

RELATÓRIO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA

Novembro 2014



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA



RELATÓRIO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA

Novembro 2014



BANCO DE
PORTUGAL
EUROSISTEMA

Lisboa, 2014 • www.bportugal.pt

Índice

Apreciação global | **5**

1. Desenvolvimentos recentes, vulnerabilidades e desafios | **11**

1.1. Enquadramento macroeconómico e financeiro da economia portuguesa | **11**

1.2. Situação patrimonial dos setores não financeiros | **17**

1.3. Situação patrimonial dos setores financeiros | **26**

1.3.1. Setor bancário | **26**

1.3.2. Setor segurador | **37**

1.3.3. Fundos de pensões | **39**

1.3.4. Fundos de investimento | **41**

Caixa 1 | Um indicador de *stress* financeiro para Portugal | **44**

Caixa 2 | A avaliação completa do sistema bancário da área do euro:
principais resultados para os bancos portugueses | **46**

Caixa 3 | Medida de resolução aplicada ao Banco Espírito Santo, S. A. | **50**

2. Riscos para a estabilidade financeira | **55**

Apreciação global

Em maio de 2014, Portugal concluiu o Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF). Durante os três anos de vigência do PAEF, verificou-se um conjunto de importantes ajustamentos na economia portuguesa, ao nível da consolidação orçamental e da desalavancagem do setor privado não financeiro, com reflexo significativo na desalavancagem do setor bancário e na correção do desequilíbrio externo. A supervisão do sistema financeiro e a solvabilidade das instituições de crédito foram reforçadas e foram iniciadas reformas estruturais com o objetivo de reforçar o crescimento económico potencial.

Apesar do progresso alcançado, permanecem vulnerabilidades na economia portuguesa que podem amplificar os efeitos inerentes à materialização de riscos sobre a estabilidade financeira. Estas vulnerabilidades requerem a prossecução e, em algumas áreas, o aprofundamento do processo de ajustamento.

Entre essas vulnerabilidades destaca-se o reduzido crescimento potencial da economia portuguesa. Apesar da recente recuperação da atividade económica e da melhoria das condições do mercado de trabalho, as baixas taxas de crescimento observadas e previstas para o futuro próximo, a par de níveis reduzidos de inflação, representam um desafio para a atividade e para a rendibilidade do setor financeiro.

Ao contexto de baixo crescimento económico crescem os ainda elevados níveis de endividamento dos setores privado e público, que constituem, por sua vez, uma restrição ao crescimento económico. Garantir um processo de ajustamento que promova a desalavancagem nos vários setores da economia portuguesa e, simultaneamente, crescimento económico, assente em investimento em setores com níveis de produtividade elevados e que beneficiem de uma procura sustentável, é claramente um dos maiores desafios na atualidade. O setor bancário deverá ter um papel fundamental na reafetação de recursos aos referidos setores, condição indispensável para o sucesso do referido processo de ajustamento da economia portuguesa.

A evolução dos vários setores residentes apresentou, no entanto, algumas diferenças.

Nos particulares, a taxa de poupança aumentou significativamente e o endividamento reduziu-se. O ajustamento foi assinalável, tendo em conta que ocorreu num contexto de diminuição do rendimento disponível.

As sociedades não financeiras tiveram uma evolução menos positiva do que os particulares. Num conjunto significativo de empresas, os níveis de endividamento permanecem excessivos. Esta situação condiciona consideravelmente o investimento necessário à promoção do crescimento potencial da economia portuguesa.

No que se refere ao setor público, verificou-se, no decurso do PAEF, um ajustamento no saldo orçamental estrutural sem precedente. Porém, os elevados níveis de dívida pública não permitem o aliviar dos esforços de consolidação orçamental.

A situação de liquidez e de solvabilidade do setor bancário melhorou significativamente e o ajustamento observado nos restantes setores de economia refletiu-se na desalavancagem das instituições de crédito. No entanto, permanecem fragilidades quanto à sustentabilidade da estrutura de financiamento e à recuperação da rendibilidade.

