detidos até à maturidade. Quanto à evolução das restantes componentes do ativo é de destacar a diminuição das aplicações em instituições de crédito, já que algumas instituições começaram a utilizar a liquidez disponível para reduzir a sua exposição ao BCE.

Gráfico 3.1.1 a

CONTRIBUTOS PARA A EVOLUÇÃO HOMÓLOGA DO ATIVO | EM BASE CONSOLIDADA

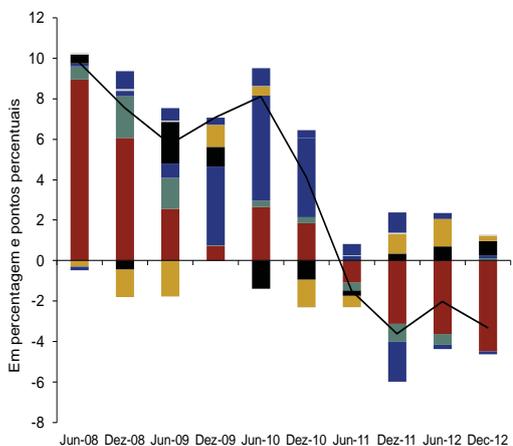
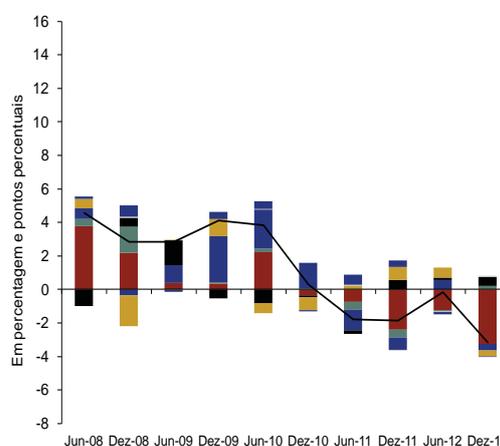


Gráfico 3.1.1. b

CONTRIBUTOS PARA A EVOLUÇÃO SEMESTRAL DO ATIVO | EM BASE CONSOLIDADA



- Outros ativos
- Disponibilidades e aplicações em outras instituições de crédito
- Títulos, derivados e participações
- Crédito a clientes líquido - ajustado de operações de titularização
- Ativos tangíveis e intangíveis
- Disponibilidades e aplicações em Bancos Centrais
- Outros créditos e valores a receber (titulados)
- Taxa de variação do ativo

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Os títulos, derivados e participações compreendem os ativos financeiros ao justo valor através de resultados, os ativos financeiros disponíveis para venda, os investimentos detidos até à maturidade, os investimentos em filiais e os derivados de cobertura. O crédito a clientes líquido - ajustado de operações de titularização exclui a componente de outros créditos e valores a receber (titulados), classificados na carteira de crédito.

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Os títulos, derivados e participações compreendem os activos financeiros ao justo valor através de resultados, os activos financeiros disponíveis para venda, os investimentos detidos até à maturidade, os investimentos em filiais e os derivados de cobertura. O crédito a clientes líquido - ajustado de operações de titularização exclui a componente de outros créditos e valores a receber (titulados), classificados na carteira de crédito.

2 Inclui créditos titularizados e não desconhecidos e corrige de operações de venda de crédito.

### ***Os recursos de clientes têm um peso cada vez maior no financiamento do sistema bancário português, em particular no caso dos bancos domésticos***

A evolução da estrutura de financiamento do sistema bancário em 2012 foi, em larga medida, semelhante à observada no ano anterior. Assim, continuou a observar-se um aumento da importância dos recursos de clientes (tendo o respetivo peso no total do ativo aumentado para cerca de 51 por cento) e de bancos centrais, em contrapartida de uma redução da importância dos recursos de outras instituições de crédito e das responsabilidades representadas por títulos. É de realçar, no entanto, o já expectável abrandamento do crescimento dos depósitos de particulares, sobretudo na segunda metade do ano, em comparação com o observado nos últimos dois anos (ver “Capítulo 5 *Risco de Liquidez*”, deste Relatório). Importa ainda sublinhar que os recursos de clientes assumem uma maior relevância para as instituições domésticas (56 por cento do total do ativo) do que para os bancos não domésticos residentes em Portugal (32 por cento do total do ativo). Adicionalmente, deve ser salientado que o aumento do financiamento obtido junto do Eurosistema registado no primeiro semestre<sup>3</sup> não prosseguiu na segunda metade do ano, num contexto em que algumas instituições domésticas começaram a reduzir a sua exposição ao BCE. Relativamente às restantes fontes de financiamento, é de salientar o regresso de duas instituições às emissões nos mercados internacionais de dívida por grosso no quarto trimestre do ano, com a realização de emissões obrigacionistas. Ainda assim, manteve-se a tendência de diminuição dos recursos de outras instituições de crédito e das responsabilidades representadas por títulos refletindo, *inter alia*, a persistência das dificuldades de refinanciamento no mercado da dívida bem como a concretização de operações de recompra de obrigações próprias por parte dos principais grupos bancários, tal como já observado em 2011.

As operações de capitalização levadas a cabo pelas instituições bancárias em 2012 foram fundamentais para dotá-las de uma maior capacidade de absorção de perdas, reforçando a sua solidez financeira, num quadro macroeconómico e financeiro adverso. Consequentemente, observou-se um crescimento significativo dos fundos próprios (*Core Tier I*) do sistema bancário, em resultado da emissão de instrumentos híbridos subscritos pelo Estado Português (totalizando cerca de 5 mil milhões de euros) bem como de aumentos de capital realizados pelas instituições. Ainda que o impacto destas operações seja mais evidente no primeiro semestre, é também de salientar que, no decurso do segundo semestre, duas instituições procederam a novos aumentos de capital (ver “Capítulo 3.3 Adequação de Fundos Próprios”, deste Relatório).

### ***Os ativos externos do sistema bancário doméstico prosseguiram a tendência de diminuição em 2012***

Em 2012, os ativos externos do sistema bancário doméstico, em base consolidada, registaram uma diminuição de 11 por cento, passando a representar aproximadamente 23 por cento do ativo das instituições domésticas (Quadro 3.1.1)<sup>4</sup>. A queda mais acentuada registou-se no segundo semestre do ano. É de salientar que, face a dezembro de 2009, o peso dos ativos externos reduziu-se em mais de 6 pontos percentuais, acompanhando assim o ritmo de desalavancagem da atividade doméstica, num

<sup>3</sup> Tal como referido na anterior edição do Relatório de Estabilidade Financeira, este aumento foi bastante mais acentuado no primeiro trimestre de 2012 e refletiu o recurso à operação de refinanciamento de prazo alargado (*LTRO*) a 3 anos realizada pelo BCE em fevereiro.

<sup>4</sup> A análise da exposição internacional é efetuada de acordo com as orientações metodológicas do *Bank for International Settlements* para o reporte e publicação das “*Consolidated banking statistics*”. Nesta análise apenas se considera o subconjunto das instituições domésticas, em base consolidada, uma vez que as instituições não domésticas são integradas no perímetro de consolidação dos sistemas bancários dos países das respetivas sedes. Os ativos internacionais representam direitos sobre não residentes na economia onde a instituição é sediada excluindo os detidos por sucursais e filiais externas sobre residentes das economias em que estas têm atividade quando expressos na moeda dessas economias. Os ativos locais em moeda local representam os ativos sobre residentes na economia em que cada filial ou sucursal externa se localiza, denominados na moeda local.

## Quadro 3.1.1

ATIVOS EXTERNOS CONSOLIDADOS DO SISTEMA BANCÁRIO DOMÉSTICO NA ÓTICA DO RISCO IMEDIATO - ESTRUTURA   EM PORCENTAGEM							
	Dez.2009	Jun.2010	Dez.2010	Jun.2011	Dez.2011	Jun.2012	Dez.2012
Total (10 <sup>6</sup> €)	117 727	120 299	114 903	103 497	100 732	98 393	89 446
Em percentagem do ativo total	29.3	29.2	27.8	25.4	25.3	25.0	23.3
Ativos internacionais	71.2	70.7	69.2	67.5	67.7	65.0	62.7
Maturidade							
até 1 ano	19.0	18.0	17.4	19.1	20.2	24.2	19.6
de 1 a 2 anos	4.7	5.1	4.4	4.3	3.4	3.2	3.6
a mais de 2 anos	39.1	41.1	41.3	37.6	38.1	30.6	31.4
Outros	8.4	6.5	6.1	6.6	6.0	6.9	8.1
Contraparte institucional							
Bancos	18.3	15.3	14.3	12.4	12.4	13.5	12.3
Setor público	4.5	5.3	4.9	4.4	4.3	4.4	6.3
Setor privado não bancário	48.1	49.7	49.7	50.4	50.8	46.8	43.8
Outros	0.2	0.5	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
Contraparte geográfica							
Países desenvolvidos	51.6	48.4	48.8	48.4	46.4	42.7	41.5
Centros <i>off-shore</i>	5.8	6.0	4.9	4.8	7.7	7.7	4.9
Países em desenvolvimento na Europa	5.2	5.5	5.6	5.9	6.0	6.1	6.5
Outros	8.5	10.8	9.8	8.4	7.6	8.5	9.8
Ativos locais em moeda local	28.8	29.3	30.8	32.5	32.3	35.0	37.3
Contraparte geográfica							
Países desenvolvidos	20.0	20.2	20.0	20.1	19.7	20.2	21.0
Centros <i>off-shore</i>	0.5	0.5	0.6	0.4	0.5	0.9	1.1
Países em desenvolvimento na Europa	5.1	4.8	5.1	5.9	5.3	6.5	8.3
Outros	3.1	3.8	5.2	6.1	6.7	7.4	6.9
<i>Por memória:</i>							
Ativos locais em moeda local (10 <sup>6</sup> €)	33 899	35 204	35 440	33 608	32 519	34 479	33 333
Passivos locais em moeda local (10 <sup>6</sup> €)	24 819	22 237	25 291	22 802	25 389	26 419	29 499

Fonte: Banco de Portugal.

contexto marcado pela retração do processo de integração financeira internacional. A nível de contraparte geográfica, o peso dos países desenvolvidos (sobretudo economias da área do euro) continuou largamente maioritário mas registou uma redução em favor do peso dos países em desenvolvimento na Europa, tendência que se vem mantendo desde dezembro de 2010. No que se refere às contrapartes institucionais, saliente-se o aumento da exposição face ao setor público, em particular de Espanha e Itália, e uma redução do peso do setor privado não bancário, que permanece no entanto dominante.

### 3.2. Rendibilidade

***A rendibilidade do sistema bancário português recuperou ligeiramente em 2012, ainda que se tenha mantido em valores negativos, tendo apresentado uma evolução intra-anual muito distinta***

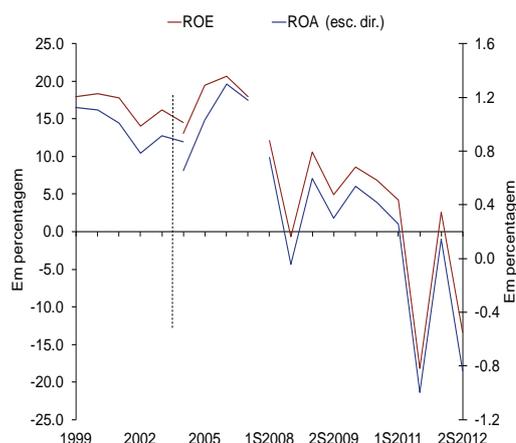
A rendibilidade do sistema bancário português representa, atualmente, o principal desafio do setor. A manutenção de condições macroeconómicas adversas continua a contribuir para o aumento das imparidades, sobretudo para crédito, ao mesmo tempo que existe uma forte pressão sobre a margem financeira, a principal componente do produto bancário português. De facto, a margem financeira permanece

comprimida, num contexto de taxas de juro do mercado interbancário muito baixas e reduzida concessão de novo crédito. Adicionalmente, refira-se o impacto negativo que advém das operações de gestão de passivo, ou seja, a conversão de instrumentos de capital em instrumentos de dívida, levadas a cabo por algumas instituições<sup>5</sup>, bem como os elevados custos de financiamento, associados quer à base de depósitos quer aos instrumentos híbridos emitidos pelos bancos que realizaram operações de recapitalização com recurso a fundos públicos. A estes aspetos acresce, ainda, o abrandamento da atividade internacional.

Em 2012 a rentabilidade do sistema bancário português, em base consolidada, registou uma evolução distinta no primeiro e segundo semestres (Gráfico 3.2.1). Com efeito, os resultados antes de impostos e interesses minoritários apresentaram uma evolução favorável na primeira metade do ano, refletindo essencialmente o contributo positivo dos resultados em operações financeiras (possibilitados pelas mais-valias geradas com os títulos de dívida pública portuguesa na sequência da descida das *yields* e, também, pela recompra de obrigações próprias) e das componentes de custos operacionais e de outras provisões e imparidades (Gráfico 3.2.2a)<sup>6</sup>. Não obstante, no segundo semestre do ano, os resultados antes de impostos e interesses minoritários voltaram a cair para valores negativos traduzindo, sobretudo, o contributo negativo da componente de outras provisões e imparidades, o aumento das provisões e imparidades associadas ao crédito a clientes e a diminuição da margem financeira (Gráfico 3.2.2b). No que se refere ao aumento das provisões e imparidades associadas ao crédito, assume alguma relevância o Programa de Inspeções *On-site* (OIP) realizado aos oito maiores grupos bancários durante o segundo

Gráfico 3.2.1

RENTABILIDADE DO ATIVO (ROA) E DOS CAPITALS PRÓPRIOS (ROE)



Fonte: Banco de Portugal.

**Notas:** Não é possível ter dados anteriores a 2007 para o agregado em consideração neste capítulo, uma vez que a adoção das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) não foi transversal a todas as instituições, coexistindo em 2005 e 2006 diferentes sistemas contabilísticos. Deste modo, os dados apresentados neste gráfico têm por base diferentes agregados de instituições. Em particular, até 2004 o conjunto de instituições refere-se a bancos e caixas económicas, com exceção dos bancos com sede ou atividade exclusiva no off-shore da Madeira e/ou atividade predominante com não residentes. Foram considerados como bancos as sucursais de instituições de crédito com sede em outro Estado-membro da União Europeia - excluindo aquelas que não sejam classificáveis como instituições financeiras monetárias (IFM) - assim como as sucursais de instituições de crédito com sede em países terceiros. De dezembro de 2004 até 2012, são considerados dois conjuntos de instituições. Um primeiro, para o período de dezembro de 2004 a dezembro de 2007, que corresponde aos treze grupos bancários que adotaram as NIC (ou as Normas de Contabilidade Ajustadas) na elaboração das respetivas demonstrações financeiras em 2005 (e que representava, em Dezembro de 2004, cerca de 87 por cento do total do ativo do conjunto de instituições analisado até então). O segundo para o período de março de 2007 a 2012. O período de sobreposição dos diferentes conjuntos de instituições permite a análise consistente de variações. Os dados relativos ao semestre encontram-se anualizados.

- 5 A remuneração dos instrumentos de capital é realizada na forma de dividendos, não sendo considerada um custo na margem financeira. A conversão destes instrumentos em títulos de dívida significa que o custo deste financiamento passa a ser contabilizado na margem financeira.
- 6 A melhoria observada deve ser, no entanto, devidamente enquadrada, atendendo a que os resultados relativos ao segundo semestre de 2011 foram fortemente penalizados por eventos de natureza não recorrente, incluindo o impacto do programa especial de inspeções (SIP), a transferência parcial dos fundos de pensões para a Segurança Social e o reconhecimento de imparidades nos títulos de dívida pública grega.

Gráfico 3.2.2 a

VARIÇÃO SEMESTRAL DA RENDIBILIDADE DO ATIVO (ROA) | DECOMPOSIÇÃO DE CONTRIBUTOS

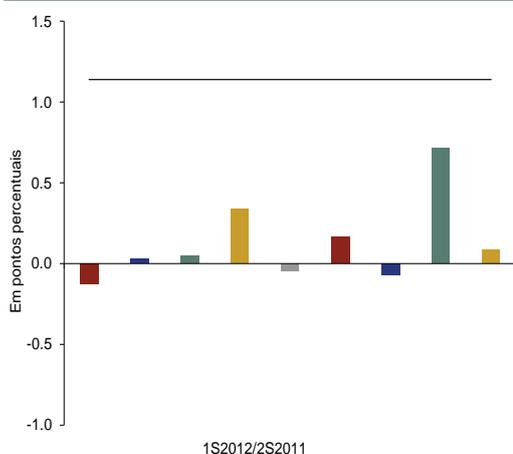
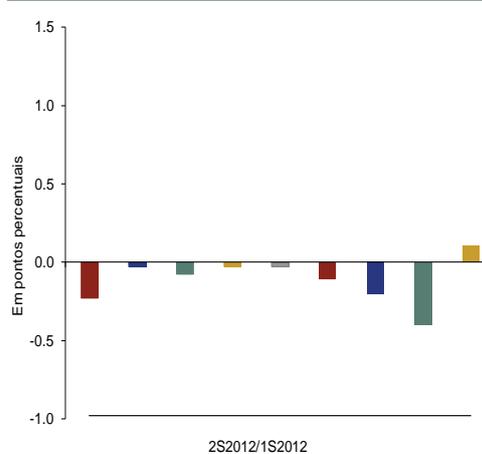


Gráfico 3.2.2. b

VARIÇÃO SEMESTRAL DA RENDIBILIDADE DO ATIVO (ROA) | DECOMPOSIÇÃO DE CONTRIBUTOS



- Margem Financeira
- Comissões Líquidas
- Rendimentos de instrumentos de capital
- Resultados em operações financeiras
- Outros resultados de exploração
- Custos operacionais
- Provisões e imparidade associado a crédito a clientes
- Outras provisões e imparidades
- Apropriação de resultados associados e diferenças de consolidação
- Variação do ROA

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: A rendibilidade do ativo é calculada considerando os resultados antes de impostos e de interesses minoritários.

semestre do ano, que incidu em setores específicos da carteira de crédito, nomeadamente o setor da construção, promoção imobiliária e turismo. Dos resultados deste programa foi estimada uma necessidade de reforço de 861 milhões de euros no valor das imparidades, registado no segundo semestre.

Em termos globais, os últimos dois anos foram marcados por taxas de rendibilidade negativas, embora se tenham observado diferentes padrões em termos intra-anuais. A curva de distribuição empírica relativa à rendibilidade do ativo sugere, por outro lado, que o nível de dispersão entre instituições se manteve relativamente inalterado desde 2011 (Gráfico 3.2.3).

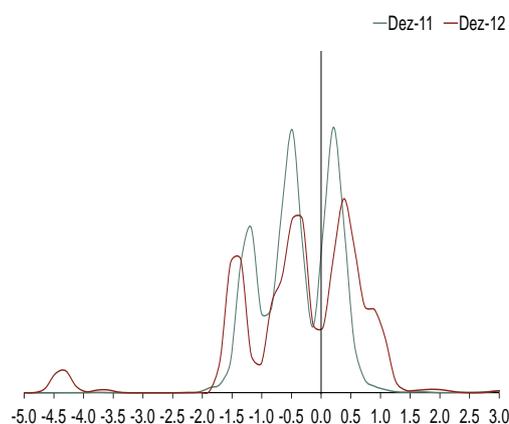
### ***A margem financeira reduziu-se significativamente em 2012, refletindo o contexto de taxas de juro de mercado monetário reduzidas, a diminuição do rácio entre crédito e depósitos e os elevados custos de financiamento***

O contexto desfavorável em que se desenvolveu a atividade dos bancos portugueses em 2012 condicionou a evolução da margem financeira. Deste modo, a principal componente do produto bancário português registou uma diminuição muito acentuada em termos homólogos (17.5 por cento), refletindo sobretudo a diminuição associada a operações com clientes.

A decomposição da margem financeira revela que, à exceção das operações no mercado monetário, todas as componentes evoluíram negativamente no último ano. De facto, tal como no primeiro semestre, a evolução da margem associada às operações no mercado monetário continuou a dever-se ao movimento descendente das taxas de juro interbancárias. Por outro lado, o aumento significativo de recursos de bancos centrais obtidos na primeira metade do ano começou a reduzir-se no segundo semestre do ano, num contexto em que alguns bancos domésticos começaram a reduzir a sua exposição ao BCE. No que se refere às operações com instrumentos financeiros, apesar da diminuição acentuada das responsabi-

### Gráfico 3.2.3

#### RENDIBILIDADE DO ATIVO (EM PORCENTAGEM) | DISTRIBUIÇÃO EMPÍRICA



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Distribuição empírica obtida recorrendo a um *Kernel* gaussiano que pondera as instituições pelo seu ativo; indicador calculado considerando o resultado antes de impostos e de interesses minoritários.

lidades representadas por títulos no decurso de 2012, a redução do diferencial entre a remuneração de posições ativas e passivas (efeito preço negativo) deste tipo de instrumentos acabou por condicionar a evolução da margem financeira (Quadro 3.2.1). A este respeito, refira-se o impacto negativo associado à necessidade de algumas instituições recorrerem à recapitalização estatal por via de instrumentos híbridos com um custo elevado.

### Quadro 3.2.1

TAXAS DE JURO MÉDIAS IMPLÍCITAS DAS PRINCIPAIS RUBRICAS DO BALANÇO <sup>(a)</sup>   EM PORCENTAGEM	2008		2009		2010		2011		2012	
	S1	S2								
<b>Ativos interbancários</b>	<b>4.24</b>	<b>4.01</b>	<b>2.10</b>	<b>1.16</b>	<b>1.19</b>	<b>1.50</b>	<b>1.80</b>	<b>2.00</b>	<b>1.60</b>	<b>1.34</b>
Disponibilidades em bancos centrais	2.76	2.70	1.13	0.64	0.63	0.74	0.92	1.13	0.49	0.24
Disponibilidades em outras instituições de crédito	2.07	1.81	0.94	0.36	0.52	0.62	0.66	0.55	0.56	0.43
Aplicações em instituições de crédito	4.73	4.50	2.45	1.38	1.40	1.79	2.16	2.42	1.92	1.63
<b>Ativos não interbancários</b>										
<b>Crédito</b>	<b>6.17</b>	<b>6.49</b>	<b>4.83</b>	<b>3.49</b>	<b>3.33</b>	<b>3.56</b>	<b>4.03</b>	<b>4.68</b>	<b>4.52</b>	<b>3.88</b>
<b>Outros ativos financeiros</b>	<b>5.98</b>	<b>6.07</b>	<b>4.57</b>	<b>3.26</b>	<b>3.38</b>	<b>3.41</b>	<b>3.63</b>	<b>4.24</b>	<b>4.24</b>	<b>4.16</b>
<b>Ativos remunerados com juros</b>	<b>5.92</b>	<b>6.15</b>	<b>4.51</b>	<b>3.20</b>	<b>3.11</b>	<b>3.34</b>	<b>3.74</b>	<b>4.32</b>	<b>4.15</b>	<b>3.66</b>
<b>Passivos interbancários</b>	<b>4.67</b>	<b>4.65</b>	<b>2.43</b>	<b>1.56</b>	<b>1.26</b>	<b>1.30</b>	<b>1.83</b>	<b>2.27</b>	<b>1.85</b>	<b>1.57</b>
Recursos de bancos centrais	3.45	4.45	1.15	0.83	1.16	0.80	1.20	1.53	1.14	0.88
Recursos de outras instituições de crédito	4.71	4.67	2.53	1.64	1.27	1.44	2.01	2.51	2.14	1.89
<b>Passivos não interbancários</b>										
<b>Depósitos</b>	<b>2.90</b>	<b>3.17</b>	<b>2.39</b>	<b>1.61</b>	<b>1.38</b>	<b>1.60</b>	<b>2.06</b>	<b>2.67</b>	<b>2.76</b>	<b>2.51</b>
<b>Responsabilidades representadas por títulos sem carácter subordinado</b>	<b>4.63</b>	<b>4.99</b>	<b>3.16</b>	<b>2.38</b>	<b>2.52</b>	<b>2.96</b>	<b>3.19</b>	<b>3.55</b>	<b>3.84</b>	<b>3.94</b>
<b>Passivos subordinados</b>	<b>5.56</b>	<b>5.50</b>	<b>4.51</b>	<b>3.50</b>	<b>3.34</b>	<b>3.15</b>	<b>3.41</b>	<b>3.91</b>	<b>3.84</b>	<b>6.45</b>
<b>Passivos remunerados com juros</b>	<b>3.80</b>	<b>4.01</b>	<b>2.65</b>	<b>1.86</b>	<b>1.70</b>	<b>1.84</b>	<b>2.23</b>	<b>2.72</b>	<b>2.68</b>	<b>2.54</b>
<b>Diferenciais (pontos percentuais):</b>										
Ativos remunerados-passivos remunerados	2.12	2.15	1.86	1.34	1.42	1.50	1.51	1.60	1.47	1.12
Crédito-depósitos	3.27	3.32	2.44	1.87	1.95	1.96	1.97	2.01	1.76	1.38

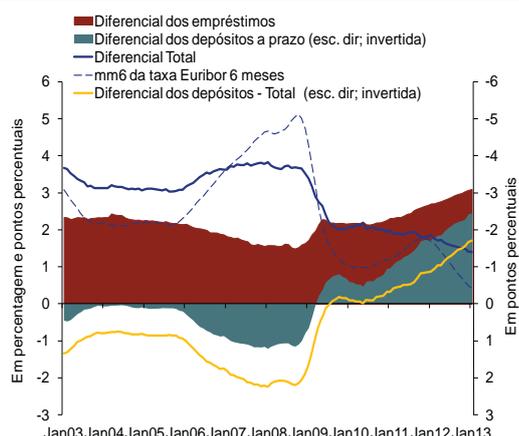
Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (a) Taxas de remuneração média implícitas calculadas como o rácio entre o fluxo de juros no período em consideração e o stock médio da correspondente rubrica do balanço.

Tal como no primeiro semestre, também na segunda metade do ano se observou uma redução significativa da margem nas operações com clientes, principal responsável pela queda da margem financeira. Esta evolução refletiu, por um lado, a queda da concessão de crédito ao setor privado não financeiro e o ligeiro aumento da captação de depósitos (efeito volume negativo) e, por outro lado, a compressão do diferencial entre as taxas de juro implícitas no crédito e nos depósitos. O estreitamento deste diferencial – observado na atividade doméstica (Gráfico 3.2.4) – é explicado por diversos fatores. Em primeiro lugar, tal como referido na anterior edição deste Relatório, a rigidez que em Portugal tipicamente caracteriza o mecanismo de transmissão da taxa de juro do mercado monetário às taxas de juro de depósitos, comparativamente à transmissão às taxas de juro ativas, assume especial relevância num quadro de descida significativa das taxas do mercado monetário. Acresce que, o atual contexto de um nível historicamente baixo das taxas de juro interbancárias implica que a margem associada aos depósitos à ordem, praticamente não remunerados, é particularmente baixa. Adicionalmente, importa recordar o aumento das taxas de remuneração dos depósitos no decurso de 2011 que resultou, em larga medida, da intensificação da concorrência na captação de recursos de clientes por maturidades relativamente mais elevadas, num contexto de persistência de dificuldades no acesso a financiamento no mercado de dívida por grosso. Não obstante, a medida de caráter prudencial implementada pelo Banco de Portugal, a partir de novembro de 2011<sup>7</sup>, permitiu reduzir as pressões ascendentes sobre o custo dos depósitos de clientes (Gráficos 3.2.5a e 3.2.5b), sendo já possível constatar uma redução do custo médio total de depósitos de clientes no segundo semestre de 2012. É também de realçar que o nível de dispersão das taxas de juro de novas operações de depósitos a prazo tem vindo a diminuir desde o início de 2012, quer nas sociedades não financeiras quer nos particulares, sendo que no primeiro caso a dispersão é já inferior ao observado em janeiro de 2010. Por outro lado, os bancos continuaram a aplicar *spreads* mais elevados na generalidade dos novos empréstimos concedidos, em especial no segmento das sociedades não financeiras, refletindo, simultaneamente, o objetivo de estabilizar a margem financeira mas também o agravamento das perspetivas quanto ao risco de crédito do setor privado não financeiro residente.

Gráfico 3.2.4

## DIFERENCIAIS DE TAXA DE JURO NAS OPERAÇÕES COM CLIENTES



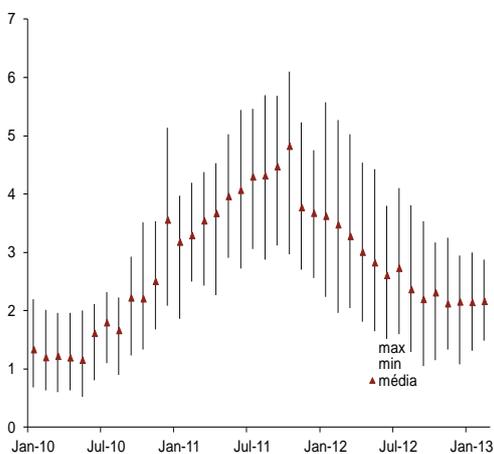
Fonte: Banco de Portugal.

Nota: O diferencial das operações ativas foi calculado como a diferença entre as taxas de juro de saldos dos empréstimos (disponibilizadas pelas Estatísticas Monetárias e Financeiras) e a média móvel de seis meses da Euribor a 6 meses, enquanto o das passivas como a diferença entre a média móvel de seis meses da Euribor a 6 meses e as taxas de juro de saldos dos depósitos. O diferencial total corresponde à diferença entre a taxa de juro dos empréstimos e a taxa de juro dos depósitos. Última observação: janeiro de 2013.

7 Em abril de 2012 o Banco de Portugal introduziu uma alteração nesta medida, no sentido de passar a penalizar mais os depósitos de curto prazo. Para mais detalhes ver a versão consolidada da Instrução n.º 28/2011 do Banco de Portugal, que inclui alterações introduzidas pela Instrução n.º 15/2012 em: <http://www.bportugal.pt/sibap/application/app1/instman.asp?PVer=P&PNum=28/2011>.

Gráfico 3.2.5a

TAXAS DE JURO DAS NOVAS OPERAÇÕES DE DEPÓSITOS A PRAZO DOS 8 MAIORES GRUPOS BANCÁRIOS RESIDENTES A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS

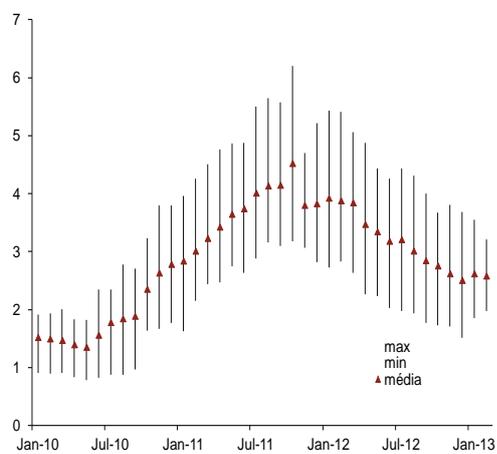


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Última observação: fevereiro de 2013.

Gráfico 3.2.5b

TAXAS DE JURO DAS NOVAS OPERAÇÕES DE DEPÓSITOS A PRAZO DOS 8 MAIORES GRUPOS BANCÁRIOS RESIDENTES A PARTICULARES



Esta evolução reflete uma dificuldade acrescida para os bancos em gerir o *spread* médio da carteira de crédito à habitação. Com efeito, a maioria destes empréstimos, caracterizados por maturidades longas, está associada a *spreads* fixos e baixos, tendo em conta o atual custo de financiamento dos bancos.

**Ligeira melhoria da eficiência operacional em 2012, num contexto de um esforço significativo de redução dos custos operacionais**

Em 2012 continuou a observar-se uma redução dos custos operacionais, de forma mais intensa do que no ano anterior. Em particular refira-se a acentuada queda dos custos com pessoal (9.1 por cento), possibilitada, em parte, pela redução do quadro de pessoal. No entanto, é de salientar que a evolução dos custos com pessoal encontra-se afetada não só pela transferência parcial dos fundos de pensões dos bancos para a Segurança Social em 2011<sup>8</sup>, mas também pelo impacto da diminuição das responsabilidades com subsídio por morte em 2012<sup>9</sup>, pelo que os valores nestes dois anos não são diretamente comparáveis.

No que concerne à eficiência operacional, o rácio *cost to income*<sup>10</sup> registou uma ligeira melhoria na medida em que a redução nos custos operacionais foi superior à observada no produto bancário. De facto, este rácio fixou-se em 59 por cento em 2012, o que representa uma redução de 2.5 p.p. face a 2011. Esta evolução contrasta com a observada no ano anterior, período em que se registou uma deterioração deste indicador como consequência de uma diminuição mais acentuada do produto bancário. Adicionalmente, importa também salientar o aumento da heterogeneidade em 2012, traduzindo diferentes níveis de eficiência operacional no sistema bancário português (Gráfico 3.2.6).

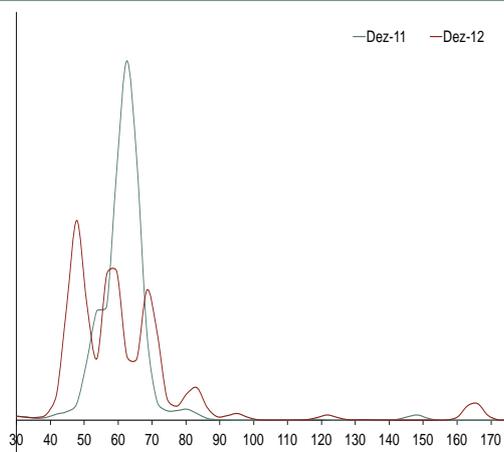
8 Para mais detalhes ver "Caixa 4.2 Impacto contabilístico e prudencial da transferência parcial das responsabilidades dos fundos de pensões do setor bancário para a Segurança Social", Banco de Portugal, Relatório de Estabilidade Financeira - Maio de 2012.

9 Impacto da publicação do Decreto-Lei n.º 133/2012, que reduz a atribuição dos subsídios em caso de morte. Esta alteração da lei gerou uma diminuição das responsabilidades dos fundos de pensões dos bancos, com impacto positivo na conta de resultados.

10 O rácio *cost to income* é definido como o quociente entre os custos operacionais (que correspondem à soma dos gastos gerais administrativos, dos custos com pessoal e das amortizações) e o produto de atividade.

Gráfico 3.2.6

RÁCIO COST TO INCOME (EM PORCENTAGEM) | DISTRIBUIÇÃO EMPÍRICA



Fonte: Banco de Portugal

Notas: Distribuição empírica obtida recorrendo a um *Kernel* gaussiano que pondera as instituições pelo ativo total; indicador calculado como o quociente entre os custos operacionais (definidos como o somatório dos custos com pessoal, dos custos administrativos e das depreciações) e o produto de atividade.

### A atividade internacional evoluiu desfavoravelmente em 2012

Os resultados das filiais e sucursais no exterior dos grupos bancários portugueses têm, ao longo dos últimos anos, contribuído muito favoravelmente para os respetivos resultados consolidados. Em particular, nos últimos dois anos, os resultados antes de impostos e interesses minoritários decorrentes da atividade internacional permitiram compensar parcialmente as debilidades da atividade doméstica e, deste modo, minorar o impacto nos indicadores de rentabilidade ao nível dos grupos. Não obstante, em 2012, observou-se um abrandamento da atividade internacional, consubstanciado na diminuição dos resultados das filiais e sucursais no exterior dos grupos bancários portugueses (Quadro 3.2.2). Esta diminuição é essencialmente explicada pela evolução desfavorável da margem financeira, pelo aumento significativo dos custos com pessoal e, ainda, pelo acréscimo de imparidades, refletindo o aumento da materialização do risco de crédito na atividade internacional. Apesar das evoluções subjacentes diferirem entre instituições e geografias, a tendência é de um abrandamento generalizado da atividade internacional para as maiores instituições bancárias. Em particular, a diminuição dos resultados em Espanha

Quadro 3.2.2

IMPORTÂNCIA DA ATIVIDADE INTERNACIONAL PARA OS RESULTADOS DOS OITO MAIORES GRUPOS BANCÁRIOS RESIDENTES | EM PORCENTAGEM

	Peso das filiais estrangeiras						Atividade internacional T.v.h.				Atividade doméstica T.v.h.			
	2010 Jun	2010 Dez	2011 Jun	2011 Dez	2012 Jun	2012 Dez	2011 Jun	2011 Dez	2012 Jun	2012 Dez	2011 Jun	2011 Dez	2012 Jun	2012 Dez
Margem financeira	26.4	28.7	28.7	28.9	28.8	30.7	16.1	3.8	-9.7	-13.1	3.4	2.8	-10.1	-20.2
Comissões	19.8	20.3	21.2	20.7	26.5	25.2	8.0	0.6	27.1	23.4	-1.2	-2.2	-5.1	-4.2
Produto da atividade bancária	22.4	24.2	25.6	28.9	25.4	26.6	11.5	10.3	6.6	-5.6	-6.4	-13.5	7.8	6.1
Custos operacionais	22.6	23.3	24.7	24.7	28.2	28.1	10.2	6.7	7.8	0.0	-1.8	-1.2	-9.8	-9.3
<i>dos quais:</i> Custos com pessoal	21.1	21.4	22.7	22.5	27.2	26.9	10.6	6.7	7.4	10.5	0.7	0.1	-15.5	-12.8
Imparidade	14.9	14.8	8.9	8.2	10.3	11.9	-19.8	17.8	83.2	47.3	44.0	130.0	54.5	-2.6
Resultado antes de impostos e de interesses minoritários	28.7	34.8	77.0	-	243.1	-	32.7	13.8	-21.9	-53.7	-84.0	-	-	-
Resultado líquido	13.8	16.9	38.4	-	-	-	52.0	34.6	-23.9	-	-61.1	-	-	-

Fonte: Banco de Portugal.

prende-se com a redução da atividade e, sobretudo, com a deterioração da qualidade de crédito. Por seu turno, em Angola, a menor rendibilidade está relacionada com a redução da margem financeira, em larga medida por via da redução das taxas de juro dos títulos de dívida pública nacional e dos títulos do Banco Central, que compõem uma parte significativa dos balanços das filiais dos bancos portugueses.

### 3.3. Adequação de fundos próprios<sup>11</sup>

Nos últimos dois anos, as instituições bancárias portuguesas levaram a cabo um ambicioso reforço dos seus níveis de solvabilidade, na sequência das exigências feitas pelo Banco de Portugal e pela Autoridade Bancária Europeia<sup>12</sup>. Adicionalmente, importa relembrar que este esforço permitiu acomodar os impactos prudenciais decorrentes do SIP e da transferência parcial de responsabilidades com pensões para a esfera da Segurança Social, que foram reconhecidos em junho de 2012, tendo as instituições beneficiado de um período de diferimento (Banco de Portugal, Aviso nº1/2012). Com efeito, em dezembro de 2012, o rácio *Core Tier 1*<sup>13</sup> médio do sistema bancário português fixou-se em 11.5 por cento, o que representa um acréscimo de 2.8 pontos percentuais face a dezembro de 2011. O aumento muito significativo em 2012 refletiu, em particular, as operações de capitalização dos principais grupos bancários realizadas no primeiro semestre do ano. Mais especificamente, refira-se a importância da emissão de instrumentos financeiros híbridos elegíveis para fundos próprios core, subscritos pelo Estado Português, por três dos principais grupos bancários, num montante de cerca de 5 mil milhões de euros. Na segunda metade do ano, duas instituições concretizaram um novo aumento de capital. Deste modo, no final de 2012, sete dos oito maiores bancos portugueses apresentavam um rácio *Core Tier 1* superior ao objetivo de 10 por cento definido no Programa de Assistência Económica e Financeira (Banco de Portugal, Aviso nº3/2011)<sup>14</sup>.

#### ***Crescimento significativo dos fundos próprios de base decorrentes em especial das operações de capitalização realizadas pelas instituições bancárias no primeiro semestre***

Em 2012, os fundos próprios de base registaram um aumento muito significativo, refletindo o esforço de capitalização que os grupos bancários portugueses têm vindo a realizar com vista a reforçar os seus níveis de solvabilidade (Gráfico 3.3.1). Esta evolução está essencialmente relacionada com as operações de capitalização levadas a cabo pelas instituições bancárias no primeiro semestre do ano. De facto, neste período, observou-se o reforço do capital elegível decorrente da emissão de instrumentos equiparados

<sup>11</sup> O conjunto de instituições analisado nesta secção difere do considerado na “Secção 3.1 Atividade” e na “Secção 3.2 Rendibilidade”, na medida em que foram excluídas as sucursais de grupos financeiros com sede em países membros da União Europeia.

<sup>12</sup> Para mais detalhes ver “Caixa 4.3 Novas exigências de adequação de capital: desenvolvimentos recentes e perspectivas para 2012”, Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeiras - Novembro de 2011*.

<sup>13</sup> O rácio *Core Tier 1* estabelece um nível mínimo de capital que as instituições devem ter em função dos requisitos de fundos próprios decorrentes dos riscos associados à sua atividade. Como tal, este rácio é apurado através do quociente entre o conjunto de fundos próprios designado de “core” e as posições ponderadas em função do risco. O conjunto de fundos próprios “core” compreende o capital de melhor qualidade da instituição, em termos de permanência e capacidade de absorção de perdas, numa perspetiva de continuidade da atividade de uma instituição. As posições ponderadas em função do seu risco representam uma medida dos riscos decorrentes da atividade financeira, designadamente dos riscos de crédito, de mercado (incluindo requisitos mínimos de fundos próprios quanto aos riscos cambial e da carteira de negociação) e operacional. Em Portugal, a medida de *Core Tier 1* tem por base as regras de Basileia III aplicáveis em 2013 para a definição do *Common Equity Tier 1*, i.e., antes da aplicação do regime transitório para determinadas deduções. Em particular, não inclui a dedução relativa a participações em instituições financeiras que não consolidam, nem a dedução relativa a ativos por impostos diferidos. O cálculo do rácio *Core Tier 1* é definido no Aviso do Banco de Portugal nº1/2011.

<sup>14</sup> Apenas o Banco Internacional do Funchal, SA, (BANIF) não cumpria este requisito. No entanto, em janeiro de 2013 foi aprovado em Assembleia Geral de acionistas do BANIF o respetivo Plano de Recapitalização, que prevê um reforço de capital no montante de 1.4 mil milhões de euros. Deste modo, através de um investimento inicial de 1.1 mil milhões de euros por parte do Estado, o BANIF passou também a cumprir o requisito mínimo de solvabilidade imposto pelo Banco de Portugal no contexto do Programa de Assistência Económica e Financeira.

a capital, do aumento de capital realizado por uma das principais instituições bancárias e, ainda, do aumento dos prémios de emissão de ações associado ao aumento de capital de outro grupo bancário. Adicionalmente, observou-se o aumento muito acentuado das reservas, sobretudo por via da incorporação de resultados não distribuídos<sup>15</sup>. Na segunda metade do ano, duas instituições procederam a um novo aumento de capital, justificando o aumento observado no capital elegível. Importa ainda salientar que, no conjunto das operações de recapitalização e até final de 2012, o Estado Português terá aplicado 4.5 mil milhões de euros do total de 12 mil milhões de euros que constituem a dotação global do mecanismo de apoio à solvabilidade bancária<sup>16</sup>, constante no Programa de Assistência Económica e Financeira.

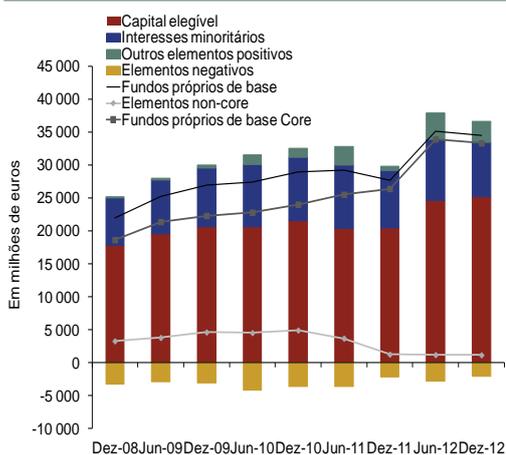
Por sua vez, os requisitos de fundos próprios registaram uma diminuição de 4 por cento, contribuindo com apenas 14 por cento para a melhoria do rácio *Core Tier 1* do sistema. A este respeito, importa referir que a proporção dos ativos ponderados pelo risco em função do ativo tem vindo a diminuir ao longo dos últimos anos para a maioria das instituições (Gráfico 3.3.2). De facto, nos últimos dois anos, o ponderador médio do ativo do sistema bancário reduziu-se em cerca de 2 pontos percentuais, fruto de várias iniciativas levadas a cabo por alguns grupos bancários relativas à otimização dos ativos ponderados pelo risco, nomeadamente, a associação de garantias e colateral a exposições detidas.

### Aumento generalizado do rácio *Core Tier 1*

Tal como em 2011, também em 2012 foi possível constatar a importância atribuída pelos bancos aos elementos considerados *core*, que registaram um aumento de aproximadamente 26 por cento. Assim, o aumento observado nos fundos próprios de base foi totalmente justificado pelo reforço dos fundos

Gráfico 3.3.1

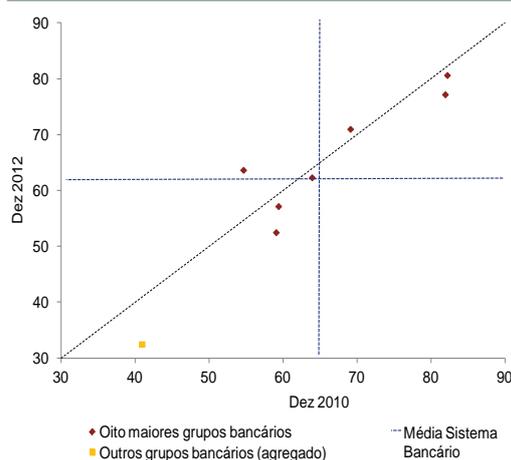
#### DECOMPOSIÇÃO DOS FUNDOS PRÓPRIOS DE BASE



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 3.3.2

#### EVOLUÇÃO DO PONDERADOR MÉDIO DO ATIVO DOS BANCOS PORTUGUESES | ATIVOS PONDERADOS PELO RISCO/ATIVO TOTAL, EM PORCENTAGEM



Fonte: Banco de Portugal.

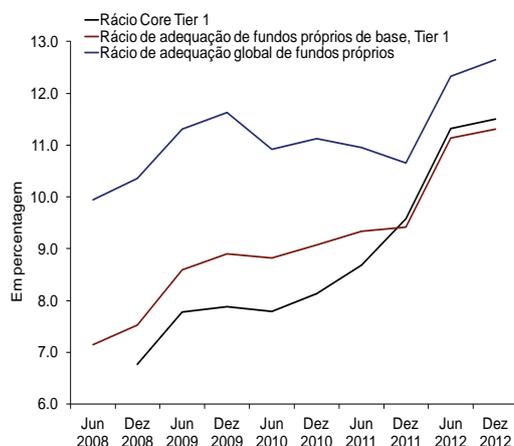
**Nota:** O ativo ponderado pelo risco para os bancos que recorrem a modelos IRB para o cálculo dos requisitos de fundos próprios surge ajustado por forma a assegurar a comparabilidade dos dados com os das restantes instituições

**15** Esta evolução está em linha com a recomendação do Banco de Portugal para que os resultados do exercício fossem retidos ou, no caso da sua distribuição, os mesmos fossem reinvestidos de imediato em capital, com vista ao reforço efetivo dos fundos próprios.

**16** Uma das instituições incluída nestas operações amortizou já 300 milhões de euros do financiamento obtido através dos instrumentos financeiros híbridos.

Gráfico 3.3.3

ADEQUAÇÃO DE FUNDOS PRÓPRIOS DO SISTEMA BANCÁRIO PORTUGUÊS



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: As séries apresentadas excluem os bancos BPN e BPP. Note-se que o BPP entrou em liquidação em abril de 2010, deixando, a partir dessa data, de ser incluído no universo de instituições bancárias.

próprios de maior qualidade, em termos de permanência e capacidade de absorção de perdas, uma vez que os elementos *non-core* diminuíram cerca de 8 por cento (Gráfico 3.3.3).

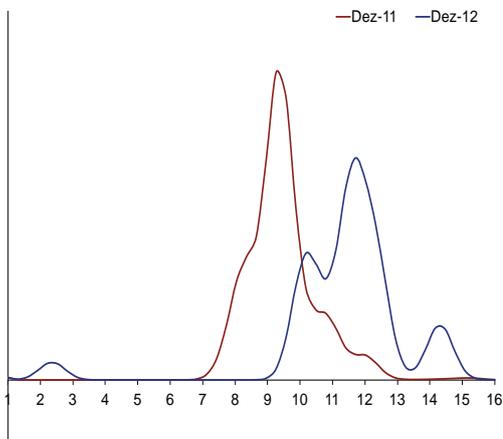
Deste modo, o rácio *Core Tier 1* do sistema bancário português registou um acréscimo significativo em 2012, fixando-se em 11.5 por cento no final do ano, acima do objetivo de 10 por cento definido no Programa de Assistência Económica e Financeira. A melhoria deste indicador foi transversal à quase generalidade das instituições analisadas (Gráfico 3.3.4). Importa também salientar que, face a 2011, observou-se um aumento da heterogeneidade entre instituições.

**Melhoria significativa do rácio entre o capital contabilístico e o ativo**

Numa perspetiva contabilística observou-se um aumento significativo do rácio entre os capitais próprios e o total do ativo, em particular no primeiro semestre do ano (Gráfico 3.3.5). Esta evolução é explicada por diversos fatores. Em primeiro lugar, o capital contabilístico beneficiou da melhoria da perceção de risco dos investidores internacionais relativamente ao Estado Português o que se refletiu na diminuição do valor negativo das reservas resultantes da valorização ao justo valor dos títulos de dívida. Em segundo lugar, os aumentos de capital realizados ao longo do ano, bem como o aumento dos prémios de emissão de ações decorrente do aumento de capital de outro banco, contribuíram positivamente para a evolução do capital contabilístico. Finalmente, a contração da atividade do sistema bancário português observada em 2012 também contribuiu favoravelmente para a evolução deste rácio, embora de forma menos acentuada.

Gráfico 3.3.4

**RÁCIO CORE TIER I (EM PORCENTAGEM) | (FUNDOS PRÓPRIOS DE BASE - ELEMENTOS NON-CORE) / (REQUISITOS TOTAIS \* 12.5) DISTRIBUIÇÃO EMPÍRICA**

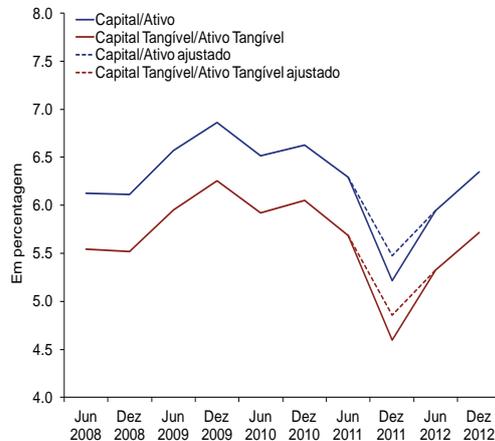


Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Distribuição empírica recorrendo a um Kernel gaussiano que pondera as instituições pelo total do ativo. As séries apresentadas excluem os bancos BPN e BPP. Note-se que o BPP entrou em liquidação em abril de 2010, deixando a partir dessa data de ser incluído no universo de instituições bancárias.

Gráfico 3.3.5

**RÁCIO ENTRE CAPITAL E ATIVO | AJUSTADO DE EVENTOS DE CARÁTER NÃO RECORRENTE OBSERVADO NO SEGUNDO SEMESTRE DE 2011**



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: As séries apresentadas excluem os bancos BPN e BPP. Note-se que o BPP entrou em liquidação em abril de 2010, deixando, a partir dessa data, de ser incluído no universo de instituições bancárias. Os eventos de caráter não recorrente compreendem o SIP, a transferência parcial dos fundos de pensões dos empregados bancários para a Segurança Social e as imparidades da dívida pública grega.

## CAIXA 3.1 | SITUAÇÃO FINANCEIRA DOS SEIS MAIORES GRUPOS DO SISTEMA BANCÁRIO PORTUGUÊS NO PRIMEIRO TRIMESTRE DE 2013<sup>1</sup>

De acordo com a informação disponível para os seis maiores grupos bancários portugueses, no primeiro trimestre de 2013 a atividade do sistema bancário, medida pelo ativo total em base consolidada, contraiu ligeiramente face ao final do ano anterior (Quadro 1). Esta evolução é essencialmente justificada pela diminuição da carteira de crédito líquido a clientes (incluindo ativos titularizados mas não desreconhecidos) e pela queda significativa das disponibilidades e aplicações em bancos centrais e outras instituições de crédito. Por outro lado, observou-se um aumento das carteiras de ativos financeiros disponíveis para venda e de ativos financeiros ao justo valor, sobretudo associado a instrumentos de dívida emitidos por não residentes.