Para promover o crescimento económico, torna-se fundamental prosseguir as reformas estruturais, cujo alcance terá ficado, em algumas dimensões, aquém dos objetivos inicialmente fixados. Este processo é essencial para incrementar a produtividade e a mobilidade dos fatores, para absorver os níveis ainda elevados de desemprego e para aumentar a competitividade externa da economia, propiciando um crescimento económico sustentável, baseado no aumento da capacidade produtiva e na consolidação do desempenho registado durante o PAEF nas exportações de bens e serviços.

Igualmente essencial se torna a definição de uma estratégia coerente e abrangente que

permita lidar com o ainda elevado endividamento de um conjunto alargado de empresas portuguesas, de forma a libertar recursos que possam impulsionar o crescimento económico. Os níveis de endividamento registados requerem uma atuação a vários níveis, acelerando os processos de reestruturação de empresas que, apesar de endividadas, se mantêm viáveis, permitindo reforçar o processo de desalavancagem num contexto de estabilidade financeira e fomentando a capitalização das empresas não financeiras. Só é possível compatibilizar investimento, crescimento económico e desalavancagem se as empresas estiverem adequadamente capitalizadas.

Apesar dos sinais positivos refletidos na melhoria dos resultados que têm vindo a ser apresentados pela maioria das principais instituições de crédito – parte dessa melhoria baseada num esforço de reestruturação e contenção de custos – é fundamental que o processo de ajustamento da rentabilidade do setor bancário se aprofunde e consolide, ainda que condicionado pela evolução da atividade económica. Este processo deve acompanhar a correção dos desequilíbrios macroeconómicos que ainda se observam em Portugal. A recuperação da rentabilidade não pode decorrer de uma excessiva assunção de riscos nem basear-se numa excessiva concentração em determinadas atividades ou mercados. Será importante que as instituições ajustem os seus modelos de negócio a um contexto macroeconómico caracterizado, previsivelmente, por um reduzido crescimento potencial, por taxas de juro tendencialmente baixas e, no caso específico do setor bancário, por um acréscimo de concorrência decorrente da concretização da União Bancária. No enquadramento descrito, a transição para os novos requisitos regulamentares coloca também desafios importantes às instituições financeiras em termos de custo e de volume de financiamento, atendendo nomeadamente aos requisitos acrescidos em matérias relevantes como sejam a liquidez, a divulgação de informação sobre ativos onerados e a definição de um montante mínimo de passivos *bail-in-able* no balanço.

Os desenvolvimentos recentes da economia portuguesa acima descritos têm sido enquadrados por um contexto internacional de crescimento moderado das principais economias e de baixas taxas de inflação. Neste quadro, as principais autoridades monetárias têm mantido políticas acomodáticas, conduzindo as taxas de juro de referência (sem risco) a níveis muito reduzidos.

Este enquadramento tem levado a uma tomada de risco financeiro – na medida em que alguns investidores procuram alternativas com rendibilidades mais elevadas, ainda que associadas a um maior risco (comportamento de *search for yield*) – e, consequentemente, à compressão dos prémios de risco, o que tem favorecido os países sob pressão da área do euro.

Apesar da manutenção das taxas de juro do mercado monetário em valores muito reduzidos ter contribuído para a diminuição da rentabilidade dos bancos portugueses – devido ao facto de uma significativa parte da carteira de crédito estar indexada a essas taxas de juro, com baixos níveis de *spread* – os agentes económicos internos têm acedido a financiamento em condições relativamente favoráveis. Este enquadramento tem também contribuído para a valorização das carteiras de títulos de dívida a taxa fixa, particularmente afetadas no período mais agudo da crise da dívida soberana na área do euro, e constitui uma oportunidade a ser aproveitada pelas instituições de crédito no sentido de obterem financiamento não colateralizado com um custo relativo reduzido e por maturidades longas.

Neste contexto, a reversão deste movimento de *search for yield* poderá ter consequências adversas para a estabilidade financeira. Esta reversão poderá ser desencadeada por diversos fatores. A nível internacional pode existir uma reavaliação do valor relativo dos ativos da área do euro associada à incerteza quanto à recuperação económica da região ou uma possível dissonância entre as expectativas do mercado e as indicações dos bancos centrais

em termos de política monetária. A nível nacional, esses riscos poderão passar pela possibilidade de se verificar uma evolução económica mais desfavorável do que a antecipada nos atuais cenários de previsão. Conforme já referido, apesar do ajustamento que teve lugar durante a vigência do PAEF, a economia portuguesa está dependente das alterações da perceção externa sobre um conjunto de vulnerabilidades específicas que continuam a persistir. Assim, o aprofundamento do processo de ajustamento dos vários setores da economia é fundamental para manter a credibilidade externa do país e limitar a subida do custo de financiamento dos vários setores da economia.

A possibilidade de perdas de valor nas carteiras das instituições financeiras afeta outras categorias de ativos, além dos títulos de dívida. A elevada exposição das instituições financeiras a ativos imobiliários representa um risco adicional, que necessita de ser monitorizado. Com efeito, a exposição dos bancos e das seguradoras ao risco imobiliário tem aumentado, quer pela utilização dos imóveis como colateral em operações de crédito (no caso dos bancos), quer pela detenção direta de imóveis ou de participações em fundos de investimento imobiliário. Apesar dos sinais de recuperação registados no mercado imobiliário e da evidência que aponta para o alinhamento dos preços dos ativos imobiliários residenciais com alguns determinantes fundamentais, não será de excluir uma possível diminuição dos preços. Esta evolução, podendo estar ela própria associada a um processo de ajustamento dos bancos que conduza a uma mais célere venda destes ativos e / ou a uma possível situação económica e financeira mais adversa, poderá ter um impacto significativo sobre o balanço dos bancos.

A elevada exposição ao risco imobiliário requer, assim, uma permanente monitorização das carteiras do setor bancário, através de inspeções regulares e abrangentes, e um adequado registo de imparidades, em linha com as ações que têm vindo a ser desenvolvidas pelo Banco de Portugal desde 2011 e com o exercício mais recentemente levado a cabo pelo

BCE no contexto da criação do Mecanismo Único de Supervisão.

Por fim, é necessário preservar a confiança dos agentes económicos, um pilar essencial da estabilidade financeira. A conduta das instituições financeiras não pode colocar em causa a confiança no sistema. A salvaguarda da estabilidade financeira e a preservação do interesse público competem a todos os agentes económicos. Neste contexto, assume particular importância a criação de um quadro de incentivos e a definição de matrizes organizacionais e de atuação, internas e externas às instituições financeiras, que favoreçam o alinhamento dos interesses individuais com os coletivos. Torna-se também importante, no atual contexto, monitorizar de perto as consequências decorrentes da súbita redução dos níveis de solvabilidade do Banco Espírito Santo que, por sua vez, determinou a aplicação da medida de resolução a esta instituição. Sendo certo que a evolução de um conjunto significativo de indicadores demonstra que o impacto sobre os mercados financeiros foi temporário, há que assegurar o acompanhamento da situação garantindo a manutenção da confiança dos agentes económicos e a estabilidade do sistema financeiro nacional.





ESTABILIDADE FINANCEIRA

1. Desenvolvimentos recentes,
vulnerabilidades e desafios

Caixa 1 | Um indicador de *stress*
financeiro para Portugal

Caixa 2 | A avaliação completa
do sistema bancário da área do euro:
principais resultados para os bancos
portugueses

Caixa 3 | Medida de resolução aplicada
ao Banco Espírito Santo, S. A.

2. Riscos para a estabilidade financeira

1. Desenvolvimentos recentes, vulnerabilidades e desafios

1.1. Enquadramento macroeconómico e financeiro da economia portuguesa¹

O crescimento económico global manteve-se moderado ao longo do primeiro semestre de 2014, num contexto de baixa inflação

Em 2014, a economia mundial deverá registar um crescimento próximo do observado em 2013 (Quadro 1), aquém dos níveis registados antes da crise económica e financeira e do verificado na fase inicial de recuperação. Este crescimento mais fraco do que o esperado está, em grande medida, associado ao comportamento das economias avançadas, com uma procura interna moderada num contexto de elevado desemprego. A tensão geopolítica na Ucrânia e no Médio Oriente, um inverno particularmente rigoroso nos EUA e os efeitos da subida de impostos no Japão contribuíram igualmente para uma menor recuperação da procura interna nestas economias. Grande parte das economias emergentes manteve ritmos de crescimento da atividade significativos, embora tenham sido também afetadas pela diminuição da procura das economias avançadas, por um contexto de alguma incerteza e por baixos níveis de investimento.