No primeiro trimestre manteve-se a tendência de recomposição da estrutura de financiamento dos bancos, alicerçada no aumento do peso dos recursos de clientes e na diminuição do peso das responsabilidades

Quadro 1

BALANÇO DOS SEIS MAIORES GRUPOS BANCÁRIOS   BASE CONSOLIDADA														
	Estrutura (em percentagem do ativo)				Taxas de variação homóloga (em percentagem)					Taxas de variação trimestral (em percentagem)				
	2010	2011	2012	2013	2012		2013			2012		2013		
	Dez.	Dez.	Dez.	Mar.	Mar.	Jun.	Set.	Dez.	Mar.	Mar.	Jun.	Set.	Dez.	Mar.
Disponibilidades e aplicações em bancos centrais	2.1	2.7	3.7	2.8	12.5	45.1	16.1	33.9	26.9	-18.9	33.0	-21.8	58.7	-23.1
Disponibilidades e aplicações em outras instituições de crédito	3.2	4.2	3.2	3.0	-7.0	-2.2	-5.3	-25.7	-5.6	-26.1	8.7	-1.2	-6.4	-6.0
Títulos, derivados e participações	19.7	18.0	19.0	20.2	3.7	0.9	-0.1	1.9	-0.2	8.1	-4.1	-0.4	-1.3	5.9
Crédito a clientes líquido	60.0	58.1	61.1	61.0	-3.7	-0.2	-0.5	1.7	-0.4	1.3	3.5	-0.8	-2.3	-0.7
Ativos titularizados e não desreconhecidos	9.6	10.4	6.1	6.0	-10.1	-36.8	-42.3	-42.8	-40.1	-6.6	-29.9	-10.0	-2.9	-2.1
Ativos tangíveis e intangíveis	1.0	1.0	1.1	1.1	-6.6	-2.1	-0.3	10.9	7.1	-1.9	1.7	3.1	7.8	-5.2
Outros ativos	4.4	5.7	5.9	5.8	20.0	11.1	0.8	-0.3	0.7	-2.9	2.3	-2.1	2.5	-1.9
<b>Total do ativo</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>-1.8</b>	<b>-2.5</b>	<b>-4.5</b>	<b>-3.2</b>	<b>-3.6</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.5</b>	<b>-2.0</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.6</b>
Recursos de bancos centrais	9.9	10.9	11.4	10.3	29.6	24.7	9.1	0.8	-19.3	12.6	6.5	-8.9	-7.7	-9.9
Recursos de outras instituições de crédito	7.3	5.6	4.4	4.5	-36.0	-25.3	-30.0	-24.6	-9.3	-14.4	-8.1	-5.4	1.3	2.9
Recursos de clientes e outros empréstimos	46.4	52.4	55.6	56.9	10.3	3.1	1.4	2.6	1.9	2.4	-1.9	0.3	1.8	1.7
Responsabilidades representadas por títulos	20.1	17.2	13.5	12.9	-22.0	-22.8	-22.6	-24.0	-18.2	-11.6	-5.8	-6.0	-3.1	-4.8
Passivos subordinados	2.1	1.3	2.7	2.6	-35.5	52.7	81.3	95.6	98.2	-2.2	104.2	-0.1	-1.9	-0.9
Outros passivos	7.5	7.5	5.9	6.0	-4.3	-17.1	-24.3	-23.8	-18.5	-5.7	-12.6	-4.0	-3.6	0.8
Capitais próprios	6.8	5.1	6.6	6.7	-22.6	-8.9	1.9	27.2	18.4	7.7	9.6	6.0	1.6	0.3
<b>Total do passivo e capital</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>-1.8</b>	<b>-2.5</b>	<b>-4.5</b>	<b>-3.2</b>	<b>-3.6</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.5</b>	<b>-2.0</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.6</b>
<i>Por memória:</i>														
Crédito a clientes incluindo operações de titularização não desreconhecidas	71.4	70.9	70.5	70.5	-3.1	-4.1	-5.2	-3.7	-5.0	0.6	-0.9	-1.5	-2.0	-0.7
Crédito a clientes incluindo operações de titularização não desreconhecidas (corrigido de operações de venda de créditos)	71.6	72.8	73.6	73.6	-1.8	-3.2	-4.1	-2.2	-3.7	0.9	-0.8	-1.0	-1.3	-0.6

Fonte: Banco de Portugal.

<sup>1</sup> O total do ativo dos seis grupos bancários analisados na presente caixa (Caixa Geral de Depósitos, Espírito Santo Financial Group, Banco Comercial Português, Banco BPI, Santander Totta e a Caixa Económica Montepio Geral) representava cerca de 78 por cento do ativo do sistema bancário português em junho de 2012. De modo a neutralizar o impacto da integração do Finibanco na Caixa Económica Montepio Geral, foram revistos os dados anteriores a 2011, que passaram a incluir aquela instituição.

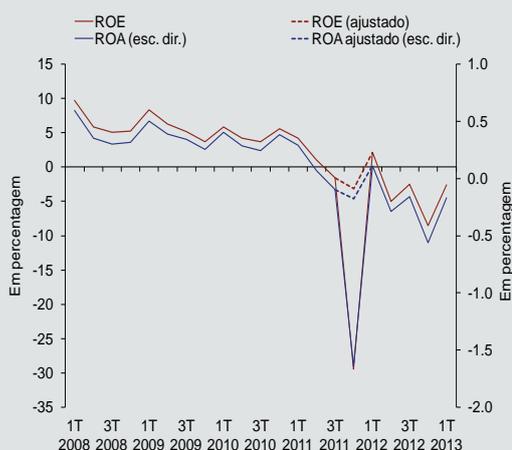
representadas por títulos. Não obstante, importa referir que, à semelhança do observado no quarto trimestre do ano anterior, duas instituições regressaram ao financiamento nos mercados internacionais com duas emissões obrigacionistas, em resultado da melhoria da perceção de riscos dos investidores internacionais. Por outro lado, tal como observado no segundo semestre de 2012, continuou a verificar-se uma diminuição dos recursos de bancos centrais, particularmente acentuada para um dos grupos analisados, o que confirma a melhoria da situação de liquidez por parte das principais instituições bancárias.

No primeiro trimestre de 2013, a rentabilidade dos seis maiores grupos bancários melhorou face ao apurado no último trimestre de 2012, não obstante os resultados antes de impostos e interesses minoritários se terem mantido em valores negativos (Gráfico 1). Para a evolução trimestral contribuíram de forma negativa a margem financeira e os rendimentos de serviços e comissões, num contexto de redução da atividade do sistema bancário português (Gráfico 2, Quadro 2). A evolução da margem financeira está também condicionada por outros fatores, entre os quais se destacam, o nível de taxas de juro interbancárias historicamente baixo bem como os elevados custos de financiamento, associados nomeadamente à base de depósitos. De forma similar, a redução da exposição ao BCE, tal como referido anteriormente, condicionou também a evolução da margem financeira. O reconhecimento de imparidades associadas à carteira de crédito continuou a afetar negativamente os níveis de rentabilidade dos bancos, mas registou uma diminuição substancial face aos valores particularmente elevados do trimestre anterior, sendo o principal fator explicativo da melhoria dos resultados. Adicionalmente, verificou-se uma ligeira diminuição dos resultados de operações financeiras e dos custos operacionais.

O rácio *Core Tier 1* dos seis principais grupos bancários registou uma ligeira melhoria, situando-se em 11.7 por cento no final de março de 2013 (Quadro 3). Esta evolução reflete o aumento ligeiro dos fundos próprios de base, por via do aumento das reservas e resultados elegíveis, uma vez que os requisitos de fundos próprios se mantiveram virtualmente inalterados.

Gráfico 1

**RENTABILIDADE DO ATIVO (ROA) E DOS CAPITAIS PRÓPRIOS (ROE) DOS SEIS MAIORES GRUPOS BANCÁRIOS**

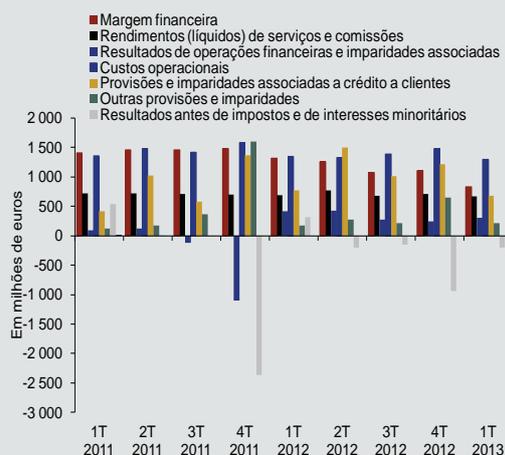


Fonte: Banco de Portugal.

**Notas:** A medida de rentabilidade utilizada é o resultado líquido do exercício. Os resultados trimestrais foram anualizados para o cálculo dos indicadores de rentabilidade. Os valores ajustados excluem um conjunto de eventos de caráter não recorrente observados no quarto trimestre de 2011: o SIP, a transferência parcial dos fundos de pensões dos empregados bancários para a Segurança Social e as imparidades da dívida pública grega.

Gráfico 2

**DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS - FLUXOS TRIMESTRAIS**



Fonte: Banco de Portugal.

## Quadro 2

### DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS DOS SEIS MAIORES GRUPOS BANCÁRIOS | BASE CONSOLIDADA, EM PERCENTAGEM DO ATIVO MÉDIO

	Resultado apurado no trimestre					Resultado acumulado desde o início do ano				
	2012				2013	2012				2013
	1T	2T	3T	4T	1T	Mar.	Jun.	Set.	Dez.	Mar.
Margem financeira	1.33	1.27	1.10	1.14	0.86	1.33	1.30	1.23	1.21	0.86
Rendimentos (líquidos) de serviços e comissões	0.69	0.78	0.70	0.74	0.69	0.69	0.74	0.72	0.73	0.69
Resultados em operações financeiras	0.47	0.54	0.35	0.50	0.36	0.47	0.50	0.45	0.47	0.36
Outros resultados	0.08	0.25	0.05	0.00	-0.02	0.08	0.16	0.13	0.10	-0.02
<b>Produto da atividade</b>	<b>2.56</b>	<b>2.84</b>	<b>2.20</b>	<b>2.39</b>	<b>1.89</b>	<b>2.56</b>	<b>2.70</b>	<b>2.54</b>	<b>2.50</b>	<b>1.89</b>
Custos operacionais	1.35	1.34	1.42	1.53	1.35	1.35	1.35	1.37	1.41	1.35
Dotações de provisões e de imparidade	0.94	1.79	1.25	1.94	0.92	0.94	1.36	1.33	1.48	0.92
<i>Das quais: associadas a crédito a clientes</i>	0.77	1.51	1.04	1.26	0.70	0.77	1.14	1.11	1.14	0.70
Diferenças de consolidação e apropriação de resultados	-0.05	-0.09	-0.32	-0.10	-0.18	-0.05	-0.07	-0.15	-0.14	-0.18
<b>Resultados antes de impostos e de interesses minoritários</b>	<b>0.32</b>	<b>-0.20</b>	<b>-0.15</b>	<b>-0.98</b>	<b>-0.21</b>	<b>0.32</b>	<b>0.06</b>	<b>-0.01</b>	<b>-0.25</b>	<b>-0.21</b>
Imposto sobre os lucros do exercício	0.12	0.05	-0.09	-0.45	-0.04	0.12	0.08	0.03	-0.09	-0.04
<b>Resultado antes de interesses minoritários</b>	<b>0.20</b>	<b>-0.25</b>	<b>-0.06</b>	<b>-0.52</b>	<b>-0.17</b>	<b>0.20</b>	<b>-0.02</b>	<b>-0.04</b>	<b>-0.16</b>	<b>-0.17</b>
Interesses minoritários	0.09	0.04	0.10	0.04	0.00	0.09	0.06	0.07	0.07	0.00
<b>Resultado líquido</b>	<b>0.11</b>	<b>-0.29</b>	<b>-0.16</b>	<b>-0.56</b>	<b>-0.17</b>	<b>0.11</b>	<b>-0.09</b>	<b>-0.11</b>	<b>-0.22</b>	<b>-0.17</b>

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Os resultados, trimestrais e acumulados, foram anualizados para o cálculo das respetivas percentagens sobre o ativo médio.

## Quadro 3

### ADEQUAÇÃO DE FUNDOS PRÓPRIOS DOS SEIS PRINCIPAIS GRUPOS BANCÁRIOS | BASE CONSOLIDADA, EM MILHÕES DE EUROS

		2012				2013
		Mar.	Jun.	Set.	Dez.	Mar.
<b>1. Fundos próprios</b>						
Fundos próprios de base	(A)	24913	29944	29786	29347	29657
Dos quais: elementos <i>non-core</i>	(B)	1218	1179	1173	1156	1196
<b>2. Requisitos de fundos próprios</b>	(C)	20165	20100	19831	19458	19450
<b>3. Rácio Core Tier 1 (%)</b>	(A-B)/(C x 12.5)	9.4	11.4	11.5	11.6	11.7

Fonte: Banco de Portugal.



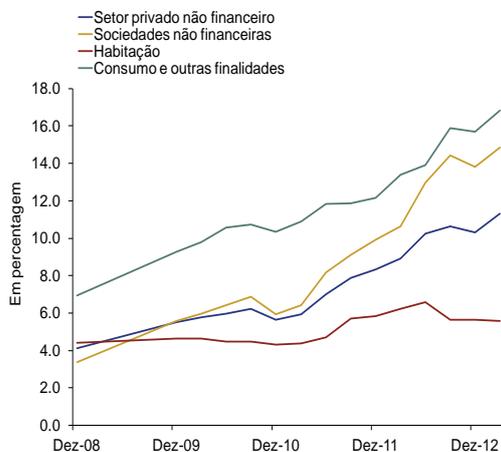
## 4. RISCO DE CRÉDITO<sup>1</sup>

Ao longo de 2012, a materialização do risco de crédito manteve-se em níveis muito elevados, com o rácio de crédito em risco a registar sucessivos níveis máximos, especialmente elevados nos empréstimos a particulares para consumo e outros fins e nos empréstimos às sociedades não financeiras (Gráfico 4.1). Os dados mais recentes apontam para alguma estabilização ou mesmo redução dos fluxos de novos empréstimos em incumprimento do setor privado não financeiro (Gráfico 4.2). Esta evolução favorável é visível nos principais segmentos de crédito dos bancos. No entanto, num quadro em que o ajustamento que é necessário efetuar para corrigir os desequilíbrios da economia portuguesa se encontra ainda em curso, persistem vulnerabilidades, sobretudo nalguns setores das sociedades não financeiras.

Em 2012, o ajustamento do consumo privado para valores mais compatíveis com um nível mais baixo do rendimento permanente, conjugado com a manutenção da tendência de redução do investimento, traduziu-se num acréscimo significativo da taxa de poupança e da capacidade de financiamento dos particulares. No caso das sociedades não financeiras, a contração do investimento e o aumento da poupança refletiram-se numa redução substancial das necessidades de financiamento. Estes desenvolvimentos contribuíram para que o setor privado não financeiro tenha registado, pela primeira vez desde o início da área do euro, uma situação de capacidade de financiamento (Gráfico 4.3).

Gráfico 4.1

### RÁCIO DE CRÉDITO EM RISCO

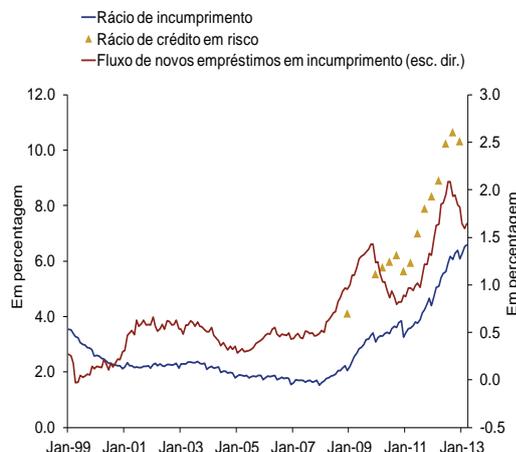


Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Ver definição do rácio de crédito em risco, nota de pé de página 1. Última observação: dezembro 2012.

Gráfico 4.2

### INCUMPRIMENTO NOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS AO SETOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO RESIDENTE



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Ver definição de indicadores de risco de crédito, nota de pé de página 1. Última observação: março 2013, exceto rácio de crédito em risco (dezembro 2012).

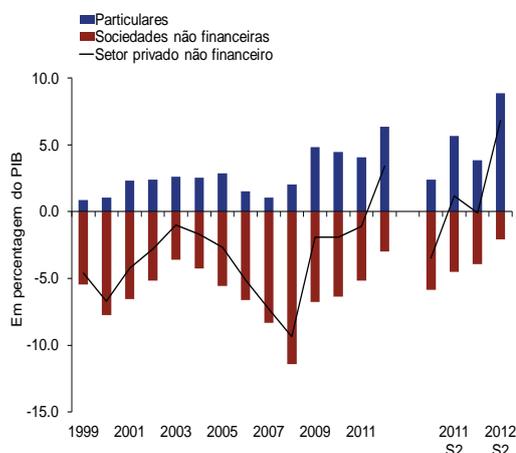
<sup>1</sup> Neste capítulo utilizam-se preferencialmente três indicadores de risco de crédito. O rácio de incumprimento é definido como o total de empréstimos vencidos há mais de 30 dias e outros de cobrança duvidosa em percentagem do saldo dos empréstimos ajustados de titularização. O fluxo anual de novos empréstimos em incumprimento é apresentado em percentagem dos empréstimos, corrigido de titularização, abatimentos ao ativo, reclassificações e, a partir de dezembro de 2005, de vendas de créditos. O rácio de incumprimento e o fluxo anual de novos empréstimos em incumprimento são obtidos a partir das Estatísticas Monetárias e Financeiras. Por fim, o rácio de crédito em risco corresponde a um conceito mais lato de risco de crédito, o qual engloba três elementos: o valor em dívida de um crédito que tenha prestações de capital ou juros vencidos por um período igual ou superior a 90 dias; o valor em dívida dos créditos reestruturados não abrangidos no ponto anterior e que preencham determinadas características; e, por último, o valor do crédito com prestações de capital ou juros vencidos há menos de 90 dias, mas sobre o qual exista evidência que justifique a sua classificação como crédito em risco, designadamente a falência ou liquidação do devedor.

Os níveis de endividamento do setor privado não financeiro permanecem contudo muito elevados, continuando a observar-se um ligeiro acréscimo no caso das sociedades não financeiras. Nalguns setores, especialmente os mais orientados para o mercado interno e aqueles em que predominam as empresas de pequena dimensão, os baixos níveis de rentabilidade dificultam o necessário processo de desalavancagem. Com efeito, embora uma parte significativa das pequenas empresas não tenha dívida, os rácios de endividamento daquelas que estão endividadas são muito elevados. Adicionalmente, para estas empresas, em particular para as do setor da construção, o grau de restritividade na concessão de crédito por parte dos bancos residentes é muito acentuado. Esta situação reflete o elevado risco que lhes está associado, o qual decorre em grande parte do excessivo crescimento da dívida registado nos anos que precederam a atual recessão. No caso dos outros setores, é possível que a melhoria da perceção do risco do Estado e dos bancos, que se observou em 2012, esteja a começar a repercutir-se, ainda que lentamente, numa redução da restritividade nos critérios de concessão de crédito.

Num contexto em que as perspetivas macroeconómicas apontam para uma nova contração da atividade em 2013, com implicações negativas para a procura dirigida às empresas e para a situação no mercado de trabalho, não é de esperar que a materialização do risco de crédito se reduza significativamente no curto prazo. Acresce que existe uma franja da carteira de crédito à habitação com rácios entre o financiamento concedido e a garantia hipotecária subjacente relativamente elevados, o que assume relevância se for tido em conta que os preços da habitação se reduziram mais de 10 por cento desde o início do Programa de Assistência Económica e Financeira (ver "Caixa 4.2 Caracterização geral do índice de preços de habitação produzido pelo INE", deste Relatório). Contudo, dadas as operações de capitalização do sistema bancário executadas ao longo de 2012, os riscos para a estabilidade financeira decorrentes da materialização do risco de crédito serão atualmente mais reduzidos do que no passado. Em qualquer caso, é importante que os bancos continuem a reforçar as provisões para imparidades na carteira de crédito, por forma a aumentarem a capacidade de absorção de mais perdas adicionais (Gráfico 4.4).

Gráfico 4.3

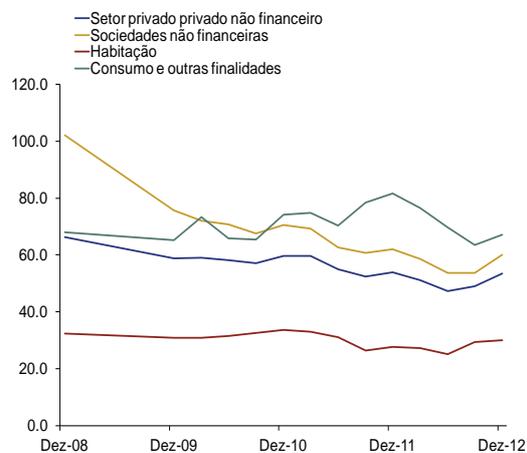
## CAPACIDADE/NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO DO SETOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO



Fonte: INE.

Gráfico 4.4

## RÁCIO DE COBERTURA DO CRÉDITO EM RISCO



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: O rácio de cobertura do crédito em risco é obtido dividindo as provisões/imparidades acumuladas para crédito pelo crédito em risco (ver definição, nota de pé de página 1).

**Aumento significativo da poupança contribuiu para aumentar a capacidade de financiamento dos particulares em 2012**

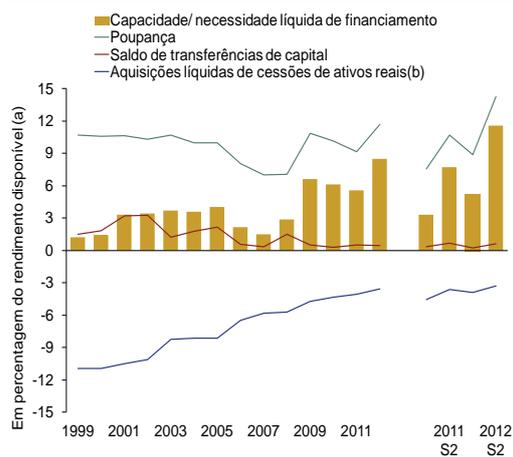
A correção dos desequilíbrios no balanço dos particulares continua a prosseguir de forma gradual, constituindo um dos elementos do processo de ajustamento da economia portuguesa. Em 2012, a poupança dos particulares aumentou significativamente, situando-se em valores máximos desde o início da área do euro, tanto em nível, como em percentagem do rendimento disponível. Esta evolução, em simultâneo com a manutenção da tendência de redução da taxa de investimento, traduziu-se num acréscimo significativo da capacidade de financiamento dos particulares (Gráfico 4.5).

O aumento da poupança em 2012 terá refletido uma alteração de comportamento das famílias no sentido de adequarem o consumo às perspetivas de rendimento permanente assim como um aumento da poupança por motivo de precaução. Com efeito, em 2012 assistiu-se a uma forte contração do consumo privado, num contexto de redução significativa do rendimento disponível das famílias, deterioração acentuada das condições no mercado de trabalho, condições de financiamento restritivas e elevada incerteza sobre as perspetivas macroeconómicas. Para o aumento da taxa de poupança poderá também ter contribuído um efeito de composição ao nível do rendimento disponível. De facto, em 2012 ocorreu uma redução acentuada das remunerações, em simultâneo com um aumento substancial dos rendimentos de propriedade e de capital, os quais segundo a evidência disponível apresentam uma propensão média à poupança superior à do rendimento do trabalho<sup>2</sup>.

Em 2012, os juros líquidos em percentagem do rendimento disponível, que já em 2011 tinham registado um valor positivo, aumentaram significativamente, refletindo a continuação do aumento dos juros recebidos, mas também uma redução dos juros pagos (Gráfico 4.6). A redução das taxas de juro do mercado monetário, que se vem a registar desde finais de 2011, tem vindo a traduzir-se numa redução significativa

Gráfico 4.5

**CAPACIDADE DE FINANCIAMENTO, POUPANÇA E INVESTIMENTO DOS PARTICULARES**

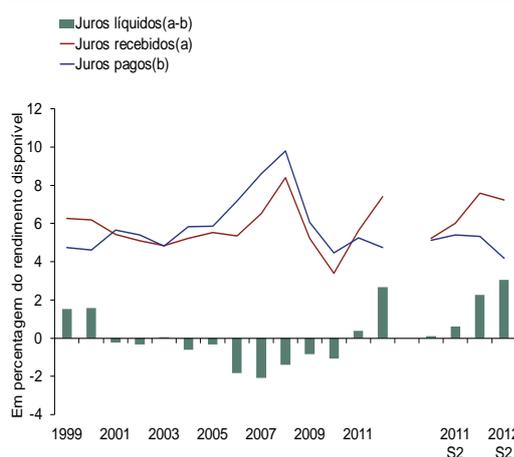


Fonte: INE.

Notas: (a) Rendimento disponível ajustado pela participação das famílias nos fundos de pensões. (b) Corresponde à soma da FBCF, variação de existências, aquisições líquidas de cessões de objetos de valor e aquisições líquidas de cessões de ativos não financeiros não produzidos.

Gráfico 4.6

**JUROS RECEBIDOS E PAGOS PELOS PARTICULARES**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) Corresponde à diferença entre os juros a receber incluídos na conta de distribuição do rendimento de particulares e os respetivos SIFIM (serviços de intermediação financeira indiretamente medidos). (b) Corresponde à soma dos juros a pagar incluídos na conta de distribuição do rendimento de particulares com os respetivos SIFIM.

2 Ver "Caixa 5.1 A subida da taxa de poupança das famílias em 2012: uma explicação com base em evidência macro e microeconómica", Banco de Portugal, Relatório Anual 2012.

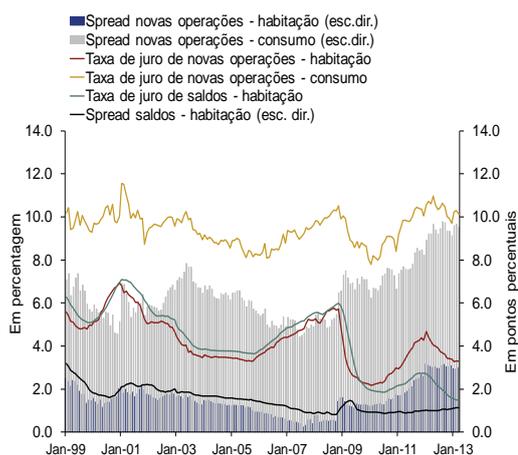
das taxas de juro dos empréstimos às famílias. Para esta situação está a contribuir não apenas o efeito mecânico sobre as taxas de juro dos saldos dos empréstimos à habitação (decorrentes de estes estarem na sua maioria indexados às taxas Euribor e terem *spreads* fixos), mas também o facto de os *spreads* dos novos empréstimos, tanto à habitação, como ao consumo e outros fins, terem interrompido desde o início de 2012 a tendência de aumento registada nos anos anteriores, embora permaneçam num nível elevado em termos históricos (Gráfico 4.7). Por sua vez, para o aumento dos juros recebidos em 2012, terá contribuído a manutenção das taxas de juro dos saldos dos depósitos bancários em níveis altos, apesar da redução registada ao longo do ano nas taxas de juro dos novos depósitos. Como seria de esperar, dada a sua maior inércia à descida, a persistência das taxas de juro em níveis altos em 2012 foi particularmente evidente no caso das taxas de juro dos saldos dos depósitos com prazos mais longos, os quais aumentaram significativamente o seu peso em 2011, altura em que ocorreu uma forte competição dos bancos na captação de depósitos (Gráfico 4.8) (ver “Capítulo 5 *Risco de Liquidez*”, deste Relatório).

### No conjunto de 2012 as transações líquidas de ativos financeiros por parte dos particulares permaneceram num nível reduzido...

Apesar do aumento da capacidade de financiamento dos particulares, as aquisições líquidas de ativos financeiros permaneceram num nível reduzido em 2012 (Gráfico 4.9). Contudo, em termos intra-anuais existiu uma evolução diferenciada. Enquanto no primeiro semestre as transações líquidas foram negativas, no segundo semestre, altura em que a capacidade de financiamento dos particulares registou o acréscimo mais expressivo, as aquisições líquidas de ativos financeiros foram significativas. Em ambos os semestres assistiu-se a alguma recomposição da carteira dos particulares. Com efeito, ao longo de 2012, as aplicações líquidas dos particulares em obrigações emitidas por sociedades não financeiras, e em menor grau em títulos de dívida emitidos pelos bancos, aumentaram significativamente, tendo no segundo semestre ocorrido ainda um acréscimo não negligenciável das aplicações em ações não cotadas e outras participações. Estes movimentos tiveram como principais contrapartidas, no primeiro semestre,

Gráfico 4.7

#### TAXAS DE JURO DE EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS A PARTICULARES PARA AQUISIÇÃO DE HABITAÇÃO E PARA CONSUMO

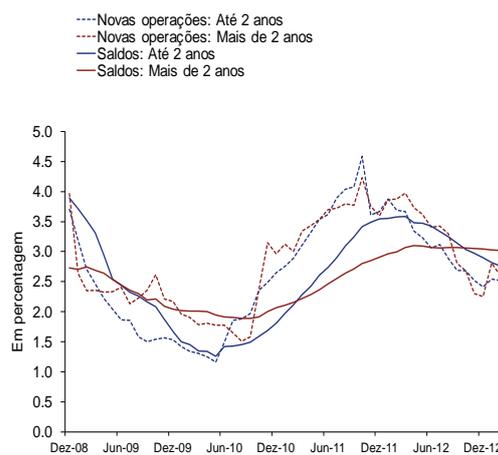


Fonte: Banco de Portugal.

Notas: O *spread* de taxa de juro de empréstimos a particulares para aquisição de habitação é calculado utilizando a Euribor a 6 meses. O *spread* de taxa de juro de novos empréstimos a particulares para consumo é estimado utilizando, respetivamente, a Euribor a 6 meses, a Euribor a 1 ano e a taxa de juro dos *swaps* a 5 anos em euros, nos casos em que o prazo de fixação inicial da taxa é 1 ano, entre 1 e 5 anos e mais de 5 anos, respetivamente. Última observação: março 2013.

Gráfico 4.8

#### TAXAS DE JURO DOS DEPÓSITOS DE PARTICULARES

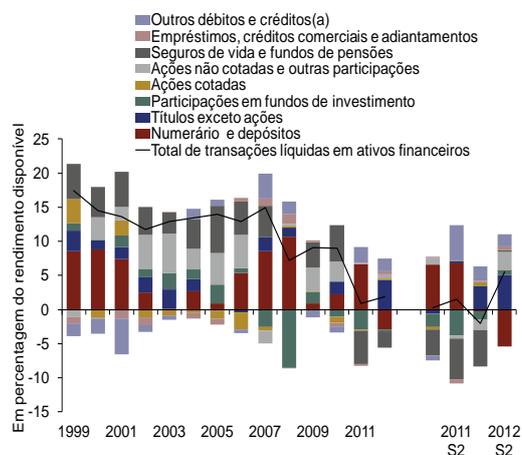


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Última observação: março 2013.

Gráfico 4.9

ATIVOS FINANCEIROS DOS PARTICULARES | TRANSAÇÕES



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: Valores consolidados. (a) Inclui outras reservas técnicas de seguros e outras contas a receber.

uma redução das aplicações em seguros de vida e fundos de pensões, em linha com o que vinha a ocorrer em 2011, e no segundo semestre, uma diminuição das aplicações em depósitos.

Para esta recomposição da carteira dos particulares terão contribuído diversos fatores. Em primeiro lugar, os títulos de dívida de longo prazo portugueses registaram em 2012 uma forte valorização, num contexto de uma diminuição significativa da perceção do risco do país e de melhoria da posição de liquidez e de solvência do sistema bancário. Em segundo lugar, aproveitando as condições mais favoráveis do mercado, várias empresas não financeiras emitiram obrigações que foram colocadas pelos bancos nos seus clientes a retalho. Por fim, registou-se desde o início do ano uma correção em baixa das taxas de juro dos novos depósitos, em grande parte determinada pela adoção por parte do BCE de um conjunto de medidas não convencionais de política monetária que permitiram melhorar as condições de liquidez dos bancos (Gráfico 4.8)<sup>3</sup>. Não obstante, o peso dos depósitos na carteira dos particulares reverteu apenas parcialmente o acréscimo registado em 2012, permanecendo num nível muito elevado.

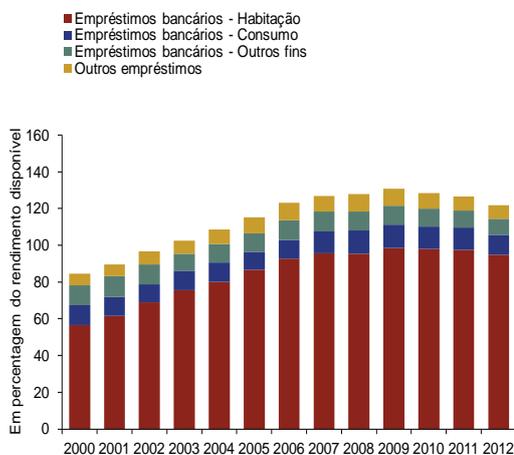
**... mas existiu uma amortização líquida de dívida pelo segundo ano consecutivo**

Em termos financeiros, a principal contrapartida da capacidade de financiamento dos particulares foi, tal como em 2011, uma amortização líquida de dívida. O nível de endividamento dos particulares em percentagem do rendimento disponível manteve a tendência de redução gradual que vem a registar desde 2010, permanecendo, contudo, num nível muito elevado, o que sugere que o processo de ajustamento dos balanços das famílias terá ainda que prosseguir nos próximos anos (Gráfico 4.10).

A redução do rácio de endividamento tem subjacente uma queda muito significativa do crédito total a particulares, o qual registou diminuições sucessivamente maiores entre meados de 2010 e meados de 2012 e alguma estabilização no ritmo de redução no período mais recente (Gráfico 4.11). A redução do crédito total tem refletido uma queda particularmente acentuada no caso dos empréstimos bancários para consumo e outros fins, mas também reduções significativas no caso dos empréstimos bancários à habitação, os quais apresentam naturalmente uma maior persistência dadas as suas maturidades mais longas. Desde meados de 2012, num contexto de uma melhoria da posição de liquidez e solvência do

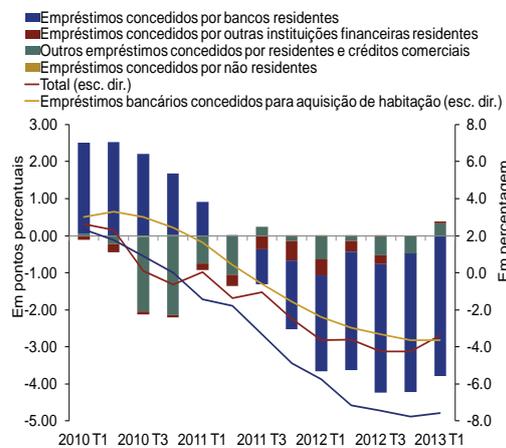
<sup>3</sup> Para a redução das taxas de juro dos depósitos contribuiu igualmente no final de 2011/início de 2012, a imposição por parte do Banco de Portugal de uma dedução aos fundos próprios para os bancos que apliquem taxas de juro excessivas nos depósitos. Este regime foi reforçado no segundo trimestre de 2012 (ver "Capítulo 5 Risco de Liquidez", deste Relatório).

Gráfico 4.10

**ENDIVIDAMENTO DOS PARTICULARES | POSIÇÕES  
EM FIM DE PERÍODO**


Fontes: INE e Banco de Portugal.  
Notas: Valores consolidados.

Gráfico 4.11

**CRÉDITO CONCEDIDO AOS PARTICULARES |  
CONTRIBUTOS PARA A TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL**


Fonte: Banco de Portugal.  
Notas: Ver definições de agregados de crédito em Indicadores de Conjuntura. Última observação: março 2013..

sistema bancário, a tendência de contração significativa dos empréstimos às famílias parece estar a ser crescentemente determinada por fatores do lado da procura. Com efeito, os resultados do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito sugerem que os critérios de concessão de crédito às famílias não se terão agravado neste período. Pelo contrário, a procura de empréstimos por parte das famílias terá, segundo os bancos inquiridos, continuado a reduzir-se, apresentando apenas no primeiro trimestre de 2013 alguns sinais de uma contração menos acentuada, em especial no caso do crédito ao consumo. Para a redução da procura de crédito por parte das famílias continuam a contribuir a diminuição da confiança dos consumidores e as perspetivas negativas para o mercado de habitação.

**Materialização do risco de crédito permanece elevada no crédito ao consumo e a outros fins e num nível muito mais reduzido no crédito à habitação...**

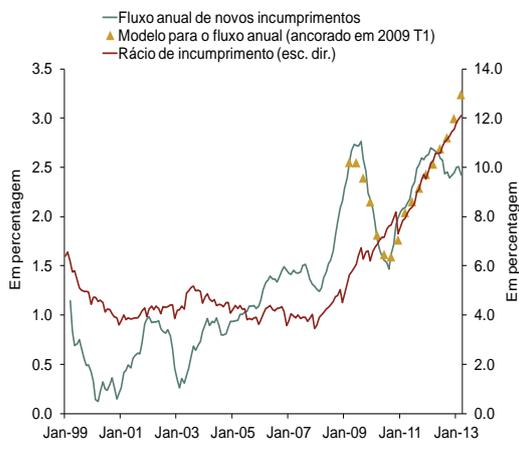
A redução do rendimento disponível das famílias, a deterioração da situação no mercado de trabalho e, em particular, o aumento da taxa de desemprego, continuaram a traduzir-se numa significativa materialização do risco de crédito no segmento dos empréstimos bancários a particulares para consumo e outros fins, cujo rácio de incumprimento mantém uma tendência acentuada de aumento desde 2008 (Gráfico 4.12). Em contrapartida, o rácio de incumprimento nos empréstimos para aquisição de habitação, embora também apresente uma tendência de subida, mostra uma dinâmica mais moderada e níveis relativamente reduzidos (Gráfico 4.13). Para esta situação contribuíram fatores de natureza diferente. Por um lado, os empréstimos à habitação estão mais concentrados em famílias com probabilidades de incumprimento mais reduzidas (Gráfico 4.14)<sup>4</sup>. Por outro lado, a prestação média do crédito à habitação apresentou desde o início de 2012 uma tendência decrescente, reflexo da significativa redução registada pelas taxas de juro do mercado monetário (Gráfico 4.15)<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Ver S. Costa (2012) "Probabilidade de incumprimento das famílias: uma análise com base nos resultados do ISFF", Banco de Portugal, Relatório de Estabilidade Financeira – Novembro.

<sup>5</sup> Ver "Caixa 4.1 O impacto das taxas de juro do mercado monetário no rendimento disponível das famílias portuguesas", Banco de Portugal, Boletim Económico – Outono de 2012.

Gráfico 4.12

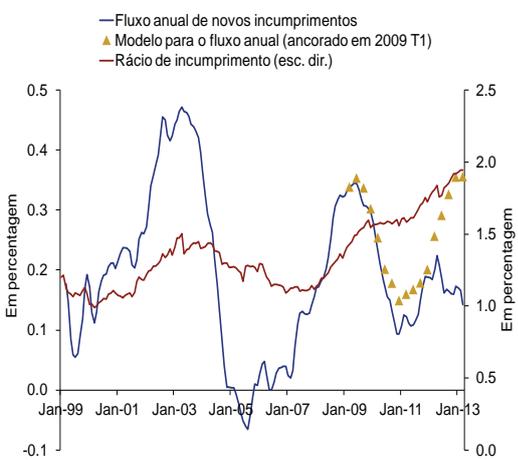
**INCUMPRIMENTO NOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS A PARTICULARES PARA CONSUMO E OUTROS FINS**



**Fonte:** Banco de Portugal.  
**Notas:** Ver definição dos indicadores de risco de crédito, nota de pé de página 1. Ver modelo em Alves e Ribeiro (2011) “Modelação do incumprimento dos particulares”, Banco de Portugal, *Relatório Estabilidade Financeira – Novembro*. Última observação: março 2013.

Gráfico 4.13

**INCUMPRIMENTO NOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS A PARTICULARES PARA AQUISIÇÃO DE HABITAÇÃO**



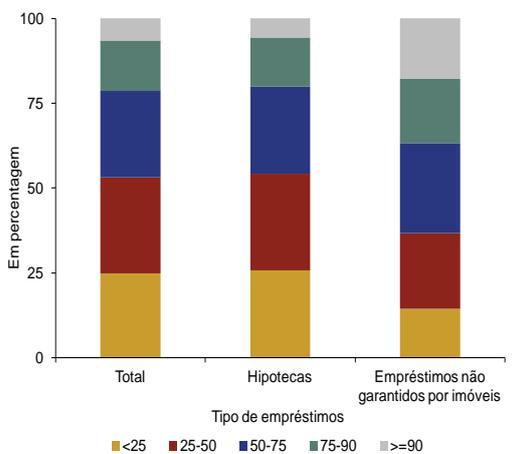
**Fonte:** Banco de Portugal.  
**Notas:** Ver definição dos indicadores de risco de crédito, nota de pé de página 1. Ver modelo em Alves e Ribeiro (2011) “Modelação do incumprimento dos particulares”, Banco de Portugal, *Relatório Estabilidade Financeira – Novembro*. Última observação: março 2013.

*Desde o primeiro trimestre de 2012, observa-se uma ligeira redução do nível dos novos fluxos de incumprimento no crédito a particulares*

No crédito ao consumo e outros fins, os fluxos de novos empréstimos em incumprimento situam-se, como tem acontecido desde o início da crise de dívida soberana, em níveis muito superiores aos seus valores médios desde o início da área do euro. Em contraste, no caso do crédito à habitação, os fluxos de

Gráfico 4.14

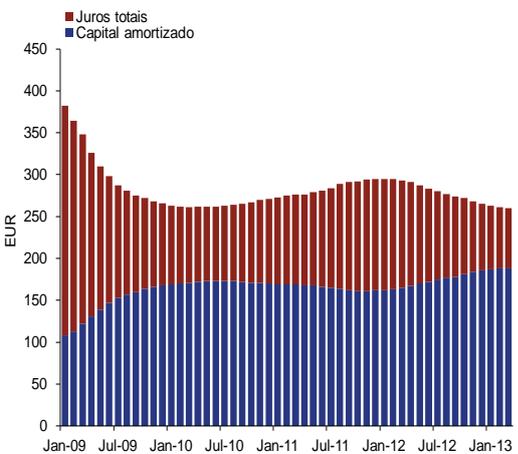
**DISTRIBUIÇÃO DOS SALDOS VIVOS DOS EMPRÉSTIMOS ÀS FAMÍLIA POR PERCENTIL DA PROBABILIDADE DE INCUMPRIMENTO | DADOS DO SEGUNDO TRIMESTRE DE 2010**



**Fontes:** INE e Banco de Portugal (Inquérito à Situação Financeira das Famílias).  
**Nota:** Ver S. Costa (2012) “Probabilidade de incumprimento das famílias: uma análise com base nos resultados do ISFF”, Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira – Novembro*.

Gráfico 4.15

**PRESTAÇÃO MÉDIA DO CRÉDITO À HABITAÇÃO**



**Fonte:** INE.  
**Nota:** Última observação: março 2013.

novos empréstimos em incumprimento têm permanecido muito mais contidos durante a crise, próximos da média observada desde o início da área do euro. Em qualquer dos segmentos de crédito, os fluxos de novos empréstimos em incumprimento registaram uma ligeira redução a partir do primeiro trimestre de 2012, para a qual poderá ter contribuído o facto de a evolução negativa do mercado de trabalho ter coexistido com uma redução das taxas de juro. Esta interrupção no aumento dos fluxos de incumprimento não é contudo captada por modelos em que estes fluxos são determinados pelo crescimento do produto, a taxa de desemprego e as taxas de juro dos empréstimos (Gráficos 4.12 e 4.13)<sup>6</sup>. Num contexto em que as taxas de juro no mercado monetário se situam em níveis muito reduzidos e a taxa de desemprego em valores muito elevados, a existência de relações não lineares não captadas pelos modelos pode ser uma explicação para a divergência dos valores previstos face aos observados. Outra explicação possível poderá ser um aumento das situações de re-estruturações de crédito (ver "Caixa 4.1 *Créditos reestruturados: atuação do Banco de Portugal e análise preliminar dos resultados*", deste Relatório).

### ***Embora persistam riscos de novos aumentos na materialização do risco de crédito...***

A divergência de resultados entre os fluxos de incumprimento observados e aqueles que seriam de antecipar dada a evolução dos seus determinantes habituais sugere que a sustentabilidade da evolução recente deve ser encarada com cautela. Com efeito, as projeções para a economia portuguesa, apresentadas no *Boletim Económico – Primavera*, incorporam para 2013 a persistência de condições adversas no mercado de trabalho e uma nova redução do rendimento disponível, contemplando a existência de riscos descendentes para a situação financeira das famílias decorrentes, nomeadamente, da implementação de medidas adicionais de ajustamento orçamental. Nestas circunstâncias não é de excluir que a materialização do risco de crédito aumente, mesmo que as taxas de juro dos empréstimos às famílias se continuem a reduzir.

### ***...existem vários fatores mitigantes que poderão conter a dimensão dessa materialização***

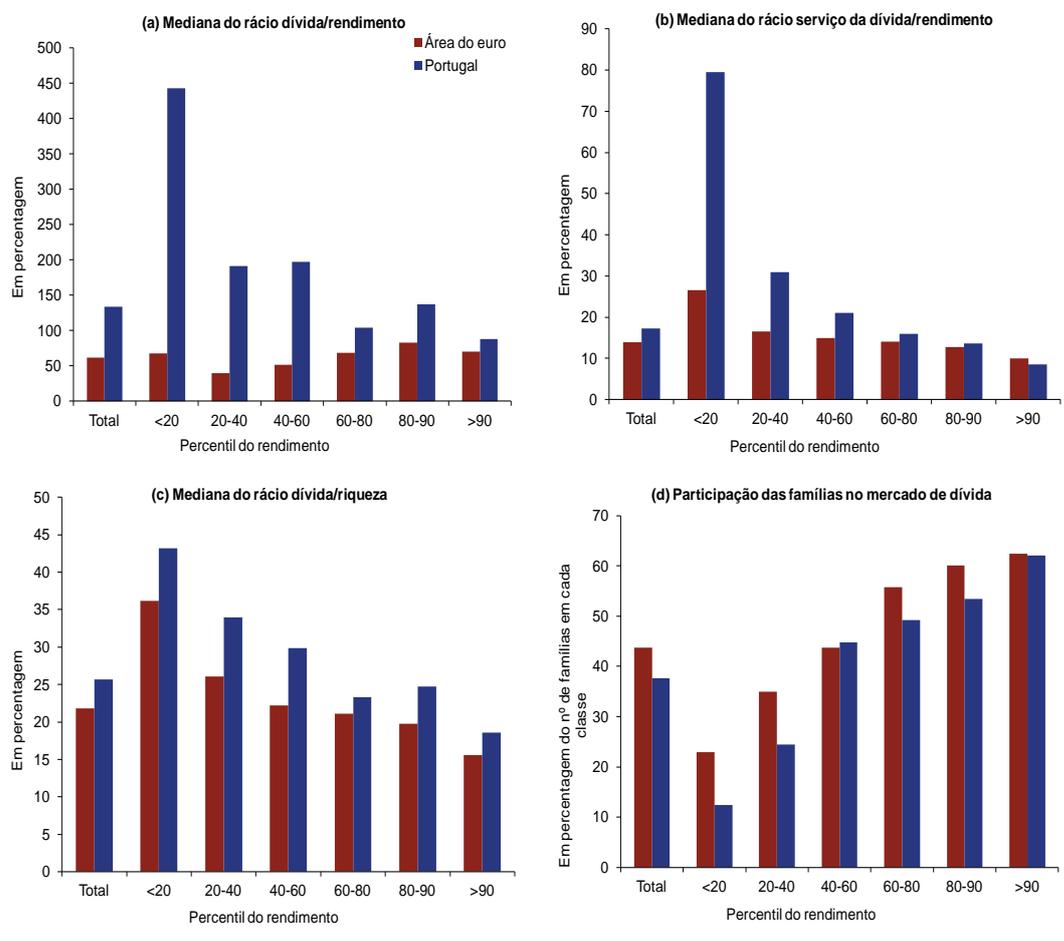
Os riscos de materialização do risco de crédito são particularmente acentuados para as famílias com maiores rácios de endividamento. Neste contexto importa referir que, segundo os resultados do *Household Finance and Consumption Survey (HFCS)* para os países da área do euro, recentemente divulgados pelo BCE, as famílias portuguesas endividadas e com menores rendimentos apresentavam em 2010 um grau de endividamento típico muito superior ao das famílias da área do euro com as mesmas características (Gráfico 4.16 (a), (b) e (c))<sup>7</sup>. Contudo, um fator atenuante desta situação para a estabilidade do sistema financeiro português consiste no facto de as famílias portuguesas com menores rendimentos terem uma participação relativamente reduzida no mercado de crédito (Gráfico 4.16 (d)). Outros fatores importantes que atenuam o risco de aumento do incumprimento nos empréstimos às famílias em Portugal consistem no facto de os empréstimos à habitação, os quais representam cerca de 80 por cento dos empréstimos a particulares e aproximadamente metade da carteira de crédito dos bancos portugueses ao setor privado não financeiro, se encontrarem relativamente bem colateralizados (ver "Caixa 4.3 *O rácio financiamento-garantia no mercado hipotecário residencial em Portugal*", deste Relatório) e concentrados em famílias de risco de crédito mais reduzido. Por fim refira-se que a aplicação por parte das instituições de crédito dos diplomas legais que entraram em vigor no final de 2012/início de 2013 relativos à prevenção e gestão

<sup>6</sup> Ver N. Alves e N. Ribeiro (2011) "*Modelação do incumprimento dos particulares*", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira – Novembro*.

<sup>7</sup> O HFCS é um inquérito harmonizado à situação financeira das famílias que é da responsabilidade do Eurosistema. O BCE publicou em abril de 2013, os resultados ao nível da área do euro da primeira edição do inquérito, na qual o período de referência para a maior parte dos países é 2010. A versão portuguesa desse inquérito corresponde ao Inquérito à Situação Financeira das Famílias (ISFF), da responsabilidade do Banco de Portugal e do Instituto Nacional de Estatística (INE). Os resultados da edição do ISFF de 2010 foram divulgados em maio de 2012.

Gráfico 4.16

GRAU DE ENDIVIDAMENTO E PARTICIPAÇÃO DAS FAMÍLIAS NO MERCADO DE DÍVIDA



Fonte: BCE (Household Finance and Consumption Survey).

de situações de incumprimento poderá contribuir para atenuar a materialização do risco de crédito e as suas implicações para a situação financeira das famílias mais vulneráveis.

### Sociedades não financeiras

#### Em 2012, a rentabilidade das sociedades não financeiras manteve-se baixa e o endividamento elevado

Ao longo do ano de 2012, os riscos associados à fragilidade da situação financeira das sociedades não financeiras mantiveram-se elevados. Por um lado, a atividade das empresas voltou a contrair-se significativamente e a sua rentabilidade manteve-se baixa. Esta situação resultou de uma acentuada contração da procura interna, em consequência de um conjunto de medidas de ajustamento orçamental, e do abrandamento da procura externa, dada a perda de dinamismo da atividade nos parceiros comerciais, em particular nos países da área do euro. Os riscos relacionados com a situação financeira das sociedades não financeiras estão também associados ao elevado nível de endividamento que os seus balanços continuam a apresentar (Gráfico 4.17). Apesar de as taxas de juro dos empréstimos a sociedades não financeiras terem apresentado uma tendência descendente, permaneceram elevadas. O facto de os juros continuarem a manter um valor significativo face aos rendimentos das empresas condiciona a sua capacidade de autofinanciamento bem como o seu acesso a financiamento de fontes externas à empresa. A redução

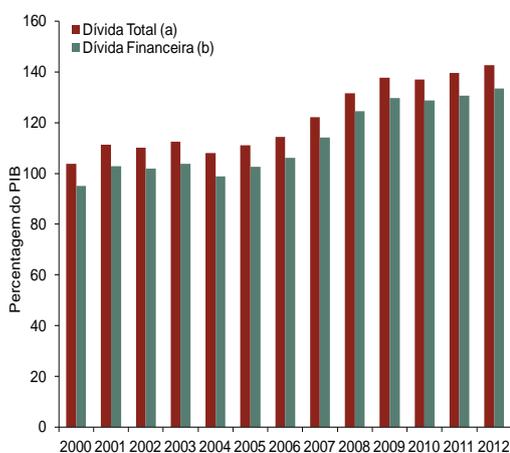
permanente do nível de endividamento das empresas é uma condição necessária para a consolidação do processo de ajustamento da economia mas o processo é lento e tem custos elevados no curto prazo. Num contexto de promoção da desalavancagem das empresas, a dedutibilidade dos juros pagos pelas empresas no cálculo do lucro tributável tem sido objeto de discussão. Neste âmbito, o Orçamento do Estado para 2013 prevê uma alteração ao código do IRC, introduzindo uma limitação ao montante dos gastos de financiamento que podem ser deduzidos na determinação do lucro tributável.

**O investimento reduziu-se e a poupança aumentou traduzindo-se numa redução das necessidades de financiamento das empresas**

O ajustamento na situação financeira das empresas é particularmente evidente quando se analisam os fluxos de financiamento e os fatores que lhes estão subjacentes. Em 2012, as necessidades de financiamento das sociedades não financeiras voltaram a reduzir-se significativamente, de 4.5 para 2.1 por cento do PIB (Gráfico 4.18). Esta evolução resultou, por um lado, da quebra acentuada do investimento, em particular da FBCF, refletindo expectativas de uma evolução muito deprimida da procura interna, a baixa utilização da capacidade produtiva e, em menor grau, a manutenção de condições de financiamento restritivas. Por outro lado, registou-se uma recuperação da taxa de poupança das sociedades não financeiras, resultante em grande parte do aumento do excedente bruto de exploração, para o qual contribuiu positivamente a redução das remunerações (Gráfico 4.19). Conforme referido, as taxas de juro dos empréstimos a sociedades não financeiras registaram ao longo do ano uma tendência descendente mas não o suficiente para compensar a acentuada subida observada até final de 2011, pelo que os juros pagos subtraídos dos juros recebidos voltaram a aumentar face ao ano anterior (Gráfico 4.20 e Gráfico 4.21). A poupança das sociedades não financeiras encontra-se em níveis próximos dos observados no período imediatamente anterior à crise financeira internacional. No entanto, continua claramente abaixo dos níveis registados no início da área do euro (Gráfico 4.21). Apesar dos contributos do excedente bruto de exploração e dos juros para a poupança, em percentagem do PIB, se encontrarem em níveis comparáveis aos do início da área do euro, os rendimentos distribuídos de sociedades têm atualmente um contributo bastante mais negativo.

**Gráfico 4.17**

**DÍVIDA DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS | POSIÇÕES EM FIM DE PERÍODO**

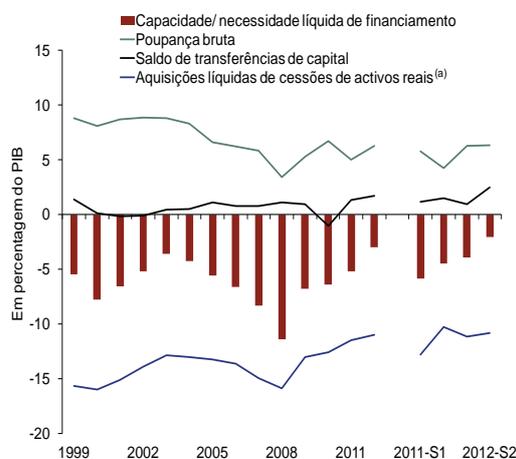


Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: Valores consolidados. (a) Dívida total= dívida financeira +créditos comerciais e adiantamentos recebidos de outros setores. (b) Dívida financeira=empréstimos+títulos emitidos.