A área do euro deverá manter um crescimento moderado, num contexto em que a recuperação do mercado de trabalho é mais ténue do que noutras economias avançadas, em que alguns países mantêm um processo de consolidação orçamental e/ou de desalavancagem do setor privado, e em que a adoção de reformas estruturais consideradas cruciais para promover a competitividade das economias, estimular o emprego e, dessa forma, o crescimento económico, não está ainda completa. Este aspeto é particularmente importante na medida em que um conjunto alar-

gado de países tem em curso ajustamentos de balanço nos vários setores da economia. Este é um processo prolongado e com implicações sobre a procura agregada.

A inflação permanece baixa a nível mundial. Na área do euro a taxa de inflação está neste momento próxima de zero por cento (0,3 por cento de acordo com os valores publicados pelo BCE para setembro de 2014), e as expectativas de inflação de médio-longo prazo têm vindo a registar alguma diminuição.

Quadro 1 • PIB – Taxa de variação real

	Em percentagem			
	2012	2013	2014p	2015p
Economia Mundial	3,4	3,3	3,3	3,8
Economias avançadas	1,2	1,4	1,8	2,3
EUA	2,3	2,2	2,2	3,1
Área do euro	-0,7	-0,4	0,8	1,3
Alemanha	0,9	0,5	1,4	1,5
França	0,3	0,3	0,4	1,0
Itália	-2,4	-1,9	-0,2	0,8
Espanha	-1,6	-1,2	1,3	1,7
Japão	1,5	1,5	0,9	0,8
Reino Unido	0,3	1,7	3,2	2,7
Canadá	1,7	2,0	2,3	2,4
Economias emergentes	5,1	4,7	4,4	5,0
China	7,7	7,7	7,4	7,1
Brasil	1,0	2,5	0,3	1,4
Rússia	3,4	1,3	0,2	0,5

Fonte: FMI (*World Economic Outlook*, outubro 2014).

Nota: p – previsão.

A política monetária permaneceu acomodatória nas principais economias avançadas

O crescimento pouco significativo das principais economias avançadas e as baixas taxas de inflação justificam a manutenção do caráter

acomodação das respetivas políticas monetárias. Esta tendência acentuou-se na área do euro ao longo de 2014 (Gráfico 1). Assim, em junho e setembro, o BCE reduziu as suas principais taxas de juro de referência, tendo fixado a taxa das operações principais de refinanciamento em 0,05 por cento e as taxas de facilidade de cedência e de depósito em 0,3 por cento e -0,2 por cento, respetivamente. O BCE anunciou, ainda, um conjunto de medidas adicionais de estímulo, nomeadamente (i) um conjunto de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas com maturidade em setembro de 2018, (ii) um programa de compra de instrumentos de dívida titularizados (ABS) e de obrigações emitidas pelo setor público, (iii) a extensão do procedimento de colocação integral da procura à taxa fixa nas operações principais de refinanciamento e nas operações de refinanciamento de prazo alargado e (iv) a suspensão das operações semanais que esterilizam a liquidez disponibilizada ao abrigo do programa de compra de ativos pelo BCE.

Nos EUA, foi reduzido gradualmente o montante mensal de compras de ativos (até à interrupção do programa no final de outubro) e mantida a taxa de referência em 0,25 por cento, tendo a Reserva Federal norte-americana reafirmado que as taxas de juro oficiais permanecerão baixas por um período relativamente prolongado.