**Gráfico 4.18**

**POUPANÇA, INVESTIMENTO E NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS**

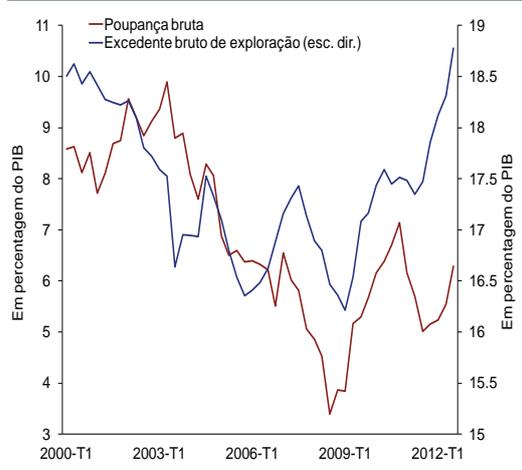


Fonte: INE.

Notas: (a) Corresponde à soma da FBCF, variação de existências, aquisições líquidas de cessões de objetos de valor e aquisições líquidas de cessões de ativos não financeiros, não produzidos.

Gráfico 4.19

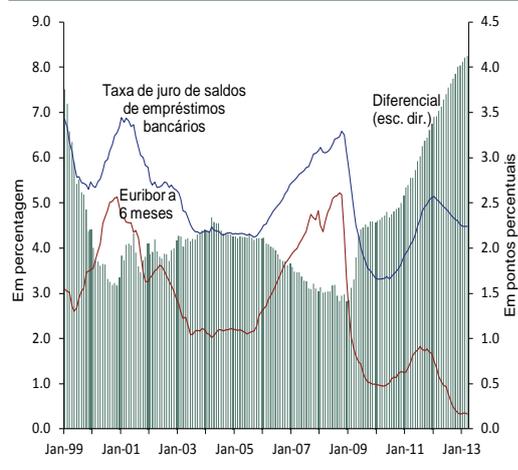
FINANCIAMENTO INTERNO DAS SNF | MÉDIAS  
MÓVEIS DE 4 TRIMESTRES



Fonte: INE.

Gráfico 4.20

TAXA DE JURO DE EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS A  
SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS



Fonte: Banco de Portugal.

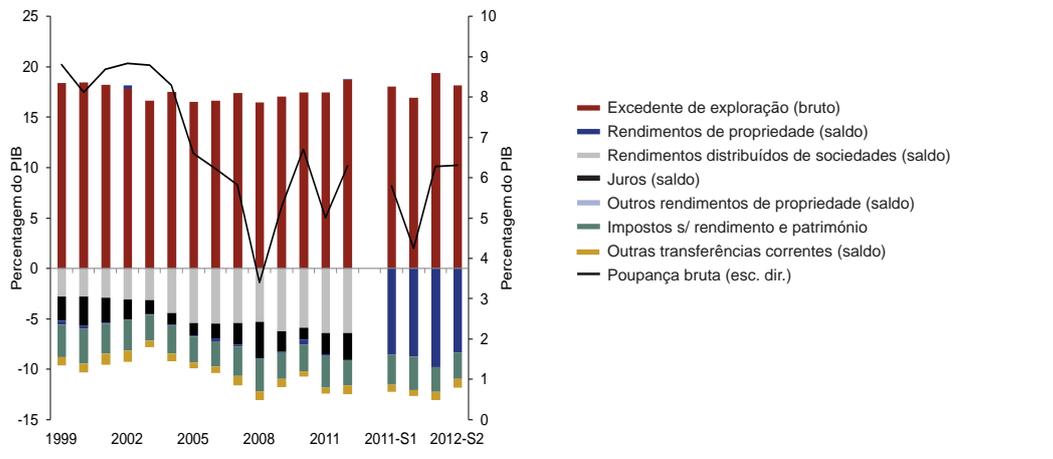
Notas: Taxas e diferencial referentes a saldos em fim de período. Até dezembro de 2002, as taxas de saldos são estimativas. O diferencial é calculado como a diferença entre a taxa sobre saldos e a média móvel de 6 meses da Euribor a 6 meses. Última observação: março 2013.

O desempenho das empresas manteve-se débil mas estável

A evolução da rentabilidade das empresas apresenta uma elevada heterogeneidade de acordo com as características das empresas tais como o setor de atividade, a dimensão ou a propensão exportadora. A informação de base contabilística ao nível microeconómico relativa ao ano de 2012 está disponível apenas para uma amostra de empresas que está enviesada para as empresas de maior dimensão<sup>8</sup> (o que pode ser particularmente importante no caso das empresas do setor do comércio). A taxa de variação da margem bruta manteve-se negativa para os vários subconjuntos de empresas e relativamente estável ao longo do ano. No quarto trimestre, em que os indicadores de rentabilidade refletem os resultados das

Gráfico 4.21

CONTRIBUTOS PARA A POUPANÇA BRUTA DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS



Fonte: INE.

Notas: A designação saldo refere-se à diferença entre os valores registados em recursos e empregos. Nas contas nacionais trimestrais não está disponível a informação sobre as componentes dos rendimentos de propriedade (rendimentos distribuídos de sociedades, juros e outros rendimentos de propriedade).

8 Os indicadores são calculados com base numa amostra comum aos dois anos.

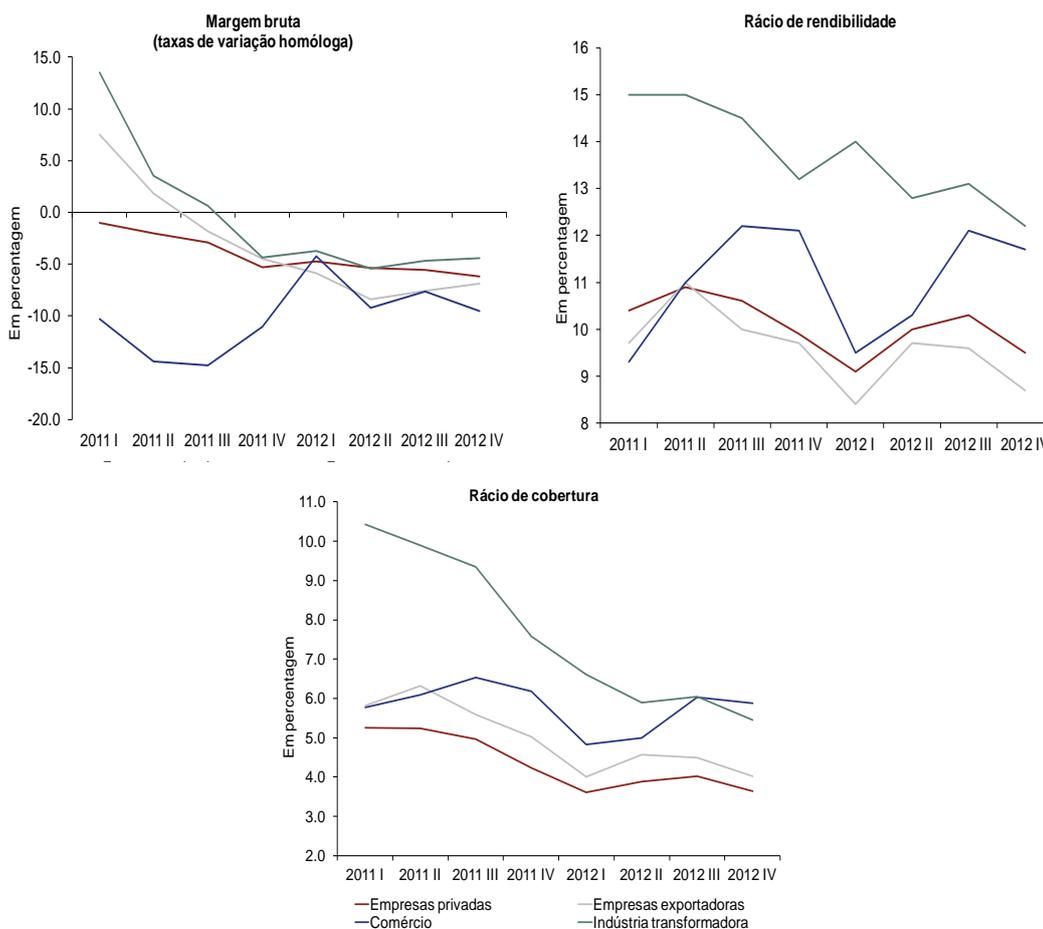
empresas no conjunto do ano, o rácio de rentabilidade foi semelhante ao do mesmo período de 2011 nos vários grupos de empresas analisados, exceto no caso da indústria transformadora. As empresas da indústria transformadora foram também as que apresentaram uma maior redução do rácio de cobertura de juros, que se manteve relativamente estável para o conjunto das empresas privadas (Gráfico 4.22).

### Os critérios de concessão de crédito a empresas estabilizaram, mantendo-se contudo restritivos

A manutenção das expectativas negativas quanto à evolução da atividade económica em geral, e a forte inércia no processo de desalavancagem das sociedades não financeiras, especialmente em setores específicos, justificam a persistência de critérios restritivos na oferta de crédito. Há, no entanto, indícios de que alguns bancos já começaram a reduzir a restritividade na oferta de crédito. Os *spreads* praticados nos novos empréstimos a sociedades não financeiras estabilizaram a um nível elevado após a tendência de agravamento observada ao longo dos últimos três anos. Esta conclusão é também evidenciada pelos resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, os quais indicam uma progressiva estabilização dos critérios de concessão de crédito ao longo do ano.

Gráfico 4.22

#### INDICADORES DO DESEMPENHO DAS EMPRESAS



Fonte: Banco de Portugal (Central de Balanços trimestral).

Notas: Margem bruta=Volume de Negócios+Variação da Produção+Trabalhos para própria empresa+Subsídios à exploração-Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas-Fornecimentos e serviços externos; Rácio de rentabilidade=EBITDA/(Ações e outras participações+Financiamentos obtidos); Rácio de cobertura = EBITDA/Juros suportados; EBITDA=Resultados antes de impostos+Juros suportados+Gastos de depreciação e de amortização. Os indicadores trimestrais são obtidos com uma amostra de empresas constante em todos os períodos.

### ***Acentuada divergência entre a evolução do crédito concedido a empresas pelo setor bancário residente e o crédito obtido de outras fontes***

O crédito total<sup>9</sup> a sociedades não financeiras decresceu 0.3 por cento no final de 2012 (Gráfico 4.23). O crédito concedido pelo setor bancário residente, sob a forma de empréstimos ou tomada de títulos, decresceu cerca de 6 por cento no mesmo período, tendo esta evolução sido mitigada pelos contributos positivos do crédito concedido por não residentes e, em menor medida, pelo setor residente não financeiro. O perfil intra-anual, quer da evolução do crédito total quer do crédito concedido pelo setor bancário residente, evidencia uma interrupção da tendência de agravamento desde o final do ano.

No caso das empresas privadas, o crédito total e o crédito concedido pelo setor bancário residente reduziram-se 1.4 por cento e 7 por cento, respetivamente, no final de 2012. Neste caso, o maior contributo positivo para a evolução do crédito total continua a ser dado pelo setor não residente (Gráfico 4.24). O contributo de setores não financeiros residentes foi também positivo até ao final de 2012. No caso das empresas públicas, o crédito total e o crédito concedido pelo setor bancário residente cresceram 4 por cento e 18.5 por cento, respetivamente, no final de 2012. Neste caso os setores não residentes contribuíram negativamente para o crescimento do crédito, com o setor bancário residente a dar um contributo amplamente positivo, que se acentuou no início de 2013 (Gráfico 4.25).

Num contexto de aumento generalizado da perceção de risco das empresas por parte do setor financeiro, as divergências observadas na evolução do crédito refletem em larga medida os diferentes perfis de risco associados aos vários tipos de empresas. No caso das empresas privadas mais dependentes do mercado interno, como, por exemplo, as do setor da construção, bem como as de menor dimensão e as mais jovens, observa-se uma maior dificuldade de acesso ao crédito bancário.

Desta forma, a evolução do crédito por setor de atividade evidencia uma elevada heterogeneidade. O crédito total (excluindo créditos comerciais) concedido aos setores "Construção" e "Atividades imobiliárias", seguidos do "Comércio", registou decréscimos acentuados em 2012 (Quadro 4.1). Em contraste, os setores "Informação e comunicação", "Eletricidade, gás e água" e "SGPS não financeiras", em que predominam empresas de maior dimensão com acesso ao mercado internacional registaram aumentos do crédito, apesar de terem registado também variações negativas do crédito concedido pelo setor bancário residente.

### ***Contração do crédito às empresas de menor dimensão reflete o elevado peso que os setores da construção, atividades imobiliárias e do comércio têm nessas classes***

A desagregação do crédito total (excluindo créditos comerciais) segundo a dimensão das empresas revela que o crédito concedido às grandes empresas e às SGPS manteve taxas de variação positivas e ligeiramente decrescentes ao longo de 2012 e no início de 2013 (em março de 2013, de 3 por cento e 3.5 por cento para as grandes empresas e para as SGPS, respetivamente) (Gráfico 4.26). No caso das empresas das outras classes de dimensão, a taxa de variação do crédito manteve-se negativa. A evolução do crédito segundo a dimensão das empresas está fortemente associada ao peso dos diferentes setores de atividade nas classes de dimensão habitualmente consideradas<sup>10</sup>. De facto, os setores da construção, atividades imobiliárias e comércio têm um peso muito mais elevado no crédito concedido às empresas das classes de menor dimensão do que no crédito concedido às empresas grandes. Assim, a diminuição significativa do crédito total às pequenas e médias empresas (incluindo micro empresas) (em fevereiro de

<sup>9</sup> O crédito total a sociedades não financeiras inclui os empréstimos concedidos por bancos residentes, os empréstimos concedidos por não residentes, emissões de títulos de dívida (detidos por residentes e não residentes), os créditos comerciais (concedidos por residentes e não residentes), os empréstimos de particulares e os empréstimos do Tesouro, estes últimos relevantes no caso do crédito às empresas públicas.

<sup>10</sup> Ver "Caixa 2.4 Diferenciação no crédito às sociedades não financeiras cruzando dimensão de empresa e setor de atividade", Banco de Portugal, *Relatório Anual 2012*.

Gráfico 4.23

**CRÉDITO CONCEDIDO ÀS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS | CONTRIBUTOS PARA A TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL**

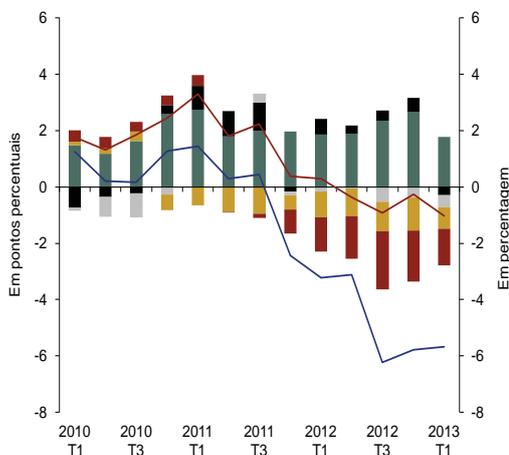


Gráfico 4.24

**CRÉDITO CONCEDIDO ÀS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS DO SETOR PRIVADO | CONTRIBUTOS PARA A TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL**

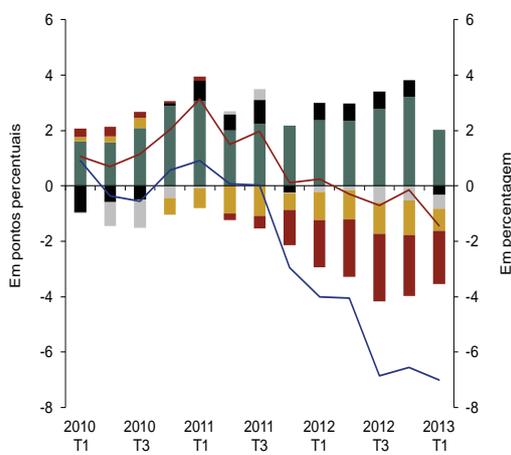
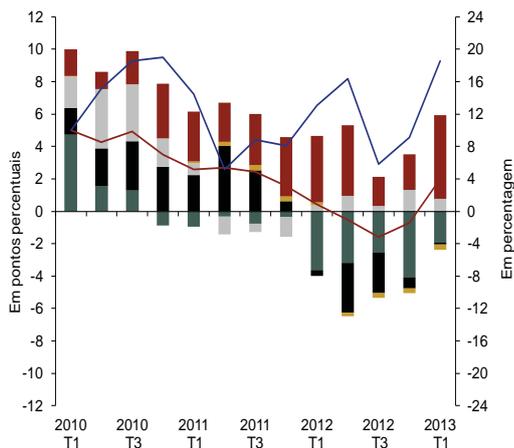


Gráfico 4.25

**CRÉDITO ÀS EMPRESAS PÚBLICAS NÃO INCLUÍDAS NAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS | CONTRIBUTOS PARA A TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL**



- Empréstimos concedidos por bancos residentes
- Empréstimos concedidos por outras instituições financeiras residentes
- Títulos na posse de residentes
- Empréstimos concedidos por outros residentes e créditos comerciais de residentes
- Não residentes (empréstimos, títulos, créditos comerciais)
- Total (esc. dir.)
- Empréstimos e títulos na posse de instituições bancárias residentes (esc. dir.)

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Ver definições de agregados de crédito em Indicadores de Conjuntura. Última observação: março 2013.

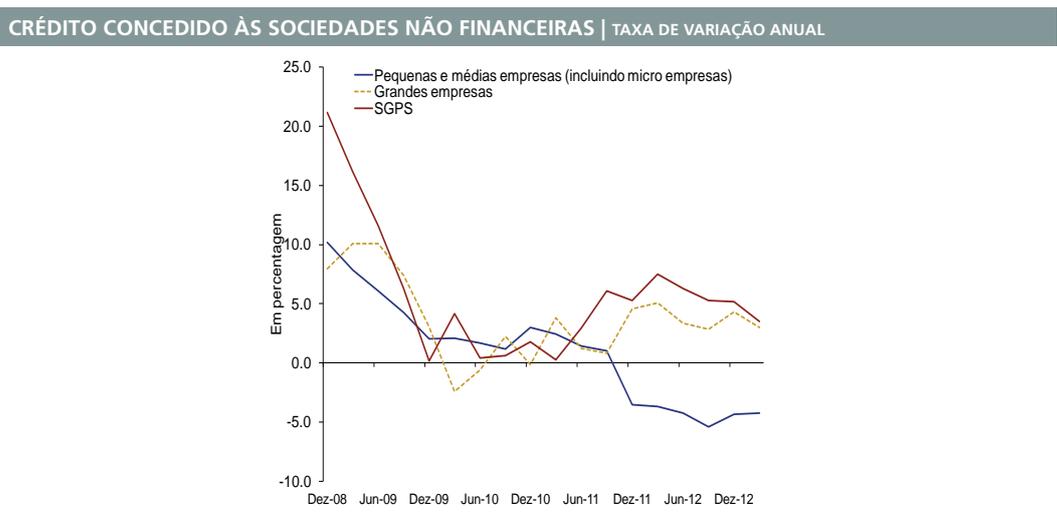
Quadro 4.1

CRÉDITO A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS POR SETOR DE ATIVIDADE   TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL								
	Crédito bancário			Crédito total			Por memória	
	2011 Dez.	2012 Dez.	2013 Mar.	2011 Dez.	2012 Dez.	2013 Mar.	Crédito total do setor (% crédito total) Dez.2012	Crédito bancário do setor (% crédito total) Dez.2012
Total	-2.4	-5.8	-5.7	0.4	-0.3	0.2	100.0	50.6
<b>Setores</b>								
Indústrias transformadoras e extrativas	-3.1	-7.8	-6.2	-2.4	-1.2	-0.7	10.9	66.4
Eletricidade, gás, vapor, água, gestão de resíduos e despoluição	5.3	-4.5	-13.1	5.6	6.5	-0.9	9.0	32.9
Construção	-3.2	-8.7	-9.5	-1.9	-6.8	-8.2	13.8	68.9
Comércio por grosso e a retalho, reparação de veículos automóveis e motociclos	-6.0	-10.6	-8.1	-1.2	-5.0	-3.7	10.9	57.3
Transportes e armazenagem	5.2	7.6	16.2	8.5	2.6	10.4	8.9	48.2
Alojamento, restauração e similares	9.4	-4.0	-3.5	4.8	-3.1	-3.6	3.5	68.1
Atividades de informação e de comunicação	-23.5	-8.5	-10.0	-25.8	24.8	15.4	2.8	24.4
Atividades das SGPS não financeiras	-6.3	-6.6	-10.2	5.3	5.4	3.7	18.2	42.6
Atividades imobiliárias	-5.4	-3.8	-3.8	-2.0	-3.7	-4.5	10.7	62.0
Atividades de consultoria técnicas e administrativas	4.5	-15.1	-13.4	7.3	-5.0	-3.9	6.4	50.6
Educação, saúde e outras atividades de serviços sociais e pessoais	-4.2	-4.7	-3.9	-7.0	-1.8	-2.2	3.0	65.6
Outros	3.6	4.0	-2.6	-27.0	0.5	-0.8	1.7	60.3

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Ver definições dos agregados de crédito em Indicadores de Conjuntura. O crédito bancário engloba todo o crédito concedido por bancos residentes, o que inclui para além dos empréstimos (ajustados de titularizações), os títulos de dívida na posse dos bancos. Não existe informação relativa a créditos comerciais por setor.

Gráfico 4.26



Fonte: Banco de Portugal.

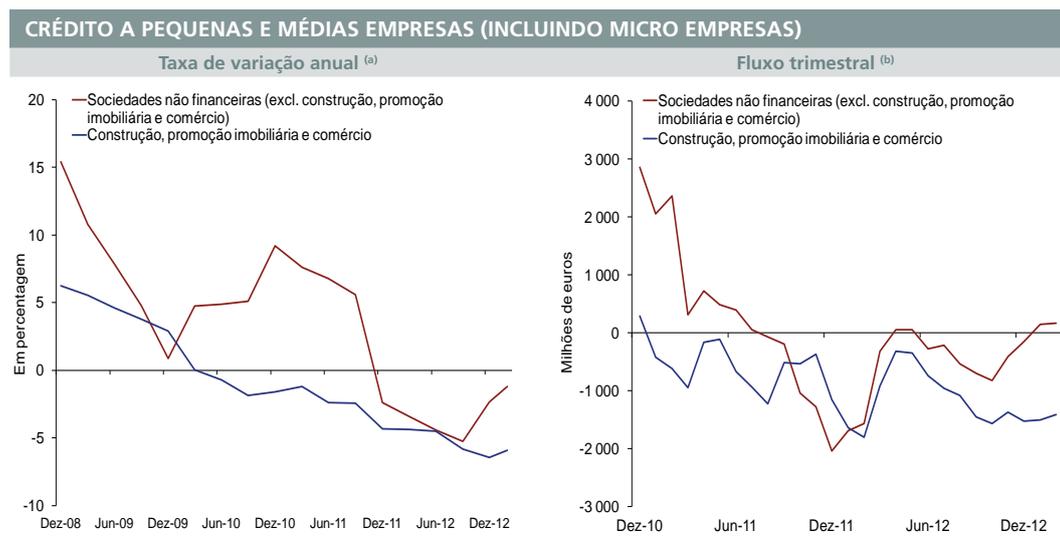
Notas: O crédito por dimensão das sociedades não financeiras inclui empréstimos e títulos independentemente do setor de contrapartida. Não são incluídos créditos comerciais, uma vez que não existe informação de crédito comercial por dimensão de empresa. Última observação: março de 2013.

2013, de -3.7 por cento) estará relacionada com o forte peso que os setores da construção, promoção imobiliária e comércio têm nas empresas de menor dimensão. Excluindo estes três setores, a taxa de variação anual do crédito total a pequenas e médias empresas (incluindo micro empresas) é desde finais de 2012 substancialmente menos negativa (em fevereiro de 2013, foi de -1.2 por cento). Adicionalmente o fluxo trimestral é positivo desde janeiro de 2013 (Gráfico 4.27). Do mesmo modo, a maior dimensão das empresas e o menor peso do crédito bancário no caso do crédito às empresas dos setores da eletricidade, gás e água, transportes e armazenagem e atividades de SGPS não financeiras deverá ter contribuído para que a taxa de variação anual do crédito total a estes setores tenha sido superior à dos restantes.

### **Aumento da materialização do risco de crédito, mas de forma menos acentuada a partir de meados de 2012**

Num contexto de queda acentuada da procura interna, menor dinamismo da procura externa e elevado custo do financiamento, a rentabilidade das empresas manteve-se baixa. Adicionalmente, algumas empresas, especialmente as mais novas, as de menor dimensão e as mais endividadas foram particularmente afetadas por dificuldades de acesso a financiamento, nomeadamente para fazer face a necessidades de tesouraria no curto prazo. Assim, manteve-se ao longo de 2012 a tendência de aumento da materialização do risco de crédito das sociedades não financeiras. Com efeito, o rácio de incumprimento e o rácio de crédito em risco registaram em 2012 sucessivos máximos desde o início da área do euro (Gráfico 4.28). A evolução mais recente destes indicadores parece, no entanto, apontar para alguma suavização no seu andamento a partir de meados do ano. Por sua vez, o fluxo anual de novos empréstimos em incumprimento apresenta uma tendência decrescente. Os resultados de um modelo estimado para a probabilidade de incumprimento média das sociedades não financeiras indicam também que a probabilidade de incumprimento apresenta uma tendência descendente (Gráfico 4.29). No caso das grandes exposições, que não correspondem necessariamente a exposições de grandes empresas, têm-se observado desde meados de 2011 probabilidades de incumprimento mais elevadas do que as das pequenas exposições, e que se situam acima dos valores estimados em função das variáveis macroeconómicas relevantes<sup>11</sup>.

**Gráfico 4.27**



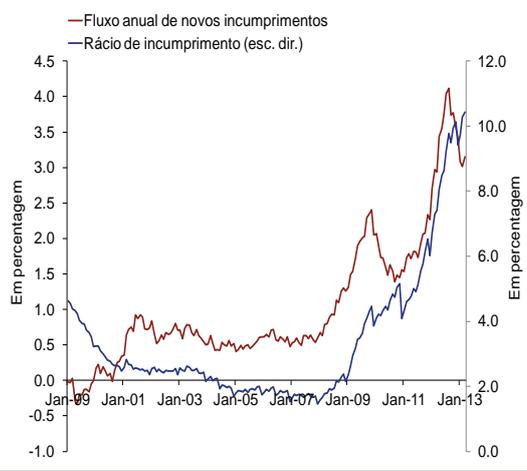
**Fonte:** Banco de Portugal.

**Notas:** O crédito inclui empréstimos e títulos independentemente do setor de contrapartida. Não são incluídos créditos comerciais, uma vez que não existe informação de crédito comercial por setor de atividade e dimensão de empresa. **(a)** A taxa de variação anual corresponde à taxa de variação dos saldos de crédito. **(b)** O fluxo trimestral não foi ajustado de sazonalidade dado o número reduzido de observações disponível. Última observação: Fevereiro 2013

<sup>11</sup> Ver A. Antunes, (2012), "Modelling default ratios with micro data", mimeo.

Gráfico 4.28

INCUMPRIMENTOS NOS EMPRÉSTIMOS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS

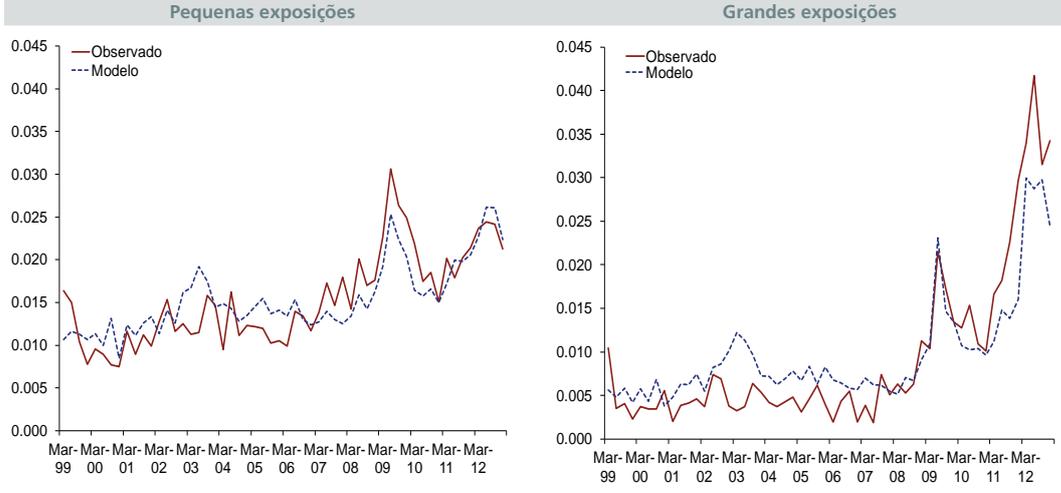


Fonte: Banco de Portugal.  
Notas: Ver definição dos indicadores de risco de crédito, nota de pé de página 1. Última observação: março 2013.

Em 2012, o aumento do rácio de incumprimento foi transversal à generalidade dos setores de atividade. No entanto, os setores da construção, atividades imobiliárias e comércio foram aqueles que contribuíram mais marcadamente para o aumento do rácio de incumprimento das sociedades não financeiras. Estes setores, sobretudo o setor da construção, apresentam níveis de endividamento mais elevados e taxas de rendibilidade mais baixas do que a média, pelo que apresentam indicadores de incumprimento bastante mais elevados. Estes setores, que representavam, conjuntamente, cerca de 45 por cento do total de empréstimos a sociedades não financeiras, tinham um peso de cerca de 70 por cento no crédito em incumprimento (Gráfico 4.30). Esta disparidade é mais pronunciada no setor da construção, que apresenta um peso inferior a 20 por cento no total de empréstimos e de quase 40 por cento do crédito em incumprimento. As grandes empresas apresentam um nível de incumprimento bastante inferior aos das outras classes de dimensão (Quadro 4.2).

Gráfico 4.29

PROBABILIDADE DE INCUMPRIMENTO MÉDIA DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS



Fonte: Banco de Portugal.  
Notas: Valores em unidades naturais trimestrais. O modelo estimado usa entre outros regressores, a taxa de variação do PIB em cadeia e a variação da taxa de desemprego. Na categorização dos empréstimos considerou-se a exposição total de cada empresa. Pequenas exposições compreendem exposições totais inferiores a 1 milhão de euros e grandes exposições compreendem exposições totais acima de 1 milhão de euros.

Quadro 4.2

	INDICADORES DE INCUMPRIMENTO DOS EMPRÉSTIMOS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS, POR DIMENSÃO DAS EMPRESAS E TIPO DE INSTITUIÇÃO FINANCEIRA   EM PORCENTAGEM						
	Número de devedores com incumprimento <sup>(a)</sup>			Crédito e juros vencidos <sup>(b)</sup>			Por memória Peso dos emp. (em Mar-13)
	Dez-11	Dez-12	Mar-13	Dez-11	Dez-12	Mar-13	
<b>Empréstimos concedidos por IFM</b>	<b>22.9</b>	<b>27.1</b>	<b>28.4</b>	<b>6.7</b>	<b>10.0</b>	<b>10.9</b>	<b>100.0</b>
Micro-empresas	23.8	27.8	29.0	10.6	14.9	16.6	33.2
Pequenas empresas	19.4	24.6	26.3	6.4	10.8	11.9	23.7
Médias empresas	18.4	24.2	25.7	4.6	8.1	8.9	24.6
Grandes empresas	12.2	15.3	17.1	1.5	2.1	2.3	18.5
<b>Empréstimos concedidos por IFNM</b>	<b>28.5</b>	<b>36.5</b>	<b>37.2</b>	<b>16.5</b>	<b>23.3</b>	<b>24.5</b>	<b>100.0</b>
Micro-empresas	30.8	38.8	39.1	23.2	28.5	29.2	32.3
Pequenas empresas	24.6	33.4	35.1	20.8	28.6	30.1	26.1
Médias empresas	21.7	28.5	30.1	13.6	21.5	22.8	25.5
Grandes empresas	10.6	15.0	15.3	2.3	7.6	8.4	16.1

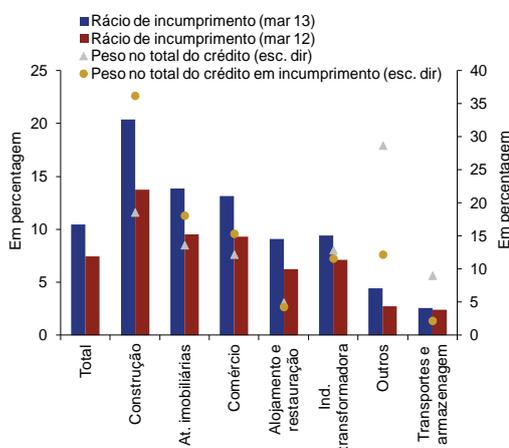
Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Indicadores baseados na informação da Central de Responsabilidades de Crédito (CRC). Inclui crédito concedido por bancos, caixas económicas, caixas de crédito agrícola mútuo, instituições financeiras de crédito, sociedades de factoring, sociedades de locação financeira, sociedades emittentes ou gestoras de cartões de crédito e outros intermediários financeiros residentes. Não inclui crédito concedido a SGPS. (a) Em percentagem do número de sociedades não financeiras com dívidas a Instituições Financeiras Monetárias (IFM) ou Instituições Financeiras não Monetárias (IFNM) participantes na CRC. (b) Em percentagem do crédito total concedido por IFM ou IFNM participantes na CRC a sociedades não financeiras residentes.

As diferenças no perfil de risco das empresas em diferentes setores de atividade e classes de dimensão parecem estar a traduzir-se em divergências na evolução do crédito concedido aos diferentes grupos de empresas, patente no facto de se observarem decréscimos mais acentuados na concessão de crédito às empresas dos setores da construção e atividades imobiliárias e às empresas de menor dimensão. Em consonância, os inquéritos de conjuntura dirigidos às empresas dos setores da indústria transformadora, da construção e dos serviços mostram que a percentagem de empresas que considera que a dificuldade de obtenção de crédito bancário é um dos principais fatores limitativos da sua atividade é muito mais elevada no caso das empresas de construção (Gráfico 4.31).

Gráfico 4.30

RÁCIO DE INCUMPRIMENTO NOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS ÀS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS | POR SETOR DE ATIVIDADE

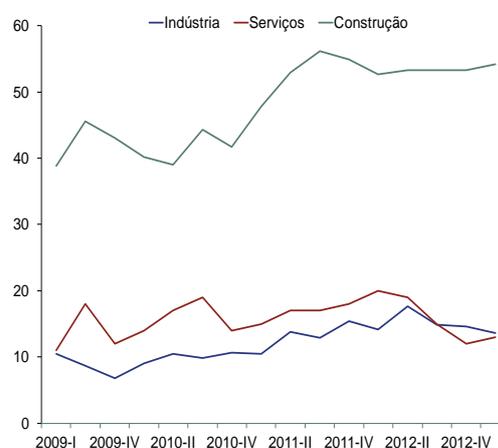


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Ver definição dos indicadores de risco de crédito, nota de pé de página 1.

Gráfico 4.31

PERCENTAGEM DE EMPRESAS COM DIFICULDADES DE ACESSO AO CRÉDITO <sup>(a)</sup>



Fonte: INE.

Nota: (a) Percentagem de empresas que declara que a dificuldade de acesso ao crédito é um dos principais fatores limitativos da atividade.

## CAIXA 4.1 | CRÉDITOS REESTRUTURADOS: ATUAÇÃO DO BANCO DE PORTUGAL E ANÁLISE PRELIMINAR DOS RESULTADOS

### **Enquadramento**

Na atual conjuntura, o acompanhamento da evolução dos empréstimos reestruturados desempenha um papel crítico na avaliação do risco de crédito do setor bancário. Neste sentido, o Banco de Portugal emitiu recentemente uma Instrução (Instrução n.º 18/2012) solicitando que as instituições de crédito (bem como as sucursais de instituições de crédito a operar em Portugal, com sede em países fora da União Europeia) passem a identificar e a marcar nos seus sistemas os empréstimos que sofreram alterações das condições contratuais (nomeadamente extensão do período de pagamento, redução da taxa de juro e introdução de períodos de carência) devido a dificuldades financeiras do cliente. De acordo com este diploma regulamentar, considera-se que um cliente se encontra em dificuldades financeiras quando uma dada obrigação financeira para com a instituição não tenha sido cumprida ou caso seja previsível que não o venha a fazer, tendo em conta, entre outros fatores:

- i. Incumprimentos registados na Central de Responsabilidades de Crédito;
- ii. Devolução e inibição do uso de cheques e inserção na lista de utilizadores de cheque que oferecem risco;
- iii. Ativação de níveis internos de alerta (v.g. degradação acentuada da classificação interna de risco);
- iv. Incidências qualitativas (v.g. dívidas ao fisco e segurança social, interpelação de garantias bancárias, falência, insolvência, processos judiciais e situações litigiosas, salários em atraso, penhora de contas bancárias, etc.)

A Instrução n.º 18/2012 refere ainda que sempre que uma operação de crédito reestruturado represente mais do que 25% da exposição total sobre o mesmo cliente, todas as operações de crédito com esse cliente devem ser identificadas e marcadas como crédito reestruturado<sup>1</sup>.

Subsequentemente, o Programa de Inspeções *On-site* (OIP) procurou monitorar o progresso na implementação dos requisitos da Instrução n.º 18/2012 relativamente à identificação e reporte dos créditos reestruturados no setor da construção e imobiliário. Este programa tinha por objetivo principal a aferição da adequabilidade dos níveis de imparidade para os setores em causa. Neste contexto, o Banco de Portugal emitiu um conjunto de recomendações tendo em vista a supressão, a médio prazo, das principais deficiências encontradas.

### **O rácio de crédito reestruturado por segmentos de crédito para os oito principais grupos bancários**

Tendo presente que a Instrução n.º 18/2012 introduziu a necessidade de identificação e marcação dos créditos reestruturados e que a mesma previa a possibilidade desta marcação ser feita de forma faseada, os primeiros períodos reportados deverão ser objeto de uma análise prudente, uma vez que a prática de marcação deste tipo de créditos para alguns bancos ainda não se encontrava estabelecida nos processos implementados. Assim, esta caixa centra-se nos resultados de dezembro de 2012.

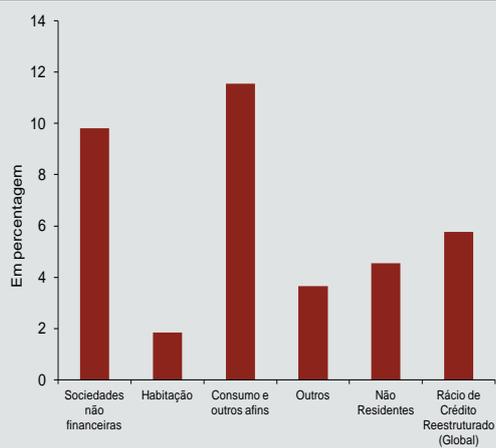
O rácio de crédito reestruturado ascendeu a 5.8%, em dezembro de 2012, embora exista uma grande heterogeneidade entre os segmentos analisados. O rácio de crédito reestruturado no segmento de crédito para consumo e outros fins encontrava-se em 11.5%, que compara com 1.8% no segmento do crédito à habitação. Por seu turno, o rácio no segmento das sociedades não financeiras encontrava-se em 9.8%.

<sup>1</sup> Posteriormente, o Banco de Portugal procedeu à alteração da Instrução referente à informação de crédito em risco (Instrução n.º 24/2012 que altera a Instrução n.º 22/2011) com vista a incorporar a informação de crédito reestruturado por segmento. O reporte destes elementos teve início em outubro de 2012 com referência a setembro de 2012, numa base trimestral, e ainda com dados históricos (de junho de 2011 a junho de 2012).

A evolução destes créditos reestruturados continuará a exigir um acompanhamento próximo, no atual quadro económico exigente sobre a qualidade do crédito no sistema.

Gráfico 1

RÁCIO DE CRÉDITO REESTRUTURADO POR SEGMENTO<sup>(a)</sup> | EM PORCENTAGEM DO CRÉDITO CONCEDIDO



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (a) Informação em base consolidada.

## CAIXA 4.2 | CARATERIZAÇÃO GERAL DO ÍNDICE DE PREÇOS DE HABITAÇÃO PRODUZIDO PELO INE

### *Antecedentes*

No contexto da atual crise económica e financeira, as estatísticas relacionadas com o mercado imobiliário, nomeadamente índices de preços de habitação e de propriedades comerciais, têm adquirido uma importância crescente para o acompanhamento da evolução económica e para a avaliação da estabilidade do sistema financeiro. O facto de a Comissão Europeia ter incluído os preços da habitação (*House Price Index – HPI*) no conjunto restrito de indicadores a acompanhar no âmbito do mecanismo de supervisão, alerta, deteção e prevenção de desequilíbrios macroeconómicos excessivos (Regulamento (UE) N° 1176/2011) (*Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances*) ilustra a relevância e atualidade destas estatísticas, em termos gerais.

### *Índices de preços de habitação disponíveis em Portugal*

Durante um período relativamente longo, existiu em Portugal apenas um produtor de estatísticas de preços no mercado de habitação com características de índice. Esse índice, o Índice Confidencial Imobiliário (Índice Ci), é produzido por uma empresa privada e remonta a 1988 com frequência mensal, sendo que a partir de 2005 passou a ser construído com metodologia de preços hedónicos, isto é, com técnicas de regressão que ajustam para efeitos de qualidade, entre outros, a localização geográfica, a área do fogo, o número de assoalhadas e indicadores de vetustez dos imóveis. O Índice Ci tem como fonte primária os preços de oferta (isto é, preços requeridos pelo vendedor nas intenções de venda) reportados por agências e outros operadores imobiliários.

O INE disponibiliza um índice que é baseado em preços de avaliação reportados por uma amostra de bancos nos processos de concessão de crédito à habitação. Esta amostra representa a esmagadora maioria das hipotecas de habitação em Portugal. Este índice é construído por estratificação, tendo por base os Censos. Sucede que os requisitos do *Eurostat* para a construção dos índices nacionais oficiais apontam para que a fonte primária de eleição se baseie em preços efetivos de transação, situação que não é completamente satisfeita de momento pelo INE, nem por qualquer outra entidade pública ou privada.

### *Comparação do HPI com o Índice Ci*

Pese embora o período temporal coberto pelo *HPI* seja ainda curto, os resultados obtidos para o *HPI*, quando comparados com o Índice Ci, sugerem várias conclusões: (1) o índice *HPI* apresenta maior amplitude de variação; (2) a taxa de variação homóloga do Índice Ci apresenta um atraso entre um e dois trimestres face ao *HPI*; (3) ambos os índices apresentam um decréscimo consistente desde o período em que se agudizou a crise de dívida soberana em Portugal, mais concretamente com o início do Programa de Assistência Económica e Financeira, sendo que esse decréscimo é muito mais marcado no *HPI* (Quadro 1 e Gráfico 1).

Em contraste com outros países, o mercado imobiliário português não evidenciou características de bolha especulativa no período imediatamente anterior à atual recessão. No entanto, no período mais recente, tem-se observado uma redução de preços no mercado de habitação que se encontra relacionada com a evolução dos fundamentos. Com efeito, tem-se assistido a uma queda acentuada da atividade económica e prevalece uma significativa incerteza relativamente às perspetivas de crescimento tanto no curto, como no médio e longo prazos. Esta situação tem-se traduzido em reduzida atividade no mercado imobiliário, em parte por razões que se prendem com a oferta no mercado hipotecário. Neste contexto, o índice *HPI* apresenta uma muito maior amplitude de variação com redução bastante mais acentuada, que deverá estar associada ao facto de as propostas de venda (que alimentam o Índice Ci) tenderem a ser

Quadro 1

ÍNDICES HPI E CI – TAXAS DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA   PERÍODO 2008T1 - 2012T4				
Períodos	Correlação HPI (t) vs Ci (t+j)		Índice HPI	Índice Ci
t; t+2	0.87	Máximo	2.3	3.0
t; t+1	0.86	Mínimo	-8.3	-2.6
t; t	0.70	Máx.-Min.	10.6	5.6

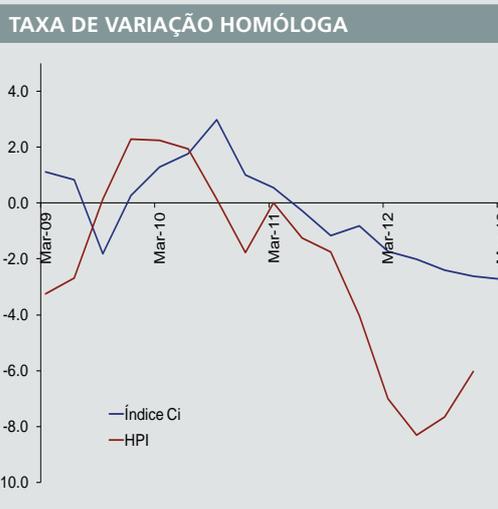
Fontes: Confidencial Imobiliário e INE.

Gráfico 1



Fontes: Confidencial Imobiliário e INE.

Gráfico 2



Fontes: Confidencial Imobiliário e INE.

resistência à revisão em baixa em períodos em que os valores de transação estão em queda significativa. Por seu turno, poderá argumentar-se que os valores de avaliação estão influenciados pelas políticas de concessão de crédito dos bancos, as quais têm uma natureza pro-cíclica. Contudo, a relevância do crédito hipotecário no funcionamento do mercado de habitação sustenta a ideia de que os valores de avaliação deverão ser um dos fatores mais importantes na formação de preços neste mercado.

## CAIXA 4.3 | O RÁCIO FINANCIAMENTO-GARANTIA NO MERCADO HIPOTECÁRIO RESIDENCIAL EM PORTUGAL

O mercado de habitação tem características peculiares do ponto de vista macroeconómico, já que a habitação é a principal componente da riqueza das famílias. De facto, alterações nos preços destes ativos são suscetíveis de condicionar as decisões de consumo e poupança, efeitos que serão tão mais relevantes quanto maior a proporção de dívida associada à detenção de habitação.

Além disso, os ativos imobiliários são utilizados como garantia na concessão de empréstimos para aquisição de habitação e, uma vez que estes empréstimos representam uma proporção significativa da atividade dos bancos portugueses, os desenvolvimentos no mercado de habitação condicionam a qualidade de crédito.

Do ponto de vista agregado, a parte do valor da habitação que é financiada com crédito - rácio financiamento-garantia ou *loan to value (LTV)* - no momento da aquisição do imóvel constitui um indicador de restritividade dos critérios de aprovação de créditos. Assim, períodos em que o grau de alavancagem nestas operações é mais elevado, *i.e.*, em que o *LTV* é mais alto, estão associados a acréscimos de concorrência e de forte atividade nos mercados de habitação e hipotecários. Neste contexto, o acompanhamento deste tipo de indicadores ao longo do tempo permite detetar a acumulação de vulnerabilidades na carteira de crédito dos bancos. Em concreto, é especialmente importante dispor de estatísticas acerca da distribuição de *LTVs* na carteira dos bancos, sendo que as situações de maior fragilidade estarão tendencialmente nas operações em que este indicador é mais elevado.

Tal como ilustrado no gráfico 1, a informação recolhida junto dos oito maiores grupos bancários permite concluir que, desde o início da década de 2000 e até ao eclodir da crise financeira internacional em 2007, se observou um progressivo aumento do *LTV* (medido para o fluxo bruto de novos empréstimos em cada período e à data de concessão dos empréstimos). Paralelamente, registou-se uma diminuição dos *spreads* aplicados na concessão de novos empréstimos, sugerindo igualmente um aumento da concorrência neste segmento. Em contrapartida, a evolução observada desde 2007 ilustra, por um lado, um aumento das restrições de liquidez e capital dos bancos e, por outro, uma avaliação mais desfavorável das suas perspetivas para a evolução da atividade económica e do mercado de habitação, com reflexo sobre a capacidade das famílias para servir a dívida.

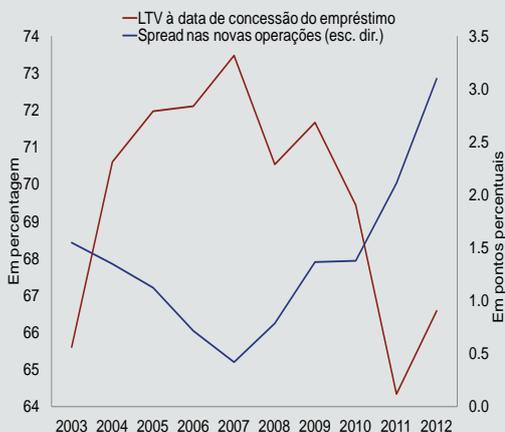
A informação qualitativa disponível relativa ao Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito ilustra o aumento da restritividade dos critérios de concessão de empréstimos a partir de meados de 2007, bem como a diminuição da procura dirigida aos bancos, num contexto de elevada incerteza e de uma significativa contração da atividade económica que, a par do aumento do desemprego e da carga fiscal, se traduziu numa forte diminuição do poder de compra e perspetivas menos favoráveis quanto à evolução dos preços da habitação (Gráfico 2).

Tal como ilustrado no gráfico 3, o período de menor restritividade dos critérios de concessão de empréstimos para aquisição de habitação coincidiu com uma diminuição da materialização do risco de crédito. Após a emergência da atual crise financeira, o aumento da restritividade dos critérios de concessão de crédito, assim como a diminuição dos *LTVs* médios, coincidiu com um aumento, ainda que limitado, do fluxo anual de novos empréstimos em incumprimento.

Em dezembro de 2012, cerca de metade da carteira de empréstimos a particulares para aquisição de habitação dos principais grupos bancários apresentava um rácio entre o valor do empréstimo e da garantia inferior a 70 por cento (Gráfico 4) e o *LTV* médio do conjunto da carteira situava-se em torno de 65 por cento. Se bem que estes valores possam considerar-se relativamente baixos, deve ter-se em conta que, ainda assim, 35 por cento da carteira apresentava *LTVs* superiores a 80 por cento (16 por cento da carteira com *LTV* acima de 90 por cento). Pese embora não se tenham observado fenómenos de sobre-valorização generalizada no mercado de habitação português nos últimos anos, os indicadores disponíveis apontam para que os preços da habitação tenham estado a reduzir-se desde meados de

Gráfico 1

**RÁCIO FINANCIAMENTO-GARANTIA E SPREAD NAS NOVAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO À HABITAÇÃO**

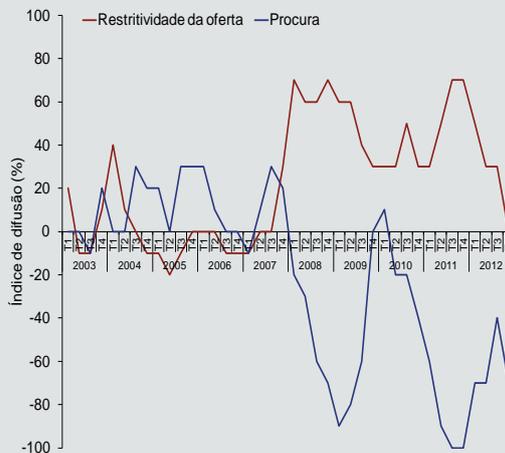


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Dados referentes aos oito maiores grupos bancários; período anterior a 2008 parcialmente estimado.

Gráfico 2

**PROCURA E OFERTA DE EMPRÉSTIMOS A PARTICULARES PARA AQUISIÇÃO DE HABITAÇÃO**



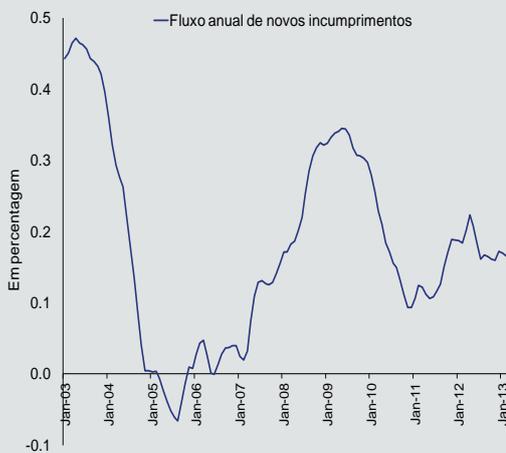
Fonte: Banco de Portugal (Inquérito aos Bancos Sobre o Mercado de Crédito).

Notas: índice de difusão calculado com utilização de uma escala que possibilita a agregação das respostas individuais, segundo a intensidade e sentido da resposta, a qual assume valores entre -100 e 100, correspondendo o valor 0 à situação "sem alterações". No que respeita à oferta, valores positivos representam critérios mais restritivos, enquanto os valores positivos para a procura representam um aumento.

2011, período que coincide aproximadamente com o início do Programa de Assistência Económica e Financeira. No contexto da recessão profunda e prolongada que a economia portuguesa atravessa, existe o risco de redução adicional de preços no mercado de habitação, pelo que a franja de empréstimos com LTVs relativamente elevados constitui um aspeto particularmente exigente para os bancos na sua gestão de risco e na recuperação das situações de incumprimento no crédito à habitação, ainda que o incumprimento se mantenha em níveis relativamente contidos.

Gráfico 3

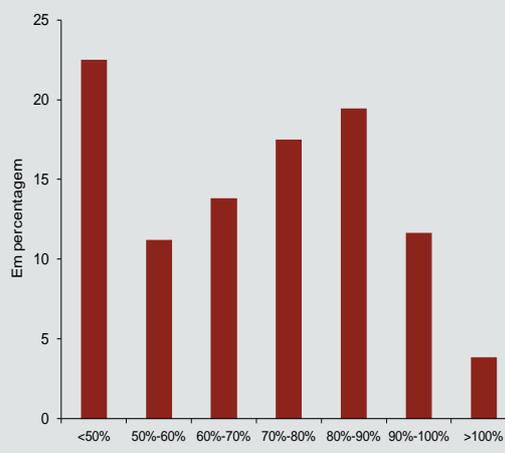
**INCUMPRIMENTO NOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS A PARTICULARES PARA AQUISIÇÃO DE HABITAÇÃO**



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 4

**DISTRIBUIÇÃO DO RÁCIO FINANCIAMENTO-GARANTIA DA CARTEIRA DE CRÉDITO À HABITAÇÃO EM DEZEMBRO DE 2012**



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Os dados referem-se à distribuição do rácio financiamento-garantia do agregado dos 8 maiores grupos bancários.

## 5. RISCO DE LIQUIDEZ

O sistema bancário português apresentava no final de 2012 uma posição de liquidez mais favorável do que a observada no final do ano anterior. Tal pode ser constatado pela significativa melhoria de indicadores sintéticos como os *gaps* de liquidez ou o reforço dos *buffers* de colateral para acesso às operações de cedência de liquidez pelo Eurosistema. Em paralelo, ao longo do ano verificou-se uma redução progressiva dos prémios de risco dos bancos, acompanhando os desenvolvimentos favoráveis observados ao nível do soberano português. Esta evolução permitiu que no final de 2012, e também no início de 2013, alguns dos principais grupos bancários portugueses retomassem a emissão de títulos de dívida sénior de médio prazo. Ainda assim, o acesso dos bancos aos mercados financeiros internacionais não pode ser considerado normalizado, tendo em conta quer os reduzidos volumes emitidos, quer a manutenção de um diferencial elevado nas taxas de juro face a valores de referência da área do euro, o que é consistente com a situação do soberano português.

Para a melhoria observada concorreram vários fatores que se reforçaram mutuamente. Em primeiro lugar, as medidas anunciadas pelo BCE e pela União Europeia, que mitigaram a fragmentação nos mercados financeiros derivada da crise da dívida soberana da área do euro. Em segundo lugar, a evolução mais favorável quanto à perceção do risco soberano, também em resultado do esforço de consolidação orçamental pelas autoridades portuguesas, diminuindo os prémios de risco dos emitentes nacionais. Finalmente, a continuação do ajustamento estrutural do balanço dos bancos, particularmente evidente na redução do rácio entre crédito e depósitos, compatível com a convergência gradual para uma estrutura de financiamento mais sustentável e menos sensível a alterações na perceção de risco por parte dos investidores internacionais.

Um desenvolvimento marcante no decurso de 2012 foi a diminuição substancial das necessidades de refinanciamento dos bancos a curto prazo, traduzida numa melhoria dos seus *gaps* de liquidez, que passaram a assumir valores positivos para todas as maturidades até 1 ano no caso das instituições domésticas. Tal evolução esteve associada fundamentalmente à realização das operações de política monetária a 3 anos pelo BCE e ao alargamento dos ativos elegíveis como colateral junto do Eurosistema, e sinaliza um aumento da resistência do sistema bancário a potenciais choques negativos sobre a sua capacidade de financiamento. O reforço do conjunto de ativos disponíveis para utilizar como garantia nas operações de cedência de liquidez assume particular importância num contexto em que subsistem riscos sobre a sustentabilidade da diminuição das tensões nos mercados financeiros internacionais.

Saliente-se que a evolução observada é consentânea com a adoção de regras mais exigentes no âmbito da futura regulamentação comunitária sobre requisitos de liquidez<sup>1</sup>. De qualquer modo, independentemente desses requisitos, dado o contexto de considerável incerteza que permanece a nível externo e interno, é importante que os bancos portugueses procurem salvaguardar-se de eventuais choques adversos que possam comprometer a sua capacidade para assegurar o financiamento dos seus ativos e para cumprir as suas obrigações à medida que se tornam exigíveis.

---

1 As propostas para o novo enquadramento regulamentar foram apresentadas na "Caixa 2.1 As principais propostas de Basileia III", Banco de Portugal, Relatório de Estabilidade Financeira - Novembro 2010. No início de 2013, o Comité de Basileia introduziu algumas revisões no *Liquidity Coverage Ratio* (LCR). Foram introduzidas alterações aos conceitos de ativos líquidos de elevada qualidade e às taxas de *inflow* e *outflow*, procurando incorporar a recente evidência proporcionada pela crise nos mercados financeiros. De igual forma, o tratamento prudencial do financiamento obtido junto do banco central foi alterado no sentido do aumento da sua estabilidade, dado o alargamento do conjunto de ativos com tratamento mais favorável em termos de elegibilidade enquanto colateral estável. Adicionalmente, foi definido um período alargado para a plena adopção do rácio, com início parcial em 2015 e gradual efetivação até 2019. A introdução deste gradualismo visou assegurar que a introdução do LCR não induza perturbações no fortalecimento dos sistemas bancários e nos fluxos de financiamento à economia. Para mais detalhes, consultar <http://www.bis.org/publ/bcbs238.htm> e documentação associada.

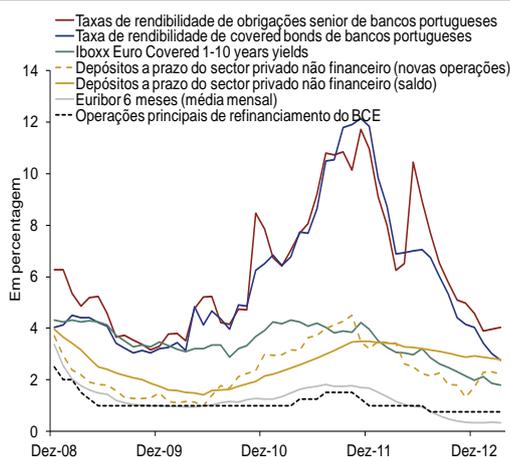
### As condições de financiamento dos bancos portugueses melhoraram em 2012, mas o acesso aos mercados financeiros internacionais continuou condicionado, apesar de alguns sinais positivos no final do ano e no início de 2013

As medidas anunciadas pelo BCE e pelas autoridades europeias foram percebidas como conducentes ao desenvolvimento de mecanismos de resolução da crise da dívida soberana da área do euro, assim contribuindo para reestabelecer a confiança dos investidores e reduzir o risco de redenominação. Essas medidas favoreceram assim uma redução do risco sistémico na área do euro e implicaram uma gradual melhoria das condições de financiamento. Neste contexto, a trajetória de aumento do prémio de risco da dívida pública portuguesa inverteu-se no primeiro trimestre de 2012, o que teve consequências positivas sobre os prémios de risco dos bancos. De facto, registou-se uma diminuição do diferencial das taxas de rendibilidade observadas em mercado secundário para os títulos de dívida emitidos por bancos residentes face ao índice *IBoxx*<sup>2</sup> (Gráfico 5.1). Esta evolução viabilizou a emissão em mercado, no final de 2012, de títulos de dívida sénior de médio prazo por dois dos principais grupos bancários domésticos. As emissões, que tiveram sequência no início de 2013, registaram rácios entre procura e oferta bastante significativos e atraíram uma base diversificada de investidores, sobretudo internacionais, e representaram um primeiro passo no regresso ao mercado, embora ainda com custos relativamente elevados.

A redução do custo de financiamento dos bancos foi também observada ao nível dos depósitos. De facto, em novembro de 2011 iniciou-se uma trajetória descendente para a taxa de juro relativa ao saldo dos depósitos a prazo. No total do ano de 2012, a redução foi na ordem de 60 p.b., a que acresceram 13 p.b. no decurso do primeiro trimestre de 2013. Esta redução foi particularmente marcada nos depósitos a prazo de sociedades não financeiras, em contraponto com a maior estabilidade das taxas associadas aos depósitos de particulares, o que estará também relacionado com diferenças nos prazos contratados para as operações. De facto, no decurso dos últimos anos os depósitos contratados com prazo acordado superior a um ano representaram entre 20 a 30 por cento do total das novas operações de particulares, ao passo que o seu peso é marginal no caso das sociedades não financeiras, pelo que existirá para o primeiro destes segmentos alguma inércia à descida das taxas de juro relativas aos saldos.

Gráfico 5.1

#### TAXAS DE JURO



Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters e Banco de Portugal.

Nota: As taxas de rendibilidade de obrigações *senior* e *covered bonds* emitidas por bancos portugueses são calculadas como a média ponderada das taxas de rendibilidade em mercado secundário de obrigações emitidas pelos grupos CGD, BCP, BPI, BST, ESFG e MG, com maturidades residuais entre 1 e 10 anos. Última observação: março de 2013.

- 2 Este índice é composto por títulos garantidos por hipotecas com *rating investment grade* emitidos em euros. As taxas de rendibilidade dos títulos emitidos pelos bancos em mercado secundário constituem um indicador da perceção de risco dos investidores, não representando necessariamente o custo efetivo de financiamento dos bancos nos mercados de dívida por grosso, o qual se manterá restringido para alguns emitentes.

As taxas de juro das novas operações de depósitos com prazo acordado registaram uma redução marcada ao longo de 2012, quer no caso das sociedades não financeiras quer dos particulares (1.6 e 1.3 pontos percentuais, respetivamente). Estes desenvolvimentos terão refletido a diminuição das taxas de juro do mercado monetário, a diminuição das pressões sobre a liquidez dos bancos decorrente das medidas não convencionais de política monetária do BCE e as medidas de carácter prudencial do Banco de Portugal no sentido de penalizar práticas agressivas na captação de depósitos de clientes, susceptíveis de prejudicar o conjunto do sistema. Refira-se, no entanto, que as taxas de juro relativas às operações com sociedades não financeiras têm também sido condicionadas por operações realizadas junto de balcões situados nas zonas francas da Madeira e dos Açores. A volatilidade associada a estas operações contribuiu de forma decisiva para o nível reduzido registado por estas taxas no final de 2012 e, assim, para o seu posterior aumento no decurso do primeiro trimestre de 2013.

***No decurso de 2012 destacaram-se a redução do financiamento obtido pelo sistema bancário português nos mercados internacionais de dívida por grosso e o abrandamento dos recursos de clientes***

No contexto da desalavancagem em curso no sistema bancário, assistiu-se a uma redução do *gap* entre recursos de clientes e crédito, bem como a um reforço do capital. Simultaneamente, continuou a assistir-se a uma significativa redução do financiamento obtido nos mercados internacionais de dívida por grosso (Gráfico 5.2). De forma mais evidente no primeiro semestre, registou-se uma diminuição das responsabilidades representadas por títulos e dos recursos líquidos de outras instituições de crédito, em especial de não residentes. Todavia, note-se que a redução do financiamento por títulos refletiu não apenas as condições adversas nos mercados primários de dívida, que limitaram as emissões de nova dívida, como também a realização de operações de recompra de dívida em mercado secundário. Conforme referido, só a partir do final do ano alguns bancos portugueses procederam a emissões nestes mercados.

No conjunto do ano, o recurso ao financiamento (líquido de aplicações) junto de bancos centrais aumentou de forma muito ligeira, mas reduziu-se no caso dos bancos domésticos. De facto, após o aumento observado no primeiro semestre (semelhante para bancos domésticos e não domésticos) assistiu-se no segundo semestre a uma redução significativa no recurso pelos bancos domésticos a esta fonte de financiamento.

O significativo aumento dos passivos subordinados teve lugar no contexto do recurso de alguns bancos domésticos à emissão de instrumentos de capital contingente (CoCos) subscritos pelo Estado português. Tal esteve associado às necessidades de capitalização derivadas da regulamentação nacional (rácio *Core Tier 1* de pelo menos 10 por cento) e internacional, no contexto do exercício de capital da *European Banking Authority* (EBA) (rácio de *Core Capital* de pelo menos 9 por cento). Na mesma linha, verificaram-se também aumentos de capital em alguns bancos.

A captação de recursos de clientes continuou a contribuir positivamente para o financiamento do sistema bancário, embora de forma menos marcada do que o observado em 2011. Saliente-se, no entanto, que em 2012 o aumento dos recursos de clientes esteve associado à evolução dos recursos obtidos no contexto da atividade internacional dos bancos. Ao nível da atividade com residentes, os recursos de clientes registaram uma ligeira diminuição.

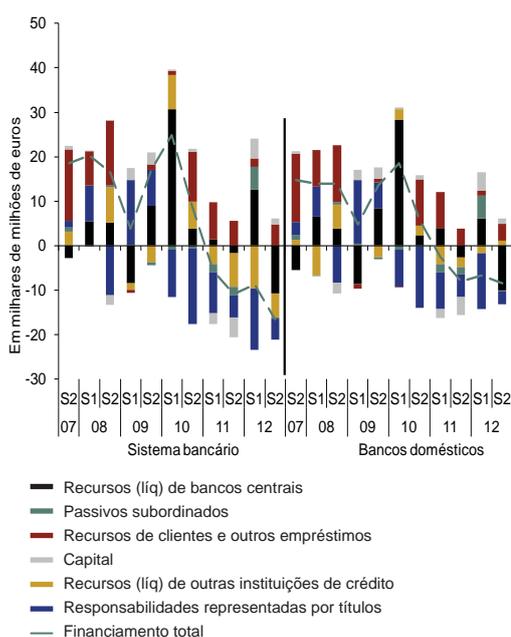
**A contrastar com o notável dinamismo na atividade internacional, registou-se um abrandamento na vertente doméstica da captação de depósitos de clientes, em larga medida antecipável**

No final de 2012, os depósitos de residentes registaram uma taxa de variação negativa (-2.3 por cento), tendo abrandado significativamente ao longo do ano<sup>3</sup>. O principal contributo para este abrandamento derivou da evolução dos depósitos de particulares, que representam cerca de dois terços dos depósitos totais de residentes e registaram um crescimento virtualmente nulo em 2012, após uma significativa expansão em 2011 (5.8 por cento) (Gráfico 5.3).

Em larga medida, a desaceleração dos depósitos de particulares em 2012 já era antecipável, tendo em conta os ajustamentos de carteira ocorridos em 2011. Neste ano, a materialização de risco de mercado, o aumento das taxas de juro dos depósitos e a manutenção da confiança no sistema bancário, induziram uma significativa recomposição da carteira de ativos financeiros dos particulares<sup>4</sup>. Assistiu-se assim à substituição de aplicações em unidades de participação em fundos de investimento, seguros de vida, certificados de aforro e outros títulos de dívida pública por depósitos bancários. O efeito deste tipo de ajustamento de carteira sobre a taxa de variação dos depósitos tende a dissipar-se à medida que a recomposição de ativos estabiliza.

**Gráfico 5.2**

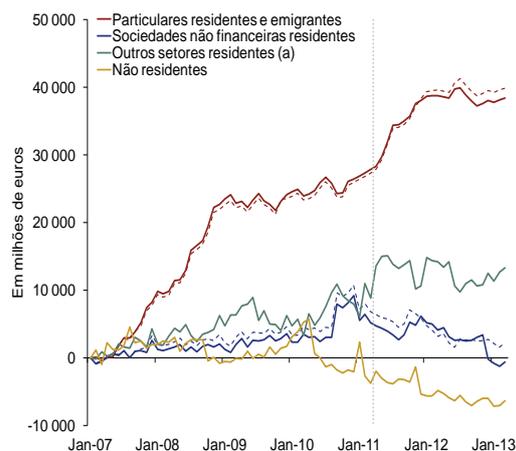
**FLUXOS SEMESTRAIS DE FINANCIAMENTO DO SISTEMA BANCÁRIO EM BASE CONSOLIDADA**



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico 5.3**

**DEPÓSITOS DO SETOR NÃO MONETÁRIO - ATIVIDADE DOMÉSTICA | VARIAÇÃO ACUMULADA FACE A JANEIRO DE 2007 - CONTRIBUTOS POR SETOR INSTITUCIONAL**



Fonte: Banco de Portugal.

**Notas:** (a) Inclui os depósitos de instituições financeiras não monetárias com prazo inferior a 2 anos, de sociedades de seguros e fundos de pensões e das administrações públicas. As séries a tracejado excluem os depósitos junto de balcões bancários situados nas zonas francas da Madeira e dos Açores. A linha vertical a tracejado assinala o pedido de assistência financeira de Portugal. Última observação: março 2013.

3 Importa referir que, na análise da evolução dos depósitos de residentes, são excluídos os depósitos de instituições financeiras não monetárias com prazo superior a 2 anos, uma vez que estes correspondem, em grande medida, ao registo contabilístico de operações de titularização não desreconhecidas. Este ajustamento assumiu particular relevância em 2012, uma vez que alguns grupos bancários procederam à reversão de operações de titularização, traduzindo-se numa significativa diminuição das aplicações de instituições financeiras não monetárias residentes com prazo superior a 2 anos.

4 Ver "Secção 4 Risco de Crédito", deste Relatório.

Por outro lado, em 2012, a evolução nos mercados financeiros veio induzir ajustamentos de carteira dos particulares em favor de instrumentos emitidos nestes mercados. Com efeito, neste ano algumas grandes empresas não financeiras nacionais emitiram volumes significativos de obrigações a médio prazo, com remunerações relativamente atrativas, que foram colocadas pelos bancos em parte substancial junto dos seus clientes de retalho. Paralelamente, e de forma adicional aos aumentos de capital realizados, alguns bancos retomaram a emissão de obrigações próprias para colocação junto dos seus clientes, embora estas emissões tenham envolvido montantes menos significativos e os títulos tenham maturidades mais curtas<sup>5</sup>. Assinale-se que esta migração de depósitos para outras aplicações terá também refletido, *inter alia*, as regras do Banco de Portugal sobre remuneração de depósitos<sup>6</sup>. Neste contexto, registou-se um fluxo significativo de aplicações em títulos de dívida por parte dos particulares<sup>7</sup>.

Os dados relativos ao primeiro trimestre de 2013 apontam para alguma aceleração dos depósitos de particulares, conforme sugerido pela evolução da taxa de variação trimestral anualizada (Gráfico 5.4). No entanto, dever-se-á ter presente que o perfil de evolução intra-anual dos depósitos deverá este ano ser afetado pelas alterações introduzidas ao nível dos pagamentos dos subsídios de férias e de Natal, o que tenderá a alterar os usuais padrões de sazonalidade.

Os depósitos de sociedades não financeiras contribuíram também significativamente para o abrandamento dos depósitos bancários em 2012. No entanto, a diminuição da taxa de variação deste agregado, que representava no final de 2012 cerca de 15 por cento dos depósitos de residentes, foi determinada pela evolução dos depósitos constituídos junto de balcões bancários situados nas zonas francas da Madeira e dos Açores. Quando se procede à exclusão dos mesmos, os depósitos deste setor registam em dezembro de 2012 uma queda de cerca de 10 por cento face ao final do ano anterior, mas denotam uma estabilização desde meados de 2012. Dados os constrangimentos no mercado de crédito, as empresas têm tido incentivos acrescidos a uma gestão mais exigente da sua liquidez. Por outro lado, não será de excluir que, no contexto da incerteza associada à crise da dívida soberana na área do euro, em particular na primeira metade de 2012, alguns segmentos específicos de clientes, onde se incluem grandes empresas, possam ter diversificado geograficamente a sua carteira de depósitos.

Importa também referir que, em alguma medida, o abrandamento dos depósitos reflete uma situação de liquidez mais confortável por parte da generalidade dos bancos. Tal derivou, por um lado, do conjunto de medidas não convencionais de política monetária adotadas pelo Eurosistema visando a normalização das condições de financiamento nos mercados da área do euro. Por outro, refletiu o progresso ao nível do ajustamento estrutural da posição de liquidez dos bancos.

Os depósitos de instituições financeiras não monetárias (excluindo depósitos com prazo acordado superior a 2 anos<sup>8</sup>) e de sociedades de seguros e fundos de pensões, tal como os depósitos das Administrações Públicas, tendem a ter um comportamento mais volátil, apresentando, no final de 2012, um contributo positivo para o crescimento dos depósitos do setor não monetário residente.

---

5 Ver "Secção 4 Risco de crédito", deste Relatório.

6 Esta evolução surge num contexto em que a dedução aplicada pelo Banco de Portugal aos fundos próprios para os bancos que ofereçam taxas de juro mais elevadas nos depósitos se traduz numa penalização mais significativa para os prazos mais curtos. Por um lado, os spreads considerados na definição das taxas de referência a partir das quais são introduzidas deduções aos fundos próprios são mais elevados nas operações com prazos mais longos e, por outro lado, a dedução aos fundos próprios aplica-se durante um ano, independentemente do prazo do depósito.

7 Mais recentemente, no terceiro trimestre de 2012, as regras de remuneração dos certificados de aforro foram objeto de alteração, no sentido de uma maior atratividade deste produto de poupança, o que terá contribuído para estabilizar o financiamento obtido pelas administrações públicas através deste instrumento.

8 Estes depósitos são excluídos desta análise na medida, como atrás referido, em que estão associados à contabilização do financiamento associado às operações de titularização de crédito.

### Continuação da diminuição do rácio entre o crédito e os depósitos, com um maior contributo da diminuição do crédito em 2012

Conforme referido, prosseguiu em 2012 o ajustamento do rácio entre crédito e depósitos (Gráficos 5.5 e 5.6). O principal contributo para esta evolução derivou da evolução do crédito, face à moderação na expansão dos recursos de clientes, o que contrastou com o observado em 2011. Refira-se que a diminuição da carteira de crédito refletiu não apenas a redução dos fluxos líquidos de crédito como também a concretização de vendas de empréstimos por alguns dos principais grupos bancários, nomeadamente de empréstimos a sociedades não financeiras residentes.

No final de 2012, o rácio entre o crédito e os depósitos dos maiores grupos bancários residentes em base consolidada situou-se em cerca de 120 por cento, evidenciando uma redução de 8 p.p. face ao valor observado no final de 2011 (Gráfico 5.7). Três das oito instituições sujeitas à apresentação de planos de financiamento e de capital no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira, representando no seu conjunto cerca de um terço do ativo total do sistema bancário, apresentaram valores inferiores a 120 por cento e somente uma instituição registava um rácio superior a 130 por cento (quando no final de 2011 eram 4 as que estavam nessa situação).

A diminuição do rácio entre o crédito e os depósitos foi observada para a generalidade dos bancos, traduzindo-se numa deslocação para a esquerda da distribuição empírica relativa a este rácio (Gráfico 5.8). A convergência observada eliminou o carácter bimodal que caracterizava a distribuição, indicando que o ajustamento foi tendencialmente mais significativo para as instituições que registavam rácios mais elevados. Ainda assim, realce-se a importância de prosseguir gradualmente o ajustamento, por parte das instituições que mantêm rácios mais elevados, algo que assume particular importância no contexto da futura regulamentação prudencial sobre liquidez.

Gráfico 5.4

#### DEPÓSITOS DE PARTICULARES RESIDENTES | TAXAS DE VARIAÇÃO



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: A taxa de variação trimestral anualizada é calculada com base em valores ajustados de sazonalidade. Última observação: março 2013.

Gráfico 5.5

#### RÁCIOS ENTRE CRÉDITO E RECURSOS DE CLIENTES<sup>(a)</sup> | SISTEMA BANCÁRIO

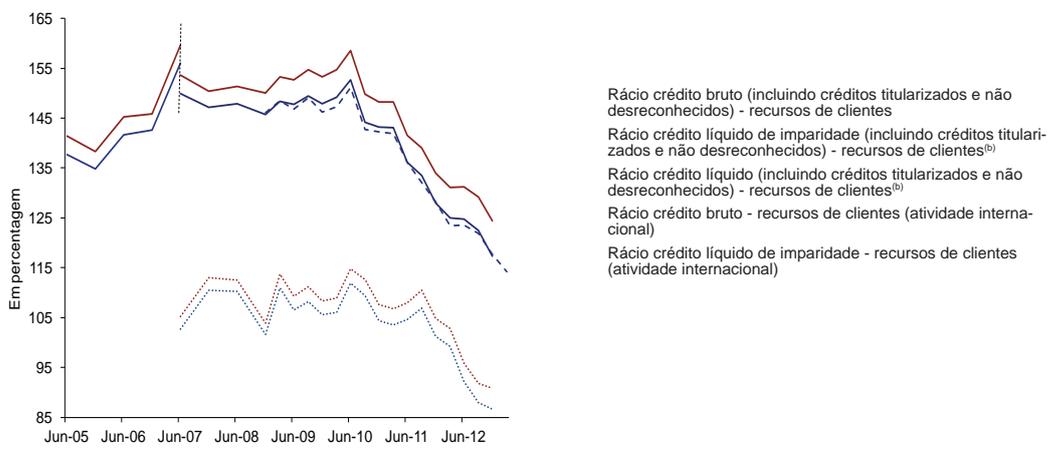


Fonte: Banco de Portugal.

Notas: (a) São utilizados dados em base consolidada. O conceito de recursos de clientes inclui essencialmente depósitos e não considera os títulos emitidos pelos bancos e colocados junto de clientes. A quebra de série em 2007 corresponde a um alargamento do conjunto de instituições em análise. (b) Dados recolhidos ao abrigo da Instrução do Banco de Portugal nº 13/2009, que considera apenas as instituições que recebem depósitos de clientes.

Gráfico 5.6

RÁCIOS ENTRE CRÉDITO E RECURSOS DE CLIENTES<sup>(a)</sup> | BANCOS DOMÉSTICOS

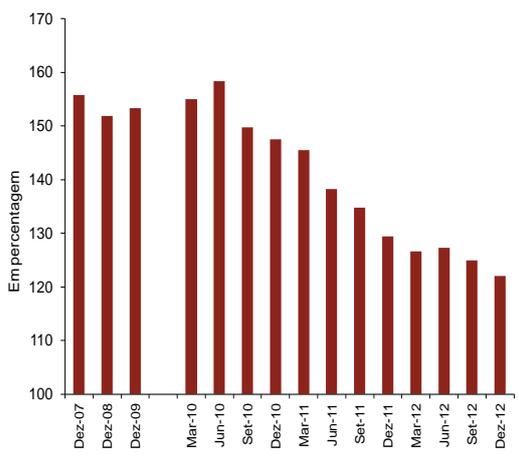


Fonte: Banco de Portugal.

Notas: (a) São utilizados dados em base consolidada. O conceito de recursos de clientes inclui essencialmente depósitos e não considera os títulos emitidos pelos bancos e colocados junto de clientes. A quebra de série em 2007 corresponde a um alargamento do conjunto de instituições em análise. (b) Dados recolhidos ao abrigo da Instrução Banco de Portugal nº 13/2009, que considera apenas as instituições que recebem depósitos de clientes.

Gráfico 5.7

RÁCIO ENTRE CRÉDITO E DEPÓSITOS DOS MAIORES GRUPOS BANCÁRIOS RESIDENTES

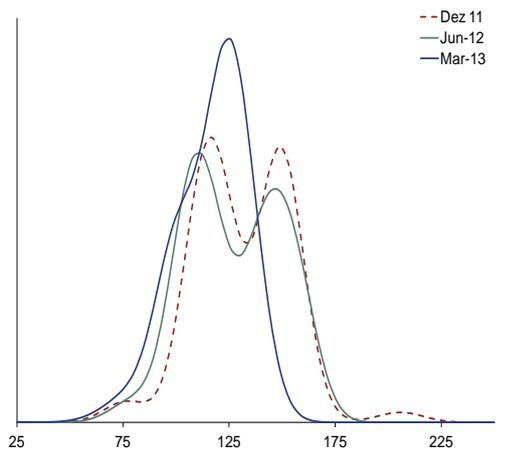


Fonte: Banco de Portugal.

Notas: O conceito de crédito utilizado é líquido de imparidades e inclui créditos titularizados e não desreconhecidos e outras exposições a terceiros derivadas de transferências de crédito. O conceito de depósitos não inclui os títulos emitidos pelos bancos e colocados junto de clientes e considera linhas de financiamento estáves com a casa-mãe, accionistas qualificados ou instituições multilaterais.

Gráfico 5.8

RÁCIO ENTRE O CRÉDITO E OS RECURSOS DE CLIENTES – BANCOS DOMÉSTICOS | DISTRIBUIÇÃO EMPÍRICA



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Dados em base consolidada. O conceito de recursos de clientes inclui essencialmente depósitos e não considera títulos emitidos pelos bancos e colocados junto de clientes. O indicador foi calculado com base em informação recolhida ao abrigo da Instrução do Banco de Portugal nº 13/2009. Distribuição empírica obtida recorrendo a métodos não paramétricos, nomeadamente a um kernel gaussiano que pondera as instituições pelo seu ativo.

**Redução do recurso ao financiamento junto do Eurosistema pelos bancos domésticos, mas aumento do recurso a essa fonte de financiamento pelos bancos não-domésticos**

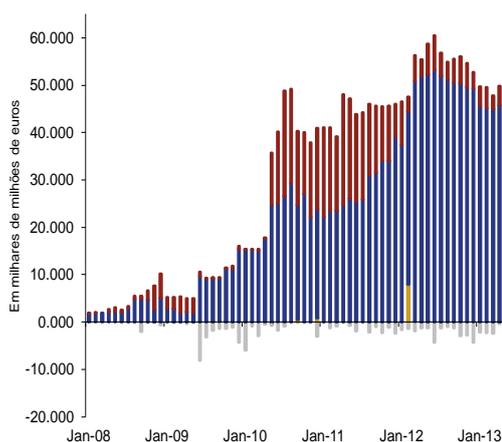
Conforme já referido, o recurso do sistema bancário português ao financiamento (líquido de aplicações) junto de bancos centrais aumentou de forma muito ligeira em 2012, embora seja de salientar a diferença entre instituições domésticas e não domésticas e o perfil intra-anual. Na sequência da segunda operação de cedência de liquidez a 3 anos pelo BCE e do alargamento do conjunto de ativos elegíveis como colateral, observou-se um aumento do financiamento do sistema bancário português junto do Eurosistema no decurso do primeiro semestre, tanto por parte das instituições domésticas como não domésticas (Gráfico 5.9a). Esta evolução esteve em linha com o observado no conjunto da área do euro (Gráfico 5.9b). No entanto, no segundo semestre, assistiu-se a uma redução no recurso a esta fonte de financiamento por parte dos bancos domésticos. No caso dos bancos não-domésticos, a diminuição que ocorreu no segundo semestre foi inexpressiva, o que terá em parte refletido a evolução observada na respetiva estratégia de financiamento, no sentido de uma autonomização face às casas-mãe, traduzindo-se num aumento substancial do recurso às operações de liquidez do Eurosistema e num esforço significativo de ajustamento do seu balanço, quer por via da captação de depósitos, quer por via da diminuição da concessão de crédito.

No caso das instituições domésticas, continuou a observar-se uma redução progressiva dos recursos obtidos junto de outras instituições de crédito não residentes, o que deve ser enquadrado também no contexto da fragmentação dos mercados de financiamento da área de euro e da manutenção de atividade particularmente reduzida nos mercados interbancários não colateralizados a nível internacional. Tal situação continua a ter tradução no recurso significativo à facilidade de depósito pelo conjunto dos bancos da área do euro.

Neste contexto, face às perturbações no mercado monetário da área do euro, e de forma a fomentar o funcionamento eficiente do mercado monetário interbancário doméstico, o Banco de Portugal colocou

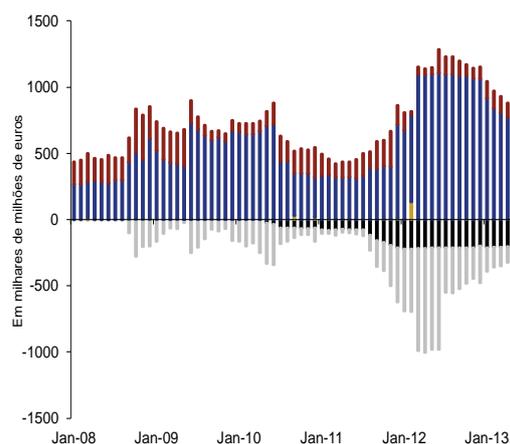
**Gráfico 5.9a**

**SALDO DAS OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA DOS BANCOS RESIDENTES EM PORTUGAL**



**Gráfico 5.9b**

**SALDO DAS OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA DO EUROSISTEMA**



- Operações principais de refinanciamento
- Operações de refinanciamento a prazo alargado
- Facilidade permanente de cedência de liquidez
- Outras operações de cedência de liquidez<sup>(a)</sup>
- Facilidade permanente de depósito
- Outras operações de absorção de liquidez<sup>(b)</sup>

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: (a) Inclui as "Operações ocasionais de regularização de liquidez" e as "Operações estruturais de ajustamento de liquidez". (b) Inclui "Depósitos a prazo" e "Acordos de recompra". Última observação: abril de 2013.

à disposição das instituições residentes a partir de 3 de setembro de 2012 uma plataforma para o registo e processamento de operações no mercado monetário interbancário sem garantia, através da qual as instituições podem trocar fundos entre si, em euros, por prazos até um ano. No início de maio de 2013, foi também disponibilizada a vertente do mercado monetário doméstico com garantia de ativos. Desta forma, pretende-se contribuir para a eficácia do mecanismo de transmissão da política monetária.

O financiamento obtido pelo sistema bancário português junto do Eurosistema representava no final de 2012 cerca de 5 por cento do total do recurso às operações de política monetária do Eurosistema, e pouco mais de 10 por cento do balanço dos bancos residentes em Portugal (com os bancos domésticos e não domésticos a registarem níveis semelhantes), valor que se manteve relativamente estável desde a tomada de fundos por ocasião da segunda operação de cedência de liquidez a 3 anos, em março de 2012.

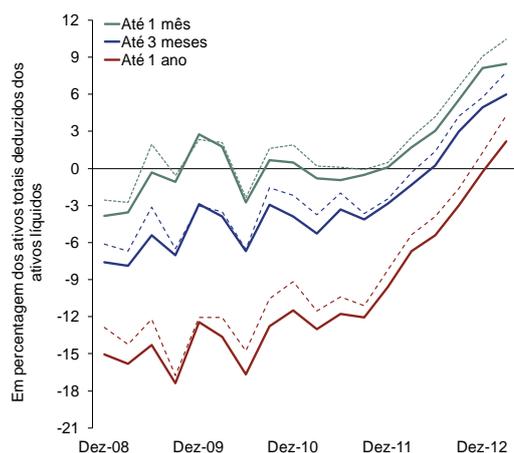
### **Melhoria generalizada dos gaps de liquidez na sequência das operações de cedência de liquidez a 3 anos<sup>9</sup>**

Ao longo de 2012, os gaps de liquidez do sistema bancário português registaram uma melhoria substancial, transversal aos vários horizontes temporais considerados e à generalidade das instituições (Gráficos 5.10, 5.11 e 5.12).

No caso das instituições domésticas, os principais fatores subjacentes a esta evolução foram o alongamento da maturidade média do financiamento obtido junto do Eurosistema, decorrente da segunda operação de cedência de liquidez a 3 anos pelo BCE, e a diminuição das responsabilidades representadas por títulos (Gráfico 5.14). No caso dos bancos não-domésticos, a melhoria dos gaps refletiu fundamentalmente a melhoria da posição interbancária líquida, no contexto da já referida alteração na estratégia de financiamento destes bancos e de um aumento das disponibilidades e aplicações de curto prazo em instituições de crédito no estrangeiro.

**Gráfico 5.10**

#### **GAPS DE LIQUIDEZ EM ESCALAS CUMULATIVAS DE MATURIDADE**



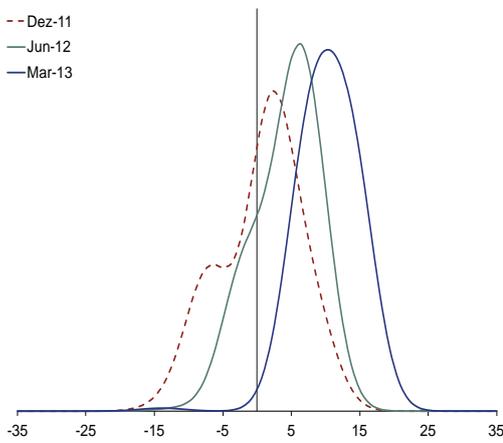
**Fonte:** Banco de Portugal.

**Notas:** Gap de liquidez definido como  $(\text{Ativos líquidos} - \text{Passivos voláteis}) / (\text{Ativo} - \text{Ativos líquidos}) \times 100$  em cada escala cumulativa de maturidade residual. O indicador foi calculado com base nos dados e nos conceitos definidos na Instrução do Banco de Portugal n.º 13/2009. Os resultados para as instituições domésticas surgem a tracejado.

<sup>9</sup> Os gaps de liquidez são definidos de acordo com o rácio  $(\text{Ativos líquidos} - \text{Passivos voláteis}) / (\text{Ativo} - \text{Ativos líquidos}) \times 100$ , para cada escala cumulativa de maturidade residual.

Gráfico 5.11

**GAP DE LIQUIDEZ ATÉ 1 MÊS – INSTITUIÇÕES DOMÉSTICAS | DISTRIBUIÇÃO EMPÍRICA**

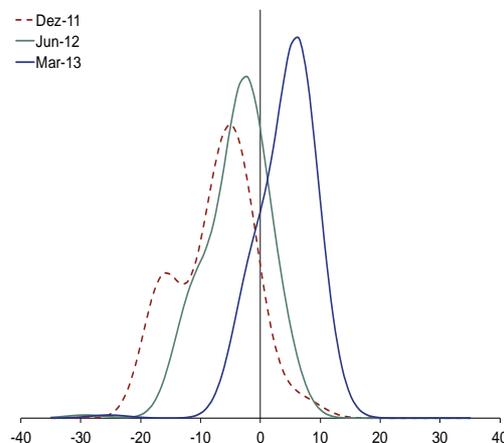


Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Informação recolhida ao abrigo da Instrução do Banco de Portugal nº 13/2009, considerando dados em base consolidada. Distribuição empírica obtida recorrendo a métodos não paramétricos, nomeadamente a um *kernel* gaussiano que pondera as instituições pelo seu ativo.

Gráfico 5.12

**GAP DE LIQUIDEZ ATÉ 12 MESES – INSTITUIÇÕES DOMÉSTICAS | DISTRIBUIÇÃO EMPÍRICA**



Fonte: Banco de Portugal.

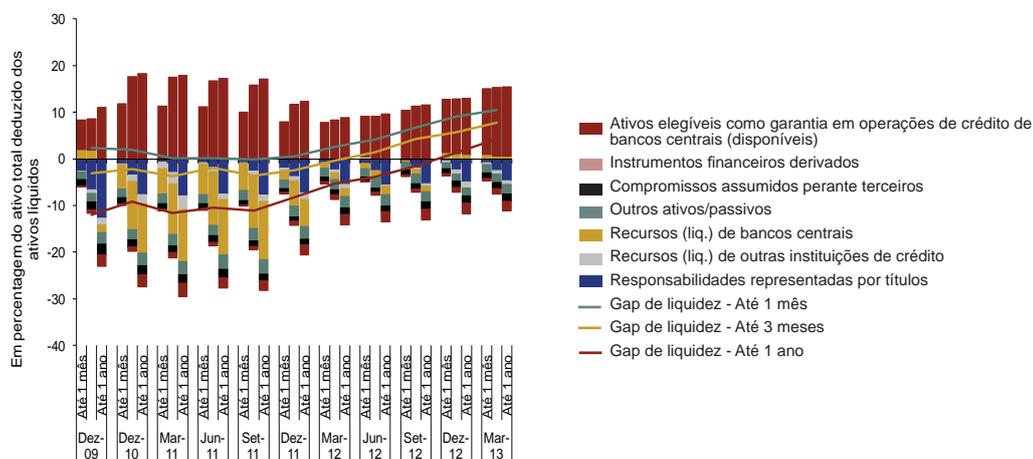
Notas: Informação recolhida ao abrigo da Instrução do Banco de Portugal nº 13/2009, considerando dados em base consolidada. Distribuição empírica obtida recorrendo a métodos não paramétricos, nomeadamente a um *kernel* gaussiano que pondera as instituições pelo seu ativo.

**Reforço das carteiras de ativos elegíveis como colateral para as operações de cedência de liquidez do Eurosistema, na sequência das decisões do Conselho do BCE**

A melhoria da situação de liquidez dos bancos portugueses tem também refletido o aumento da *pool* de colateral e, de um modo geral, dos ativos elegíveis como garantia das operações de política monetária do BCE, onde se consideram também aqueles que embora passíveis de integrar essa *pool*, ainda não o foram. Esta evolução foi possibilitada pelas medidas não convencionais de política monetária aprovadas pelo Conselho do BCE em dezembro de 2011. Entre elas, destacam-se, pela sua importância, as respeitantes às regras de elegibilidade de colateral incluindo, por um lado, a diminuição da notação de *rating* mínima para a elegibilidade de *Asset Backed Securites* (ABS) e, por outro lado, a possibilidade de os bancos

Gráfico 5.13

**GAP DE LIQUIDEZ DAS INSTITUIÇÕES DOMÉSTICAS PARA HORIZONTES TEMPORAIS ATÉ 12 MESES | PRINCIPAIS CONTRIBUTOS**



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Informação recolhida ao abrigo da Instrução do Banco de Portugal nº 13/2009.

centrais nacionais aceitarem temporariamente, como garantia, empréstimos bancários que cumpram critérios de elegibilidade específicos e com regras sujeitas a aprovação pelo *Governing Council*<sup>10</sup>. Em particular, esta última medida permitiu, por um lado, aumentar significativamente a capacidade de geração de colateral dos bancos e, por outro lado, diminuir a sua sensibilidade à perceção de risco dos investidores internacionais e às flutuações das notações de rating, reduzindo a incerteza quanto à evolução do valor do colateral.

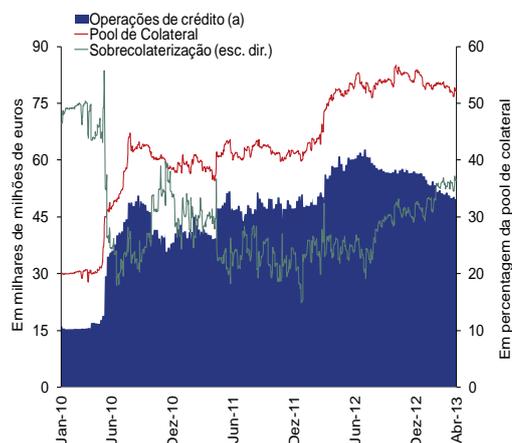
Neste contexto, assistiu-se em 2012 a um aumento da pool de colateral do sistema bancário português para operações de política monetária do Eurosistema, aumento esse que permitiu garantir o recurso acrescido às operações de refinanciamento e, para além disso, manter um grau de sobre-colateralização superior ao observado no final de 2011 (Gráfico 5.14). Para esta evolução contribuiu a incorporação na pool de colateral de volumes significativos de crédito a clientes. Adicionalmente, foram também incluídos na pool de colateral montantes significativos de títulos de dívida pública, de títulos de dívida de instituições de crédito e de obrigações hipotecárias. Por outro lado, observou-se uma diminuição do valor de ABS no conjunto de ativos incluídos na pool de colateral, refletindo a reversão de operações de titularização por parte de alguns grupos bancários na sequência das alterações dos critérios de elegibilidade de ativos para a sua utilização como colateral nas operações de política monetária.

Finalmente, importa referir que os bancos dispõem ainda de um conjunto de ativos elegíveis que não estão integrados na *pool*, destacando-se também a capacidade de geração adicional de colateral através de créditos a clientes<sup>11</sup>. Este facto confere-lhes capacidade acrescida para, no curto prazo, acomodar choques adversos ao nível da sua liquidez, como sejam os decorrentes da evolução adversa de notações de *rating* dos ativos cuja elegibilidade delas dependa.

No entanto, deverá notar-se que as medidas adotadas pelo Eurosistema deverão ser revertidas no médio/longo prazo, pelo que será extremamente importante que os bancos portugueses continuem o processo gradual de ajustamento estrutural dos seus elementos patrimoniais, ajustando a liquidez dos seus ativos à exigibilidade das suas responsabilidades.

Gráfico 5.14

#### FINANCIAMENTO DO SISTEMA BANCÁRIO PORTUGUÊS JUNTO DO EUROSISTEMA E POOL DE COLATERAL



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: (a) Saldos em operações principais de refinanciamento, em operações de refinanciamento em prazo alargado e em operações ocasionais de regularização. A partir de 4 de julho de 2011 também inclui operações de limite de crédito intra-diárias. A partir dessa data o Banco de Portugal tem uma única *pool* de colateral para operações de política monetária e crédito intra-diário.

<sup>10</sup> Para mais detalhes sobre as alterações às regras de elegibilidade de colateral para operações de cedência de liquidez, ver "Secção 4.3 Risco de Liquidez", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira - Maio 2012*.

<sup>11</sup> Para mais detalhes acerca da capacidade de geração adicional de colateral, bem como das respetivas medidas de controlo de risco, ver "Secção 4.3 Risco de liquidez", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira - Maio 2012*.



## 6. RISCO DE MERCADO

***Os principais riscos de mercado para o sistema bancário português decorrem da interação entre as perspetivas de fraco crescimento económico a nível europeu e as tensões nos mercados de dívida soberana, num contexto de acrescida exposição dos bancos ao risco soberano***

A carteira de títulos e investimentos financeiros expõe os bancos a perdas de valor dos títulos detidos. Assim, depois de uma evolução favorável no decurso de 2012, um eventual agravamento das tensões nos mercados financeiros internacionais, com destaque para os mercados de dívida soberana, e a sua interação com a economia real constituem as principais fontes de risco de mercado para o sistema bancário português. Em particular, perdas associadas à desvalorização dos títulos poderão traduzir-se em pressões significativas sobre a rentabilidade e capital dos bancos.

Desta forma, é crucial que sejam reforçados os compromissos assumidos ao nível da área do euro ao longo dos últimos meses. A respetiva implementação deverá assegurar uma maior integração financeira e orçamental, permitindo criar os mecanismos necessários para interromper os efeitos de interação entre risco soberano e estabilidade financeira.

***Em 2012, o aumento observado na carteira de ativos disponíveis para venda resultou da aquisição líquida de títulos de dívida pública na primeira metade do ano e da valorização da respetiva carteira no decurso de 2012***

O valor da carteira de títulos e investimentos financeiros do sistema bancário português aumentou em 2012<sup>1</sup>. Esta evolução teve lugar na primeira metade do ano, em particular no primeiro trimestre, refletindo sobretudo aquisições líquidas, mas também a valorização da carteira. Pelo contrário, observou-se uma diminuição do valor da carteira na segunda metade de 2012, o que esteve associado a vendas realizadas no final do ano com realização de mais-valias. O aumento observado em 2012 foi particularmente significativo, num contexto em que o total do ativo registou uma significativa diminuição. Recorde-se que em 2011 se observou uma diminuição do valor da carteira de títulos e investimentos financeiros do sistema bancário português – refletindo os desenvolvimentos desfavoráveis nos mercados financeiros internacionais, com impacto negativo no valor dos títulos detidos – não obstante no total do ano se ter observado um aumento da carteira de títulos de dívida pública portuguesa e de outros emittentes públicos residentes.

O aumento da carteira traduziu essencialmente a evolução dos ativos financeiros disponíveis para venda, refletindo em grande medida a aquisição de títulos de dívida pública portuguesa e a valorização da respetiva carteira registada no decurso de 2012 (Gráfico 6.1)<sup>2</sup>. Esta evolução beneficiou das medidas não convencionais de política monetária do BCE<sup>3</sup>. Adicionalmente, refira-se que no âmbito dos aumentos de capital associados às exigências definidas pela Autoridade Bancária Europeia (EBA) para junho de

1 A carteira de títulos e instrumentos financeiros compreende os ativos financeiros ao justo valor através de resultados incluindo derivados de negociação (líquidos de passivos detidos para negociação), os ativos financeiros disponíveis para venda, os investimentos detidos até à maturidade, os investimentos em filiais e o valor líquido de derivados de cobertura, registados no balanço do sistema bancário português, em base consolidada.

2 Ver “Caixa 6.1 *Evolução das carteiras de residentes em dívida pública portuguesa*”, deste Relatório.

3 Para mais detalhes ver “Caixa 1.2 *Política monetária não convencional nas principais economias avançadas*” Banco de Portugal, *Boletim Económico - Outono 2012*.

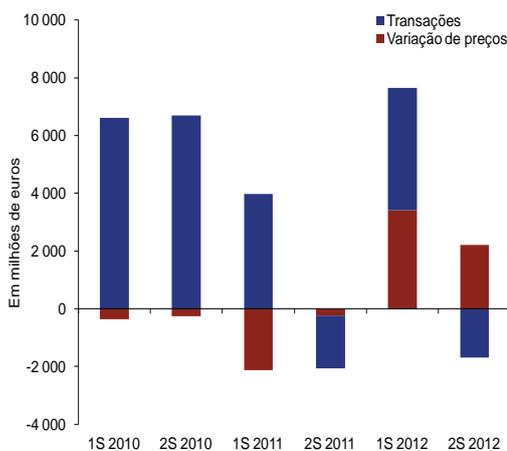
2012, alguns dos maiores grupos bancários portugueses reforçaram as suas aplicações em títulos de dívida pública. Pelo contrário, observou-se uma redução da carteira de ativos detidos até à maturidade, o que traduziu a diminuição dos títulos de dívida pública portuguesa e grega e o efeito do reembolso de obrigações de emitentes privados nacionais relativo a um dos maiores grupos bancários portugueses na primeira metade de 2012 (Gráfico 6.2)<sup>4</sup>.

Na segunda metade de 2012, registou-se uma diminuição do valor da carteira de títulos e investimentos financeiros do sistema bancário português. Esta diminuição traduziu, por um lado, a venda de certificados de seguro ao portador classificados na carteira de outros ativos financeiros avaliados ao justo valor através de resultados por um dos maiores grupos bancários portugueses e, por outro lado, a redução do investimento em filiais, associada a vendas de ações preferenciais detidas por um dos principais grupos bancários não domésticos.

Quando analisada em termos de fonte de risco, o aumento da carteira esteve associado ao vencimento de passivos financeiros de negociação – contabilizados como outros instrumentos financeiros dos ativos financeiros ao justo valor através de resultados – por parte de um dos principais grupos bancários portugueses. Para a variação da carteira contribuiu adicionalmente o aumento em outros instrumentos financeiros, nomeadamente em unidades de participação em fundos de capital de risco, para o que contribuíram as vendas de carteira de empréstimos, por parte de dois dos principais grupos bancários

Gráfico 6.1

#### CARTEIRA DAS OUTRAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS MONETÁRIAS | EM TÍTULOS DE DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA

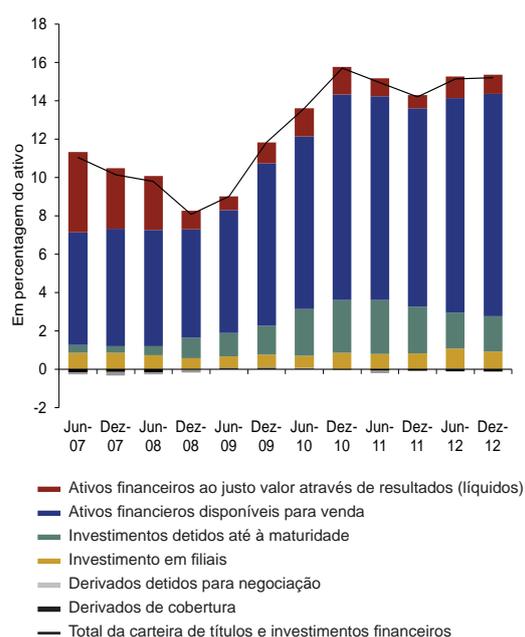


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: A informação utilizada neste gráfico deve ser vista como indicativa da importância relativa dos dados relativos a transações e valorizações, uma vez que a fonte de informação utilizada (Sistema Integrado de Estatísticas de Títulos (SIET)) é distinta da considerada nesta secção.

Gráfico 6.2

#### CARTEIRA DE TÍTULOS E INVESTIMENTOS FINANCEIROS | DE ACORDO COM A CLASSIFICAÇÃO NIC



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: A carteira de títulos e investimentos financeiros compreende os ativos financeiros ao justo valor através de resultados incluindo derivados de negociação (líquidos de passivos financeiros detidos para negociação), ativos financeiros disponíveis para venda, investimentos detidos até à maturidade, investimentos em filiais e valores líquidos de derivados de cobertura, registados no balanço do sistema bancário, em base consolidada.

<sup>4</sup> Recorde-se o acordado no âmbito do plano de envolvimento do sector privado no apoio financeiro à Grécia no final de 2011. Esta iniciativa implicou um haircut de 53.5 por cento do valor dos títulos, bem como a conversão de 15 por cento em títulos de dívida do Fundo Europeu de Estabilização Financeira e dos restantes 31.5 por cento em novos títulos de dívida soberana grega com maturidades entre 11 a 30 anos.

portugueses. Adicionalmente, um destes grupos aumentou também a sua exposição em unidades de participação em fundos de investimento imobiliário. De igual forma, a carteira de títulos de capital, que na mesma data apresentava um peso de 1 por cento do ativo, registou um ligeiro aumento. Pelo contrário, os instrumentos de taxa de juro, que constituem a principal componente de fonte de risco da carteira de títulos e investimentos financeiros – representando cerca de 12.6 por cento do ativo total do sistema bancário em base consolidada – registaram uma ligeira diminuição no final de 2012. Esta diminuição refletiu a redução do valor dos títulos de dívida, pública e privada, de emitentes não residentes classificados na carteira de investimentos detidos até à maturidade.

Cerca de 65 por cento da carteira de títulos de dívida é constituída por títulos de dívida soberana, em particular títulos de dívida de médio e longo prazo, constituindo um dos canais de transmissão entre o sistema bancário e o risco soberano (Gráfico 6.3). No final de 2012, a proporção dos títulos de dívida pública registada em cada uma das diferentes carteiras de ativos era de 82 por cento nos ativos disponíveis para venda, 11 por cento nos ativos detidos até à maturidade e 7 por cento nos ativos avaliados a justo valor. Conforme já referido, o aumento dos títulos de dívida pública concentrou-se na carteira de ativos disponíveis para venda, na qual os ativos são avaliados *mark-to-market* e as flutuações de valor contabilizadas em reservas de reavaliação<sup>5</sup>.