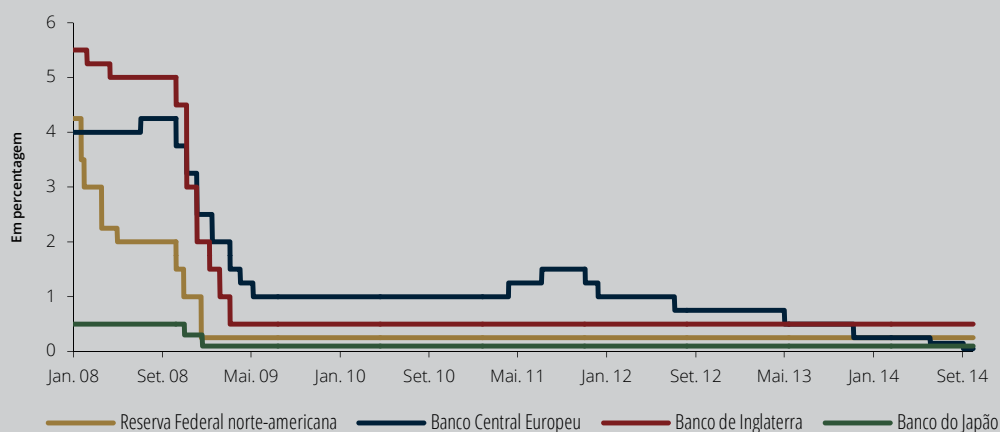
No mercado obrigacionista, as taxas de rendibilidade diminuíram e reduziram-se os diferenciais dos países sob pressão da área do euro face à Alemanha

O mercado obrigacionista beneficiou da manutenção de políticas monetárias acomodáticas nas principais economias (Gráfico 2). As taxas de rendibilidade atingiram mínimos históricos ao longo da curva de rendimentos num conjunto alargado de países da área do euro, tendo-se assistido a uma significativa compressão do diferencial das taxas de rendibilidade da dívida pública dos países sob pressão da área do euro face à Alemanha, com particular destaque para o desempenho de Portugal, Espanha e Itália (Gráfico 3). Para esta evolução contribuíram a saída bem sucedida da Irlanda e de Portugal do programa de apoio financeiro e um movimento generalizado de reafetação de fundos a títulos com maior rendibilidade nas economias avançadas, perante as baixas taxas de rendibilidade atingidas nos países *core*².

Nos EUA, o comportamento das taxas de rendibilidade foi diferenciado ao longo da curva de rendimentos, com os prazos intermédios

Gráfico 1 •
Taxas de juro
oficiais

Fonte: Bloomberg.

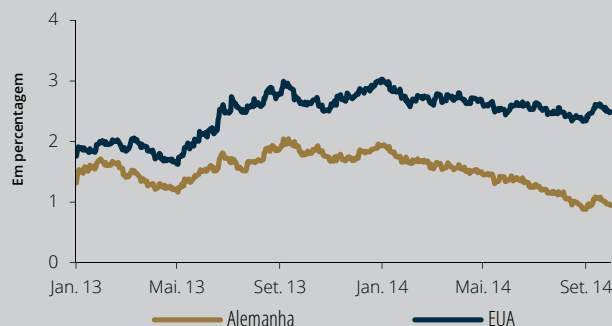


e longos a registarem igualmente uma descida em 2014. Todavia, a gradual redução das operações de compra de ativos pela Reserva Federal norte-americana e as expectativas de que a instituição possa vir a iniciar em 2015 o movimento de subida das taxas de juro diretas induziram uma subida das taxas de rendibilidade a dois anos, sobretudo a partir de junho.