Quando comparados com outros bancos da área do euro, em particular de outros países sujeitos a fortes pressões nos mercados de dívida soberana, os bancos portugueses continuaram a apresentar, ao longo de 2012, uma posição intermédia relativamente à exposição a títulos de dívida pública (Gráfico 6.4)<sup>6</sup>. A carteira de títulos de dívida pública é, em larga medida, fortemente dominada por títulos portugueses. Conforme referido, o aumento da carteira de dívida pública portuguesa refletiu não apenas aquisições de títulos – que ocorreram na primeira metade do ano e foram apenas parcialmente revertidas na segunda metade de 2012 –, mas também a valorização dos títulos em mercado secundário no decurso de 2012. No que diz respeito a títulos de dívida pública de outros países, registou-se em 2012 um aumento do peso dos títulos espanhóis e italianos e uma diminuição dos títulos gregos.

***Aumento dos resultados associados a operações financeiras, em larga medida refletindo operações de recompra de obrigações próprias pelos maiores grupos bancários residentes, assim como os ganhos associados à valorização das carteiras de títulos de dívida***

Os resultados em operações financeiras, líquidos de imparidades em títulos e investimentos financeiros, apresentaram em 2012 um aumento face ao ano anterior, contribuindo positivamente para a rentabilidade do ativo (Gráfico 6.5)<sup>7</sup>. Este aumento refletiu em larga medida o resultado da concretização de operações de recompra de obrigações próprias por parte dos maiores grupos bancários portugueses, à semelhança do observado ao longo de 2011, beneficiando do facto de as mesmas estarem valorizadas abaixo do valor nominal. Adicionalmente, destacou-se o contributo da redução das taxas de rentabilidade

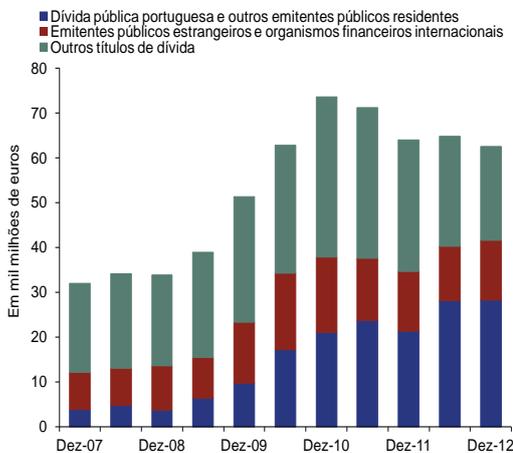
5 Em termos contabilísticos, as variações na carteira dos ativos financeiros avaliados a justo valor através de resultados refletem-se na íntegra nas rubricas de resultados, enquanto as variações nas restantes componentes da carteira de títulos e investimentos financeiros apenas afetam os resultados do exercício quando relacionadas com a alienação de instrumentos ou quando têm subjacentes alterações de valor que impliquem o reconhecimento de imparidades. Variações de valor que não exijam este registo são contabilizadas na componente de reservas de reavaliação, elemento dos capitais próprios. Adicionalmente, as variações de valor dos ativos financeiros disponíveis para venda, também avaliados *mark-to-market*, têm também impacto em termos prudenciais, *i.e.*, sobre o capital regulamentar das instituições, embora de forma diferenciada por tipo de instrumento. Em particular, enquanto as mais e menos valias latentes dos títulos de capital são consideradas na determinação dos fundos próprios, as variações de valor dos títulos de dívida têm um efeito neutro.

6 Recorde-se que a significativa diminuição dos títulos de dívida pública detidos pelos bancos gregos em março de 2012 esteve associada à participação do setor privado na reestruturação da dívida pública grega.

7 Recorde-se que em 2011 o valor das imparidades associadas à carteira de títulos e investimentos financeiros registou um aumento muito significativo no contexto da participação do setor privado na reestruturação da dívida pública grega.

Gráfico 6.3

**DECOMPOSIÇÃO DA CARTEIRA DE TÍTULOS DE DÍVIDA**

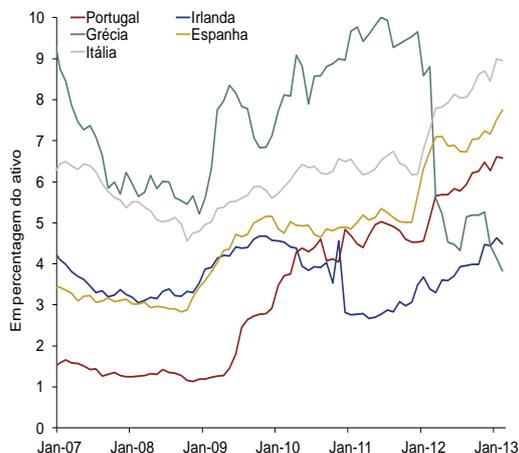


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Carteira de títulos de dívida no balanço do sistema bancário, em base consolidada.

Gráfico 6.4

**TÍTULOS DE DÍVIDA PÚBLICA DETIDOS POR INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS MONETÁRIAS DE ALGUNS PAÍSES DA ÁREA DO EURO**



Fonte: BCE.

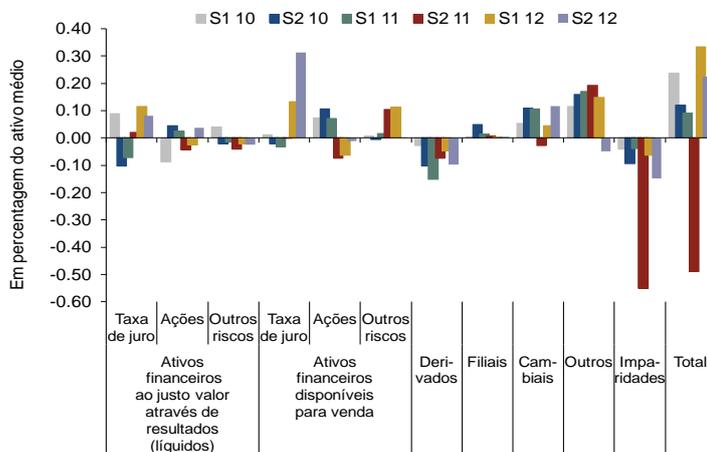
Nota: Última observação - fevereiro de 2013.

dos títulos de dívida de médio e longo prazo de emittentes portugueses – com destaque para os títulos de dívida pública portuguesa – para os resultados de operações financeiras. De facto, os bancos terão tirado partido do aumento dos preços destes títulos para a realização de mais-valias na parte final do ano.

Neste contexto, a valorização da carteira de ativos financeiros contribuiu positivamente para o aumento do capital contabilístico das instituições, refletindo a diminuição do valor negativo das reservas ao justo valor dos títulos de dívida.

Gráfico 6.5

**RESULTADOS DE OPERAÇÕES FINANCEIRAS E IMPARIDADES EM TÍTULOS E INVESTIMENTOS FINANCEIROS | CONTRIBUTOS PARA A RENDIBILIDADE - DE ACORDO COM FONTE DE RISCO, POR SEGMENTOS SEGUNDO A CLASSIFICAÇÃO NIC**



Fonte: Banco de Portugal.

### **Evolução positiva dos fundos de pensões, refletindo a valorização da carteira e o aumento das contribuições em 2012**

Em 2012, o nível de cobertura global dos fundos de pensões dos empregados bancários melhorou, para o que contribuiu em larga medida o aumento observado no respetivo ativo (7.7 por cento). A evolução do ativo refletiu a valorização da carteira dos fundos e a melhoria do saldo líquido entre contribuições recebidas e pensões liquidadas (Quadro 6.1). Recorde-se que, em 2011, os valores da carteira dos fundos de pensões e das respetivas responsabilidades apresentaram uma significativa diminuição, na sequência da transferência para a Segurança Social das responsabilidades relativas a pensões em pagamento<sup>8</sup>.

Em termos agregados, o impacto dos desvios atuariais e financeiros nos capitais próprios, quer via reservas quer via resultados, é reduzido, uma vez que o acréscimo de responsabilidades decorrente da revisão dos pressupostos de cálculo foi, em larga medida, mitigado pela redução de responsabilidades resultante da alteração/liquidação dos planos de benefícios<sup>9</sup> e pelos desvios financeiros positivos.

No final de 2012, devido à redução das taxas de juro no mercado para as maturidades relevantes, assistiu-se a uma revisão em baixa das taxas médias de desconto utilizadas para valorização das responsabilidades dos fundos<sup>10</sup>.

**Quadro 6.1**

<b>MAPA DE FUNDO DE PENSÕES - SISTEMA BANCÁRIO   EM BASE INDIVIDUAL - EM MILHÕES DE EUROS</b>				
	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Responsabilidades</b>				
Responsabilidades totais	13 991	14 018	7 510	7 824
Nível mínimo de responsabilidades a cobrir	13 410	13 506	7 190	7 599
<b>Fundo de Pensões</b>				
<b>Valor do Fundo de Pensões no início do ano</b>	<b>13 268</b>	<b>14 388</b>	<b>14 037</b>	<b>7 519</b>
Rendimento líquido do fundo	1 190	-209	-652	429
Contribuição entregue ao fundo	464	481	790	508
Contribuições entregues pelos beneficiários	53	53	52	48
Pensões de reforma pagas pelo fundo	633	648	655	172
Pensões de sobrevivência pagas pelo fundo	36	32	36	14
Variações do valor do Fundo resultantes de cortes ou liquidações	0	0	-4 490	-235
Outras variações liquidadas	60	10	-1 354	12
<b>Valor do fundo de pensões no fim do ano</b>	<b>14 365</b>	<b>14 043</b>	<b>7 693</b>	<b>8 096</b>
<b>Cobertura do fundo (Valor fundo pensões fim ano (inc. outras formas cobertura) - Nível mínimo de responsabilidades a cobrir)</b>	<b>1 336</b>	<b>911</b>	<b>858</b>	<b>802</b>

**Fonte:** Banco de Portugal.

**Notas:** O valor do Fundo de Pensões (FP) no início de um ano não coincide necessariamente com o valor do FP no fim do ano anterior, uma vez que as instituições que entram no cálculo do FP em cada ano podem não coincidir exatamente com as que entraram no ano anterior. Esta situação foi particularmente evidente quando se compara o valor dos FP no início de 2012 e no final de 2011. Tal resulta essencialmente da transferência do FP do BPN para a CGD em abril de 2012. O Decreto-Lei nº 88/2012, de 11 de abril define as condições e as entidades do grupo abrangidas pela transferência. Essas entidades não são consideradas no cálculo do valor dos Fundos de Pensões em 2012. Desta forma, a comparação das responsabilidades dos FP entre dois anos não deverá ser realizada.

<sup>8</sup> Para mais detalhes ver "Caixa 4.2. Impacto contabilístico e prudencial da transferência parcial dos fundos de pensões do setor bancário para a Segurança Social", Relatório de Estabilidade Financeira – Maio 2012.

<sup>9</sup> Alteração da fórmula de cálculo do subsídio por morte (Decreto – Lei nº133/2012) e liquidação de um plano complementar de reforma.

<sup>10</sup> Refira-se que a variação média da taxa de desconto, ponderada pelas responsabilidades dos fundos de pensões, registou uma diminuição de 73 pontos base face ao final do ano anterior. Esta informação corresponde a cerca de 72 por cento do valor das responsabilidades dos fundos de pensões do sistema bancário.



## CAIXA 6.1 | EVOLUÇÃO DAS CARTEIRAS DE RESIDENTES EM DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA<sup>1</sup>

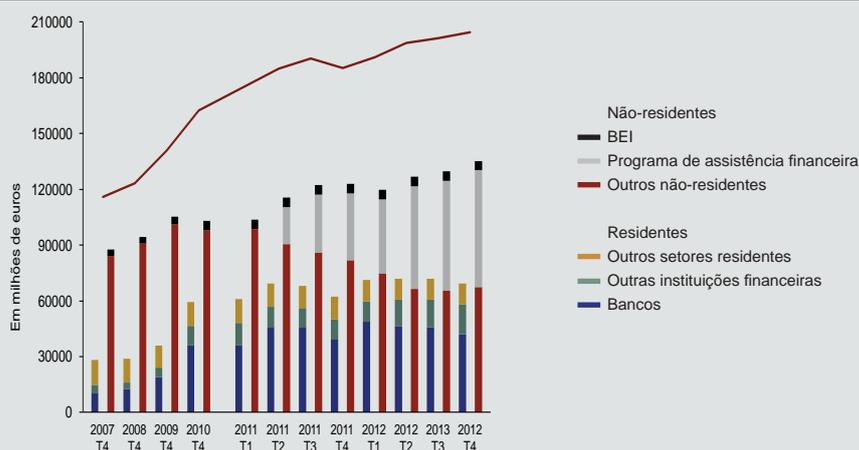
A acumulação de dívida pelas administrações públicas portuguesas tem sido um facto marcante dos últimos anos (Gráfico 1). Até ao emergir da crise financeira internacional, no verão de 2007, o Estado português, assim como os restantes setores residentes, tinham acesso regular ao financiamento nos mercados internacionais de dívida por grosso. De facto, na antecâmara da crise da dívida soberana, os não residentes detinham cerca de três quartos do total de dívida pública portuguesa, na quase totalidade sob a forma de títulos de dívida.

Porém, a crise veio alterar o paradigma existente de liquidez abundante a custo reduzido afetando inicialmente o financiamento dos bancos e, posteriormente, em linha com os desenvolvimentos na crise da dívida soberana na área do euro, o setor público. As dificuldades no acesso aos mercados financeiros internacionais por parte do setor público foram inicialmente acomodadas pelo recurso ao financiamento junto do sistema financeiro português, em particular dos bancos. Porém, a agudização da situação acabou por justificar um pedido de assistência externa no segundo trimestre de 2011. O financiamento externo passou desta forma a ser assegurado através dos empréstimos concedidos à República no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira, tendo o peso do financiamento obtido nos mercados internacionais diminuído para cerca de um terço da dívida total das administrações públicas.

A partir do início de 2010, verificou-se um aumento significativo do financiamento obtido junto do sistema bancário residente (Gráfico 2). Em termos de instrumentos, o financiamento tem sido concedido sobretudo através da aquisição de títulos de dívida, cuja carteira na posse dos bancos aumentou cerca de 250 por cento entre o final de 2009 e o final do primeiro trimestre de 2012 (quando se situou em cerca de 36 mil milhões de euros), tendo posteriormente registado uma tendência de redução, particularmente significativa no último trimestre do ano. No que diz respeito aos empréstimos concedidos,

Gráfico 1

### DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA | DESAGREGAÇÃO POR SETOR DETENTOR



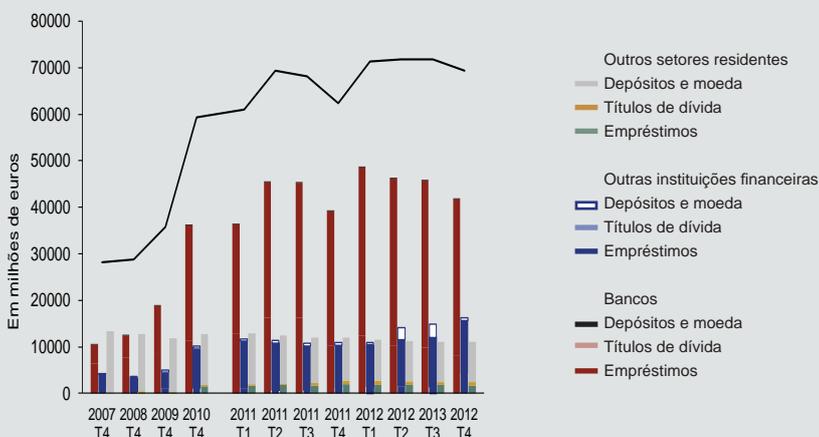
Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Dados considerando valor nominal e excluindo juros corridos. As outras instituições financeiras incluem as Sociedades de Seguros e Fundos de Pensões, os auxiliares financeiros e os outros intermediários financeiros. Os outros setores residentes correspondem ao setor privado não financeiro, i.e., particulares e sociedades não financeiras.

<sup>1</sup> Conceito de dívida de *Maastricht*, onde se incluem todas as entidades classificadas, para fins estatísticos, no setor institucional das administrações públicas, se adota uma ótica consolidada, isto é, onde se excluem os ativos das administrações públicas em passivos emitidos pelas próprias administrações públicas, e onde não se considera a capitalização acumulada dos certificados de aforro. Dados considerando valor nominal e excluindo juros corridos.

Gráfico 2

## DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA DETIDA POR RESIDENTES | DESAGREGAÇÃO POR SETOR INSTITUCIONAL E INSTRUMENTO



Fonte: Banco de Portugal

Notas: Dados considerando valor nominal e excluindo juros corridos. As outras instituições financeiras incluem as Sociedades de Seguros e Fundos de Pensões, os auxiliares financeiros e os outros intermediários financeiros. Os outros setores residentes correspondem ao setor privado não financeiro, *i.e.*, particulares e sociedades não financeiras. O conceito de "Depósitos e moeda" inclui essencialmente certificados de aforro e depósitos constituídos na Direção Geral do Tesouro (DGT), e as moedas com curso legal no País, que não estão na posse das respetivas autoridades emitentes (DGT).

estes registaram também uma tendência ascendente até meados de 2011 (quando atingiram cerca de 16 mil milhões de euros), diminuindo posteriormente até ao final de 2012 (quando se situaram em cerca de 8 mil milhões). No final de 2012, a exposição do sistema bancário às administrações públicas portuguesas representava aproximadamente 9 por cento do ativo, tendo aumentado cerca de 5 pontos percentuais face ao final de 2009.

O financiamento obtido junto das outras instituições financeiras residentes registou um significativo aumento ao longo de 2010 e no primeiro trimestre de 2011 (na ordem de 6.7 mil milhões de euros), tendo permanecido relativamente estável até ao primeiro trimestre de 2012. Posteriormente, a evolução do agregado foi afetada pelo impacto da contabilização das operações de privatização de duas grandes empresas do setor energético (que envolveu a Parública). No último trimestre de 2012, a carteira deste setor aumentou, compensando em parte a referida redução observada no setor bancário. Assim, o peso da exposição das outras instituições financeiras às administrações públicas portuguesas aumentou significativamente desde o final de 2009. Este aumento ocorreu em simultâneo com o desinvestimento por sociedades de seguros e fundos de pensões e, em menor grau, por fundos de investimento, em títulos de dívida a médio e longo prazo emitidos por não residentes. Comparativamente com a situação antes da crise, verificou-se assim um aumento da interação entre o risco soberano e o risco dos bancos e do setor financeiro em geral em relação a 2009.

Por sua vez, o financiamento junto de outros setores residentes registou uma tendência de redução ligeira, fortemente condicionada pela redução da detenção, por particulares, de certificados de aforro e do Tesouro. No final de 2010, o agregado foi afetado pelo impacto da renegociação de alguns contratos de Parcerias Públicas Privadas e dos acordos de regularização da dívida da região autónoma da Madeira.

# ARTIGOS



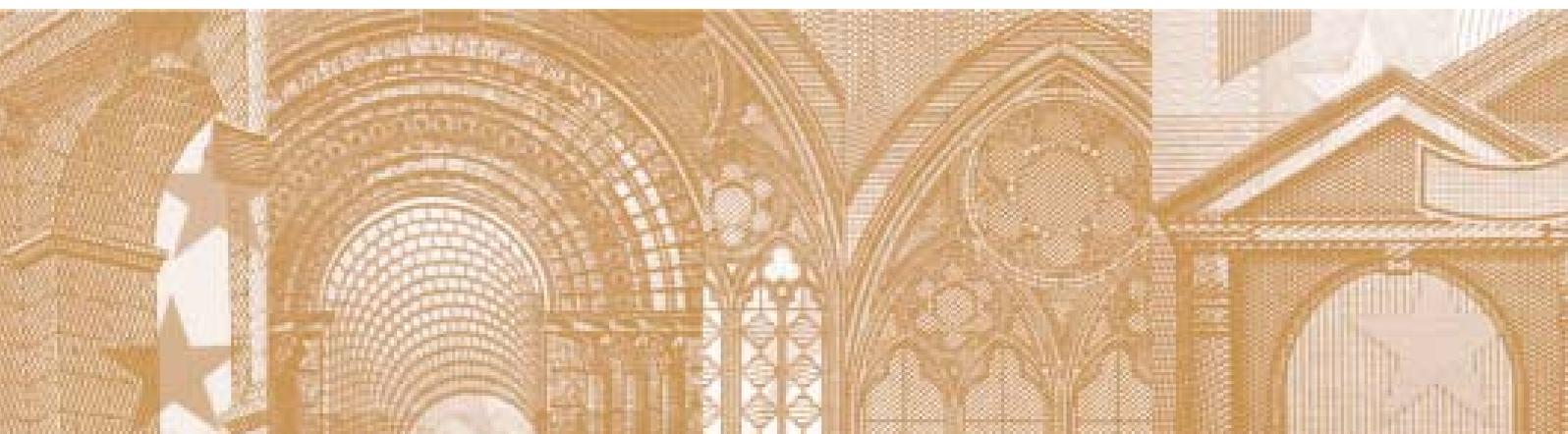
EXISTIRÁ UM CANAL DE TOMADA DE RISCO  
DA POLÍTICA MONETÁRIA EM PORTUGAL?



INVESTIMENTO E SITUAÇÃO FINANCEIRA DAS EMPRESAS:  
EVIDÊNCIA RECENTE



TAXAS DE JURO BANCÁRIAS SOBRE NOVAS OPERAÇÕES DE  
EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS – UMA  
PRIMEIRA APRECIÇÃO DE UM NOVO CONJUNTO DE INFORMAÇÃO  
MICROECONÓMICA





# EXISTIRÁ UM CANAL DE TOMADA DE RISCO DA POLÍTICA MONETÁRIA EM PORTUGAL?\*

Diana Bonfim\*\* | Carla Soares\*\*

87

Artigos

## RESUMO

Existe um consenso alargado sobre o facto de os bancos tenderem a conceder mais crédito quando a política monetária é acomodatória. No entanto, só recentemente se dedicou alguma atenção à qualidade do crédito concedido e, naturalmente, ao risco assumido durante esses períodos. Este artigo contribui empiricamente para a análise do chamado canal de tomada de risco da política monetária, avaliando se os bancos portugueses concedem mais empréstimos de maior risco quando as taxas de juro de política monetária estão mais baixas. Os nossos resultados mostram que os bancos concedem mais empréstimos a empresas não financeiras com episódios de incumprimento recentes ou que pedem um empréstimo pela primeira vez quando as taxas de juro de política monetária estão mais baixas. Apesar de estes empréstimos, tal como esperado, terem uma probabilidade de incumprimento *ex-post* mais elevada, o conjunto da carteira de empréstimos não apresenta um aumento da probabilidade de incumprimento na sequência de um período de taxas de política monetária mais reduzidas. Deste modo, a evidência sobre o canal de tomada de risco em Portugal não é tão forte como a obtida noutros países onde foram implementadas metodologias semelhantes. Os resultados obtidos são geralmente mais favoráveis à hipótese de existência de um canal de crédito do que um canal de tomada de risco.

## 1. INTRODUÇÃO

A crise financeira global estimulou a investigação sobre as ligações entre o sistema financeiro e a política monetária. Um dos principais temas em estudo tem sido a transmissão da política monetária através de comportamentos de tomada de risco por parte dos bancos, geralmente denominado como canal de tomada de risco (*risk-taking channel*). A ideia fundamental prende-se com o facto de, num ambiente de taxas de juro de política monetária reduzidas, os incentivos para os bancos assumirem mais risco no seu balanço aumentam. Ao longo dos últimos anos, a literatura sobre este canal de transmissão da política monetária expandiu-se significativamente, em particular no que diz respeito a estudos de natureza empírica. Vários autores identificaram uma relação negativa entre as taxas de juro da política monetária e o risco assumido pelos bancos. De um modo geral, os resultados obtidos sugerem que, no curto prazo, taxas de juro mais baixas diminuem o risco de crédito total no sistema bancário, dado que o impacto por via do aumento da capacidade de pagamento da dívida domina qualquer outro efeito. Contudo, no médio prazo, a intensificação de comportamentos de tomada de risco pode materializar-se numa

---

\* Este projeto não teria sido possível sem a colaboração de Isabel Gameiro e João Sousa, que estiveram ativamente envolvidos numa fase preliminar deste projeto. As autoras também gostariam de agradecer a Nuno Alves, António Antunes, Sandra Gomes, Ana Cristina Leal e Nuno Ribeiro por comentários e sugestões relevantes. As opiniões expressas neste artigo são da responsabilidade das autoras e não coincidem necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Todos os erros e omissões são da exclusiva responsabilidade das autoras.

\*\* Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

deterioração da qualidade dos ativos dos bancos, em particular se um período de taxas de juro baixas for seguido por uma recessão ou por um aumento significativo da restritividade da política monetária.

Este artigo tem como objetivo testar a existência de um canal de tomada de risco em Portugal, adaptando a metodologia proposta por Jiménez, Ongena, Peydró e Saurina (2008). Utilizando dados relativos a empréstimos de empresas não financeiras portuguesas disponíveis na Central de Responsabilidades de Crédito no período entre 1999 e 2007, avalia-se em que medida os bancos portugueses tendem a conceder empréstimos com mais risco quando as taxas de juro de política monetária estão mais reduzidas. Esta é uma questão relevante para bancos centrais, dado que permite analisar os impactos das decisões de política numa perspetiva mais ampla, ilustrando simultaneamente as ligações entre a estabilidade financeira e a política monetária. Os resultados obtidos suportam parcialmente a existência de um canal de tomada de risco em Portugal, pelo menos numa perspetiva *ex-ante*. Quando as taxas de juro de política monetária estão mais baixas, os bancos apresentam uma maior propensão a conceder empréstimos a devedores que se podem considerar como mais arriscados. Contudo, os empréstimos concedidos durante períodos de taxas de juro mais baixas não apresentam probabilidades de incumprimento globalmente mais elevadas *ex-post*, não sendo possível concluir inequivocamente que exista um canal de tomada de risco em Portugal. Deste modo, apesar de existirem alguns comportamentos de tomada de risco por parte dos bancos quando as taxas de juro de política monetária se encontram em níveis reduzidos, tal não se consubstancia numa deterioração *ex-post* da qualidade dos empréstimos, sugerindo que os bancos portugueses não foram menos prudentes nas decisões tomadas nestes períodos. De um modo global, os resultados obtidos tendem a apoiar mais a hipótese de existência de um canal de crédito (ou seja, taxas de juro mais baixas tendem a refletir-se num maior volume de crédito concedido) do que de um canal de tomada de risco.

O artigo está organizado da seguinte forma. Na secção 2 resumem-se as discussões teóricas e empíricas que dominam a literatura sobre o canal de tomada de risco. A secção 3 descreve os dados utilizados e a secção 4 discute a estratégia de identificação e as metodologias utilizadas. A secção 5 apresenta e discute os resultados, com base em três blocos de análise. Em primeiro lugar, são utilizados modelos de escolha discreta para avaliar a probabilidade de conceder empréstimos a devedores com episódios recentes de incumprimento ou que obtêm um empréstimo pela primeira vez quando as taxas de juro estão mais baixas. Em segundo lugar, testa-se se os bancos de menor dimensão tendem a assumir mais risco nestes períodos, em termos relativos. Em terceiro lugar, é efetuada uma análise de duração para avaliar o impacto das taxas de juro da política monetária no momento da concessão dos empréstimos no tempo até ao incumprimento. Na secção 6 sumariam-se as principais conclusões deste trabalho.

## 2. REVISÃO DA LITERATURA

A crise financeira internacional reforçou a relevância da análise das ligações entre a estabilidade financeira e a política monetária<sup>1</sup>. Uma das recentes áreas de investigação tem incidido sobre a transmissão da política monetária através de comportamentos de tomada de risco por parte dos bancos (canal de tomada de risco). A ideia essencial é que, num ambiente de taxas de juro persistentemente baixas, aumenta o incentivo para os bancos assumirem mais riscos nos seus balanços.

A investigação teórica sobre este canal tem-se desenvolvido significativamente nos últimos anos, destacando-se as contribuições de Dell’Ariccia *et al.* (2011), Borio e Zhu (2012), Adrian e Shin (2008, 2010), e De Nicolò *et al.*, (2010). Estes autores identificaram alguns dos mecanismos através dos quais este canal funciona. Um destes mecanismos é a procura de rendibilidade (*search for yield*), que ocorre principalmente através do lado do ativo do balanço das instituições financeiras. Uma redução nas taxas de política monetária diminui a rendibilidade das carteiras de ativos, diminuindo conseqüentemente os

---

1 Ver Gameiro *et al.*, (2011) para uma revisão da literatura sobre estas questões.

incentivos para monitorizar ou, de forma semelhante, aumentando a procura de rendibilidade e, consequentemente, a tomada de riscos (Dell’Ariccia *et al.*, 2011). Este é especialmente o caso das instituições financeiras com responsabilidades de longo prazo, tais como os fundos de pensões. Quando as taxas de juro de política estão baixas e se espera que assim permaneçam por um período prolongado de tempo, estas instituições têm incentivos para investir em ativos mais arriscados, com o objetivo de aumentar a sua rendibilidade e cumprir as suas responsabilidades. Caso contrário, estas instituições teriam de renegociar ou entrar em incumprimento (Brunnermeier, 2001, e Rajan, 2006). Por exemplo, um banco pode aumentar os *spreads* nos empréstimos, acabando por aumentar o risco médio da carteira (Freixas e Rochet, 2008).

O canal de tomada de risco também pode funcionar através de alterações no risco assumido (*risk-shifting*), que ocorrem principalmente através do passivo das instituições financeiras. Uma diminuição nas taxas de juro de política monetária diminui o custo dos passivos dos bancos. Este menor custo de financiamento constitui um incentivo para aumentar a alavancagem. A intensidade deste ajustamento depende de a estrutura de capital ser ou não determinada endogenamente (dado que o aumento da alavancagem aumenta os custos de financiamento) (Dell’Ariccia *et al.*, 2011, Valencia, 2011). Para além disso, um período prolongado de taxas de juro baixas pode afetar a valorização de ativos e colateral, dado que está associado a uma menor volatilidade no mercado, reduzindo assim a perceção de risco (Gambacorta, 2009). Adrian e Shin (2008, 2010) argumentam que os bancos que gerem ativamente os seus balanços procuram atingir um rácio de alavancagem ótimo. Quando os preços dos ativos aumentam, o balanço fica mais forte e o rácio de alavancagem diminui. Este mecanismo pode ser considerado como equivalente ao “excesso de capacidade” para empresas industriais. Neste contexto, os bancos podem utilizar a sua capacidade adicional para aumentar o seu financiamento de mercado e para expandir a concessão de crédito. Com taxas de juro baixas, o financiamento de curto prazo é menos oneroso. Neste cenário, os bancos tendem a aumentar o recurso a financiamento em maturidades mais reduzidas, bem como a aumentar o volume de crédito concedido para o financiamento de projetos com mais risco, o que implica um aumento do risco assumido no balanço. Este mecanismo tende a reforçar-se endogenamente, dado que os bancos aumentam a procura de ativos, aumentando o seu preço e, consequentemente, ampliando ainda mais o seu balanço e reduzindo o rácio de alavancagem. No modelo de Diamond e Rajan (2012), este mecanismo funciona apenas quando existem expectativas de taxas de juro reduzidas em momentos de tensão financeira, aumentando a necessidade de intervenção do banco central. Tais expectativas podem criar incentivos para aumentar a alavancagem de curto prazo e conceder empréstimos ilíquidos, o que aumenta a vulnerabilidade dos bancos no caso de os levantamentos de depósitos das famílias aumentarem. Isto ocorre num modelo onde as tensões sobre a liquidez dos bancos advêm do desequilíbrio entre a maturidade longa dos empréstimos concedidos e a maturidade dos depósitos à vista e à ordem dos particulares, num contexto em que existe incerteza sobre a riqueza futura das famílias (Diamond e Dybvig, 1983).

Outros autores analisam possíveis distorções de incentivos num ambiente de taxas de juro muito baixas. No modelo de Acharya e Naqvi (2012), um problema de agência entre o gestor do banco e acionistas induz o gestor a assumir risco excessivo quando o banco tem muita liquidez disponível. Tal ocorre geralmente em situações de risco macroeconómico elevado, o que também pode levar o banco central a tornar a política monetária mais acomodatória. Simultaneamente, quando o risco macroeconómico é elevado, tende a ocorrer uma “fuga para a qualidade”, na medida em que os agentes preferem aplicar os seus ativos financeiros em depósitos bancários, em vez de investir diretamente em projetos produtivos, aumentando a liquidez dos bancos. Nesta situação, a sensibilidade do gestor do banco ao risco de crédito dos empréstimos concedidos diminui, conduzindo a um crescimento excessivo do crédito. Este processo será globalmente equivalente ao efeito de diminuição da taxa de juro dos empréstimos e de um aumento dos preços dos ativos superior ao sugerido pelos fundamentos macroeconómicos e financeiros. Se o banco central acomodar a política monetária neste cenário, estará a amplificar a “bolha” de preços dos ativos, contribuindo para uma tomada de risco excessiva pelos bancos.

Deve notar-se que o canal de tomada de risco difere do canal de crédito em várias dimensões. O canal de crédito abrange dois mecanismos de transmissão diferenciados: o canal de crédito bancário (*bank lending channel*) e o canal do balanço (*balance sheet channel*). No primeiro, uma expansão da política monetária através de uma expansão das reservas bancárias aumentaria os depósitos e, consequentemente, os empréstimos bancários concedidos. À medida que mais empréstimos são concedidos, mais projetos com risco elevado passam a obter financiamento, implicando um aumento do risco assumido pelos bancos (Bernanke e Blinder, 1988, Disyatat, 2011). Por sua vez, o canal do balanço baseia-se no conceito de acelerador financeiro (Bernanke e Gertler, 1989, 1995). Neste caso, uma contração da política monetária reduz o património líquido dos devedores, amplificando os efeitos do choque inicial sobre a despesa e a produção.

Durante os últimos anos surgiram várias contribuições relevantes para a literatura empírica sobre o canal de tomada de risco. A maioria destes estudos empíricos sugere que os bancos concedem mais empréstimos a contrapartes com mais risco quando as taxas de juro se encontram em níveis mais reduzidos. Por exemplo, utilizando uma vasta base de dados sobre empréstimos concedidos por instituições de crédito espanholas, Jiménez *et al.* (2008) encontram evidência robusta de que taxas de juro de curto prazo em níveis baixos implicam um alívio nos critérios de concessão de empréstimos e um aumento dos empréstimos concedidos a devedores com episódios de incumprimento recentes ou que pedem um empréstimo pela primeira vez. Para além disso, estes autores verificam que, nestes períodos, os bancos tendem a conceder empréstimos com uma maior probabilidade de incumprimento, tanto *ex-ante* como *ex-post*. Utilizando uma metodologia semelhante para uma base de dados de empréstimos bolivianos, Ioannidou *et al.* (2009) também observam que os bancos aumentam o risco assumido quando as taxas de juro da política monetária estão mais baixas. Este comportamento é ilustrado pelo aumento da concessão de novos empréstimos com maior probabilidade de incumprimento, concedidos a devedores com mais risco e com *spreads* mais baixos. Também existe evidência de um canal de tomada de risco nos EUA, tal como demonstrado por Paligorova e Santos (2012). Estes autores observam que os bancos oferecem *spreads* relativamente baixos na concessão de empréstimos a devedores com mais risco em períodos de taxas de curto prazo baixas. Em contraste, Buch *et al.* (2011) não encontram evidência que sugira um aumento do risco assumido durante estes períodos nos EUA, para o setor bancário como um todo, apesar de encontrarem diferenças importantes para diferentes tipos de bancos. Altunbas *et al.* (2010) utilizam uma medida do hiato da taxa de juro com o objetivo de avaliar o efeito da política monetária sobre a tomada de risco por parte dos bancos, explorando dados de balanço para uma amostra de bancos de 16 países. Estes autores concluem que os bancos tendem de facto a assumir mais risco quando as taxas de juro se encontram em níveis inferiores aos sugeridos por uma regra de Taylor. Por seu turno, utilizando dados de inquéritos aos bancos sobre o mercado de crédito da zona do euro e dos EUA, Maddaloni e Peydró (2011) concluem que taxas de juro de curto prazo baixas podem estar associadas a um alívio nos critérios de concessão de empréstimos. Este efeito é tanto mais pronunciado quanto mais longo for o período de taxas de juro baixas. Gaggli e Valderrama (2011) utilizam dados sobre empresas e bancos austríacos, concluindo que em períodos relativamente longos de taxas de juro baixas, o risco de crédito assumido pelos bancos aumenta, controlando por condições macroeconómicas, características de bancos e do setor económico. Finalmente, Delis e Kouretas (2011) também encontram uma relação negativa entre o nível das taxas de juro e a tomada de risco por parte dos bancos.

Numa perspetiva global de análise de risco na economia, existe evidência de que no curto prazo a diminuição das taxas de juro reduz o risco de crédito total do setor bancário, por via da diminuição do risco de crédito dos empréstimos na carteira dos bancos (Jiménez *et al.*, 2008, Altunbas *et al.*, 2010). No entanto, a médio prazo, o risco de crédito total pode aumentar, sobretudo quando um período de taxas de juro baixas é seguido por um aperto das condições monetárias ou por uma recessão grave (Jiménez *et al.*, 2008, Altunbas *et al.*, 2010).

A evidência empírica disponível sugere que existe alguma heterogeneidade entre bancos nos comportamentos de tomada de risco. Jiménez *et al.* (2008) observam que este comportamento é mais acentuado para os bancos de retalho pequenos, enquanto os bancos com mais fundos próprios e mais liquidez são geralmente mais prudentes na concessão de empréstimos. Brissimis e Delis (2010) verificam que os bancos da área do euro e dos EUA com mais liquidez e capital praticamente não alteram o risco de crédito perante variações na política monetária, ainda que em média se observe um aumento do risco de crédito (embora muito ligeiro) quando a política monetária é expansionista. Altunbas *et al.* (2010) também observam que os bancos envolvidos em atividades bancárias menos tradicionais tendem a tomar mais risco. Buch *et al.* (2011) constatam que apenas os pequenos bancos domésticos adotam comportamentos de risco durante os períodos de taxas de juro reduzidas, enquanto os bancos estrangeiros diminuem o risco e os grandes bancos não apresentam uma alteração significativa no comportamento. Ioannidou *et al.* (2009) observam alguma heterogeneidade entre os bancos bolivianos. Estes autores verificam que a tomada de risco quando as taxas de juro estão baixas é mais forte para os bancos mais propensos a problemas de agência, ou seja, bancos de maior dimensão, bancos com um rácio de capital mais baixo ou com rácios de incumprimento mais elevados, bem como bancos com mais ativos líquidos. Adicionalmente, Maddaloni e Peydró (2011) estabelecem uma relação entre problemas de agência e tomada de risco excessiva, dado que o impacto de taxas de política monetária baixas sobre os critérios de aprovação de empréstimos é amplificado quando os critérios de supervisão do capital dos bancos são mais fracos.

A inovação financeira também poderá ter algum impacto sobre os critérios de concessão de empréstimos bancários. Maddaloni e Peydró (2011) observam que a titularização tende a estar associada a critérios menos exigentes na aprovação de empréstimos na área do euro e nos EUA, amplificando os efeitos decorrentes de taxas de juro baixas (ver também Delis e Kouretas, 2011).

Finalmente, também existe alguma literatura mais focada em dados agregados. Angeloni *et al.* (2010) apresentam resultados com base em séries temporais para os EUA e área do euro relativos ao efeito da política monetária sobre indicadores de alavancagem dos bancos e sobre o risco do balanço. Estes autores obtêm resultados mais significativos para os EUA do que para a área do euro no que se refere ao efeito da política monetária sobre o risco dos bancos.

Este artigo contribui para esta literatura, testando empiricamente a existência de um canal de tomada de risco no sistema bancário português. Esta análise tem por base dados de painel relativos aos empréstimos bancários concedidos a empresas não financeiras.

### 3. DADOS

Os dados analisados cobrem o período entre 1999 e 2007. Conforme será discutido adiante, a estratégia de identificação utilizada depende da exogeneidade da política monetária, exigindo a utilização de dados apenas para o período posterior à adesão de Portugal à área do euro. Optou-se por utilizar dados apenas até 2007, uma vez que a transmissão da política monetária foi severamente afetada pela crise financeira global (e, sobretudo, pela crise soberana na área do euro). Deste modo, pretende-se testar a existência de um canal de tomada de risco da política monetária em condições “normais”, explorando a exogeneidade das taxas de juro fixadas pelo Conselho do BCE.

A principal base de dados utilizada neste artigo é a Central de Responsabilidades de Crédito (CRC). Esta base de dados, gerida pelo Banco de Portugal, cobre virtualmente todos os empréstimos bancários concedidos em Portugal (todas as instituições financeiras que concedem crédito em Portugal são obrigadas reportar mensalmente à CRC todos os empréstimos concedidos com montantes superiores a 50 euros). Esta base de dados inclui os empréstimos concedidos a empresas e particulares, bem como responsabilidades de crédito potenciais associadas a compromissos irrevogáveis. Neste artigo consideram-se apenas os empréstimos concedidos a sociedades não financeiras, cujas taxas de incumprimento tendem a assumir um comportamento mais cíclico do que as dos empréstimos a particulares. Todas as institui-

ções financeiras participantes podem consultar informação sobre os seus devedores atuais e potenciais, com o seu consentimento prévio, o que torna a CRC num mecanismo chave de partilha de informação entre instituições de crédito. A CRC inclui dados sobre o tipo de empréstimo, o devedor e o montante concedido, bem como informações sobre incumprimento e renegociações.

Para analisar a questão de investigação que orienta este artigo, é necessário identificar episódios de incumprimento. Considera-se que existe um incumprimento quando um empréstimo regista prestações em atraso ou situações de litígio durante um trimestre inteiro. Esta definição evita a sobre-representação de episódios de curta duração, possivelmente relacionados com erros de comunicação ou problemas com transferências bancárias, por exemplo.

Também é utilizada informação sobre características dos bancos, utilizando reportes trimestrais de supervisão prudencial. De todas as instituições de crédito com atividade durante pelo menos um ano entre 1999 e 2007, são selecionadas as instituições com uma quota de mercado de pelo menos 0.1 por cento no mercado de crédito a empresas. Depois desta seleção inicial, a amostra inclui 89 instituições de crédito (num universo total de 346 instituições). Destas, são selecionadas apenas instituições financeiras monetárias, restando 52 instituições, que incluem 30 bancos, 10 caixas de crédito agrícola mútuo, uma caixa económica e 11 sucursais de instituições de crédito com sede na UE.

A unidade de observação é a relação empresa-banco num determinado trimestre. Considera-se que é concedido um novo empréstimo quando se observa um aumento do montante de crédito concedido por um banco a uma empresa ou quando é estabelecida uma nova relação entre uma empresa e um banco<sup>2</sup>. Utilizando dados trimestrais para o período 1999-2007, a amostra inclui quase 12 milhões de observações, o que representa 933 611 relações entre empresas e bancos. Os episódios de incumprimento representam 7.95 por cento do total das observações. Em média, cada empresa tem uma relação com três bancos e tem crédito durante 12 trimestres<sup>3</sup>. O montante médio de cada empréstimo bancário é de cerca de 234 mil euros, sugerindo que a maior parte da amostra é constituída por micro e pequenas empresas.

O quadro 1 apresenta as definições de todas as variáveis explicativas consideradas na análise, bem como algumas estatísticas descritivas. Tal como discutido anteriormente, a análise efetuada baseia-se em várias metodologias, com o objetivo de garantir a robustez dos resultados. Estas metodologias consideram diferentes variáveis dependentes, todas relacionadas com a qualidade de crédito das empresas: ter episódios recentes de incumprimento (*bad\_hist*), estar atualmente em incumprimento em qualquer empréstimo (*D\_default*) ou num banco específico (*D\_default\_bank*). A variável explicativa mais relevante para a análise é a taxa de juro da política monetária. São considerados vários conceitos: a taxa principal de refinanciamento do BCE no final de cada trimestre, a sua média trimestral e a média trimestral da EONIA.

Na análise efetuada também se controla para o efeito de um vasto conjunto de características do banco, da empresa e do empréstimo. Em relação às características do banco, é considerada a sua dimensão (*ln(assets)*), liquidez (definida como ativos líquidos em percentagem do total dos ativos – *liq ratio*), qualidade do crédito (o rácio de incumprimento nos empréstimos do banco em relação ao conjunto do sector bancário - *rel npl/assets*), e solvabilidade (*capital/assets*). Também se considera o tipo de banco (instituições financeiras que captam depósitos, caixas económicas (*savings*), caixas de crédito agrícolas (*CCAM*) e sucursais com sede em países da UE (*ICUE*)), bem como se ocorreram fusões e aquisições (*M&A*). Também é controlado o período de transição para as Normas Internacionais de Contabilidade (*IAS*). As características dos devedores têm por base a informação disponível na CRC: número de relações bancárias (*#rel*), montante total do crédito concedido à empresa (*credit*), e o número de trimestres com

2 Ao contrário Jiménez *et al.* (2008), os dados não se referem a empréstimos individuais, ou seja, não é possível identificar exatamente quando um novo contrato de empréstimo é estabelecido ou quando um antigo atinge a maturidade. No entanto, considera-se que a unidade relevante de análise é a relação entre o banco e a empresa e não estritamente o contrato de empréstimo.

3 Utilizaram-se dados desde 1995 para calcular a duração das relações bancárias.

Quadro 1 (continua)

DESCRICÃO DAS VARIÁVEIS E ALGUMAS ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS							
	Descrição	Unidade	Obs	Média	Desvio-padrão	Min	Max
<b>Variáveis dependentes</b>							
<i>Probit</i>							
<i>bad_hist</i>	<i>Dummy</i> = 1 se o devedor tinha crédito vencido nos trimestres corrente e anterior; = 0 caso contrário	-	11772002	0.109	0.311	0	1
<i>D_default</i>	<i>Dummy</i> = 1 se o devedor tinha crédito vencido no trimestre corrente; = 0 caso contrário	-	10806094	0.155	0.362	0	1
<i>new_rel</i>	<i>Dummy</i> = 1 se o devedor iniciou uma nova relação bancária com o banco específico; = 0 caso contrário	-	11772002	0.057	0.233	0	1
<i>Condição</i>							
<i>new_loan</i>	<i>Dummy</i> = 1 se o devedor registou um aumento no montante total ou uma nova relação bancária; = 0 caso contrário	-	11772002	0.305	0.461	0	1
<i>Sobrevivência</i>							
<i>D_default_bank</i>	<i>Dummy</i> = 1 se o devedor tinha crédito vencido no trimestre corrente com o banco específico; = 0 caso contrário	-	11772002	0.080	0.271	0	1
<b>Variáveis independentes</b>							
<i>Taxas de política monetária</i>							
<i>i ECB eoq</i>	Taxa principal de refinanciamento do BCE no final do trimestre	%	11772002	2.978	0.885	2	4.75
<i>i ECB av</i>	Média trimestral da taxa principal de refinanciamento do BCE	%	11772002	2.963	0.869	2	4.75
<i>i EONIA av</i>	Média trimestral da EONIA	%	11772002	3.025	0.877	2.01	4.84
<i>Caraterísticas do banco</i>							
<i>ln(assets)</i>	Logaritmo do total dos ativos do banco	EUR	11536811	23.419	1.662	16.70	25.19
<i>liq ratio</i>	Montante dos ativos líquidos sobre o total do ativo. O total dos ativos inclui: caixa, depósitos junto do banco central, disponibilidades e aplicações em instituições de crédito, crédito ao setor público, ouro e outros metais preciosos para o PCSB; caixa, disponibilidades e aplicações em instituições de crédito e outras disponibilidades e aplicações para as NIC	%	11536811	18.475	10.809	0.00	82.87
<i>rel np/assets</i>	Diferença entre o rácio de empréstimos em incumprimento sobre o total dos ativos e o rácio médio de todos os bancos	%	11536811	-1.953	2.250	-3.79	22.55
<i>capital/assets</i>	Rácio do capital do balanço sobre o total dos ativos	%	11432772	4.819	2.462	0.07	37.99
<i>savings</i>	<i>Dummy</i> = 1 se o banco é caixa económica; = 0 caso contrário	-	11772002	0.033	0.179	0	1
<i>CCAM</i>	<i>Dummy</i> = 1 se o banco é caixa de crédito agrícola mútuo; = 0 caso contrário	-	11772002	0.023	0.150	0	1
<i>ICUE</i>	<i>Dummy</i> = 1 se o banco é sucursal de uma instituição de crédito com sede na UE; = 0 caso contrário	-	11772002	0.037	0.189	0	1
<i>M&amp;A</i>	<i>Dummy</i> = 1 se o banco esteve envolvido numa fusão no trimestre respetivo; = 0 caso contrário	-	11772002	0.051	0.220	0	1
<i>IAS</i>	<i>Dummy</i> = 1 para o trimestre em que o banco mudou do PCSB para as NIC	-	11772002	0.032	0.175	0	1



## Quadro 1 (continuação)

DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS E ALGUMAS ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS							
	Descrição	Unidade	Obs	Média	Desvio-padrão	Min	Max
<i>Caraterísticas do devedor</i>							
#rel	Número de relações bancárias da empresa		11772002	3.057	2.424	1	38
credit	Total de crédito concedido à empresa	EUR	11772002	1 040 303	12.8 x 10 <sup>6</sup>	0	4.5 x 10 <sup>9</sup>
age	Número de trimestres em que a empresa tem crédito		11772002	23.785	13.510	0	51
ln(1+#rel)	Logaritmo de 1 mais o número de relações bancárias da empresa		11772002	1.264	0.499	0.693	3.66
ln(credit)	Logaritmo do total de crédito concedido à empresa		10806094	11.139	2.763	-29.934	22.23
ln(2+age)	Logaritmo de 2 mais o número de trimestres em que a empresa tem crédito		11772002	3.048	0.730	0.693	3.97
<i>Caraterísticas do empréstimo</i>							
loan	Crédito total concedido pelo banco ao devedor		11772002	234 358	4.4 x 10 <sup>6</sup>	0	4.5 x 10 <sup>9</sup>
ln(1+loan)	Logaritmo de 1 mais o crédito total concedido pelo banco ao devedor		11772002	8.457	4.201	0	22.23
Cred_LT_prop	Percentagem do crédito de longo prazo na soma de crédito de curto e longo prazo	%	10222954	48.769	39.713	0	100
<i>Variáveis macroeconómicas</i>							
GDP PT	Taxa de crescimento trimestral homóloga do PIB em Portugal	%	11772002	1.612	1.592	-1.90	5.10
$\pi$ PT	Taxa trimestral de inflação (IHPC)	%	11772002	2.926	0.702	1.90	4.40
<i>Robustez</i>							
10y PT av	Média trimestral da taxa de rendibilidade de dívida pública portuguesa a 10 anos	%	11772002	4.427	0.684	3.17	5.75
10y PT eoq	Taxa de rendibilidade de dívida pública portuguesa a 10 anos no final de trimestre	%	11772002	4.424	0.700	3.12	5.62
NFC credit PT	Taxa de crescimento trimestral do crédito a empresas não financeiras em Portugal	%	11772002	10.939	8.788	0.80	29.00
house p PT	Taxa de crescimento trimestral do preço da habitação em Portugal	%	11772002	2.922	2.943	0.00	9.83
GDP EA	Previsões do Eurosistema para o PIB da área do euro com o horizonte de um ano	%	11772002	2.204	0.464	1.21	3.40

Fontes: Banco de Portugal e cálculos das autoras.

crédito (*age*). Para além disso, é considerado o montante do empréstimo (*loan*) e a percentagem de crédito de longo prazo (*Credit\_LT\_prop*). Finalmente, para além de incluir uma tendência temporal em várias regressões, também se considera o efeito do crescimento do PIB português e a inflação<sup>4</sup>. O quadro 1 também inclui a descrição de variáveis adicionais utilizadas na análise de robustez.

#### 4. ESTRATÉGIA DE IDENTIFICAÇÃO

O principal objetivo deste artigo é testar a existência de um canal de tomada de risco em Portugal. Por outras palavras, pretende-se avaliar se os bancos concedem empréstimos com mais risco quando as taxas de juro de política monetária estão mais baixas, quer devido à reduzida aversão ao risco ou devido a estratégias de maximização dos retornos (*search for yield*). Numa abordagem inicial, tal significaria estimar o impacto do nível das taxas de juro sobre variáveis que captam o risco assumido pelos bancos. No entanto, para identificar corretamente o efeito de causalidade da política monetária na tomada de risco, as decisões de política monetária têm de ser exógenas. Caso contrário, é possível que existam variáveis (omitidas) que afetam, simultaneamente, a política monetária e a tomada de risco por parte dos bancos. O enquadramento da política monetária em Portugal permite evitar este problema de endogeneidade potencialmente grave, uma vez que a política monetária é totalmente exógena durante o período analisado. Portugal é uma pequena economia aberta, que aderiu ao euro em 1999. O impacto das condições macroeconómicas e financeiras idiossincráticas da economia portuguesa sobre as taxas de juro da área euro deverá ser negligenciável. Como tal, é razoável argumentar que a política monetária é exógena, permitindo deste modo uma correta identificação de efeitos de causalidade.

Este argumento também é utilizado por Jiménez et al. (2008) e, em certa medida, por Ioannidou et al. (2009) e Geršl. et al. (2012). Na verdade, este artigo replica globalmente a estratégia empírica destes trabalhos, com o objetivo de testar se existe um canal de tomada de risco na economia portuguesa. Como tal, a estratégia metodológica neste artigo apoia-se em três blocos principais, tal como em Jiménez et al. (2008).

Em primeiro lugar, são utilizados modelos de escolha discreta para avaliar a probabilidade de ser concedido crédito a devedores com episódios recentes de incumprimento ou que obtêm um empréstimo pela primeira vez (ou seja, para os quais não existe um historial de crédito)<sup>5</sup>. Esta abordagem permite testar se os bancos concedem mais empréstimos a devedores com mais risco durante períodos em que as taxas de juro de política monetária foram relativamente mais baixas<sup>6</sup>. A variável dependente assume um valor igual a 1 quando um novo empréstimo é concedido a um devedor definido como “arriscado” (e igual a 0 quando um novo empréstimo é concedido a qualquer outro devedor). É importante considerar que a informação que consta na CRC é partilhada entre as instituições participantes, pelo que um banco consegue observar se a empresa tem outros empréstimos, bem como se se encontra em incumprimento nalgum deles.

Em segundo lugar, são explorados os resultados de regressões entre devedores, de forma a testar se os bancos mais pequenos assumem uma maior propensão a tomar risco quando as taxas de juro de política monetária são mais baixas. Esta estimacão é possível porque a maioria dos devedores tem mais de uma relação bancária, permitindo comparar o comportamento de diferentes bancos com a mesma empresa.

4 Também foi calculada uma medida de risco de país (o diferencial entre as taxas de rendibilidade das dívidas pública portuguesa e alemã a 10 anos), mas esta variável não foi incluída nos resultados apresentados neste artigo devido à sua elevada correlação com o crescimento do PIB.

5 A concessão de empréstimos a devedores com informação histórica limitada aumenta a rendibilidade esperada dos bancos, estimulando simultaneamente a inovação, tal como demonstrado por Thakor (2013). Contudo, também aumenta o risco assumido pelos bancos.

6 Deve notar-se que esta análise pode apresentar algum enviesamento devido a problemas de seleção, uma vez que a base de dados inclui apenas empréstimos aprovados. Contudo, não é possível ultrapassar esta limitação dos dados no período em análise.

Em terceiro lugar, é feita uma análise de duração para avaliar o impacto das taxas de juro da política monetária no tempo até ao incumprimento. Enquanto nas duas primeiras partes é analisada a probabilidade de concessão de empréstimos a devedores que apresentam sinais recentes de dificuldades financeiras significativas ou para os quais não existe um historial de crédito disponível; nesta parte é analisado o desempenho *ex-post* dos empréstimos concedidos. Por outras palavras, procura-se compreender se os empréstimos concedidos em períodos de taxas de juro de política monetária mais reduzidas apresentam probabilidades de incumprimento mais elevadas no futuro.

## 5. RESULTADOS

### 5.1 Concessão de empréstimos a empresas mais arriscadas (*ex-ante*)

Nesta secção, a análise baseia-se na estimação de modelos de escolha discreta para novos empréstimos bancários. Avalia-se a probabilidade de um novo empréstimo ser concedido quando o devedor tem episódios recentes de incumprimento ou quando obtém crédito bancário pela primeira vez. Considera-se que existem episódios recentes de incumprimento quando o devedor tem algum crédito vencido nos dois últimos trimestres. Uma vez que o registo de crédito das empresas na CRC pode ser acedido por qualquer banco, considera-se que existem episódios recentes de incumprimento quando a empresa está em incumprimento em qualquer empréstimo bancário, ou seja, não apenas relativamente ao banco que concede o novo empréstimo. Pretende-se estudar de que modo o nível das taxas de juro de política monetária no trimestre anterior ao início do empréstimo influencia a probabilidade de concessão de empréstimos a estas empresas de maior risco. De modo a melhor identificar este efeito, as regressões incluem várias características do banco, do devedor e do empréstimo, bem como variáveis macroeconómicas (definidas em detalhe no quadro 1).

O quadro 2 apresenta os resultados da estimação utilizando como variável dependente a *dummybad\_hist*, que é igual a 1 quando o devedor tem crédito vencido nos dois últimos trimestres. Verifica-se que taxas de juro de curto prazo mais baixas aumentam a probabilidade de os bancos concederem um empréstimo a um devedor com episódios recentes de incumprimento. Este resultado é bastante robusto para diferentes especificações, nomeadamente se se considera a principal taxa de referência do BCE, em final de trimestre (colunas I e II), em média trimestral (coluna III), ou a média trimestral da taxa EONIA (coluna IV). Este efeito é ligeiramente mais elevado do que o observado por Jiménez *et al.* (2008). Encontra-se evidência consistente de que os bancos aumentam a concessão de crédito a empresas com mais risco no passado recente quando o nível das taxas de política monetária é mais baixo. Se isto corresponde de facto a tomada de risco por parte dos bancos, então, de um ponto de vista prudencial, uma política monetária acomodatória pode contribuir para o aumento dos riscos nos balanços dos bancos, podendo implicar uma potencial deterioração da qualidade dos ativos dos bancos no futuro. No entanto, é possível que este resultado não corresponda, necessariamente, a um canal de tomada de risco, podendo antes constituir evidência a favor de um canal de crédito. Na verdade, estes resultados podem simplesmente significar que os bancos aumentam a concessão de crédito quando as taxas de juro estão mais baixas, incluindo também crédito a empresas com maior património líquido num contexto de taxas de juro baixas. Este resultado está em linha com a evidência anterior obtida para Portugal por Farinha e Marques (2003) sobre o canal do crédito.

Parece existir uma relação negativa entre a dimensão do banco, medida pelo logaritmo do ativo, e a probabilidade de concessão de um empréstimo a uma empresa com mais risco. De facto, o efeito da política monetária sobre esta probabilidade é mais acentuado quando se inclui um termo de interação entre a taxa de juro de curto prazo e a dimensão do banco (coluna II). O coeficiente deste termo é ligeiramente positivo e o coeficiente da variável de política diminui, o que significa que a probabilidade de concessão de um empréstimo a um devedor mais arriscado é maior para os bancos mais pequenos,

Quadro 2

	RESULTADOS DA ESTIMAÇÃO PROBIT							
	Variável dependente: <i>bad_hist</i>				Variável dependente: <i>default</i>		Variável dependente: <i>new_rel</i>	
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.
	D.p.	D.p.	D.p.	D.p.	D.p.	D.p.	D.p.	D.p.
<i>i ECB eoq</i> <sub>t-1</sub>	-0.043*** 0.003	-0.208*** 0.032			-0.029*** 0.003	-0.146*** 0.027	0.087*** 0.002	-0.871*** 0.014
<i>i ECB av</i> <sub>t-1</sub>			-0.033*** 0.004					
<i>i EONIA av</i> <sub>t-1</sub>				-0.031*** 0.003				
<i>i*ln(assets)</i> <sub>t-1</sub>		0.007*** 0.001				0.005*** 0.001		0.041*** 0.001
<i>ln(assets)</i> <sub>t-1</sub>	-0.042*** 0.002	-0.064*** 0.005	-0.042*** 0.002	-0.042*** 0.002	-0.054*** 0.002	-0.069*** 0.004	-0.132*** 0.001	-0.262*** 0.002
<i>liq ratio</i> <sub>t-1</sub>	-0.007*** 0.000	-0.007*** 0.000	-0.007*** 0.000	-0.007*** 0.000	-0.006*** 0.000	-0.006*** 0.000	-0.015*** 0.000	-0.015*** 0.000
<i>rel npl/assets</i> <sub>t-1</sub>	-0.008** 0.002	-0.010** 0.002	-0.008** 0.002	-0.008** 0.002	-0.004 0.001	-0.005 0.001	-0.029*** 0.001	-0.037*** 0.001
<i>capital/assets</i> <sub>t-1</sub>	0.021*** 0.001	0.022*** 0.001	0.021*** 0.001	0.021*** 0.001	0.022*** 0.001	0.023*** 0.001	0.020*** 0.000	0.023*** 0.000
<i>savings</i> <sub>t-1</sub>	0.296*** 0.014	0.299*** 0.014	0.296*** 0.014	0.296*** 0.014	0.250*** 0.013	0.252*** 0.013	-0.130*** 0.006	-0.115*** 0.006
CCAM <sub>t-1</sub>	-0.070*** 0.021	-0.071*** 0.021	-0.070*** 0.021	-0.070*** 0.021	-0.086*** 0.017	-0.087*** 0.017	-0.093*** 0.008	-0.108*** 0.008
ICUE <sub>t-1</sub>	-0.057 0.029	-0.051 0.029	-0.057 0.029	-0.057 0.029	-0.191*** 0.025	-0.186*** 0.025	-0.296*** 0.008	-0.275*** 0.008
M&A <sub>t</sub>	-0.075*** 0.005	-0.071*** 0.005	-0.075*** 0.005	-0.075*** 0.005	-0.082*** 0.005	-0.079*** 0.005	0.022*** 0.004	0.040*** 0.004
IAS <sub>t</sub>	-0.055*** 0.007	-0.053*** 0.007	-0.052*** 0.007	-0.051*** 0.007	-0.016*** 0.006	-0.015*** 0.006	0.398*** 0.005	0.409*** 0.005
<i>ln(credit)</i> <sub>t-1</sub>	0.021*** 0.002	0.021*** 0.002	0.021*** 0.002	0.021*** 0.002	0.021*** 0.002	0.021*** 0.002		
<i>ln(1+#rel)</i> <sub>t-1</sub>	0.357*** 0.010	0.357*** 0.010	0.356*** 0.010	0.356*** 0.010	0.380*** 0.009	0.380*** 0.009		
<i>ln(2+age)</i> <sub>t-1</sub>	0.111*** 0.004	0.112*** 0.004	0.112*** 0.004	0.112*** 0.004	0.035*** 0.004	0.035*** 0.004		
<i>ln(1+loan)</i> <sub>t</sub>	-0.082*** 0.001	-0.082*** 0.001	-0.082*** 0.001	-0.082*** 0.001	-0.076*** 0.001	-0.076*** 0.001	-0.169*** 0.000	-0.170*** 0.000
<i>share LT credit</i> <sub>t</sub>	0.006*** 0.000	0.006*** 0.000	0.006*** 0.000	0.006*** 0.000	0.006*** 0.000	0.006*** 0.000	0.002*** 0.000	0.002*** 0.000
GDP PT <sub>t-1</sub>	-0.019*** 0.002	-0.019*** 0.002	-0.023*** 0.002	-0.024*** 0.002	-0.011*** 0.001	-0.012*** 0.001	-0.005*** 0.001	-0.004*** 0.001
$\pi$ PT <sub>t</sub>	0.078*** 0.004	0.077*** 0.004	0.072*** 0.004	0.071*** 0.004	0.105*** 0.003	0.104*** 0.003	0.026*** 0.002	0.017*** 0.002
<i>trend</i>	-0.014*** 0.002	-0.014*** 0.002	-0.013*** 0.002	-0.012*** 0.002	-0.011*** 0.001	-0.010*** 0.001	-0.018*** 0.001	-0.015*** 0.001
<i>trend</i> <sup>2</sup>	0.000*** 0.000	0.000*** 0.000	0.000*** 0.000	0.000*** 0.000	0.000*** 0.000	0.000*** 0.000	0.000*** 0.000	0.000*** 0.000
constant	-0.929*** 0.058	-0.432*** 0.119	0.939*** 0.058	-0.940*** 0.058	-0.474*** 0.050	-0.117*** 0.101	3.804*** 0.023	6.818*** 0.052
Nº obs.	2 655 604	2 655 604	2 655 604	2 655 604	2 655 604	2 655 604	3 320 469	3 320 469
Log pseudolikel.	-660 740	-660 710	-660 807	-660 810	-859 858	-859 839	-1 342 552	-1 339 995
Prob > chi2	0	0	0	0	0	0	0	0

Fontes: Banco de Portugal e cálculos das autoras.

Notas: \* significância a 10 por cento; \*\* significância a 5 por cento; \*\*\* significância a 1 por cento. Todas as variáveis estão definidas no quadro 1.

ou seja, estes bancos tendem a assumir mais riscos perante taxas de juro de política monetária mais reduzidas. Nesta especificação, o efeito negativo obtido para o logaritmo do ativo também é reforçado.

Relativamente ao balanço dos bancos, verifica-se que os bancos mais capitalizados apresentam uma maior probabilidade de concederem empréstimos a empresas de maior risco. Este resultado é um pouco contraintuitivo, mas pode significar que estes bancos podem ter uma maior margem de manobra para assumir mais risco. Verifica-se também que os bancos com um rácio de liquidez mais elevado tendem a assumir menos risco na concessão de empréstimos. Além disso, os bancos com uma proporção relativamente maior de empréstimos em incumprimento tendem a assumir um comportamento mais prudente. No que diz respeito ao tipo de bancos, verifica-se que as caixas de crédito agrícola mútuo são relativamente mais prudentes nas suas decisões de concessão de crédito.

Em relação às características dos devedores, os resultados estão, de um modo geral, em linha com Jiménez *et al.* (2008): os devedores com um montante de crédito total mais elevado, um maior número de relações bancárias e uma história de crédito mais longa têm maior probabilidade de receber um novo empréstimo quando têm episódios recentes de incumprimento<sup>7</sup>. Em relação às características do empréstimo, é mais provável que as empresas com mais risco recebam um novo empréstimo quando o montante do empréstimo é menor e quando as empresas têm uma percentagem maior de crédito de longo prazo.

Ao considerar a probabilidade de concessão de crédito a empresas em incumprimento apenas no trimestre atual em vez de nos trimestres atual e anterior (colunas V e VI), os resultados permanecem praticamente inalterados. No entanto, o efeito da variável de política monetária sobre a tomada de risco é um ligeiramente menor.

Contudo, ao avaliar a probabilidade de se estabelecer uma relação entre um banco e uma nova empresa (colunas VII e VIII), os resultados diferem um pouco. O resultado da regressão utilizando apenas a taxa de juro do BCE no trimestre anterior (coluna VII) não sugere a existência de um canal de tomada de risco. Contudo, quando se inclui o termo de interação da taxa de juro com dimensão do banco (coluna VIII), o coeficiente da taxa de juro do BCE torna-se negativo e muito maior (em termos absolutos) do que na regressão com os episódios recentes de incumprimento como variável dependente. Os coeficientes para o logaritmo do ativo e para o termo de interação também são maiores (em termos absolutos). Isto pode sugerir que são principalmente os bancos mais pequenos que tomam mais risco na concessão de empréstimos para novos devedores perante níveis reduzidos das taxas de juro de política monetária.

O coeficiente da taxa de crescimento do PIB é negativo. Quando a atividade económica é mais robusta, dever-se-ia esperar um maior número de devedores “bons”. Como tal, os bancos podem aumentar o volume de crédito principalmente através desses devedores de melhor qualidade, reduzindo a probabilidade geral de concessão de empréstimos a devedores de maior risco. Em contrapartida, quando a inflação é mais elevada, pode-se esperar que o aumento dos custos da dívida esteja associado a um maior número de devedores de maior risco, aumentando assim a probabilidade de concessão de um empréstimo a um devedor mais arriscado. Finalmente, o coeficiente da tendência temporal é negativo, o que significa que ao longo do tempo os bancos tendem a conceder menos empréstimos a devedores de maior risco.

Como análise adicional de robustez, considera-se um outro teste empírico do canal de tomada de risco<sup>8</sup>. Em vez de centrar a análise na probabilidade de concessão de empréstimos aos devedores com mais fraca qualidade de crédito, foram analisados os determinantes do crescimento do crédito, ao nível de cada empresa. Tal como esperado, observa-se que o crescimento do crédito é maior quando as taxas de juro são mais baixas e quando a empresa tem uma boa qualidade de crédito. No entanto, a interação entre estas duas variáveis fornece alguma evidência a favor do canal de tomada de risco, ou seja, quando as

<sup>7</sup> Este resultado também é consistente com Bonfim *et al.* (2012), que verificam que, após um episódio de incumprimento, os bancos estão mais disponíveis para conceder mais depressa crédito a empresas maiores e mais antigas, assim como às que têm um maior número de relações bancárias.

<sup>8</sup> Os resultados não são apresentados, mas estão disponíveis mediante pedido.

taxas de juro estão mais baixas, os devedores com pior qualidade de crédito enfrentam menos discriminação no acesso a crédito<sup>9</sup>.

De um modo geral, os resultados dos modelos de escolha discreta não rejeitam a hipótese de um canal de tomada de risco em Portugal, uma vez que em períodos de taxas de política monetária mais reduzidas se regista um aumento da probabilidade de concessão de crédito a devedores com mais risco *ex-ante*.

## 5.2 Decisões de bancos diferentes para a mesma empresa

Seguindo a estratégia empírica de Jiménez *et al.* (2008), apresenta-se nesta secção uma comparação entre decisões de diferentes bancos para um mesmo devedor, com o objetivo de testar se os bancos mais pequenos tendem a assumir um comportamento mais arriscado, conforme sugerem os resultados de Buch *et al.* (2011). Dado que muitas empresas têm relações com mais de um banco, é possível explorar a heterogeneidade no comportamento de bancos pequenos e grandes, perante empréstimos concedidos à mesma empresa. Nesta abordagem, a variável dependente é a variação trimestral da diferença entre as percentagens de empréstimos de bancos pequenos e de bancos grandes<sup>10</sup>. No caso de ocorrerem alterações nas necessidades de financiamento da empresa, não existe razão, *ceteris paribus*, para esperar uma alteração na proporção do crédito obtido de bancos grandes ou pequenos. Assim, espera-se que esta variação seja nula perante variações na procura por parte das empresas. Caso contrário, tal implicaria que um destes grupos de bancos tende a assumir comportamentos mais arriscados.

O quadro 3 apresenta os resultados da estimação com dados de painel com efeitos fixos ao nível do

Quadro 3

RESULTADOS DA ESTIMAÇÃO DA COMPARAÇÃO ENTRE BANCOS PERANTE O MESMO DEVEDOR				
	Todas as empresas com mais do que uma relação bancária		Empresas com bancos grandes e pequenos	
	Coef.	D.p.	Coef.	D.p.
$i_{ECB\ eq\ t-1}$	-0.001***	0.000	-0.005***	0.001
$i^*bad\_hist\ t-1$	0.001***	0.000	-0.004	0.002
$bad\_hist\ t-1$	0.000	0.001	0.025***	0.007
$\ln(credit)\ t-1$	0.003***	0.000	0.045***	0.002
$GDP\ PT\ t-1$	-0.003***	0.000	0.010***	0.001
$trend$	-0.002***	0.000	0.001	0.001
$trend^2$	0.000***	0.000	0.000***	0.000
$constant$	-0.014***	0.002	-0.440***	0.028
Nº obs.	3 035 927		390 103	
Log pseudolikel.	0.0004		0.0006	
Prob > chi2	0		0	

Fontes: Banco de Portugal e cálculos das autoras.

Notas: \* significância a 10 por cento; \*\* significância a 5 por cento; \*\*\* significância a 1 por cento. A variável dependente é a variação trimestral na diferença entre as percentagens de crédito de bancos pequenos e bancos grandes. A regressão da primeira coluna inclui todas as empresas com mais do que uma relação bancária; a segunda coluna inclui apenas as empresas que têm relações bancárias com pelo menos um banco grande e um banco pequeno.

<sup>9</sup> Os coeficientes da taxa de juro de política, da história recente de incumprimento e do termo de interação entre os dois anteriores são -0.008, -0.045 e 0.009, respetivamente.

<sup>10</sup> Definimos um banco pequeno/grande como estando abaixo/acima da mediana dos ativos em cada trimestre.

devedor, utilizando desvios padrão robustos. O quadro apresenta duas especificações, uma incluindo todos os devedores com múltiplas relações bancárias (primeira coluna com resultados) e outra incluindo apenas devedores com relações com pelo menos um banco grande e um banco pequeno (segunda coluna). O coeficiente da taxa de juro do BCE é negativo e significativo, mas muito baixo, o que sugere que existe um ligeiro aumento na oferta de crédito pelos bancos pequenos para todos os devedores na sequência de uma expansão na política monetária (primeira coluna). Este efeito é mais relevante para as empresas que têm crédito simultaneamente com bancos pequenos e grandes (segunda coluna). O coeficiente para a *dummy bad\_hist* vai na mesma direção: é significativo apenas para as empresas com empréstimos de ambos os tipos de bancos e é positivo, sugerindo que os bancos pequenos assumem mais riscos do que os bancos grandes. O termo de interação entre a taxa de juro e os episódios recentes de incumprimento não reforça o efeito de tomada de risco quando as taxas de política monetária estão mais baixas. É significativo apenas na regressão que inclui todos os devedores com múltiplas relações, assumindo um coeficiente positivo, ou seja, mitigando o efeito de tomada de risco (primeira coluna).

De um modo geral, existe alguma evidência de um comportamento mais agressivo por parte dos bancos pequenos na atividade de concessão de crédito, que se tende a ampliar ligeiramente em períodos de taxas de juro de política monetária mais baixas.

### 5.3 Concessão de empréstimos a empresas mais arriscadas (*ex-post*)

Enquanto nas anteriores subsecções se estudou a existência de um canal de tomada de risco da política monetária em Portugal avaliando a probabilidade dos bancos concederem empréstimos a novas empresas ou a empresas com episódios recentes de incumprimento num contexto em que as taxas de juro se encontram em níveis baixos, nesta subsecção o enfoque é sobre uma outra dimensão da tomada de riscos dos bancos, relacionada com a probabilidade de conceder um empréstimo quando as taxas de juro de política estão mais baixas a empresas que poderão entrar em incumprimento no futuro. Neste sentido, é implementada uma análise de sobrevivência, em que a *hazard rate* dos empréstimos concedidos às empresas é a variável dependente e onde o evento de saída é a ocorrência de incumprimento. A função *hazard* é definida como a probabilidade instantânea de um devedor entrar em incumprimento condicional a não ter nenhum incumprimento até ao momento  $t$ .

Considera-se que um novo empréstimo é concedido sempre que se observa um aumento no montante total de crédito ou quando se estabelece uma nova relação empresa-banco. Um incumprimento ocorre quando o banco classifica o empréstimo como estando em atraso ou em litígio. O tempo em risco é definido como o tempo decorrido entre os dois eventos. No entanto, é importante realçar que é possível que o incumprimento ocorra em relação a um outro empréstimo concedido anteriormente pelo mesmo banco. Considera-se que a unidade relevante de análise é a relação empresa-banco, em vez do empréstimo individual, dado que o incumprimento num empréstimo, sob determinadas condições, pode representar também um evento de crédito ao nível do devedor, do ponto de vista da gestão de risco e provisionamento do banco.

Seguindo a metodologia de Jiménez *et al.* (2008), estima-se um modelo paramétrico com uma distribuição de Weibull, o que permite considerar uma função *hazard* monótona, isto é, a *hazard rate* aumenta ou diminui ao longo do tempo de acordo com o parâmetro da distribuição de Weibull. A função *hazard* Weibull é dada por

$$h(t) = p\lambda t^{p-1}$$

onde  $\lambda$  é parametrizado como  $\lambda_i = \exp(x_i\beta)$ . No caso de  $p > 1$  ( $p < 1$ ), a função *hazard* é monotonamente crescente (decrecente). Para efeitos de análise de robustez, também se estimou um modelo de Cox de risco proporcional.

Apesar de se observar o momento inicial do tempo em risco para todas as relações empresa-banco (ou seja, quando um novo empréstimo é concedido), existe, naturalmente, bastante censura à direita, uma vez que a maioria dos empréstimos não regista qualquer incumprimento durante o período em análise. Esta especificidade foi tomada em consideração na estimação.

O quadro 4 apresenta os resultados da análise de sobrevivência. As colunas I a IV apresentam as especificações com as variáveis fixas no tempo<sup>11</sup>. Também foram estimadas as equações com os regressores a variarem no tempo (colunas V e VI) e apenas com as variáveis macroeconómicas (PIB e inflação) variando ao longo do tempo (colunas VII e VIII).

O resultado mais relevante prende-se com o facto de que taxas de juro de política mais reduzidas no período anterior à concessão do empréstimo diminuem a *hazard rate*, na maioria das especificações (as únicas exceções são colunas V e VI, onde todas as variáveis variam ao longo do tempo). O efeito é mais pronunciado quando apenas se controla pelas variáveis macroeconómicas (coluna I) do que quando se incluem na regressão as características do banco, do devedor e do empréstimo (colunas II, III e IV). As regressões com os regressores fixos no momento da concessão de crédito e incluindo as características do banco, do devedor e do empréstimo não mostram um efeito significativo da taxa de juro de política, quer tendo em conta a heterogeneidade do devedor ou não (colunas III e IV). Quando se inclui a inflação variando ao longo da vida do empréstimo, o coeficiente da taxa de juro torna-se estatisticamente significativo (coluna VII). Resumindo, os resultados da análise de sobrevivência não apoiam a hipótese de um canal de tomada de risco em Portugal, dado que os empréstimos concedidos durante períodos de taxas de juro mais baixas não apresentam maiores probabilidades de incumprimento ao longo do tempo. Como mencionado acima, a única exceção a estes resultados está associada às especificações em que os regressores variam ao longo do tempo (colunas V e VI). No entanto, nesta especificação, considera-se explicitamente as alterações nas características do banco, da empresa e das condições macroeconómicas durante a vida do empréstimo. Como estas variações não podem ser totalmente antecipadas pelo banco na decisão de concessão de crédito, não é razoável argumentar que os bancos estariam a tomar mais risco com base exclusivamente nestas duas especificações.

Apesar de os resultados da análise da sobrevivência não serem de um modo geral consistentes com a existência de um canal de tomada de risco de crédito em Portugal, é importante notar que estes resultados não estão necessariamente em contradição com os resultados dos modelos de escolha discreta. Na primeira parte deste artigo, estes modelos foram utilizados para avaliar como as condições monetárias influenciam a concessão de crédito para empresas com mais risco observável *ex-ante*. Nesta secção, avalia-se em que medida o nível das taxas de juro de política monetária no momento de concessão do empréstimo afeta a probabilidade *ex-post* de incumprimento das empresas, o que aumenta o risco de crédito implícito no balanço dos bancos. Como os bancos não são capazes de prever perfeitamente a qualidade (futura) do devedor, o comportamento de tomada de risco nestas duas situações é diferente: enquanto na primeira os bancos concedem empréstimos a empresas com evidência objetiva de menor qualidade de crédito, a decisão poderá não ser tão clara na segunda situação. Deste modo, os resultados não são totalmente contraditórios. Uma interpretação possível é que, apesar de os bancos portugueses concederem crédito a empresas de maior risco quando as taxas de juro de política monetária estão mais baixas, não estão necessariamente a aumentar o risco global da sua carteira de crédito, uma vez que, por exemplo, podem considerar que estas empresas com mais risco *ex-ante* se tornam mais atrativas à medida que o valor do seu património líquido aumenta (canal do balanço). Para além disso, deve notar-se que existe um efeito de volume associado ao canal de empréstimos bancários: à medida que os bancos concedem mais empréstimos, aumenta necessariamente a heterogeneidade da qualidade dos devedores.

---

<sup>11</sup> A dimensão da amostra diminui substancialmente quando se incluem as características do banco, do empréstimo e do devedor fixas no momento anterior à concessão de crédito (por exemplo, colunas I e II em comparação com as colunas III e IV), devido principalmente a duas razões: (i) não existem dados desfasados para o início da amostra ou (ii) não existem dados sobre o capital dos bancos para alguns períodos.

Quadro 4 (continua)

	RESULTADOS DA ANÁLISE DE SOBREVIVÊNCIA							
	Fixo no tempo				Variável no tempo		PIB e $\pi$ variáveis no tempo	
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.
	D.p.	D.p.	D.p.	D.p.	D.p.	D.p.	D.p.	D.p.
$i$ ECB eqq (loan) <sub>t-1</sub>	0.126*** 0.005	0.071*** 0.005	0.016 0.017	0.019 0.022	-0.013*** 0.005	-0.055*** 0.005	0.062*** 0.018	0.056*** 0.018
$\ln(\text{assets})_{t-1}$		-0.034*** 0.003	0.024** 0.011	0.080*** 0.016	-0.057*** 0.004	-0.032*** 0.003	0.084*** 0.015	0.092*** 0.015
$liq$ ratio <sub>t-1</sub>		-0.011*** 0.000	-0.007*** 0.001	-0.004*** 0.001	-0.011*** 0.001	-0.014*** 0.001	-0.004*** 0.001	-0.004*** 0.001
$rel$ npl/assets <sub>t-1</sub>		0.041*** 0.001	0.095*** 0.010	0.235*** 0.016	0.038*** 0.002	0.036*** 0.002	0.222*** 0.016	0.213*** 0.015
$capital$ /assets <sub>t-1</sub>		0.035*** 0.001	0.067*** 0.007	0.106*** 0.009	0.034*** 0.001	0.045*** 0.001	0.112*** 0.009	0.117*** 0.008
$savings$ <sub>t-1</sub>		0.175*** 0.017	0.332*** 0.052	0.231*** 0.074	0.001* 0.023	-0.019 0.023	0.267*** 0.074	0.289*** 0.072
CCAM <sub>t-1</sub>		-0.357*** 0.025	-0.108 0.105	0.098 0.118	-0.304*** 0.032	-0.199*** 0.032	0.140 0.117	0.157 0.114
ICUE <sub>t-1</sub>		-0.048** 0.021	0.247*** 0.093	0.678*** 0.128	0.203*** 0.025	0.306*** 0.024	0.636*** 0.127	0.653*** 0.124
M&A <sub>t</sub>		0.054*** 0.015	0.003 0.061	-0.048 0.079	0.013 0.018	-0.056*** 0.018	-0.116* 0.078	-0.088 0.076
IAS <sub>t</sub>		0.043** 0.020	0.451** 0.208	0.446* 0.250	0.038* 0.021	-0.006 0.020	0.370 0.250	0.559** 0.244
$\ln(\text{credit})_{t-1}$			-0.002*** 0.005	0.004*** 0.009	-0.082*** 0.002	-0.082*** 0.002	0.006*** 0.009	0.004*** 0.009
$\ln(1+\#rel)_{t-1}$			0.271*** 0.025	0.464*** 0.039	0.667*** 0.013	0.641*** 0.013	0.458*** 0.039	0.445*** 0.038
$bad\_hist$ <sub>t-1</sub>			1.821*** 0.036	2.350*** 0.059	1.483*** 0.013	1.515*** 0.013	2.344*** 0.058	2.368*** 0.057
$\ln(2+age)_{t-1}$			-0.471*** 0.025	-0.735*** 0.038	-0.350*** 0.007	-0.329*** 0.007	-0.731*** 0.038	-0.666*** 0.036
$\ln(1+loan)_t$			0.023 0.005	0.063*** 0.007	0.175*** 0.002	0.175*** 0.002	0.064*** 0.007	0.061*** 0.007
$share$ LT credit <sub>t</sub>			0.002*** 0.000	0.002*** 0.000	0.006*** 0.000	0.006*** 0.000	0.002*** 0.000	0.002*** 0.000
$GDP$ PT (loan) <sub>t-1</sub>	-0.075*** 0.003	-0.058*** 0.003	-0.051*** 0.010	-0.033*** 0.012			-0.056*** 0.011	-0.073*** 0.010
$GDP$ PT <sub>t</sub>	0.004 0.003	-0.002 0.003	-0.039*** 0.008	-0.049*** 0.008	-0.003 0.004	0.013*** 0.003	-0.035*** 0.008	0.011*** 0.006
$\pi$ PT <sub>t</sub>	-0.070*** 0.006	-0.036*** 0.006	0.095*** 0.020	0.130*** 0.027	0.171*** 0.007	0.101*** 0.006	0.149*** 0.014	0.046*** 0.013
$trend$	-0.012*** 0.003	-0.015*** 0.003	-0.063*** 0.007	-0.059*** 0.007	-0.023*** 0.003		-0.072*** 0.007	
$trend^2$	0.000*** 0.000	0.000*** 0.000	0.001*** 0.000	0.002*** 0.000	0.001*** 0.000		0.002*** 0.000	
constant	-4.166*** 0.103	-3.395*** 0.069	-4.489*** 0.291	-6.199*** 0.395	-5.333*** 0.096	-5.721*** 0.089	-6.456*** 0.394	-7.004*** 0.381
$p$	1.037*** 0.003	1.042*** 0.003	1.173*** 0.013	1.350*** 0.012	1.334*** 0.005	1.375*** 0.005	1.325*** 0.012	1.370*** 0.120
$\theta$	0.435*** 0.094			3.956*** 0.142	2.126*** 0.031	2.035*** 0.030	3.905*** 0.140	3.430*** 0.108

Quadro 4 (continuação)

RESULTADOS DA ANÁLISE DE SOBREVIVÊNCIA								
	Fixo no tempo				Variável no tempo		PIB e $\pi$ variáveis no tempo	
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.
	<i>D.p.</i>	<i>D.p.</i>	<i>D.p.</i>	<i>D.p.</i>	<i>D.p.</i>	<i>D.p.</i>	<i>D.p.</i>	<i>D.p.</i>
Heterogeneidade ao nível do banco	sim	não	não	não	não	não	não	não
Heterogeneidade ao nível da empresa	não	não	não	sim	sim	sim	sim	sim
Nº obs.	7 193 128	7 087 951	1 384 696	1 384 696	5 833 210	5 833 210	1 384 696	1 384 696
Log pseudolikel.	-363 163	-358 391	-46 713	-44 823	-224 247	-224 696	-44 780	-44 937
Prob> chi 2	0	0	0	0	0	0	0	0

**Fontes:** Banco de Portugal e cálculos das autoras.

**Notas:** \* significância a 10 por cento; \*\* significância a 5 por cento; \*\*\* significância a 1 por cento. *t* refere-se ao momento em que o empréstimo é concedido. *i ECB eqq (loan)* e *GDP PT (loan)* são fixos ao momento anterior à concessão do empréstimo. Todas as variáveis estão definidas no quadro 1.

Tendo em conta estes argumentos, os resultados podem ser mais consistentes com a existência de um canal de crédito (já documentado em Farinha e Marques, 2003) do que de um canal de tomada de risco de crédito em Portugal.

Um maior crescimento do PIB em Portugal, tanto no momento da concessão de crédito como durante a vida do empréstimo, diminui a *hazard rate*, na generalidade das especificações. Este resultado está amplamente em linha com a literatura sobre este tema e, em particular, com evidência anteriormente encontrada para Portugal (Bonfim, 2009). Quando se incluem somente as variáveis macroeconómicas e/ou as características do banco, o crescimento do PIB ao longo da vida do empréstimo deixa de ser estatisticamente significativo (coluna I).

As expectativas sobre o sinal do coeficiente da inflação não são claras. Pode considerar-se que um aumento da inflação pode reduzir a probabilidade de incumprimento, através da redução do valor real da dívida. Alternativamente, uma inflação mais elevada está geralmente associada a taxas de juro nominais mais altas, o que aumenta o custo nominal da dívida e, portanto, também pode aumentar a probabilidade de incumprimento. Verifica-se que, quando se tem em conta as características da empresa e do empréstimo, a inflação tem um coeficiente positivo, tanto no momento da concessão do empréstimo como durante a sua vida, ou seja, inflação mais alta aumenta a *hazard rate*. Em relação às características de banco, vale a pena referir que os coeficientes do capital e do rácio de empréstimos em incumprimento são significativos e consistentes nas diferentes especificações. Os bancos mais capitalizados tendem a conceder empréstimos com uma *hazard rate* mais alta, em linha com os resultados dos modelos *probit*. No entanto, em contraste com os resultados dos modelos anteriores, os bancos com mais crédito em incumprimento relativamente ao setor também tendem a correr mais riscos na concessão de crédito. Por sua vez, os bancos com um rácio de liquidez mais elevado tendem a ser mais prudentes, uma vez que parecem estar expostos a empréstimos com *hazard rates* mais baixas. Os resultados sobre a dimensão do banco não são muito estáveis nas várias especificações.

Relativamente às características da empresa e do empréstimo, constata-se que a história recente de incumprimento é uma característica do devedor bastante relevante para a *hazard rate* dos empréstimos. O coeficiente é elevado e bastante significativo, independentemente da especificação. Assim, as empresas que entraram em incumprimento no passado recente são também muito mais propensas a incumprimentos

no futuro, como mostram Bonfim *et al.*, (2012). Observa-se que os devedores com um maior número de relações bancárias (geralmente empresas maiores) tendem a ser mais arriscados, o que pode ser um pouco contraintuitivo. Por sua vez, em linha com evidência encontrada anteriormente na literatura, as empresas com um historial de crédito mais longo tendem a ser menos arriscadas. Por fim, deve realçar-se que, em linha com os resultados dos modelos *probit*, as empresas com uma maior proporção de crédito de longo prazo tendem também a apresentar empréstimos com uma taxa de risco maior.

O parâmetro da distribuição de Weibull  $p$  é superior a um, e, por conseguinte, a função de risco é monotonamente crescente em todas as especificações. Isso significa que, controlando pelas características do banco, do devedor e do empréstimo, e pelas variáveis macroeconómicas e de taxa de juro de política, a probabilidade de a empresa entrar em incumprimento aumenta com a duração do empréstimo.

Por fim, realizaram-se testes de robustez adicionais que não são reportados, já que as principais conclusões não são significativamente afetadas. Quando se incluem termos de interação entre a taxa de juro de política e algumas características do banco ou da empresa (história de incumprimento, idade como devedor, ativo do banco, rácio de liquidez, rácios de incumprimento relativos e tipo de banco) as conclusões permanecem praticamente inalteradas. O efeito da taxa de juro de política deixa de ser relevante em qualquer uma destas especificações. Apenas o termo de interação com o rácio de liquidez se revela significativo. Também foram consideradas outras variáveis macroeconómicas, nomeadamente o crescimento do crédito, a taxa de variação dos preços da habitação, as previsões do PIB da área do euro e taxas de juro de longo prazo, mas os resultados são semelhantes aos reportados. Dado que os bancos portugueses podem observar na CRC o estado atual do crédito dos devedores nos seus empréstimos vivos e dado que a análise não incide sobre os empréstimos individuais, mas sobre as relação empresa-banco, também se realizou a análise de sobrevivência considerando como evento de saída o incumprimento da empresa com qualquer banco. O coeficiente da taxa de juro neste caso é ainda mais elevado. Os resultados da regressão de Cox são globalmente consistentes com estes resultados.

## 6. CONCLUSÕES

Neste artigo procurou-se compreender se os bancos portugueses assumem mais risco nos seus balanços quando as taxas de juro de política monetária estão mais baixas. A análise baseou-se em três blocos principais: (i) modelos de escolha discreta para avaliar a probabilidade de concessão de crédito a devedores com episódios recentes de incumprimento ou que recorrem a crédito bancário pela primeira vez, (ii) uma regressão para testar se os bancos de menor dimensão são mais propensos à tomada de risco quando as taxas de juro de política estão mais baixas e (iii) uma análise de sobrevivência para avaliar o impacto das taxas de política monetária no tempo até que uma empresa entre em incumprimento.

Os resultados dos modelos de escolha discreta mostram que taxas de juros de curto prazo mais reduzidas aumentam a probabilidade de os bancos concederem um empréstimo a um devedor com episódios recentes de incumprimento. Este resultado é bastante robusto perante diferentes especificações. Os bancos de menor dimensão tendem a conceder mais empréstimos a empresas com mais risco *ex-ante* do que os bancos de maior dimensão quando as taxa de política monetária estão mais baixas. Quando se consideram apenas as novas relações empresa-banco, também se pode concluir que são principalmente os bancos mais pequenos que assumem mais risco ao concederem crédito a novos devedores quando as taxas de política monetária estão mais baixas. Estes resultados suportam a hipótese da existência de um canal de tomada de risco em Portugal. No entanto, não são totalmente conclusivos, uma vez que em ambientes com taxas de juro mais reduzidas os bancos podem aumentar o crédito às empresas com mais risco por outros dois motivos: por um efeito de volume e por um aumento no património líquido das empresas. Assim, estes resultados podem simplesmente apoiar a existência de um canal de crédito em Portugal.

Encontram-se alguns indícios de um comportamento mais agressivo por parte dos bancos de menor dimensão na atividade de concessão de empréstimos, que se tende a amplificar ligeiramente em períodos

em que as taxas de juro diretas estão mais baixas. Parece haver um pequeno aumento na oferta de empréstimos por parte dos bancos mais pequenos dirigida a todos os devedores após uma expansão da política monetária, o que é consistente com a evidência obtida por Jiménez *et al.* (2008) ou Buch *et al.*, (2011).

Enquanto os modelos de escolha discreta sugerem um aumento na tomada de risco *ex-ante* pelos bancos nas suas atividades de concessão de crédito quando as taxas de juro de política estão mais baixas, os modelos de sobrevivência não confirmam este aumento na tomada de risco *ex-post*, ou seja, ao longo da vida do empréstimo. Quando se fixam as características do banco, do devedor e do empréstimo no momento da concessão do empréstimo, taxas de juro de política mais baixas diminuem a *hazard rate* dos empréstimos. A única exceção a esta conclusão ocorre quando consideramos os regressores variáveis no tempo. No entanto, este resultado não é suficiente para apoiar a existência de um canal de tomada de risco, uma vez que no momento em que os bancos decidem conceder um empréstimo não conseguem prever perfeitamente a evolução futura das condições da empresa, do banco e da economia.

Em suma, encontra-se evidência consistente de que em períodos de taxas de juro de política mais reduzidas, os bancos estão mais propensos a conceder empréstimos a empresas com pior qualidade de crédito (ou seja, a devedores com episódios recentes de incumprimento ou que recorrem ao crédito bancário pela primeira vez). No entanto, apesar deste aumento na tomada de risco, o conjunto da carteira de empréstimos concedidos durante esses períodos não apresenta maiores probabilidades de incumprimento ao longo do tempo. Como tal, os resultados aqui apresentados não apoiam na totalidade a existência de um canal de tomada de risco em Portugal. Ao invés, os resultados parecem ser geralmente mais favoráveis à existência de um canal de crédito.



## Referências

- Acharya, V. e H. Naqvi (2012), "The seeds of a crisis: A theory of bank liquidity and risk-taking over the business cycle", *Journal of Financial Economics*, 106(2), 349-366.
- Adrian, T. e H.S. Shin (2010), "Liquidity and leverage", *Journal of Financial Intermediation*, 19(3), 418-437.
- Adrian, T. e H.S. Shin (2008), "Financial intermediaries, financial stability and monetary policy", *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, nº 346.
- Altunbas, Y., L. Gambacorta e D. Marquez-Ibanez (2010), "Does monetary policy affect bank risk-taking?", *BIS Working Paper No 298*.
- Angeloni, I., E. Faia e M. Lo Duca (2010), "Monetary policy and risk-taking", *Bruegel Working paper 2010/00*.
- Bernanke, B. e A. Blinder (1988), "Credit, Money, and Aggregate Demand," *American Economic Review* 78 (May), 435—439.
- Bernanke, B. e M. Gertler (1989), "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations", *American Economic Review*, vol. 79(1), pages 14-31, March.
- Bernanke, B. e M. Gertler (1995), "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9(4), pages 27-48, Fall.
- Bonfim, D. (2009), "Credit risk drivers: evaluating the contribution of firm level information and macroeconomic dynamics", *Journal of Banking and Finance*, 33(2), 281-299.
- Bonfim, D., D.A. Dias e C. Richmond (2012), "What happens after default? Stylized facts on access to credit", *Journal of Banking and Finance*, 36(7), 2007-2025.
- Borio, C. e H. Zhu (2012), "Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism", *Journal of Financial Stability*, 8, 236-251.
- Brissimis, S.N., e M.D. Delis (2010), "Bank heterogeneity and monetary policy transmission", *ECB Working Paper nº 1233*.
- Brunnermeier, M.K. (2001), "Asset Pricing under Asymmetric Information-Bubbles, Crashes, Technical Analysis and Herding", *Oxford, Oxford University Press*.
- Buch, C., S. Eickmeier e E. Prieto (2011), "In search for yield? Survey-based evidence on bank risk-taking", *Deutsche Bundesbank Discussion Paper No 10/2011*.
- De Nicolò, G., G. Dell'Ariccia, L. Laeven e F. Valencia (2010), "Monetary policy and bank risk-taking", *IMF Staff Position Note 10/09*.
- Delis, M.D. e G.P. Kouretas (2011), "Interest rates and bank risk-taking", *Journal of Banking and Finance*, 35, 840-855.
- Dell'Ariccia, G.D., L. Laeven e R. Marquez (2011), "Monetary policy, leverage and bank risk-taking", *CEPR Discussion Paper nº 8199*.
- Diamond, D. e P. Dybvig (1983), "Bank runs, deposit insurance, and liquidity", *Journal of Political Economy*, 91(3), 401-419.
- Diamond, D.W. e R.G. Rajan (2012), "Illiquid banks, financial stability and interest rate policy", *Journal of Political Economy*, 120(3), 552-591.
- Disyatat, P. (2011), "The bank lending channel revisited", *Journal of Money, Credit and Banking*, 43(4), 711-734

- Farinha, L. e C.R. Marques (2003), "The bank lending channel of monetary policy: Identification and estimation using Portuguese micro bank data", in *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, I Angeloni, A Kashyap e B Mojon (eds), *Cambridge University Press*, Part 3, Chap. 22, pp 359-371
- Freixas, X. e J. C. Rochet (2008), "Microeconomics of banking", *MIT Press*, second edition.
- Gaggi, P. e M.T. Valderrama (2011), "Do banks take more risk in extended periods of expansive monetary policy? Evidence from a natural experiment", unpublished.
- Gambacorta, L. (2009), "Monetary policy and the risk-taking channel", *BIS Quarterly Review*, December 2009.
- Gameiro, I.M., C. Soares e J. Sousa (2011), "Monetary policy and financial stability: Na open debate", Issue for discussion, *Boletim Económico - Primavera 2011*, Banco de Portugal.
- Geršl, A., P. Jakubík, D. Kowalczyk, S. Ongena e J.L. Peydró (2012), "Monetary Conditions and Banks' Behaviour in the Czech Republic", *Czech National Bank Working Paper 2 2012*.
- Ioannidou, V., S. Ongena e J.L. Peydró (2009), "Monetary policy, risk-taking and pricing: Evidence from a quasi-natural experiment", unpublished.
- Jiménez, G., S. Ongena, J.L. Peydró e J. Saurina (2008), "Hazardous times for monetary policy: What do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk-taking", *Banco de España working paper n° 0833*.
- Maddaloni, A. e J.L. Peydró (2011), "Bank risk-taking, securitization, supervision and low interest rates – Evidence from the Euro area and the US lending standards", *Review of Financial Studies*, 24, 2121-2165.
- Paligorova, T. e J. A. C. Santos (2012), "When is it less costly for risky firms to borrow? Evidence from the bank risk-taking channel of monetary policy", *Bank of Canada Working Paper 2012-10*.
- Rajan, R.G. (2006), "Has Financial Development Made the World Riskier?", *European Financial Management*, 12(4), 499-533.
- Thakor, A. (2013), "Incentives to innovate and financial crises", *Journal of Financial Economics*, 103(1), 130-148.
- Valencia, F. (2011), "Monetary policy, bank leverage and financial stability", *IMF working paper 11/244*.





# INVESTIMENTO E SITUAÇÃO FINANCEIRA DAS EMPRESAS: EVIDÊNCIA RECENTE\*

Luisa Farinha\*\* | Pedro Prego\*\*

109

Artigos

## SUMÁRIO

A análise da relação entre a situação financeira das empresas e as correspondentes decisões de investimento é particularmente útil no momento atual dado (i) o elevado nível de endividamento das empresas portuguesas, (ii) a redução da respetiva rentabilidade e correspondente aumento de necessidades de financiamento externo à empresa e (iii) o facto de se terem alterado consideravelmente as condições de acesso ao mercado de crédito. Neste artigo são utilizados os dados contabilísticos das empresas não-financeiras portuguesas para o período de 2006 a 2011. Os resultados obtidos sugerem que o peso do serviço da dívida, o custo de capital e o nível de endividamento da empresa, todos têm uma relação negativa com a taxa de investimento da empresa. Em sentido oposto, a taxa de rentabilidade da empresa apresenta uma forte relação positiva com a taxa de investimento. É importante realçar que estes resultados são particularmente visíveis para as empresas de menor dimensão indicando que estas são afetadas desproporcionalmente pelo agravamento das condições de acesso ao mercado de crédito. Por último, existe também evidência de que o impacto da situação financeira das empresas se tornou mais importante durante o período de intensificação da crise.

## 1. INTRODUÇÃO

A análise da situação financeira das empresas e do seu impacto sobre as suas decisões de investimento é particularmente relevante na análise e previsão da atividade económica. Num contexto de imperfeições nos mercados financeiros, que podem afetar significativamente a procura de fatores produtivos e, consequentemente, a capacidade produtiva da economia, a hipótese do “acelerador financeiro” afirma que o investimento empresarial é muito volátil e concentrado em curtos períodos de tempo seguidos de fortes quedas. Neste contexto, a existência de imperfeições nos mercados financeiros contribui para exacerbar o ciclo económico (Bernanke *et al.*, 1999). Desta forma, analisar a relação entre a situação financeira da empresa e as suas decisões de investimento é particularmente relevante.

Apesar da relevância deste tema, na literatura empírica encontram-se poucos artigos com base em dados portugueses. Farinha (1995) utiliza uma base de dados ao nível de empresa para o período 1986-1992 e conclui que a disponibilidade de fundos gerados internamente pelas empresas afeta significativamente as suas decisões de investimento, exceto no caso das empresas de maior dimensão. Barbosa *et al.* (2007) centram-se no período 1995-2005 e obtêm evidência de uma relação negativa entre as decisões de investimento das empresas e algumas medidas relacionadas com a sua situação financeira. Oliveira e Fortunato (2006) utilizam uma base de dados de empresas para o período de 1990-2001 e concluem

\* Os autores agradecem os comentários de Pedro Portugal assim como todo o apoio de Lucena Vieira. As opiniões expressas neste artigo são da responsabilidade dos autores, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros e omissões são da exclusiva responsabilidade dos autores.

\*\* Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

que o crescimento das empresas mais pequenas e das mais jovens é mais sensível ao *cash-flow* do que o das empresas maiores e mais maduras. O objetivo deste trabalho é dar uma visão mais recente e aprofundada da relação entre as decisões de investimento empresarial e a sua situação financeira. Mais especificamente, em linha com o artigo de Barbosa *et al.* (2007), neste artigo analisa-se o efeito da situação financeira das empresas (medida pelo nível de endividamento, rentabilidade, peso dos juros no rendimento e custo de financiamento) sobre as suas decisões de investimento.

Utilizando uma base de dados com informação financeira de todas as empresas não financeiras do setor privado, abrangendo o período de 2006 até 2011, este estudo apresenta uma análise mais detalhada da relação entre investimento e restrições financeiras do que os estudos anteriores. Adicionalmente, abordam-se duas questões complementares. Por um lado, testa-se se a intensidade do efeito das condições financeiras sobre as decisões de investimento varia com a dimensão das empresas. Por outro, testa-se se houve alteração daquele efeito no período de intensificação da crise económica e financeira.

O resto do artigo encontra-se estruturado da seguinte forma. A secção 2 apresenta a literatura mais relevante na análise deste tópico. Na secção 3 descreve-se a amostra utilizada no estudo e apresenta-se uma análise descritiva da relação entre as taxas de investimento e a situação financeira da empresa. A secção 4 apresenta a especificação econométrica utilizada e o método de estimação, bem como os principais resultados. A secção 5 conclui e apresenta algumas linhas de investigação futura.

## 2. REVISÃO DE LITERATURA

A teoria neoclássica de acumulação de capital estabelece que, no caso de mercados de capitais perfeitos, a origem do financiamento da empresa é irrelevante (Modigliani e Miller, 1958). Diferentes teorias têm sido propostas, sendo que um argumento recorrente é a existência de assimetrias de informação e mercados de capitais imperfeitos como os principais fatores a provocarem restrições no acesso a financiamento por parte das empresas.

Nesse sentido, o trabalho de Stiglitz e Weiss (1981) e Myers e Majluf (1984) são referências clássicas no estudo do problema da assimetria de informação. Stiglitz e Weiss (1981) desenvolveram um modelo de restrições de crédito, onde a assimetria de informação cria uma situação de seleção adversa. Numa situação de aumento generalizado do custo de financiamento, e dado que os credores não conseguem diferenciar a qualidade dos devedores (esta está diretamente ligada à probabilidade de um devedor pagar o seu empréstimo), os devedores que inicialmente reduzem o seu nível de financiamento serão aqueles com maior probabilidade de cumprir o contrato de empréstimo previamente estabelecido. Este processo leva a que apenas os devedores com baixa probabilidade de liquidar o empréstimo se mantenham no mercado de crédito, aumentando o risco de crédito generalizado, obrigando assim os credores a aumentar o custo de financiamento de forma a restringir a quantidade de crédito disponível.

Myers e Majluf (1984) demonstram que o custo do capital varia consoante a origem do mesmo, mais especificamente, que capital gerado internamente tem um custo inferior a todas as opções de financiamento externo. O principal argumento para esta diferença de preço baseia-se na assimetria de informação entre os gestores da empresa (que detêm informação completa acerca do estado da empresa e das oportunidades de investimento) e a entidade financiadora (que possui apenas informação incompleta). Myers e Majluf (1984) mostraram também que, num cenário em que a empresa é obrigada a recorrer a financiamento externo, dado ter usado todos os recursos de capital gerados internamente, a forma mais económica de se financiar será através da emissão de dívida ao invés da emissão de capital. Os autores desenvolveram, assim, o conceito de "*pecking order*", ou seja, uma hierarquia dos vários tipos de financiamento e dos seus respetivos custos, sendo que fundos gerados internamente são considerados os de menor custo, seguidos da emissão de dívida e só por fim a emissão de capital.

Teorias alternativas têm sido apresentadas no âmbito do estudo das imperfeições nos mercados de crédito. Kiyotaki e Moore (1997, 2002) afirmam que mesmo empresas numa situação financeira estável podem

ficar financeiramente restringidas, visto que reduções no preço de ativos detidos pela empresa provocam uma redução no valor usado como colateral, originando um maior custo de financiamento, o que irá aumentar a probabilidade de não-cumprimento de créditos existentes ou uma limitação à concessão de novos créditos (sendo conhecida como o “*balance sheet channel*”). Contudo, Kiyotaki e Moore (1997, 2002) alertam também para o facto de que este processo em cadeia (em que uma redução do valor dos ativos num setor tem consequências em diferentes setores) apenas se verifica quando ocorre entre empresas que possuem restrições de crédito<sup>1</sup>.

Paralelamente, Holmstrom e Tirole (1997) desenvolveram um modelo de “*credit crunch*”, onde as empresas enfrentam restrições ao nível da quantidade de crédito disponível e não ao nível do preço (usualmente através de aumentos da taxa de juro) desse mesmo crédito (na linha de Stiglitz e Weiss (1981)). Este modelo assenta na redução da oferta de recursos disponíveis para o mercado de crédito provocado, por exemplo, pela redução da taxa de poupança ou do valor dos ativos normalmente usados como colateral. Holmstrom e Tirole (1997) mostram que empresas descapitalizadas sofrem desproporcionalmente neste processo. Uma especificidade deste modelo é que a redução da oferta de crédito pode acontecer ao mesmo tempo que o custo do crédito diminui<sup>2</sup>.