Após os ganhos do primeiro semestre, registou-se uma forte correção dos índices de ações

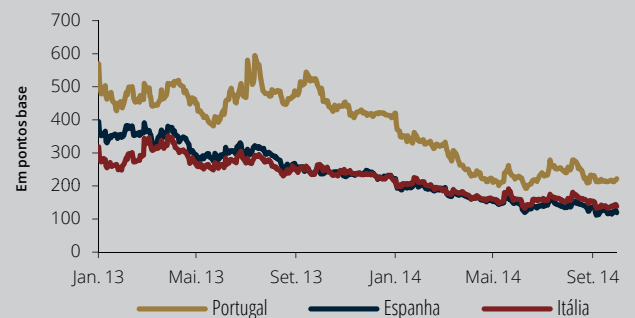
Os principais índices de ações das economias avançadas registaram ganhos no primeiro semestre de 2014. Estes ganhos foram mais expressivos nos EUA (Gráfico 4), onde se atingiram sucessivos máximos históricos do S&P 500, e menos significativos na Europa, apesar de na Alemanha se terem registado máximos históricos em 2014. No entanto, a generalidade dos mercados acionistas encetou posteriormente uma correção, perante o aumento da incerteza quanto à evolução do crescimento económico no futuro próximo e da situação geopolítica.

Gráfico 2 • Taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos



Fonte: Bloomberg.

Gráfico 3 • Taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos | Diferenciais face à Alemanha



Fonte: Bloomberg.

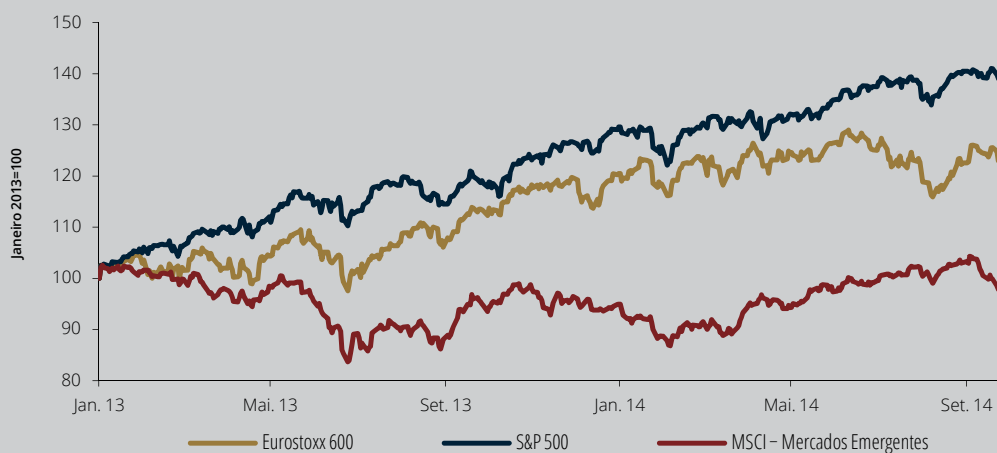


Gráfico 4 • Índices acionistas

Fonte: Bloomberg.

A economia portuguesa manteve um crescimento moderado, próximo do esperado para a área do euro

No primeiro semestre de 2014, a atividade económica em Portugal manteve a trajetória de aceleração moderada iniciada em 2013 (Gráfico 5). A evolução do PIB refletiu uma recuperação da procura interna e um abrandamento das exportações. Neste quadro, continuou a observar-se uma melhoria nas condições do mercado de trabalho, traduzida numa descida da taxa de desemprego e num aumento do emprego (Gráfico 6)³. Observou-se, ainda, a descida da taxa de inflação, que atingiu valores negativos. Durante os últimos meses, o indicador coincidente do Banco de Portugal sugere alguma interrupção do processo de aceleração da atividade económica.

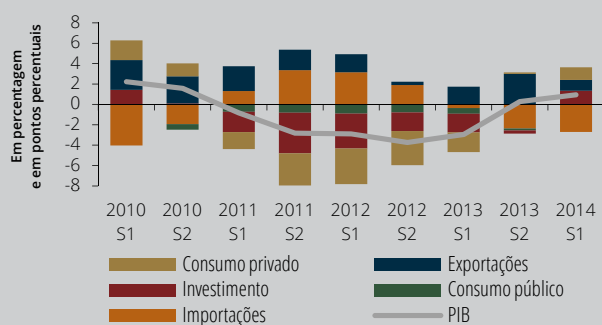
De salientar a recuperação do consumo privado, em linha com a melhoria gradual das condições do mercado de trabalho e com a diminuição do endividamento das famílias. Na primeira metade do ano, observou-se uma recuperação do investimento em termos homólogos, a qual continuou a refletir a recomposição decorrente do processo de correção dos desequilíbrios económicos acumulados e do ajustamento