Fazzari *et al.* (1988), com um estudo pioneiro, deram início a uma vasta literatura empírica dando seguimento ao trabalho de Stiglitz e Weiss (1981) e Myers e Majluf (1984). A este respeito, Fazzari *et al.* (1988) usaram uma abordagem baseada na teoria de investimento de “*Tobin’s Q*”, que permite medir, a valores de mercado, as oportunidades de investimento das diferentes empresas<sup>3</sup>. Adicionalmente, utilizando como medida para fundos gerados internamente a existência de *cash flows*, concluíram que as decisões de investimento da empresa são significativamente afetadas pela existência de fundos gerados internamente, sendo este resultado evidência de restrições no acesso a financiamento externo. Contudo, alguns autores afirmam que o facto de uma medida de fluxo de caixa ser significativa numa equação de investimento não pode, por si só, ser uma prova de restrições de financiamento. Neste sentido, Kaplan e Zingales (1997) argumentam que os resultados encontrados anteriormente estão dependentes da definição usada para empresas com restrições de liquidez, podendo os resultados encontrados por Fazzari *et al.* (1988) indicar apenas uma escolha por parte das empresas de terem uma maior taxa de poupança dado, por exemplo, uma maior aversão ao risco. Classificando as empresas em três grupos diferentes (não condicionadas financeiramente, potencialmente condicionadas financeiramente, e condicionadas financeiramente), Kaplan e Zingales (1997) mostraram que apenas as empresas classificadas como “não condicionadas financeiramente” têm maior sensibilidade aos fluxos de caixa, um resultado contrário ao encontrado anteriormente. Mais recentemente, Alti (2003) argumenta que, mesmo no caso de mercados financeiros perfeitos, as decisões de investimento são sensíveis aos fluxos de caixa dado que as empresas apenas decidem continuar a investir à medida que obtêm melhor informação acerca da rentabilidade de investimentos passados, informação que está dependente da realização de *cash-flows*. Dessa forma, Alti (2003) conclui que, mesmo corrigindo o valor das empresas pela existência de oportunidades de investimento específicas a cada empresa, não existe uma relação significativa entre os fluxos de caixa gerados e as decisões de investimento da empresa. Adicionalmente, Oliveira e Fortunato (2006), através do uso de uma amostra de empresas portuguesas do sector industrial desde 1990 a 2001, conclui que a sensibilidade aos *cash-flows* verifica-se apenas para empresas de menor dimensão e numa fase inicial

1 Numa análise empírica, Martínez-Carrascal e Ferrando (2008) sugerem que a política monetária tem importantes consequências não só através do usual impacto ao nível da taxa juro e no respetivo custo de financiamento, mas também através do “*balance sheet channel*”, dado que taxas de juro mais elevadas reduzem não só o valor presente de *cash flows* futuros mas também o valor dos ativos apresentados pelas empresas como colateral para novos financiamentos.

2 Ivashina e Scharfstein (2010) apresentam indícios para da existência de um “*credit crunch*” na economia dos EUA após a falência do Lehman Brothers, em 2008, com os bancos mais expostos financeiramente a reduzirem a quantidade de crédito disponível.

3 Neste estudo, não foi usado como modelo base a teoria de “*Tobin’s Q*” dado que o número de empresas cotadas no mercado bolsista é demasiado reduzido para se obter precisão estatística.

do seu ciclo de vida. Um argumento sugerido pelos autores para este resultado reside no facto de que a existência de fluxos de caixa é particularmente importante para este grupo de empresas como medida de sucesso acerca dos investimentos previamente realizados e não necessariamente indicando a existência de restrições de financiamento.

Estudos empíricos recentes, como o realizado por Martínez-Carrascal e Ferrando (2008), têm seguido uma abordagem de usar vários indicadores de “pressão financeira” (medida pelo nível de endividamento da empresa, o peso dos juros e a rentabilidade da empresa), concluindo que as decisões de investimento são significativamente limitadas pela situação financeira da empresa. Nickell e Nicolitsas (1999) mostram que existe também uma relação negativa entre a situação financeira da empresa (medida de forma análoga) e a respetiva quantidade de emprego. Da mesma forma, Benito e Hernando (2007) encontram uma relação negativa não só entre “pressão financeira” e a quantidade de emprego mas também ao nível da política de distribuição de resultados seguida pela empresa. Adicionalmente, Benito e Hernando (2007) apresentam evidência da existência de uma relação não-linear entre a situação financeira da empresa e as respetivas decisões de investimento, um resultado igualmente referido em Martínez-Carrascal e Ferrando (2008) e Hernando e Martínez-Carrascal (2008). Neste sentido, Marchica e Mura (2010) argumentam que a flexibilidade financeira, definida como um nível de endividamento “permanentemente” abaixo do que seria esperado *ex-ante*, permite às empresas aproveitar oportunidades de investimento inesperadas. Os autores mostram também que as empresas financeiramente “flexíveis” apresentam níveis de investimento superior tendo igualmente maiores taxas de rentabilidade do que as empresas que não apresentam tal flexibilidade financeira.

### 3. AMOSTRA E ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

A análise apresentada neste artigo utiliza a base de dados anual da Central de Balanços do Banco de Portugal que, por sua vez, se baseia na Informação Empresarial Simplificada (IES). A IES contém informação sobre o balanço contabilístico e a demonstração de resultados de praticamente todas as empresas portuguesas, desde 2006 até 2011, o ano mais recente da base de dados.

Uma das principais vantagens de utilizar a informação da IES é a possibilidade de conduzir a análise ao nível microeconómico. Neste estudo foram consideradas apenas as empresas não financeiras do setor privado que têm algum tipo de dívida que vence juros. Por este motivo, excluíram-se da amostra as empresas com dívida ou juros nulos. Foram também excluídas as empresas compostas que têm apenas uma pessoa ao serviço. Foi necessário eliminar também as empresas que reportaram dados incompletos ou incoerentes, tais como as que apresentaram valores nulos ou negativos para o total do ativo ou do volume de negócios. Adicionalmente, as empresas com menos do que três observações (anos) consecutivas foram igualmente retiradas. Para efeitos de análise econométrica, e a fim de garantir a existência de uma relação monótona entre o indicador de encargos com juros e a situação financeira das empresas, foram consideradas apenas as empresas com resultados operacionais positivos. Foi ainda imposto um critério referente à taxa de variação anual do imobilizado, procurando eliminar os valores extremos da distribuição. Nesse sentido, empresas que apresentam um aumento no imobilizado de mais de 500 por cento ou a uma diminuição maior do que 75 por cento foram removidas da amostra. Finalmente, e no sentido de eliminar um potencial enviesamento devido a observações extremas, observações abaixo (e acima) do percentil 1 (percentil 99) das variáveis relevantes foram sujeitas a um procedimento de “winsorising”<sup>4</sup>. Depois de aplicar todos os critérios acima descritos, obteve-se um painel não equilibrado com 189,266 observações, correspondentes a 97,761 empresas observadas no período entre 2006 e 2011.

4 Com este procedimento, as observações abaixo (acima) do percentil 1 (percentil 99) foram igualadas ao valor para o respetivo percentil.

O objetivo deste estudo é analisar os fatores determinantes das decisões de investimento das empresas, em particular daqueles que estão relacionados com as suas condições de financiamento. A taxa de investimento é definida como o montante de investimento total realizado pela empresa em cada ano, dividido pelo *stock* de capital no ano imediatamente anterior. Por sua vez o *stock* de capital tem subjacente uma taxa de depreciação fixa anual de 10 por cento. O investimento e o *stock* de capital incluem ativos tangíveis e intangíveis. Em consonância com estudos empíricos anteriores, os indicadores utilizados para medir a situação financeira da empresa foram as seguintes: o peso dos juros, definido como o quociente entre os juros pagos e o resultado operacional bruto; o nível de endividamento da empresa, definido como o quociente entre a dívida financeira e o total do ativo; o custo de financiamento, definido como o quociente entre os juros pagos e a dívida financeira da empresa; por fim, a rentabilidade da empresa foi definida como o quociente entre o resultado operacional bruto e o total do ativo.

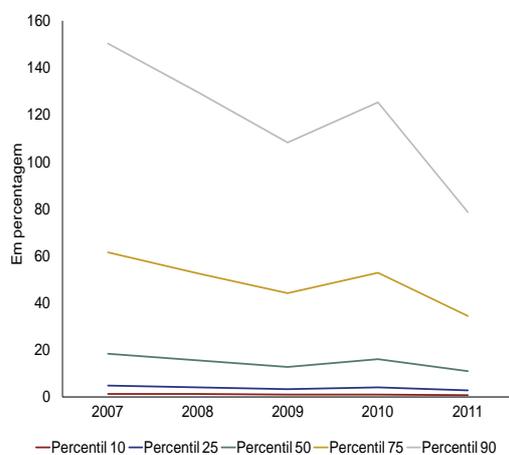
Os gráficos seguintes apresentam a evolução dos percentis simples de ordem 10, 25, 50, 75 e 90 da distribuição das principais variáveis usadas neste estudo. Esta representação torna possível avaliar a evolução, não só da empresa típica (*i.e.*, a empresa mediana em cada ano), mas também de empresas situadas noutros pontos da distribuição de cada uma das variáveis.

O gráfico 1 mostra como as empresas portuguesas, de uma forma geral, reduziram sua taxa de investimento durante o período em análise, à exceção do ano de 2010. Adicionalmente, os dados mostram que as empresas que se localizam nos percentis superiores (percentil 75 e 90) reduziram a sua respetiva taxa de investimento de forma mais acentuada, dessa forma comprimindo a aba direita da distribuição. No gráfico 2 verifica-se que a redução da taxa de investimento ocorre para as empresas em diferentes classes de dimensão (micro, pequenas, médias e grandes). Estes resultados estão em linha com os resultados obtidos no estudo anterior feito por Barbosa *et al.* (2007), no qual se mostrava que a redução da taxa de investimento se verificava desde 1999.

Relativamente ao endividamento das empresas portuguesas (Gráfico 3) verifica-se que este aumentou ligeiramente (mas de forma constante) desde 2006 até 2009, tendo ocorrido um aumento significativo em 2010, e de novo uma diminuição em 2011 (ficando mesmo assim acima do nível observado até 2009). Contudo, o nível de endividamento mediano das empresas médias e grandes é consideravelmente maior do que o nível apresentado pelas micro e pequenas empresas de 2006 até 2009 (Gráfico 4). Em 2010, o endividamento mediano das micro e pequenas empresas aumentou consideravelmente,

**Gráfico 1**

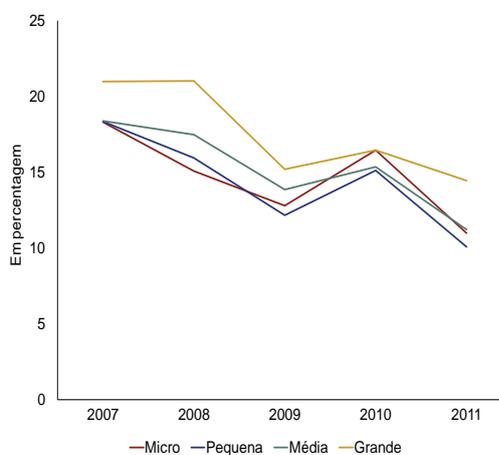
**EVOLUÇÃO DA DISTRIBUIÇÃO DA TAXA DE INVESTIMENTO**



Fonte: Banco de Portugal (Central de Balanços anual).

**Gráfico 2**

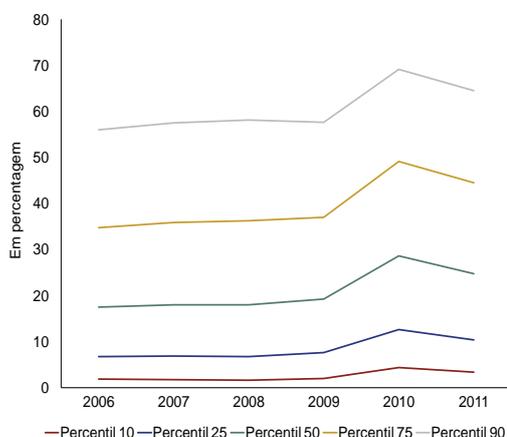
**EVOLUÇÃO DA MEDIANA DA TAXA DE INVESTIMENTO, SEGUNDO A DIMENSÃO DA EMPRESA**



Fonte: Banco de Portugal (Central de Balanços anual).

Gráfico 3

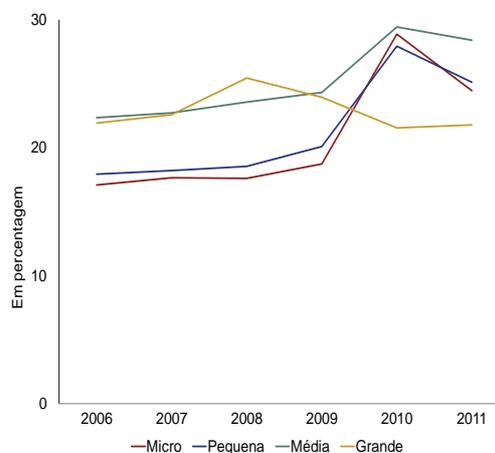
EVOLUÇÃO DA DISTRIBUIÇÃO DO NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO



Fonte: Banco de Portugal (Central de Balanços anual).

Gráfico 4

EVOLUÇÃO DA MEDIANA DO NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO, SEGUNDO A DIMENSÃO DA EMPRESA



Fonte: Banco de Portugal (Central de Balanços anual).

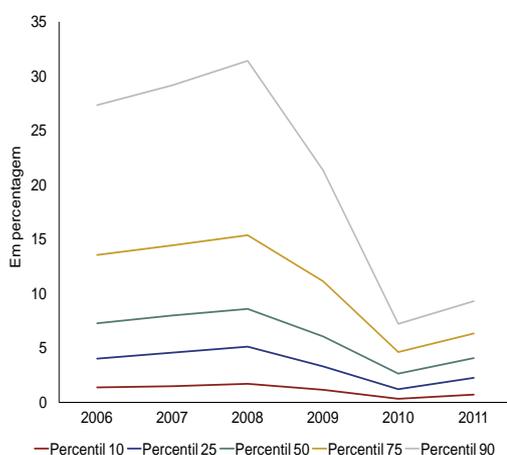
atingindo um nível semelhante ao das empresas médias. No caso das empresas micro, em 2011 o endividamento decresceu ligeiramente. Por sua vez, o endividamento das empresas grandes decresceu em 2010 e manteve-se em 2011.

Em relação à evolução do custo de financiamento das empresas, observam-se dois padrões diferentes. De 2006 até 2010 verificou-se uma tendência geralmente decrescente, mais acentuada a partir de 2008. Verificou-se depois um aumento considerável deste indicador no ano de 2011. Ocorreu uma compressão significativa da distribuição em 2010, principalmente do lado direito da distribuição (Gráfico 5). De notar que o padrão descrito é semelhante para as diferentes classes de dimensão das empresas (Gráfico 6).

Assim como no caso da evolução do custo de financiamento, verificou-se uma redução significativa na dispersão da distribuição do peso dos juros, especialmente em 2010 (Gráfico 7). No gráfico 8, importa

Gráfico 5

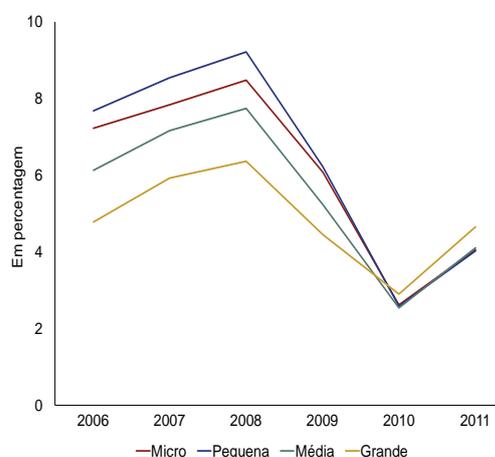
EVOLUÇÃO DA DISTRIBUIÇÃO DO CUSTO DE FINANCIAMENTO



Fonte: Banco de Portugal (Central de Balanços anual).

Gráfico 6

EVOLUÇÃO DA MEDIANA DO CUSTO DE FINANCIAMENTO, SEGUNDO A DIMENSÃO DA EMPRESA

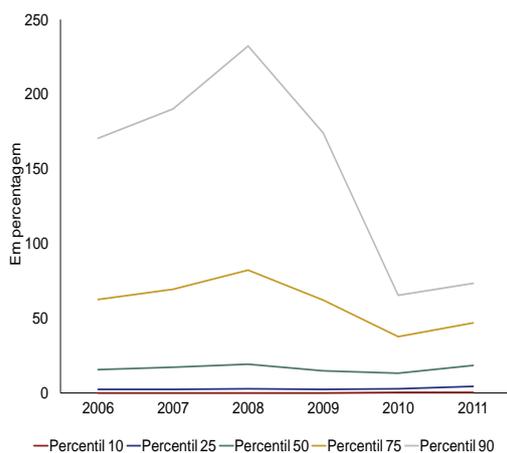


Fonte: Banco de Portugal (Central de Balanços anual).

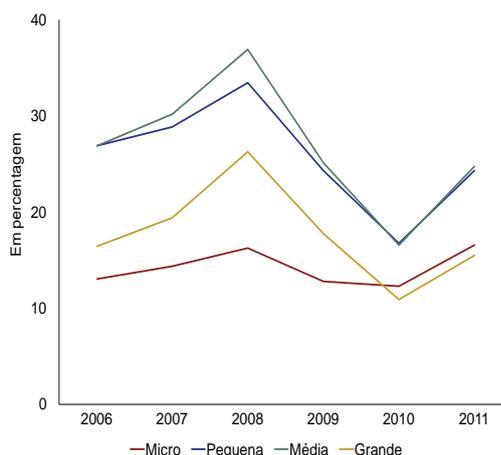
notar o facto de as pequenas e médias empresas apresentarem uma evolução semelhante para o indicador do peso dos juros no período em análise. Nestas duas categorias, o indicador manteve-se acima do nível registado para as micro e grandes empresas (de realçar o facto destas duas categorias, *à priori* tão díspares, apresentarem uma evolução muito semelhante).

O gráfico 9 mostra que, em termos gerais, a rentabilidade das empresas em Portugal tem estado em declínio durante todo o período em análise. Este resultado tem especial relevo dado que, como documentado por Barbosa *et al.* (2007), a rentabilidade da empresa representativa em Portugal já estava em declínio desde 1995. Os resultados mostram também que a aba esquerda da distribuição aumentou ligeiramente, sugerindo que as empresas menos rentáveis foram particularmente afetadas. Analisando as empresas de acordo com a sua dimensão (Gráfico 10), o nível de rentabilidade da empresa representativa de cada subgrupo apresenta mesmo um ligeiro aumento, com a exceção das micro empresas<sup>5</sup>.

Apresenta-se de seguida uma análise bivariada da relação entre a taxa de investimento e os vários indicadores de situação financeira das empresas. Esta análise permite dar uma primeira indicação sobre a relação entre taxa de investimento e as principais variáveis de interesse. As variáveis escolhidas são as que foram apresentadas anteriormente, ou seja, o endividamento, o custo de financiamento, o peso dos juros e a rentabilidade. Os gráficos 11, 12, 13 e 14 apresentam a evolução da taxa de investimento mediana para o conjunto de empresas que, no ano anterior, se encontravam em diferentes percentis da distribuição das variáveis financeiras em consideração. Em particular, consideram-se as empresas situadas no primeiro decil, no último decil e as empresas situadas entre o percentil 45 e o percentil 55. Adicionalmente, os gráficos 1, 2, 3 e 4 apresentados no Apêndice replicam o processo descrito anteriormente mas separando a análise nas quatro categorias de dimensão das empresas, ou seja, micro, pequenas, médias e grandes empresas. Na generalidade, a análise gráfica sugere que as variáveis financeiras têm impacto sobre as decisões de investimento das empresas.

**Gráfico 7**
**EVOLUÇÃO DA DISTRIBUIÇÃO DO PESO DOS JUROS**


Fonte: Banco de Portugal (Central de Balanços anual).

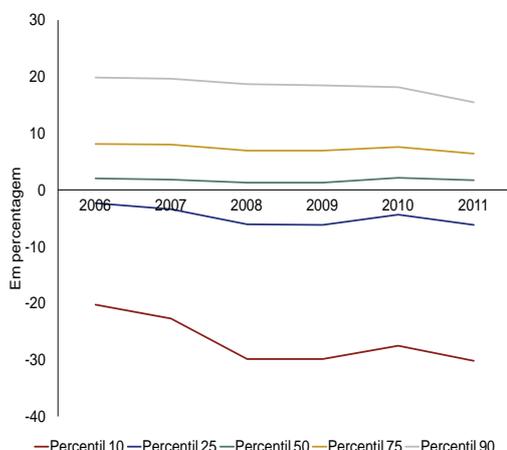
**Gráfico 8**
**EVOLUÇÃO DA MEDIANA DO PESO DOS JUROS, SEGUNDO A DIMENSÃO DA EMPRESA**


Fonte: Banco de Portugal (Central de Balanços anual).

<sup>5</sup> Os resultados do gráfico 9 e gráfico 10 aparentam ser contraditórios, uma vez que a rentabilidade da empresa representativa (mediana) está em ligeiro declínio, apesar de se observar um ligeiro aumento da rentabilidade das empresas das várias classes de dimensão, com exceção das micro empresas. A razão para esta aparente divergência reside no facto de que a distribuição no Gráfico 9 ser dominada por micro empresas (categoria que, em número de empresas, representa 83 por cento da amostra).

Gráfico 9

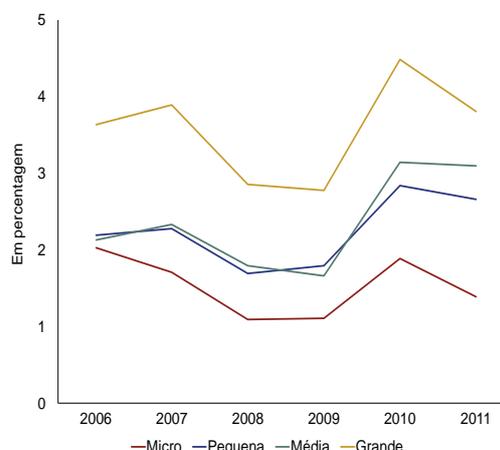
EVOLUÇÃO DA DISTRIBUIÇÃO DA RENDIBILIDADE



Fonte: Banco de Portugal (Central de Balanços anual).

Gráfico 10

EVOLUÇÃO DA MEDIANA DA RENDIBILIDADE, SEGUNDO A DIMENSÃO DA EMPRESA



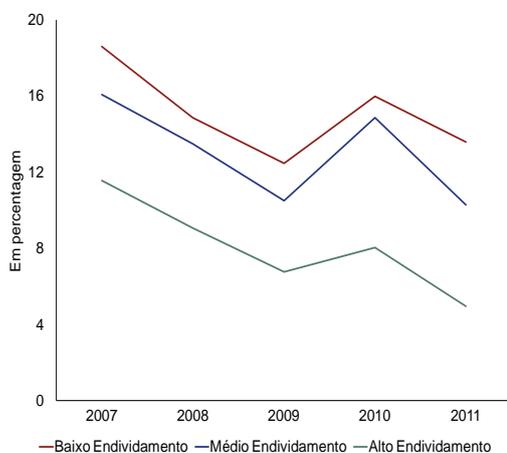
Fonte: Banco de Portugal (Central de Balanços anual).

O gráfico 11 mostra que as empresas com níveis elevados de endividamento apresentam taxas de investimento substancialmente mais baixas do que as empresas com níveis médios ou baixos de endividamento. Este padrão é genericamente verificado para as diferentes classes de dimensão (Gráfico 1 – Apêndice). Um aspeto interessante é o facto de no grupo de grandes empresas com um nível reduzido de investimento (primeiro decil), em 2011, a taxa de investimento ter aumentado ligeiramente, o que sugere que estas empresas terão decidido aproveitar potenciais oportunidades de investimento.

Quanto à relação entre a taxa de investimento e o custo de financiamento das empresas (Gráfico 12), observa-se que as empresas no último decil da distribuição do custo de financiamento apresentam uma taxa de investimento maior do que as que têm um custo de financiamento mediano. Este resultado, aparentemente contraditório, pode estar relacionado com o facto de existirem outros fatores que afetam

Gráfico 11

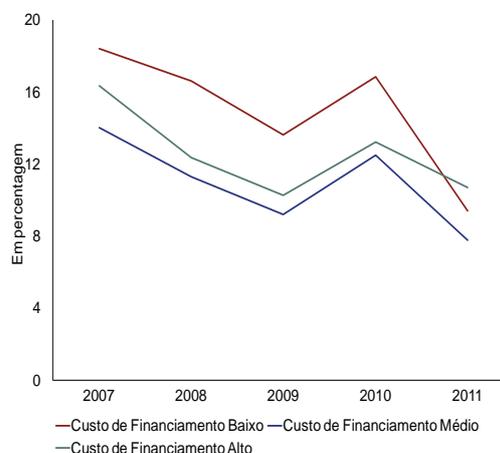
EVOLUÇÃO DA TAXA DE INVESTIMENTO, PARA DIFERENTES NÍVEIS DO ENDIVIDAMENTO



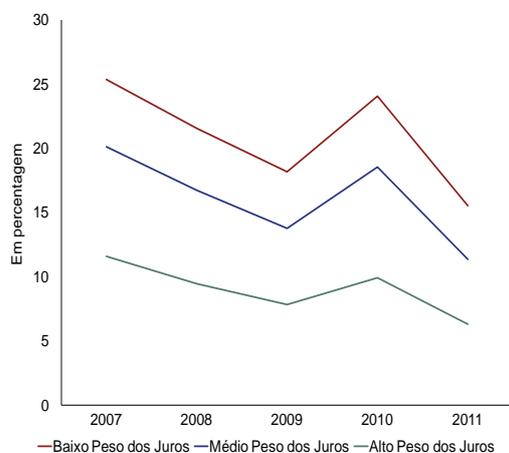
Fonte: Banco de Portugal (Central de Balanços anual).

Gráfico 12

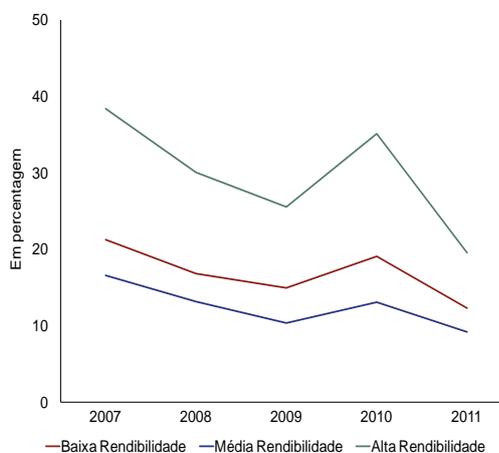
EVOLUÇÃO DA TAXA DE INVESTIMENTO, PARA DIFERENTES NÍVEIS DO CUSTO DE FINANCIAMENTO



Fonte: Banco de Portugal (Central de Balanços anual).

**Gráfico 13**
**EVOLUÇÃO DA TAXA DE INVESTIMENTO, PARA DIFERENTES NÍVEIS DO PESO DOS JUROS**


Fonte: Banco de Portugal (Central de Balanços anual).

**Gráfico 14**
**EVOLUÇÃO DA TAXA DE INVESTIMENTO, PARA DIFERENTES NÍVEIS DA RENDIBILIDADE**


Fonte: Banco de Portugal (Central de Balanços anual).

o investimento, e que não são tidos em consideração numa análise bivariada. Por exemplo, as empresas pequenas e jovens apresentam um perfil mais arriscado, enfrentando por essa via um custo de financiamento mais elevado, tendo ao mesmo tempo um maior potencial de crescimento, o que explica uma maior taxa de investimento. De uma forma geral, observa-se um padrão semelhante para as empresas nas diferentes categorias de dimensão (Gráfico 2 – Apêndice).

Quanto ao indicador do peso dos juros (Gráfico 13) verifica-se a relação esperada. Um rácio mais elevado deverá indicar que uma empresa tem maiores probabilidades de entrar em incumprimento. Nesse sentido, os resultados mostram que as empresas com um valor do peso dos juros mais elevado apresentam as menores taxas de investimento. Este padrão é replicado para as diferentes categorias de dimensão (Gráfico 3 – Apêndice).

Relativamente à relação entre o investimento e a medida de rentabilidade (Gráfico 14), os resultados são também de alguma forma inesperados dado que empresas com baixos níveis de rentabilidade (no primeiro decil) têm uma taxa de investimento maior do que as empresas com uma rentabilidade mediana. No entanto, esta relação não se mantém para as diferentes classes de dimensão das empresas (Gráfico 4 – Apêndice 2), à exceção do grupo de grandes empresas, no qual em 2010 as empresas do percentil intermédio da distribuição apresentam uma taxa de investimento menor do que as empresas do primeiro decil.

## 4. ANÁLISE ECONÓMÉTRICA E PRINCIPAIS RESULTADOS

### 4.1 Metodologia e especificação do modelo base

A secção 3 apresenta uma análise bivariada da relação entre a taxa de investimento das empresas e alguns indicadores da sua situação financeira. É de esperar que estes indicadores estejam correlacionados entre si, pelo que a interpretação dos resultados baseados naquela análise é particularmente difícil. Para obviar esta limitação, desenvolveu-se uma análise de regressão múltipla, cujos resultados se apresentam nesta secção. O objetivo da análise econométrica não é obter uma relação causal entre a situação financeira das empresas e o seu investimento, mas apenas testar o sinal e a significância estatística das relações entre ambas. A análise é baseada nos resultados da estimação da seguinte especificação:

$$Inv_{i,t} = \alpha_i + \gamma Inv_{i,t-1} + \beta X_{i,t-1} + \delta Vendas_{i,t-1} + \varphi_j Dimensão_{j,t-1} + \theta_t + S_i + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

em que índice  $i = 1, 2, \dots, N$  se refere a cada empresa individualmente,  $t = 1, 2, \dots, T$  aos anos;  $j = 1, 2, 3, 4$  corresponde às diferentes classes de dimensão (nomeadamente, micro, pequenas, médias e grandes empresas, sendo esta última a categoria omitida). Quanto às variáveis usadas,  $Inv_{i,t}$  refere-se à taxa de investimento da empresa  $i$  no período  $t$ ,  $X_{i,t-1}$  representa o vetor de variáveis financeiras de interesse (i.e., o peso dos juros, o nível de endividamento, o custo de financiamento e a rentabilidade da empresa),  $Vendas$  representa o logaritmo do volume de negócios,  $\theta_t$  são os efeitos temporais que medem o efeito de variações macroeconómicas que afetam todas as empresas,  $S_i$  são efeitos fixos ao nível do setor e  $\epsilon_{i,t}$  é um termo de erro. À exceção da taxa de investimento, todas as variáveis contínuas são apresentadas em logaritmos e como desvios para a média da amostra, a fim de facilitar a leitura dos resultados<sup>6</sup>.

Além das especificações acima descritas, e com o objetivo de avaliar o impacto das variáveis financeiras de interesse para as empresas em diferentes classes de dimensão, o modelo acima foi re-estimado incluindo termos de interação entre a variável financeira de interesse e as quatro *dummies* de dimensão. Adicionalmente, foi testada a hipótese de uma alteração do impacto das variáveis de interesse na procura de investimento devido à intensificação da crise económica e financeira (através da inclusão de termos de interação das variáveis de interesse com uma variável *dummy* que toma o valor 1 para os anos de 2010 e 2011).

A metodologia de estimação utilizada foi o estimador *GMM-System* proposto por Arellano e Bover (1995), posteriormente desenvolvido por Blundell e Bond (1998). Este método é particularmente indicado quando o número de anos é reduzido e o número de empresas é grande, existem efeitos fixos individuais, assim como variáveis autocorrelacionadas e que apresentam persistência ao longo do tempo, e regressores não estritamente exógenos. Com esta metodologia, as equações são estimadas em níveis e em diferenças, tendo como instrumentos os valores desfasados dos regressores não estritamente exógenos. Para todas as estimativas, o teste de Hansen (com um nível de confiança de 5 por cento) para a validade dos instrumentos e do teste de não existência de correlação de primeira e segunda ordem dos resíduos das primeiras diferenças Arellano e Bond (1991) (designado AR 1 e AR 2) são apresentados.

## 4.2 Principais resultados

### O cenário base

Os principais resultados são apresentados no quadro 1 que está estruturado da seguinte forma: na coluna 1 apresentam-se os resultados da estimação do modelo de base que não inclui qualquer variável relativa à situação financeira das empresas; nas colunas 2 a 5 apresentam-se as estimativas da especificação de base adicionando cada uma das variáveis financeiras de interesse separadamente.

Os resultados da estimação da especificação de base sugerem que existe persistência no nível da taxa de investimento, dado que o coeficiente estimado para a taxa de investimento do período anterior tem um valor positivo e estatisticamente significativo (em linha com os resultados obtidos por Barbosa *et al.*, 2007). Como esperado, o efeito das vendas, que mede o potencial de crescimento da empresa, é positivo e significativo. Em linha com a expectativa de que as empresas maiores se encontram numa fase mais madura do respetivo ciclo de vida, desta forma reduzindo a necessidade de fazer investimentos significativos, a magnitude e significância das *dummies* de dimensão na coluna 1 mostram que a taxa

<sup>6</sup> Mais concretamente, e tomando como exemplo o peso dos juros ( $B$ ), corresponde a aplicar a seguinte transformação:  $b_{i,t} = \ln(B_{i,t}) - \overline{\ln(B)}$  onde  $\overline{\ln(B)}$  corresponde à média da amostra.

Quadro 1

RESULTADOS DA ESTIMAÇÃO DE MODELOS PARA A TAXA DE INVESTIMENTO ( $INV_{i,t}$ )					
	Modelo Base	Endividamento	Rendibilidade	Peso dos Juros	Custo Financiamento
$Inv_{i,t-1}$	0.0145*** (4.717)	0.0135*** (3.904)	0.0138*** (4.016)	-0.00971 (-1.263)	0.00735* (1.789)
$Vendas_{i,t-1}$	0.00244* (1.779)	0.00264* (1.919)	-0.00243* (-1.771)	-0.00119 (-0.683)	0.00384*** (2.655)
Empresas Micro $_{i,t-1}$	0.0918*** (7.966)	0.0936*** (8.073)	0.0843*** (7.336)	0.116*** (7.982)	0.104*** (8.550)
Empresas Pequenas $_{i,t-1}$	0.0403*** (3.709)	0.0445*** (4.022)	0.0450*** (4.154)	0.0844*** (4.728)	0.0518*** (4.520)
Empresas Médias $_{i,t-1}$	0.000262 (0.0228)	0.00766 (0.642)	0.0102 (0.891)	0.0449** (2.478)	0.00310 (0.268)
Ano 2009	-0.0451*** (-14.14)	-0.0407*** (-12.45)	-0.0456*** (-13.59)	-0.0366*** (-7.216)	-0.0373*** (-11.01)
Ano 2010	0.0533*** (15.31)	0.0572*** (15.27)	0.0515*** (14.16)	0.0357*** (7.432)	0.0385*** (6.446)
Ano 2011	-0.0760*** (-24.89)	-0.0540*** (-6.954)	-0.100*** (-31.76)	-0.163*** (-6.821)	-0.132*** (-7.006)
$X_{i,t-1}$		-0.0295** (-2.464)	0.0460*** (42.29)	-0.0688*** (-3.186)	-0.0410*** (-3.238)
Observações	188,852	188,852	188,852	188,852	188,852
Nº de empresas	97,499	97,499	97,499	97,499	97,499
Hansen ( <i>p-value</i> )	0.152	0.220	0.453	0.380	0.117
AR 1 ( <i>p-value</i> )	0	0	0	0	0
AR 2 ( <i>p-value</i> )	0.881	0.800	0.771	0.983	0.970

Fonte: Banco de Portugal (Central de Balanços anual).

**Notas:** Estimadores *system GMM*, utilizando a rotina *xtabond2*, desenvolvida por Roodman (2005). A variável  $X_{i,t-1}$  corresponde à variável financeira em estudo apresentada no topo de cada coluna. Em todas as estimações foram usados como instrumentos em nível os valores desfasados de 1 a 4 períodos da variável Taxa de Investimento, enquanto que na coluna 4 foram usados os desfasamentos de 2 a 4 períodos. Em primeiras diferenças foi usado o desfasamento do 2º período da Taxa de Investimento para as estimações apresentadas nas colunas 1 e 4. Na coluna 2 foram usados como instrumentos em níveis os desfasamentos 2 e 3 da variável de endividamento; na coluna 4 foram usados desfasamentos 3 e 4 da variável peso dos juros; na coluna 5, foi usado em primeiras diferenças a variável Custo de Financiamento desfasado 4 períodos. Rendibilidade (na coluna 3) foi considerada estritamente exógena. A variável *Vendas*, os indicadores de dimensão, os efeitos fixos anuais e de indústria foram usados como instrumentos simples. Apresentam-se dentro de parêntesis os t-rácios. Os símbolos \*\*\*, \*\* e \* indicam, respetivamente, *p-value* <0.01, *p-value* <0.05 e *p-value* <0.1.

de investimento das micro e pequenas empresas é significativamente mais elevada do que a taxa de investimento das grandes empresas (a categoria omitida). Relativamente às *dummies* temporais, os resultados indicam que as taxas de investimento em 2009 e especialmente em 2011 foram menores do que em 2008 (o ano omitido), sendo no entanto maior em 2010. Os resultados descritos são globalmente confirmados pelos modelos que incluem as variáveis financeiras das empresas, com algumas exceções, como é o caso do coeficiente negativo e estatisticamente significativo (ainda que apenas a 10 por cento) para a variável de vendas na coluna 3, e o coeficiente negativo mas estatisticamente não significativo da taxa de investimento no período anterior (coluna 4).

Em relação ao efeito das variáveis da situação financeira da empresa, o foco de análise deste estudo, os resultados mostram que estes têm o sinal esperado, sendo estatisticamente significativos para os níveis usuais de significância, tal como encontrado em outros trabalhos empíricos sobre o tema (Martínez-Carrascal e Ferrando, 2008; Bond *et al.*, 2003; Benito e Hernando, 2007; Hernando e Martínez-Carrascal, 2008; Barbosa *et al.*, 2007). Mais especificamente, os resultados apresentado na coluna 2, que incluem

o nível de endividamento da empresa, exibem uma relação negativa e estatisticamente significativa com a taxa de investimento, sugerindo que níveis mais elevados de dívida pode limitar a capacidade de a empresa realizar investimentos futuros. Na coluna 3, o coeficiente da variável rendibilidade é positivo e estatisticamente significativo, indicando que as empresas com maiores níveis de rendibilidade num determinado ano tendem a investir mais no ano seguinte. Em relação à variável dos encargos com juros (coluna 4) verifica-se um coeficiente negativo e significativo, sugerindo que esta variável tem um efeito relevante sobre o investimento realizado pelas empresas portuguesas. Um resultado semelhante foi encontrado para o impacto do custo de financiamento das empresas (coluna 5), que apresenta um coeficiente negativo e significativo, indicando que um aumento no custo de capital torna menos provável que investimentos futuros se realizem. Em suma, os resultados obtidos quanto ao efeito dos vários indicadores sustentam a hipótese de que a situação financeira das empresas é relevante para explicar as decisões de investimento das empresas<sup>7</sup>.

### O efeito da dimensão das empresas

É de esperar que a existência de fricções no acesso ao crédito motivadas por assimetrias de informação afete as empresas de menor dimensão de forma mais significativa. As empresas de maior dimensão conseguem mais facilmente reduzir as assimetrias de informação para com os seus credores potenciais, uma vez que possuem maior capacidade para lhes transmitir a correta situação financeira da empresa. Adicionalmente, as empresas de grandes dimensões têm também um mais fácil acesso a fontes de financiamento alternativas, tais como os mercados bolsistas. Assim sendo, é de esperar que as grandes empresas sejam menos afetadas pela sua situação financeira, estando portanto, à partida, menos sujeitas a restrições de liquidez do que as empresas de menor dimensão. Deste modo, o modelo de base apresentado na equação 1, foi re-estimado de forma a obter um coeficiente da variável financeira em análise para cada uma das quatro categorias de dimensão<sup>8</sup>, o que corresponde a estimar a seguinte especificação:

$$Inv_{i,t} = \alpha_i + \gamma Inv_{i,t-1} + \beta_k X_{i,t-1} Dimensão_{j,t-1}^k + \delta Vendas_{i,t-1} + \phi_j Dimensão_{j,t-1} + \theta_t + S_i + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

onde  $k = 1, \dots, 4$  indica as quatro categorias de dimensão (micro, pequenas, médias e grandes empresas) e que inclui termos de interação entre a variável financeira em análise e cada uma das *dummies* de dimensão de empresa. Os resultados destas estimações são apresentados no quadro 2.

Os resultados obtidos com esta especificação mostram que a taxa de investimento do período anterior afeta positivamente a taxa de investimento do período atual, sendo o efeito estatisticamente significativo. Nos casos em que se utiliza o nível de endividamento e a rendibilidade como medidas da situação financeira (colunas 1 e 2), o que reforça o resultado encontrado anteriormente relativamente à persistência na taxa de investimento. Contudo, a taxa de investimento do período anterior não é estatisticamente significativa quando analisado o efeito do custo de financiamento (coluna 4), sendo o coeficiente negativo e estatisticamente significativo na coluna 3 em que a variável financeira considerada é o peso dos juros<sup>9</sup>.

- 
- 7 Seguindo o trabalho feito por Barbosa *et al.* (2007) e Benito e Hernando (2007), foi também usada uma especificação que incluiu as três variáveis financeiras de interesse (o nível de endividamento, custo de financiamento e a rendibilidade) simultaneamente. De acordo com esta especificação, apenas o custo de financiamento (com um efeito negativo) e a rendibilidade (com um efeito positivo) são estatisticamente significativos. Por outro lado, a variável endividamento apresenta um coeficiente positivo mas não estatisticamente significativo.
  - 8 Estimou-se também uma especificação onde a dimensão da empresa é medida usando o logaritmo dos ativos totais da empresa (assim como esta variável ao quadrado, sendo no entanto estatisticamente não significativa), obtendo-se um coeficiente estatisticamente significativo e negativo, o que sugere, mais uma vez, uma relação negativa entre a dimensão da empresa e a sua taxa de investimento.
  - 9 Importa realçar a falta de consenso na literatura acerca do efeito que a taxa de investimento no período anterior tem no período atual, dado que alguns estudos reportam um efeito positivo e significativo (Martínez-Carrascal e Ferrando, 2008; Barbosa *et al.*, 2007), outros não encontram qualquer significância nesta variável (Benito e Hernando, 2007; Bond *et al.*, 2003; Hernando e Martínez-Carrascal, 2008), assim como são reportados resultados estatisticamente significativos mas negativos (Martínez-Carrascal e Ferrando, 2008) dependendo da medida de "pressão financeira" usada.

## Quadro 2

### RESULTADOS DA ESTIMAÇÃO DE MODELOS PARA A TAXA DE INVESTIMENTO ( $INV_{i,t}$ ), SEGUNDO A DIMENSÃO DAS EMPRESAS

	Endividamento	Rendibilidade	Peso dos Juros	Custo Financiamento
$Inv_{i,t-1}$	0.0128*** (3.714)	0.0137*** (4.003)	-0.0108** (-2.433)	0.00382 (0.973)
$Vendas_{i,t-1}$	0.00254* (1.846)	-0.00244* (-1.775)	-0.00326** (-2.104)	0.00427*** (2.818)
$Empresas\ Micro_{i,t-1}$	0.101*** (7.878)	0.0852*** (7.374)	0.152*** (8.009)	0.0996*** (6.924)
$Empresas\ Pequenas_{i,t-1}$	0.0508*** (4.163)	0.0451*** (4.127)	0.120*** (6.409)	0.0460*** (3.338)
$Empresas\ Médias_{i,t-1}$	0.0262* (1.924)	0.0102 (0.881)	0.0651*** (3.037)	-0.00961 (-0.651)
Ano 2009	-0.0398*** (-12.21)	-0.0456*** (-13.60)	-0.0290*** (-7.737)	-0.0355*** (-10.55)
Ano 2010	0.0568*** (15.71)	0.0515*** (14.16)	0.0311*** (8.098)	0.0295*** (5.645)
Ano 2011	-0.0554*** (-11.41)	-0.100*** (-31.75)	-0.206*** (-20.03)	-0.167*** (-11.03)
$X_{i,t-1}^*$ Empresas Micro $_{i,t-1}$	-0.0288*** (-3.031)	0.0470*** (32.53)	-0.117*** (-10.26)	-0.0635*** (-5.828)
$X_{i,t-1}^*$ Empresas Micro $_{i,t-1}$	-0.0135* (-1.769)	0.0446*** (25.69)	-0.103*** (-11.17)	-0.0542*** (-5.826)
$X_{i,t-1}^*$ Empresas Médias $_{i,t-1}$	-0.101*** (-4.091)	0.0443*** (13.34)	-0.0856*** (-6.310)	-0.153** (-2.542)
$X_{i,t-1}^*$ Empresas Grandes $_{i,t-1}$	-0.134** (-2.092)	0.0384*** (3.006)	-0.0545 (-1.289)	0.0689 (0.823)
Observações	188,852	188,852	188,852	188,852
Nº de empresas	97,499	97,499	97,499	97,499
Hansen ( <i>p-value</i> )	0.0754	0.457	0.302	0.0729
AR 1 ( <i>p-value</i> )	0	0	0	0
AR 2 ( <i>p-value</i> )	0.833	0.773	0.676	0.990

Fonte: Banco de Portugal (Central de Balanços anual).

**Notas:** A variável  $X_{i,t-1}^*$  corresponde à variável financeira em estudo interagida com o respetivo indicador relativo à categoria de tamanho empresarial. Foram usadas em todas as estimações desfasamentos em nível de 1 a 4 períodos da taxa de investimento. Na coluna 1, foi usado em primeiras diferenças as variáveis Endividamento\*Micro e Endividamento\*Médias desfasadas 2 períodos, assim como as variáveis Endividamento\*Pequenas e Endividamento\*Grande desfasadas 2 e 3 períodos; em nível, foi usado o 3º desfasamento da variável Endividamento\*Pequena. Na coluna 3, foram usados em nível e primeiras diferenças as várias interações do Peso dos Juros desfasadas 3 períodos. Na coluna 4, foram usados em diferenças os desfasamentos 3 e 4 das variáveis Custo de Financiamento\*Micro, Custo de Financiamento\*Pequena e Custo de Financiamento\*Grande; e em nível os desfasamentos 3 da variáveis Custo de Financiamento\*Pequena, Custo de Financiamento\*Médias e Custo de Financiamento\*Grandes. Rendibilidade (coluna 2) foi considerada estritamente exógena. A variável Vendas, os indicadores de dimensão, os efeitos fixos anuais e de indústria foram usados como instrumentos simples. Apresentam-se dentro de parêntesis os t-rácios. Os símbolos \*\*\*, \*\* e \* indicam, respetivamente,  $p\text{-value} < 0.01$ ,  $p\text{-value} < 0.05$  e  $p\text{-value} < 0.1$ .



De um modo geral, os sinais e a significância estatística dos coeficientes associados às variáveis financeiras em análise estão em linha com os obtidos anteriormente. Como esperado, no caso das empresas de maior dimensão, algumas das variáveis financeiras usadas não são estatisticamente significativas, o que pode indicar que estas empresas são menos afetadas pela própria situação financeira. Mais especificamente, este é o caso do efeito estimado para o peso dos juros, que é negativo e significativo para todas as categorias de dimensão de empresa, com exceção das empresas definidas como grandes. Adicionalmente, a magnitude do coeficiente é maior para as empresas de menor dimensão, o que sugere que estas empresas são particularmente afetadas por dificuldades de financiamento. No mesmo sentido, o coeficiente associado ao termo de interação entre o custo de financiamento e a *dummy* relativa às empresas grandes também não é estatisticamente significativo. Em sentido oposto, e tendo por base a significância estatística e magnitude do coeficiente, a rentabilidade parece ser relevante nas decisões de investimento empresarial independentemente do tamanho da empresa<sup>10</sup>.

### O efeito da crise financeira

Um outro aspeto em análise neste artigo foi testar a hipótese de que relação entre as condições financeiras da empresa e as suas decisões de investimento se alterou durante o período de maior intensidade da crise financeira e económica em que o acesso ao financiamento bancário se tornou mais restritivo<sup>11</sup>. Com o intuito de testar esta hipótese a equação 1 foi re-estimada adicionando um termo interativo entre a variável de interesse usada e a *dummy* relativa ao período de crise económica (correspondendo aos anos 2010 e 2011), ou seja:

$$Inv_{i,t} = \alpha_i + \gamma Inv_{i,t-1} + \beta_2 X_{i,t-1} + \beta_2 X_{i,t-1} Crise_{i,t-1} + \delta Vendas_{i,t-1} + \varphi_j Dimensão_{j,t-1} + \theta_t + S_i + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

sendo *Crise* uma *dummy* que é igual a 1 para os anos de 2010 e 2011 e zero caso contrário. Os resultados desta estimação (reportados no Quadro 3) mostram que as diversas variáveis financeiras usadas tiveram diferentes impactos sobre o investimento das empresas durante o período de crise financeira.

Os resultados relativos à rentabilidade (coluna 2) e peso dos juros (coluna 3) sugerem que o efeito destas variáveis foi amplificado durante o período de crise financeira. Mais especificamente, os resultados mostram que o coeficiente relativo à interação entre a *dummy Crise* e a rentabilidade da empresa é positivo e fortemente significativo, sugerindo que os fundos gerados internamente ganharam mais relevo durante o período de crise e de maior dificuldade no acesso a crédito. Relativamente ao efeito do peso dos juros verifica-se que este também se agravou no período de crise, sendo o coeficiente negativo e estatisticamente significativo (ainda que apenas com 10 por cento de nível de confiança).

Os resultados mostram também que, em 2010 e 2011, o efeito do endividamento no investimento das empresas foi negativo, mais do que compensando o efeito positivo que se estima para o período anterior a 2010 (embora este efeito positivo seja apenas significativo com 10 por cento de nível de confiança). Este resultado sugere que um nível elevado de endividamento pode ser particularmente prejudicial ao investimento num período de stress financeiro e económico. Adicionalmente, e apesar do facto de não ter sido feito nenhum teste explícito para a existência de efeitos não-lineares entre as condições financeiras e a taxa de investimento das empresas (como em Hernando e Martínez-Carrascal, 2008), estes

<sup>10</sup> Foi também estimado um modelo usando apenas cada subgrupo de tamanho empresarial ao invés de usar a amostra completa interagida com indicadores de tamanho. Os resultados destas estimativas estão em linha com os encontrados usando a metodologia apresentada. Mais especificamente, as variáveis financeiras de interesse deixam de ser estatisticamente significativa nas regressões para as empresas de maior dimensão. A exceção foi mais uma vez a rentabilidade da empresa que é estatisticamente significativa independentemente da dimensão da empresa.

<sup>11</sup> As dificuldades no acesso ao crédito são visíveis no aumento do prémio de risco da dívida soberana e o aumento generalizado de aversão ao risco.

Quadro 3

RESULTADOS DA ESTIMAÇÃO DE MODELOS PARA A TAXA DE INVESTIMENTO ( $INV_{i,t}$ ): EFEITO DA CRISE				
	Endividamento	Rendibilidade	Peso dos Juros	Custo Financiamento
$Inv_{i,t-1}$	0.0138*** (3.992)	0.0137*** (3.985)	0.288* (1.754)	0.00540 (1.487)
$Vendas_{i,t-1}$	0.00172 (1.230)	-0.00243* (-1.772)	-0.00936*** (-2.621)	0.00450*** (3.212)
Empresas Micro $_{i,t-1}$	0.0934*** (8.085)	0.0841*** (7.321)	0.0912*** (3.659)	0.113*** (9.543)
Empresas Pequenas $_{i,t-1}$	0.0426*** (3.892)	0.0448*** (4.134)	0.0791*** (3.721)	0.0598*** (5.373)
Empresas Médias $_{i,t-1}$	0.00179 (0.155)	0.00998 (0.871)	0.0559*** (3.482)	0.00677 (0.582)
Ano 2009	-0.0406*** (-12.40)	-0.0459*** (-13.68)	-0.0119 (-1.242)	-0.0351*** (-10.56)
Ano 2010	0.0512*** (13.20)	0.0537*** (13.99)	0.0845*** (3.025)	0.0258*** (5.873)
Ano 2011	-0.0674*** (-14.08)	-0.0992*** (-30.92)	-0.186*** (-12.91)	-0.151*** (-17.06)
$X_{i,t-1}$	0.0192* (1.684)	0.0431*** (30.29)	-0.103*** (-13.10)	-0.0683*** (-11.26)
$X_{i,t-1} * Crise_{i,t-1}$	-0.0353*** (-2.689)	0.00619*** (2.972)	-0.00863* (-1.710)	0.0214*** (3.772)
Observações	188,852	188,852	188,852	188,852
Nº de empresas	97,499	97,499	97,499	97,499
Hansen ( <i>p-value</i> )	0.211	0.454	0.134	0.239
AR 1 ( <i>p-value</i> )	0	0	6.07e-05	0
AR 2 ( <i>p-value</i> )	0.848	0.772	0.0472	0.998

Fonte: Banco de Portugal (Central de Balanços anual).

Notas: A variável  $X_{i,t-1}$  corresponde à variável financeira em estudo interagida com o respetivo indicador igual a 1 para os anos 2010 e 2011 e 0 para os restantes anos da amostra. Em nível, usou-se a variável Taxa de Investimento desfasada 1, 2 e 3 períodos, à exceção da coluna 1 onde se usou apenas o 3º período. Na coluna 1, usaram-se em níveis os desfasamentos 1 a 3 da variável Endividamento e em níveis e primeiras diferenças o 2º desfasamento da variável Endividamento\*Crise. Na coluna 3, foram usados os desfasamentos 2 a 4 em primeiras diferenças e em nível os desfasamentos 2 a 4 da variável Peso dos Juros. Na coluna 4, em primeiras diferenças usou-se a variável Custo de Financiamento desfasada 2 a 4 períodos e em níveis os desfasamentos 2 e 3 da variável Custo de Financiamento\*Crise. Rendibilidade (coluna 2) foi considerada estritamente exógena. A variável Vendas, os indicadores de dimensão, os efeitos fixos anuais e de indústria foram usados como instrumentos simples. Apresentam-se dentro de parêntesis os t-rácios. Os símbolos \*\*\*, \*\* e \* indicam, respetivamente, *p-value* <0.01, *p-value* <0.05 e *p-value* <0.1.

resultados podem também sugerir que o impacto das condições financeiras na procura de investimento é não-linear e depende também das condições financeiras externas.

Relativamente ao custo de financiamento, os resultados mostram que o investimento das empresas se tornou menos sensível no período mais recente, um resultado que é consistente com a prevalência de restrições quantitativas ao crédito face a restrições através do aumento do preço (como sugerido por Holmstrom e Tirole, 1997). Apesar do custo de financiamento ter permanecido um fator relevante nas decisões de investimento das empresas, o seu impacto parece ter diminuído durante o período de crise financeira.



## 5. CONCLUSÃO

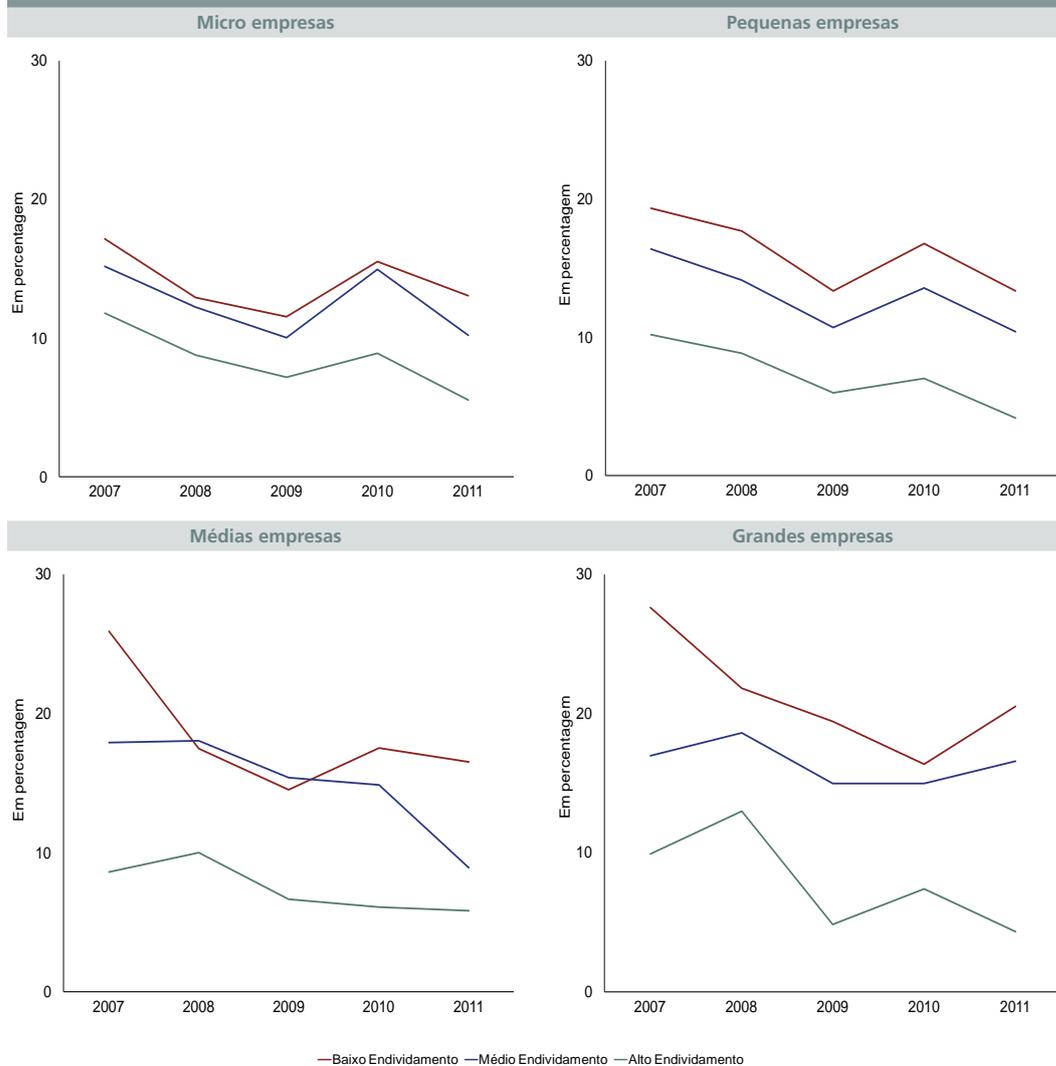
O objetivo deste trabalho foi estudar como é que as decisões de investimento das empresas, se relaciona com a situação financeira das empresas (medida através do peso dos juros, do nível de endividamento, do custo de financiamento e da rentabilidade das empresas). A análise da relação entre a situação financeira das empresas e as correspondentes decisões de investimento é particularmente relevante dado (i) o elevado nível de endividamento das empresas portuguesas, (ii) a redução da sua rentabilidade, reduzindo os recursos internos disponíveis para se financiarem e (iii) a atual crise económica e financeira que alterou consideravelmente as condições de acesso ao mercado de crédito. Os resultados obtidos sugerem que a situação financeira é, de facto, relevante para explicar as decisões de investimento das empresas, visto as variáveis financeiras de interesse serem estatisticamente significativas nas equações de investimento estimadas e os impactos apresentam os sinais previamente antecipados. Mais especificamente, os resultados mostram que o peso do serviço da dívida, o custo de capital e o nível de endividamento da empresa, todos têm uma relação negativa com a taxa de investimento da empresa. Além disso, os resultados sugerem uma clara relação positiva entre a rentabilidade da empresa e as suas decisões de investimento. No entanto, o impacto dos diferentes indicadores revela alguma heterogeneidade, em particular quando se consideram empresas em diferentes classes de dimensão. Mais especificamente, os resultados indicam que as empresas de maior dimensão parecem ser menos sensíveis à “pressão financeira”, uma vez que o efeito de alguns dos indicadores de pressão financeira (peso dos juros e custo de financiamento) sobre o investimento das empresas grandes não são significativos ou têm uma magnitude muito baixa. Adicionalmente, existe evidência de que o impacto da situação financeira das empresas se tornou mais importante durante o período de intensificação da crise. Mais especificamente, o impacto da rentabilidade e do peso dos juros parecem ter sido amplificados durante este período. Por sua vez, o efeito do nível de endividamento da empresa sobre a taxa de investimento alterou-se de positivo para negativo para os dois períodos de análise. Quanto ao custo do financiamento, o impacto deste indicador tornou-se menos pronunciado no período mais recente.

Vários caminhos de investigação poderão ser explorados no futuro. Em particular, poderá testar-se a existência de possíveis relações não-lineares entre as variáveis financeiras consideradas e as decisões de investimento das empresas. Mais especificamente, e na sequência do trabalho de Benito e Hernando (2007) e Hernando e Martínez-Carrascal (2008) pretende-se realizar regressões de quantis para testar a hipótese de em pontos diferentes da distribuição das variáveis financeiras a relação entre estas e o nível de investimento das empresas pode ser diferente.

## Apêndice – Investimento e situação financeira, segundo a dimensão das empresas

Gráfico 15

EVOLUÇÃO DA TAXA DE INVESTIMENTO PARA DIFERENTES NÍVEIS DE ENDIVIDAMENTO | SEGUNDO A DIMENSÃO DA EMPRESA

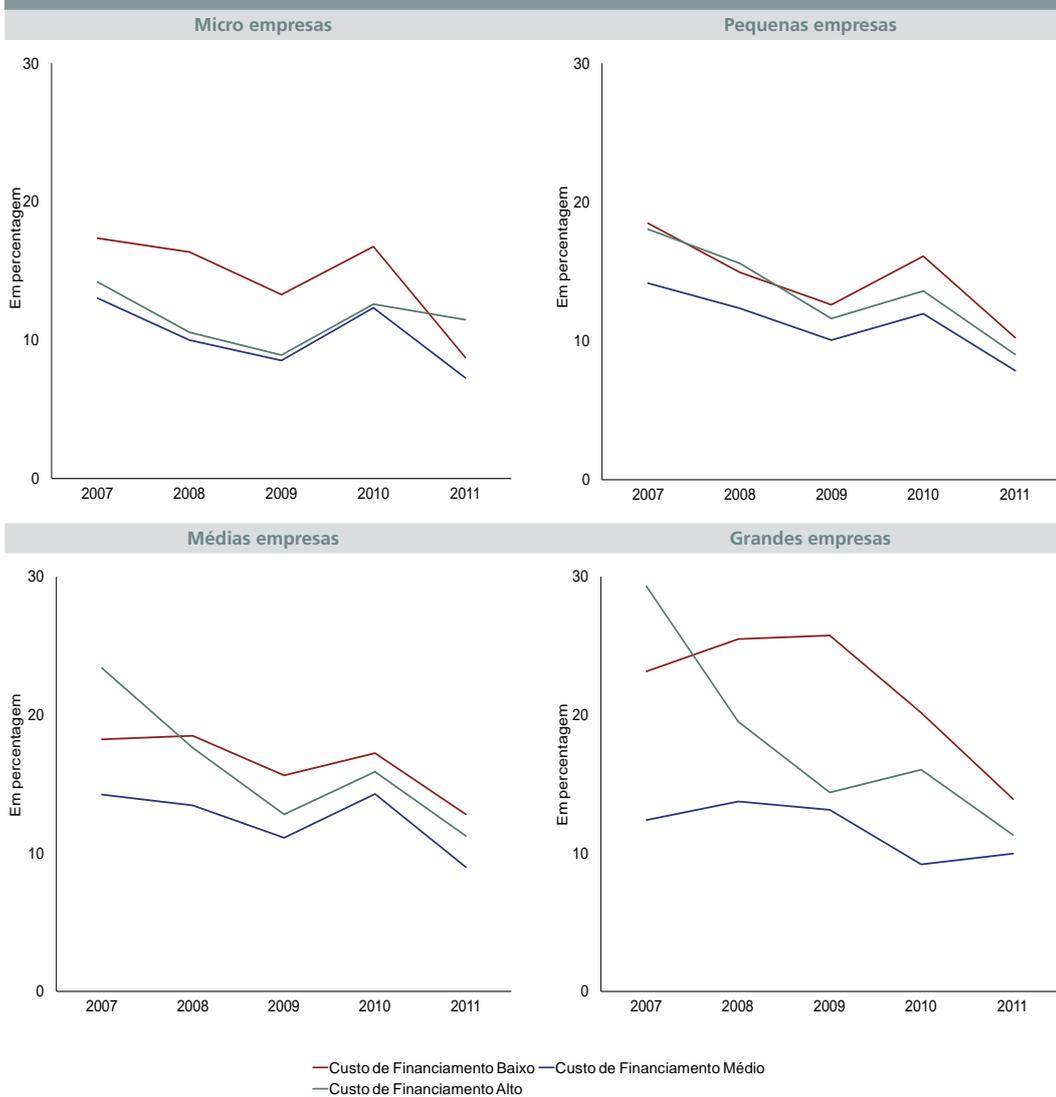


Fonte: Banco de Portugal (Central de Balanços anual).



Gráfico 16

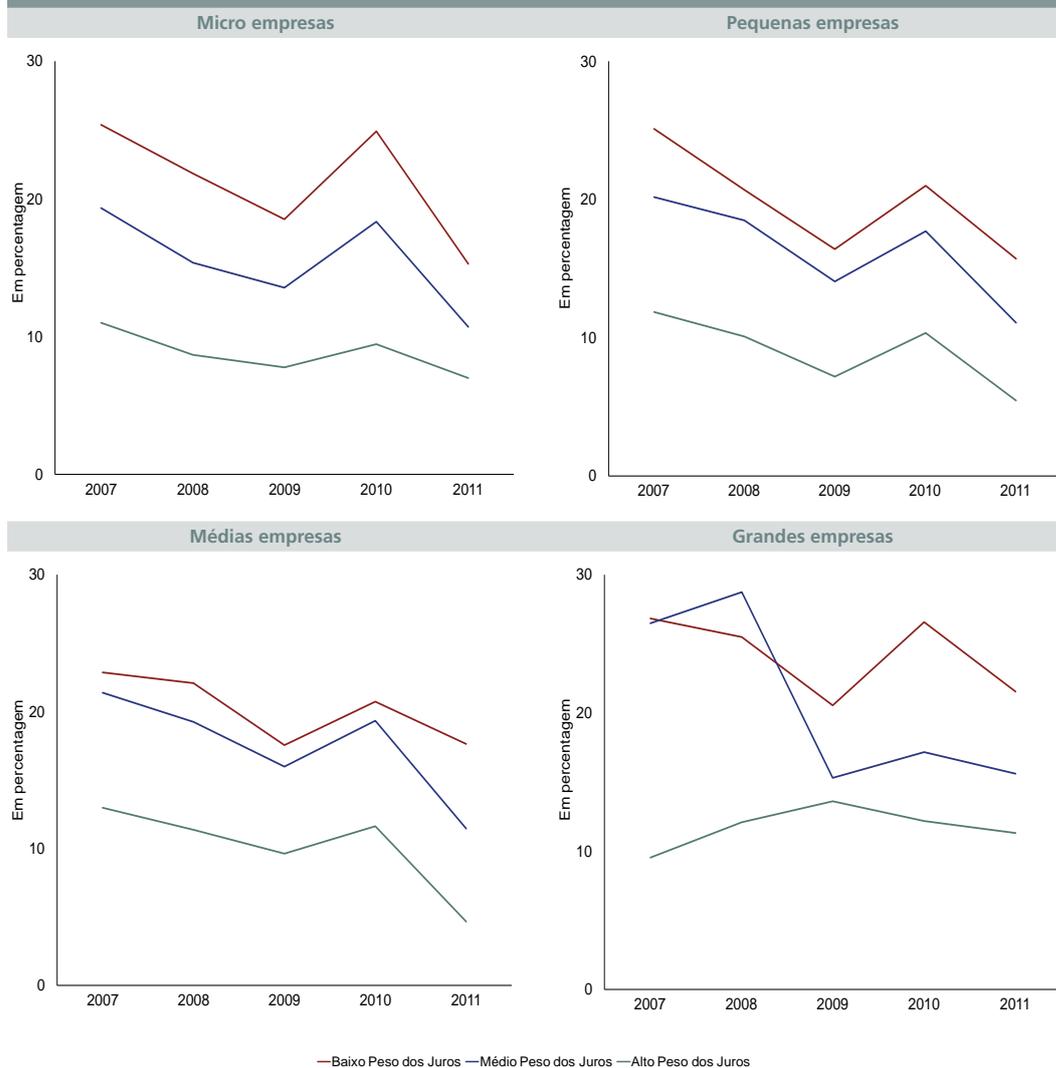
EVOLUÇÃO DA TAXA DE INVESTIMENTO PARA DIFERENTES NÍVEIS DO CUSTO DE FINANCIAMENTO | SEGUNDO A DIMENSÃO DA EMPRESA



Fonte: Banco de Portugal (Central de Balanços anual).

Gráfico 17

EVOLUÇÃO DA TAXA DE INVESTIMENTO PARA DIFERENTES NÍVEIS DO PESO DOS JUROS | SEGUNDO A DIMENSÃO DA EMPRESA

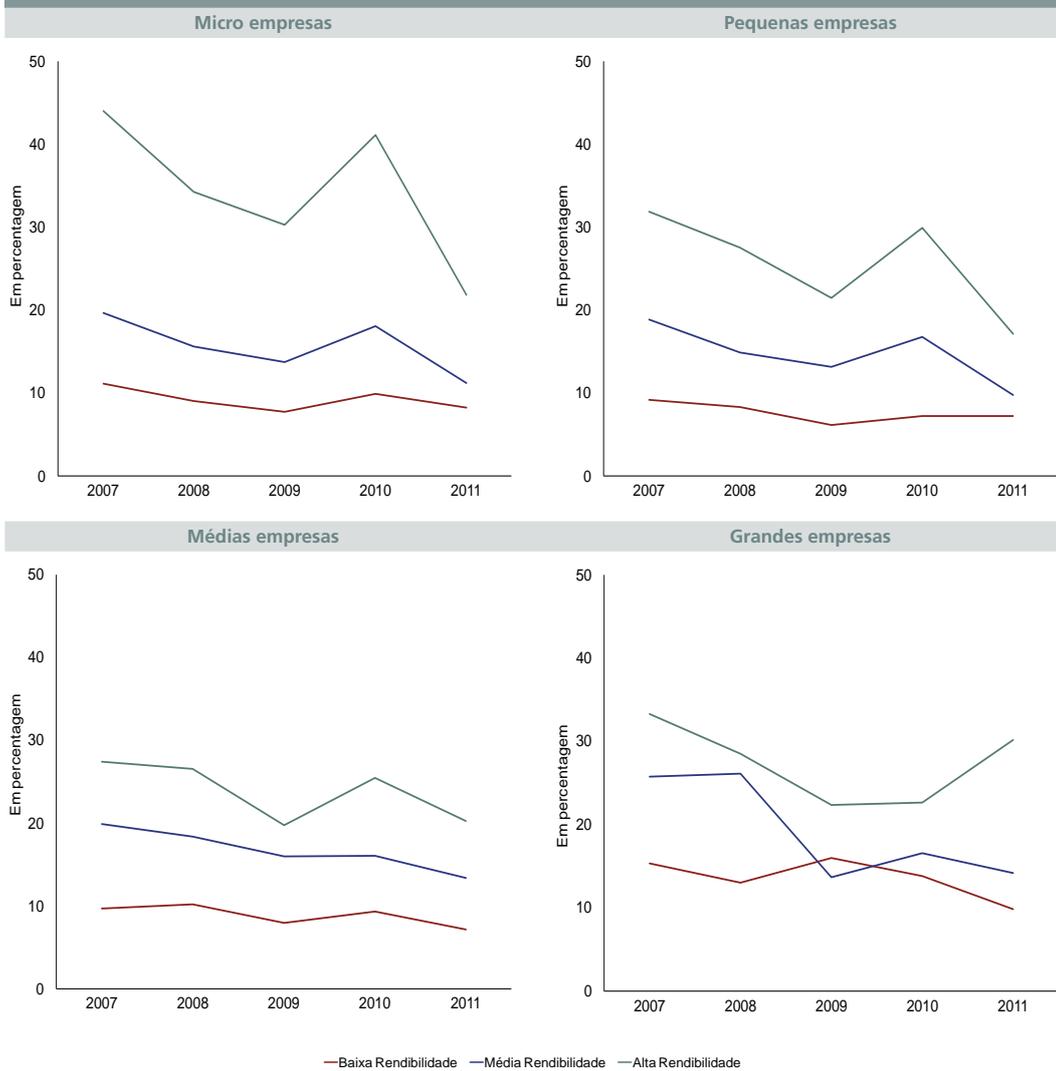


Fonte: Banco de Portugal (Central de Balanços anual).



Gráfico 18

EVOLUÇÃO DA TAXA DE INVESTIMENTO PARA DIFERENTES NÍVEIS DA RENDIBILIDADE | SEGUNDO A DIMENSÃO DA EMPRESA



Fonte: Banco de Portugal (Central de Balanços anual).

## Referências

- Alti, A. (2003), "How Sensitive is Investment to Cash Flow when Financing is Frictionless?", *Journal of Finance*, 58, 707-722.
- Arellano, M., e Bond, S. (1991); "Some Tests of Specificaiton for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations", *Review of Economic Studies*, 58, 277-297.
- Arellano, M., e Bover, O. (1995), "Another Look at the Instrumental-Variable Estimation of Error-Components Models", *Journal of Econometrics*, 69, 29-52.
- Barbosa, L., Lacerda, A., e Ribeiro, N. (2007), "Investimento e Situação Financeira das Empresas Portuguesas", Banco de Portugal, *Boletim Económico - Inverno*.
- Benito, A., e Hernando, I. (2007), "Firm Behaviour and Financial Pressure: Evidence from Spanish Panel Data", *Bulletin of Economic Research*, 53 (4), 283-311.
- Bernanke, B., Gertler, M., e Gilchrist, S. (1999), "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", In *Handbook of Macroeconomics* (Vol. 1, pp. 1341-1393). Amsterdam: Elsevier.
- Blundell, R., e Bond, S. (1998), "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models", *Journal of Econometrics*, 87, 115-143.
- Bond, S., Elston, J., Mairesse, J., e Mulkay, B. (2003), "Financial Factors and Investment in Belgium, France, Germany and the United Kingdom: a Comparison using Company Panel Data", *The Review of Economics and Statistics*, 85 (1), 153-165.
- Farinha, L. (1995), "Investimento, Restrições de Liquidez e Dimensão das Empresas: uma Aplicação ao Caso Português", Banco de Portugal, *Boletim Económico - Dezembro*.
- Fazzari, S., Hubbard, R., e Petersen, B. (1988), "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988 (1), 141-206.
- Hernando, I., e Martínez-Carrascal, C. (2008), "The impact of financial variables on firm's real decisions: Evidence from Spanish firm-level data", *Journal of Macroeconomics*, 30, 543-561.
- Holmstrom, B., e Tirole, J. (1997), "Financial intermediation, loanable funds, and the real sector", *Quarterly Journal of Economics*, 112, 663-691.
- Ivashina, V., e Scharfstein, D. (2010), "Bank Lending during the financial crisis of 2008", *Journal of Financial Economics*, 97, 319-338.
- Kaplan, S. N., e Zingales, L. (1997), "Do investment-cash flow sensitivities provides useful measures of financing constraints?", *The Quarterly Journal of Economics*, 112 (1), 169-215.
- Kiyotaki, N., e Moore, J. (2002), "Balance-Sheet Contagion. Papers and Proceedings of The One Hundred Fourteenth Annual Meeting of the American Economic Association 92", pp. 46-50, *The American Economic Review*.
- Kiyotaki, N., e Moore, J. (1997), "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, 105 (2), 211-248.
- Marchica, M., e Mura, R. (2010), "Financial Flexibility, Investment Ability, and Firm Value: Evidence from Firms with Spare Debt Capacity", *Financial Management - Winter*, 1339-1365.
- Martínez-Carrascal, C., e Ferrando, A. (2008), "The Impact of Financial Position on Investment: An Analysis for Non-Financial Corporations in the Euro Area", *Documentos de Trabajo*, 0820, 6-40.
- Modigliani, F., e Miller, M. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 48 (3), 261-297.



Myers, S., e Majluf, N. (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.

Nickell, S., e Nicolitsas, D. (1999), "How Does Financial Pressure Affect Firms?", *European Economic Review*, 43, 1435-1456.

Oliveira, B., e Fortunato, A. (2006), "Investment decisions and financial standing of portuguese firms: A dynamic analysis", *Small Business Economics*, 27 (2), 139-156.

Stiglitz, J., e Weiss, A. (1971), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, 71, 393-410.

# TAXAS DE JURO BANCÁRIAS SOBRE NOVAS OPERAÇÕES DE EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS – UMA PRIMEIRA APRECIÇÃO DE UM NOVO CONJUNTO DE INFORMAÇÃO MICROECONÓMICA\*

Carlos Santos\*\*

## RESUMO

Este trabalho procura contribuir para a compreensão da relevância empírica de um conjunto de fatores determinantes do nível das taxas de juro bancárias em Portugal. Para tal, explora-se uma inovadora base de dados, com informação micro relativa à quase totalidade das novas operações de empréstimos a sociedades não financeiras concedidos entre junho de 2012 e fevereiro de 2013. Os resultados obtidos apontam para a existência de um conjunto de fatores que induzem uma discriminação na determinação das taxas de juro dos empréstimos pelos diferentes clientes. Entre esses fatores estão o risco associado aos clientes, a dimensão dos empréstimos e dos clientes, o seu carácter público ou privado, bem como o facto de terem ou não atividade exportadora.

## 1. INTRODUÇÃO

Na generalidade das economias avançadas, a política monetária é normalmente conduzida por via da fixação de objetivos para as taxas de juro. No entanto, o mecanismo de transmissão da política monetária é bastante complexo, com vários canais a operar simultaneamente, alguns sobre os intermediários financeiros, outros dependendo das características estruturais e conjunturais dos agentes económicos não-financeiros. Portanto, é importante para os bancos centrais ter ao seu dispor um conjunto abrangente de informação, permitindo uma análise aprofundada no seu processo de decisão. Dada a extrema importância do papel desempenhado pelos bancos na intermediação financeira, é fundamental entender como os bancos definem as taxas de juro nas suas operações com clientes, sejam elas operações passivas ou ativas.

Paralelamente, deverá notar-se que o entendimento dos fatores subjacentes à determinação das taxas de juro bancárias é também interessante na perspetiva da estabilidade financeira. Tendo por base a existência de uma relação entre risco e remuneração, traduzida na existência do prémio de risco, é importante avaliar se os níveis das taxas de juro ativas são adequados face ao risco das operações contratadas. Note-se, porém, que este tipo de avaliação tem associada uma análise multidimensional que poderá não ser viável com um reduzido número de parâmetros agregados. Neste contexto, o recurso a bases de dados com informação micro (*i.e.*, relativa a cada operação) permitirá melhorar consideravelmente essa avaliação.

---

\* O autor agradece os comentários e sugestões de Ana Cristina Leal, Nuno Alves, Paula Casimiro e Rita Lameira. As opiniões expressas neste artigo são da responsabilidade do autor e não coincidem necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Todos os erros e omissões são da exclusiva responsabilidade do autor.

\*\* Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.



Neste contexto, o Banco de Portugal introduziu em junho de 2012 um novo requisito estatístico, visando a obtenção de uma base de dados de natureza micro, englobando um conjunto de dados representativo, relativo às novas operações de empréstimos em euros concedidos a sociedades não financeiras residentes na área do euro. Este artigo apresenta os resultados de uma análise inicial dos dados disponíveis, com o foco a residir nas taxas de juro praticadas em cada operação. O imenso potencial informativo e analítico desta inovadora base de dados será naturalmente explorado em trabalho a desenvolver futuramente.

O artigo encontra-se organizado da seguinte forma: na secção 2 descreve o novo requisito estatístico; a secção 3 apresenta uma descrição inicial dos dados, salientando a importância de efeitos de composição na determinação do nível e da dinâmica das taxas de juro agregadas relativas ao segmento das sociedades não financeiras; na secção 4 apresenta-se uma análise econométrica que visa identificar fatores relevantes na determinação do nível das taxas de juro no período em análise; na secção 5 apresentam-se as conclusões.

## 2. O NOVO REQUISITO ESTATÍSTICO

Ao abrigo da sua Lei Orgânica, compete ao Banco de Portugal a recolha e elaboração das estatísticas monetárias, financeiras, cambiais e da balança de pagamentos, designadamente no âmbito da sua colaboração com o BCE. Esta função insere-se também no contributo do Banco de Portugal para o sistema estatístico nacional. Adicionalmente, a recolha e compilação de informação pelo Banco justifica-se pela necessidade de proceder a análises sobre a economia portuguesa, em geral, e sobre o sistema financeiro, em particular. Ao abrigo deste último objetivo, foi conferida ao Banco a prerrogativa de poder ajustar a sua definição dos requisitos estatísticos em função de desenvolvimentos relevantes ao nível das variáveis de interesse. O Banco pode exigir a qualquer entidade, pública ou privada, que lhe sejam fornecidas diretamente as informações necessárias para satisfação das suas atribuições.

Dado este enquadramento, foi emitida a Instrução do Banco de Portugal nº 20/2012, que veio acrescentar requisitos estatísticos aos previamente definidos na Instrução nº 12/2010. Entre os novos requisitos está o de reporte de informação individual de taxas de juro sobre novas operações de empréstimos concedidos a sociedades não financeiras. Consideram-se somente operações denominadas em euros e empréstimos a sociedades não financeiras residentes na área do euro. Note-se, entretanto, que este requisito não é exaustivo, na medida em que só se aplica em cada mês às instituições que concedam pelo menos 50 milhões de euros em novas operações de empréstimo a sociedades não financeiras<sup>1</sup>.

O novo requisito estatístico permite a caracterização de cada operação num conjunto de dimensões relevantes. De forma direta, na medida em que contempla a data da operação, a maturidade contratual, o prazo de fixação inicial da taxa de juro, o montante, a taxa de juro, a existência de colateral e/ou garantia, a natureza do relacionamento associado à operação (totalmente nova, renegociação com envolvimento ativo do cliente ou renegociação de outra natureza) e residência em Portugal ou em outro país da área do euro. De forma indireta, por via do relacionamento dos dados obtidos neste contexto com outras bases de dados, através do número de identificação de pessoa coletiva (NIPC) do cliente. Neste trabalho

<sup>1</sup> O conceito de nova operação de crédito é definido ao abrigo do Regulamento do BCE ECB/2001/18 (com as alterações introduzidas pelo Regulamento ECB/2009/7), relativo às estatísticas de taxa de juro aplicadas pelas instituições financeiras monetárias aos depósitos e aos empréstimos para com particulares e sociedades não financeiras. Esse conceito exclui as operações associadas a reestruturações de crédito e a consolidações de dívida (agrupamento num novo contrato de vários créditos) quando existem situações de incumprimento. Assim, pode ocorrer que alguns bancos, que mensalmente procedam a reestruturações de crédito, possam não ser sujeitos ao dever de reporte introduzido pela Instrução nº 20/2012, na medida em que essas operações não são consideradas pelo referido critério de elegibilidade. Não obstante, a informação disponível aponta claramente para que os dados obtidos ao abrigo do novo requisito cobrem a quase totalidade das operações consideradas estatisticamente como novas para o universo de instituições, acrescendo que incluem também, e permitem identificar, algumas operações que não são englobadas à luz desse conceito (como sejam as referidas reestruturações de crédito).

tal possibilidade permitiu caracterizar os clientes nas seguintes dimensões: carácter público ou privado, exportador ou não exportador, sector de atividade económica e dimensão<sup>2</sup>.

Nesta fase, será conveniente ter presente que esta base de dados tem algumas características que condicionam o seu potencial analítico. Por um lado, é ainda relativamente curta em termos temporais: a primeira observação é relativa a junho de 2012, sendo neste artigo considerados dados até fevereiro de 2013. Assim, a análise longitudinal da base de dados surge algo condicionada pela reduzida variabilidade de algumas variáveis, dado o curto período considerado. Por outro lado, a avaliação inicial dos dados permite detetar alguns campos em que as instituições deverão, em conjunto com o Banco de Portugal, procurar melhorar a qualidade dos respetivos reportes. Tal é particularmente evidente no que se refere à natureza do relacionamento associado à operação, conceito que necessita de ser definido de forma mais inequívoca, por forma a garantir uma maior consistência nas submissões dos diferentes bancos. Finalmente, alguns reportes iniciais foram condicionados pela dificuldade em acomodar, em termos de sistemas de informação, a maior precisão associada a alguns campos do novo requisito. Assim, algumas das análises apresentadas seguidamente deverão ser consideradas como tendo um carácter preliminar.

### 3. CARACTERIZAÇÃO DOS DADOS (JUNHO 2012 – FEVEREIRO 2013)

Conforme referido, a definição do novo requisito estatístico permite caracterizar as novas operações de empréstimos a sociedades não financeiras. Essa caracterização ilustra a importância das alterações na composição dos fluxos mensais de empréstimos na determinação da taxa agregada dos novos empréstimos a sociedades não financeiras. Como é óbvio, a mesma só é viável relativamente às operações com entidades residentes, para as quais a disponibilidade do NIPC permite a inclusão de informação adicional na análise. O conceito de nova operação sob análise não inclui os descobertos bancários.

Os gráficos 3.1 e 3.2 ilustram a evolução mensal do número e do montante das novas operações de empréstimos a sociedades não financeiras, com desagregação em sociedades públicas, privadas não exportadoras e privadas exportadoras<sup>3</sup>.

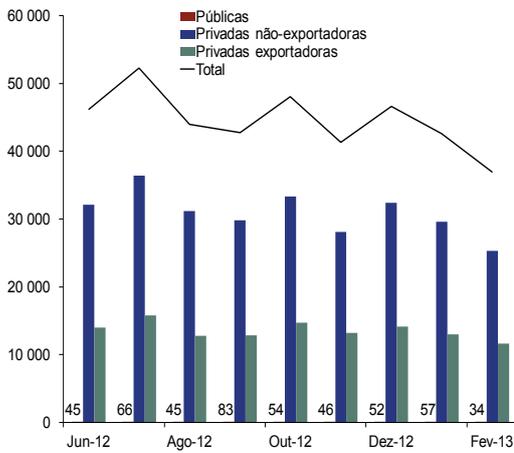
Conforme se pode observar, os empréstimos têm sido concedidos maioritariamente a empresas privadas não exportadoras, tanto em termos do número de operações como, de forma menos evidente, em termos do montante total envolvido. Saliente-se que, embora em número muito reduzido, as operações com sociedades não financeiras públicas assumem em alguns meses uma importância significativa em termos de montante. Este facto assume relevância na análise, na medida em que a taxa agregada para o sector é obtida como uma média ponderada (por montante) de cada operação e é expectável que os determinantes das taxas de juro nas operações com entidades públicas possam ser diferentes dos associados a operações com entidades privadas. Efetivamente, a informação disponível parece sustentar tal ideia, na medida em que na maioria dos meses considerados nesta nota, as taxas de juro médias nos empréstimos concedidos a sociedades não financeiras públicas foram inferiores às dos empréstimos a sociedades privadas (Gráfico 3.3). Por sua vez, as taxas praticadas nos empréstimos a sociedades exportadoras foram (em termos médios e não controlando para as características do empréstimo e das contrapartes) as mais elevadas.

<sup>2</sup> Por dimensão, as empresas são classificadas como micro, pequenas, médias ou grandes empresas, de acordo com os seguintes critérios: Microempresas: número de empregados inferior a 10 e volume de negócios e/ou balanço total anual não excede 2 milhões de euros. Pequenas empresas: número de empregados inferior a 50 e volume de negócios e/ou balanço total anual não excede 10 milhões de euros. Médias empresas: número de empregados inferior a 250 e volume de negócios não excede 50 milhões de euros ou balanço total anual não excede 43 milhões de euros. Grandes empresas: casos restantes.

<sup>3</sup> As empresas privadas exportadoras definem-se por terem a) pelo menos 50% do volume de negócios proveniente de exportações, ou b) pelo menos 10% do volume de negócios proveniente de exportações e o montante destas ser superior a 150 mil euros. Por sua vez, as sociedades públicas compreendem as entidades controladas pelas administrações públicas mas que não são classificadas nesse setor institucional.

Gráfico 3.1

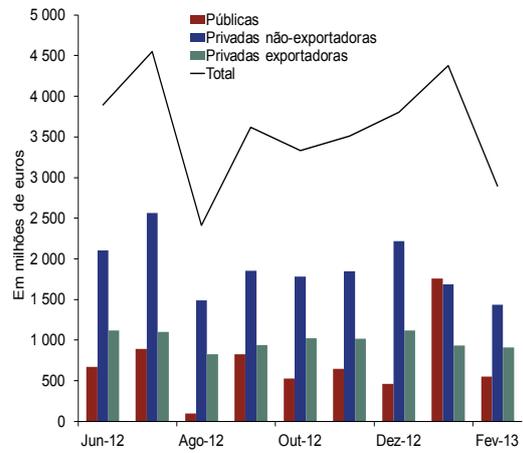
NÚMERO DE OPERAÇÕES



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 3.2

MONTANTE



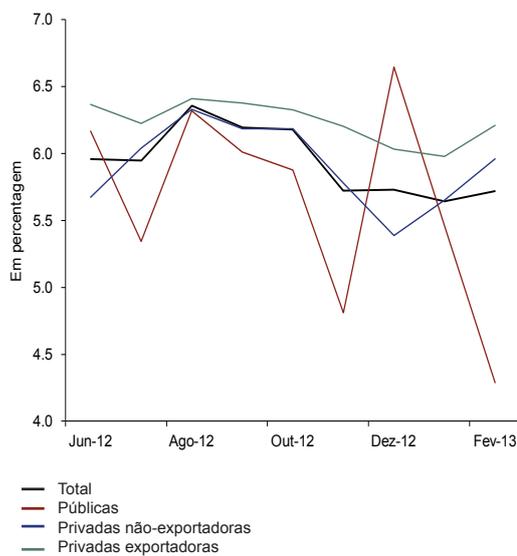
Fonte: Banco de Portugal.

Uma análise mais detalhada dos dados sugere que outros efeitos de composição podem assumir alguma relevância. De facto, para vários dos meses considerados, as taxas de juro mais reduzidas foram praticadas nos empréstimos a grandes empresas privadas não exportadoras e a empresas públicas de média e grande dimensão (Gráfico 3.4). Estes subconjuntos asseguraram um número relativamente pequeno de operações, mas assumiram alguma importância em termos dos montantes envolvidos (Gráficos 3.5 e 3.6).

Os empréstimos podem também ser caracterizados com base no seu montante e na sua maturidade contratual. De forma relativamente consistente, observa-se que as taxas de juro mais reduzidas foram

Gráfico 3.3

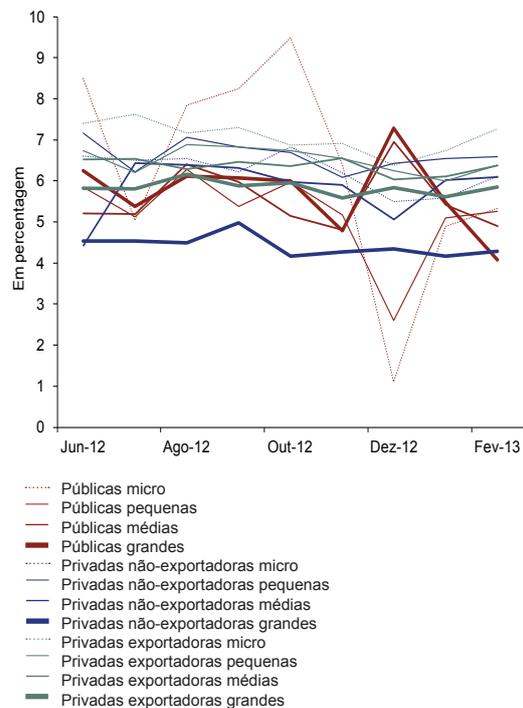
TAXAS DE JURO



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 3.4

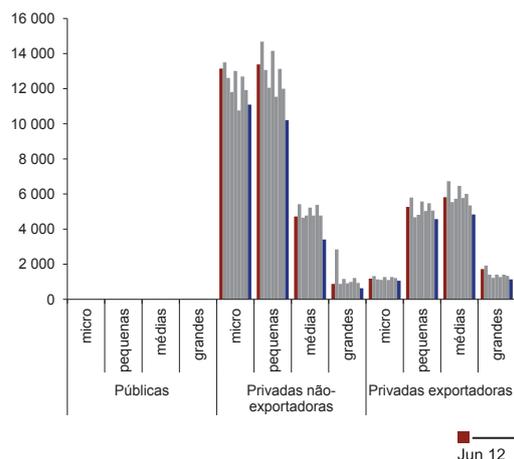
TAXAS DE JURO



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 3.5

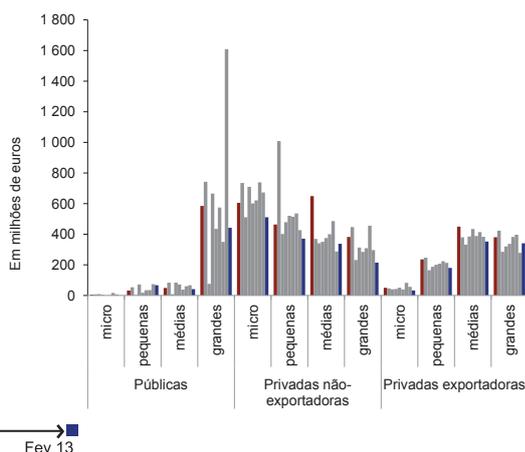
NÚMERO DE OPERAÇÕES



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 3.6

MONTANTE



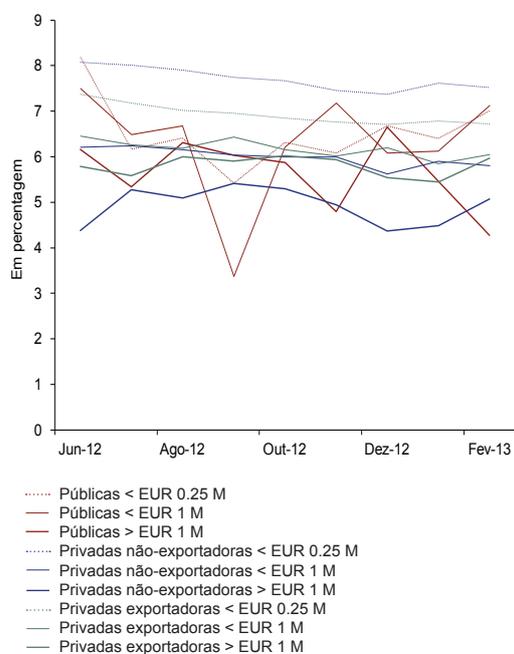
Fonte: Banco de Portugal.

praticadas em operações de maior montante e naquelas cuja maturidade contratual excede 1 ano (Gráficos 3.7 e 3.8).

A evidência apresentada serve para ilustrar a importância dos efeitos derivados das diferentes características das operações em cada mês na determinação da taxa média ponderada neste segmento de operações bancárias. Essas características poderão incluir dimensões associadas i) à operação, tais como o montante, a maturidade contratual e o prazo de refixação de taxa de juro e a existência de colateral, ii) ao banco que concede o empréstimo, como sejam a sua posição de capital, liquidez e custo de financiamento, e iii) ao cliente que beneficia do empréstimo, onde se poderão incluir a sua dimensão, o setor de atividade, o perfil de risco (neste trabalho avaliado pela variável z-score<sup>4</sup>), o caráter exportador e o seu caráter

Gráfico 3.7

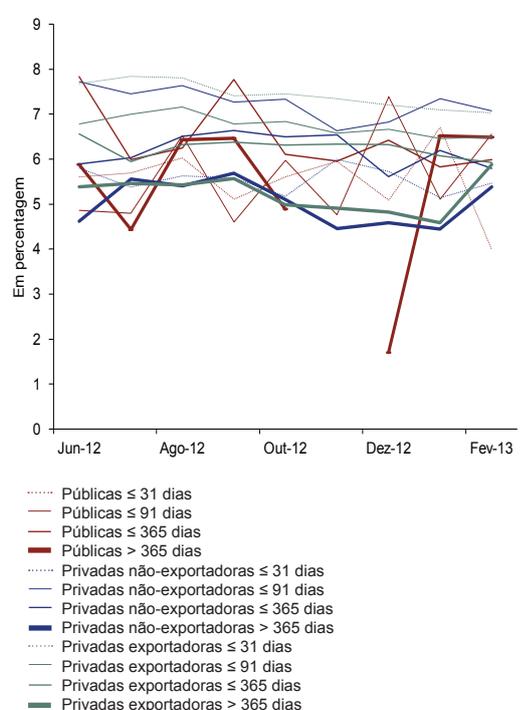
TAXAS DE JURO



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 3.8

TAXAS DE JURO



Fonte: Banco de Portugal.

4 Esta variável é relativa ao ano de 2011, tendo sido calculada de acordo com o método e especificações apresentados em Martinho, R. e Antunes, A. (2012).



público ou privado. Em alguma medida, a constatação da importância desta multiplicidade de fatores na determinação das taxas de juro bancárias deveria ser tida em conta quando se efetuam comparações entre taxas de juro aplicadas em diferentes países. Este aspeto não pode, no entanto, ser explorado à data, dada a inexistência de bases de dados comparáveis para outros países.

Embora ilustrativa, a análise acima apresentada não permite isolar a importância relativa dos diferentes fatores que condicionam, de forma simultânea, a determinação das taxas de juro dos empréstimos a sociedades não financeiras. Essa análise será explorada na secção seguinte, recorrendo a uma abordagem econométrica.

#### 4. ABORDAGEM ECONOMÉTRICA

A variável a analisar nesta secção é o nível de taxa de juro praticado em cada nova operação de empréstimo em euros a sociedades não financeiras residentes. Essa variável será empiricamente avaliada face a um vetor de determinantes teóricos. Serão apresentadas especificações alternativas, tendo por base os conjuntos de variáveis apresentado nas secções anteriores, o que permitirá ter alguma indicação da robustez dos resultados obtidos<sup>5</sup>.

*A priori*, existe um conjunto de fatores que tendem a influenciar a determinação das taxas de juro dos empréstimos a sociedades não financeiras: o custo dos fundos e a sua volatilidade, custos operacionais (associados a custos de transação, de gestão do risco, e à dispersão geográfica), custos de provisionamento (o custo do risco e o enquadramento regulamentar), custos associados à fiscalidade, grau de concorrência, qualidade creditícia do cliente (traduzido num prémio de risco), nível de inflação, competência na gestão (oferta do produto adequado), literacia financeira dos clientes.

Os resultados apresentados têm por base a informação obtida ao abrigo da Instrução do Banco de Portugal nº 20/2012 e também um conjunto ainda limitado de outras variáveis relativas quer ao cliente quer ao banco<sup>6</sup>. O trabalho futuro beneficiará da gradual inclusão de outras variáveis potencialmente significativas, bem como do alongamento da dimensão temporal da base de dados. Refira-se que esse alongamento tenderá a beneficiar de uma maior volatilidade de algumas variáveis, para as quais o período considerado surge como claramente limitado - as variáveis associadas aos bancos são um claro exemplo desta limitação à data.

A tabela seguinte condensa os resultados de um conjunto de especificações econométricas, aplicadas para o período compreendido entre junho de 2012 e fevereiro de 2013. Os resultados devem ser interpretados como uma sistematização econométrica do comportamento dos bancos na fixação das taxas de juro nas novas operações durante o (curto) período em análise e não necessariamente refletir qualquer modelo estrutural de fixação de taxas de juro.

5 A robustez dos resultados será também avaliada por via da estimação das especificações apresentadas, mas alterando ligeiramente as amostras consideradas, nomeadamente por via da exclusão das operações com entidades públicas e das operações repetidas, *i.e.*, aquelas para as quais todas as variáveis relevantes surgem repetidas, situação que ocorre de forma mais evidente quando existe uma sequência de renovações sucessivas de operações com prazos muito curtos, ou seja, a única alteração nos dados situa-se ao nível do dia de contratação da operação.

6 A única variável excluída da análise empírica foi a natureza do relacionamento associado à operação (totalmente nova, renegociação com envolvimento ativo do cliente ou renegociação de outra natureza), na medida em que o conceito não está ainda harmonizado entre as instituições com dever de reporte. Restrições adicionais à amostra decorrem da indisponibilidade de dados para alguns dos meses considerados.

Quadro 1

ESPECIFICAÇÕES ECONOMETRÍCAS		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Variável / Especificação									
Características da operação	Log ( <b>maturidade</b> , dias)	-0.83	-0.81	-0.86	-0.84	-0.86	-0.98	-0.98	-0.98
	Log ( <b>montante</b> , milhões de euros)	-0.13	-0.15	-0.12	-0.15	-0.13	-0.19	-0.19	-0.19
	Dummy ( <b>colateral</b> )	0.25	0.20	0.27	0.22	0.27	0.61	0.61	0.61
	Dummy ( <b>natureza do relacionamento</b> )	-	-	-	-	-	-	-	-
Características da SNF	<b>Z-score</b> (%)	0.03	0.02	0.03	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03
	Dummy ( <b>dimensão</b> )	-	-	-	-	-	-	-	-
	Pequena	-1.03	-1.52	-1.05	-1.53	-1.05	-1.26	-1.27	-1.27
	Média	-2.00	-2.60	-2.03	-2.61	-2.02	-2.42	-2.42	-2.45
	Grande	-2.35	-2.51	-2.39	-2.52	-2.38	-2.91	-2.90	-2.91
	Dummy ( <b>empresa pública</b> )	-0.51	-1.15	-0.42	-1.07	-0.42	-0.32	-0.34	-0.34
	Dummy ( <b>exportadora</b> )	-0.45	-0.43	-0.46	-0.44	-0.46	-0.56	-0.55	-0.56
Características do banco	Dummy ( <b>banco</b> )	-	-	-	-	-	-	-	-
	Rácio <b>Core Tier 1</b>						0.27	0.24	0.30
	Rácio de <b>crédito em risco - snf</b>						0.29	0.30	0.28
	<b>Taxa de juro dos depósitos</b> , saldo do SPNF					-0.35		-0.29	0.20
	Dummy ( <b>bancos domésticos</b> )						0.44	0.53	0.39
Efeitos cruzados	<b>Cross dummy (banco * z-score)</b>								
	<b>Cross dummy (banco * dimensão da SNF)</b>								
	<b>Euribor</b>			0.79	0.84				
	Dummy ( <b>mês</b> )	-	-			-	-	-	-
	<b>Constante</b>	10.8	11.1	10.4	10.7	11.9	5.7	6.7	4.6
No. observações		372 217	372 217	338 130	338 130	338 097	301 775	301 775	301 775
R-quadrado		43%	44%	43%	44%	43%	37%	37%	36%

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: As zonas a sombreado significam que a variável avaliada em linha não foi considerada na especificação indicada em coluna. Por sua vez, os traços indicam que a variável é considerada na especificação, mesmo que, por parcimónia, não se apresentem os respetivos coeficientes. SNF: Sociedade não financeira; SPNF: Setor privado não financeiro. Rácio de crédito em risco: ver definição na "Secção 4 Risco de crédito", deste Relatório.

A leitura da tabela sugere algumas regularidades:

- O nível de taxa de juro registou uma relação inversa com a maturidade das operações. Tal poderá estar associado ao facto de, tipicamente, operações de prazo mais alargado estarem associadas a operações de investimento. A finalidade do empréstimo não é controlada no conjunto de informação considerado. Adicionalmente, será de esperar que os bancos só concedam empréstimos por prazos alargados a clientes considerados de menor risco em termos prospetivos, que deverão beneficiar de taxas mais reduzidas;
- De igual forma, registou-se uma relação inversa entre a taxa de juro e o montante das operações. Note-se porém que esta dimensão carece de análise futura mais detalhada, uma vez que será de esperar que a exposição total do banco a cada cliente seja mais relevante que o montante de cada empréstimo;
- O risco da empresa, aproximado pela variável z-score, surge como significativo, confirmando assim a importância da situação financeira das empresas na determinação do respetivo custo de financiamento. Note-se, porém, que esta variável surge como desfasada, dado que é relativa à informação de 2011, tendo os bancos, tipicamente, uma análise de risco mais atualizada e de natureza prospetiva;



- A dimensão da empresa surge também como variável significativa, existindo uma relação inversa entre dimensão da empresa e taxa de juro dos empréstimos;
- As empresas públicas tenderam a beneficiar de um prémio nas suas operações, ou seja, tendem a suportar taxas de juro mais baixas;
- De igual forma, realce-se que no período considerado, o facto de uma empresa privada ter atividade exportadora ter-lhe-á permitido beneficiar de uma redução, na ordem dos 40 a 50 p.b., nas taxas de juro dos empréstimos;
- O custo do financiamento, aproximado pelo nível das taxas de juro, sejam elas de mercado monetário (*Euribor*) ou de depósito, apresentou uma relação positiva com as taxas de juro dos empréstimos;
- Contrariamente ao que poderia ser expectável, observa-se um coeficiente positivo associado à existência de colateral nas operações. Este é um resultado usual na investigação conduzida para o mercado português, sinalizando que os mutuários que apresentam colateral não teriam acesso aos empréstimos sem algum tipo de garantia, e que o colateral não será suficiente para compensar o risco mais elevado que normalmente os bancos lhes associarão. O coeficiente obtido deve assim ser interpretado como o reflexo de uma regularidade e não como um nexos causal.

## 5. CONCLUSÕES

Este artigo apresenta uma primeira sistematização da informação obtida ao abrigo do requisito estatístico definido pela Instrução do Banco de Portugal n.º 20/2012, relativa a dados micro de novas operações de empréstimos bancários concedido em euros a sociedades não financeiras. O foco da análise situou-se no nível da taxa de juro fixada e na identificação empírica de um conjunto de determinantes. Pelos motivos invocados ao longo do artigo, esta sistematização deve ser apreciada como tendo uma natureza preliminar, refletindo trabalho em desenvolvimento.

Os resultados apresentados evidenciam a importância dos efeitos de composição na determinação do nível agregado das taxas de juro de novos empréstimos a sociedades não financeiras. Estes efeitos podem estar associados a várias dimensões, como sejam a dimensão do mutuário, o setor em que exerce atividade, a sua natureza pública ou privada, o prazo das operações ou o risco de crédito a elas associado. Tal sugere a necessidade de alguma cautela na interpretação de dinâmicas de curto prazo das taxas de juro agregadas, bem como na comparação do nível das taxas de juro praticadas em Portugal e em outros países da área do euro.

Por outro lado, a análise econométrica vem confirmar a importância de um conjunto de fatores tidos como relevantes na determinação das taxas de juro bancárias, como sejam o custo do financiamento e do risco de crédito. De facto, os coeficientes associados quer a taxas de juro do mercado monetário ou dos depósitos quer à variável *z-score*, que aproxima o risco de crédito, surgem positivos e significativos. Importa neste contexto assinalar que os resultados obtidos ilustram a importância da promoção de uma estrutura financeira mais sólida para as sociedades não financeiras, como fator indutor de uma redução dos seus custos de financiamento por via de empréstimos bancários.

As empresas públicas tenderam a beneficiar de taxas de juro mais reduzidas. Embora muito concentradas num reduzido número de mutuários, as operações com empresas públicas tendem a assumir montantes totais relevantes, contribuindo assim de forma significativa para o nível médio agregado das taxas de juro.

A dimensão dos empréstimos e das empresas apresenta uma relação negativa com os custos de financiamento através de empréstimos bancários. Assim, operações por prazos mais longos, envolvendo maiores

montantes e/ou tendo como mutuário empresas de maior dimensão tenderam a beneficiar, no período em apreço, de taxas de juro mais reduzidas. Finalmente, assinala-se que as empresas exportadoras tenderam a beneficiar de um prémio na determinação da taxa de juro (na ordem dos 50 p.b.).

## REFERÊNCIAS

Martinho, R. e Antunes, A., (2012), "Um modelo de *scoring* para as empresas portuguesas", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira - Novembro*.







ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ  
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ  
ΕΝΩΣΗΣ  
U017B5  
ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ  
ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