do balanço dos vários setores da economia. Assim, o investimento em construção continuou a apresentar, no primeiro semestre de 2014, variações negativas, mantendo a tendência dos últimos anos. Esta tendência está associada a uma diminuição estrutural no investimento público em infraestruturas e à atual dimensão do *stock* habitacional, e tem sido influenciada pelo quadro de restritividade nas condições de financiamento. Por seu lado, assistiu-se a uma recuperação com alguma expressão do investimento em máquinas e equipamento.

No primeiro semestre de 2014, as exportações de bens e serviços apresentaram um crescimento ligeiramente inferior à procura externa dirigida à economia portuguesa. Esta evolução – determinada por fatores de natureza temporária que afetaram as exportações de combustíveis – não terá permitido a manutenção da trajetória de ganhos de quota de mercado observada nos anos anteriores. Por sua vez, as importações aceleraram nos primeiros meses do ano, refletindo a recuperação da procura interna.

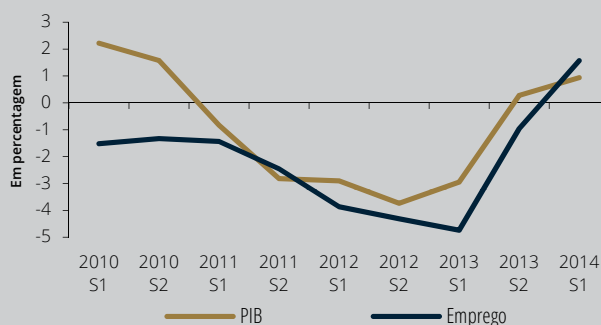
A capacidade de financiamento da economia portuguesa, medida pelo saldo conjunto da balança corrente e de capital, manteve-se praticamente inalterada no primeiro semestre de 2014 face ao semestre homólogo.

Gráfico 5 • Contributos para a taxa de variação homóloga do PIB



Fonte: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 6 • Evolução do PIB e do emprego | Taxas de variação homóloga



Fonte: INE e Banco de Portugal.

Portugal tem prosseguido uma estratégia de antecipação do financiamento das administrações públicas

O contexto internacional mais favorável e a apreciação mais positiva das agências de *rating* quanto à situação financeira do país, permitiram ao Estado português desenvolver uma estratégia de financiamento antecipado das suas necessidades de financiamento, designadamente através de reaberturas das emissões sindicadas de Obrigações do Tesouro a 5, 10 e 15 anos. A procura ultrapassou várias vezes a oferta e as taxas de colocação foram mais baixas.

No mercado secundário, registou-se uma forte descida das taxas de rendibilidade (Gráfico 7), tendo sido atingidos mínimos históricos nos vários prazos ao longo da curva de rendimentos e observada uma diminuição significativa dos diferenciais face à Alemanha. Para o prazo de 10 anos, a taxa inerente à dívida pública portuguesa situava-se, no final de setembro, em 3,1 por cento, apresentando um diferencial de 221 pontos base relativamente à taxa alemã.

O saldo vivo das emissões de títulos de dívida permaneceu relativamente estável tendo as entidades não residentes aumentado significativamente a sua exposição à dívida portuguesa

O montante de títulos de dívida emitidos por entidades residentes não registou, em 2014, alterações de relevo em relação ao final do ano anterior, situando-se, em agosto, cerca de 0,2 por cento abaixo do registado em dezembro de 2013 (em valor de mercado). O saldo das emissões por parte das administrações públicas, no período em causa, aumentou cerca de 12,5 por cento, num movimento que foi contrabalançado pela forte redução da dívida emitida por instituições de crédito (Gráfico 8).

Verificou-se um significativo aumento da dívida detida por não residentes, associado a uma maior atratividade do mercado português, num contexto de *search for yield* pelos investidores. Em contrapartida, a dívida detida por outras instituições financeiras monetárias reduziu-se (Gráfico 9).

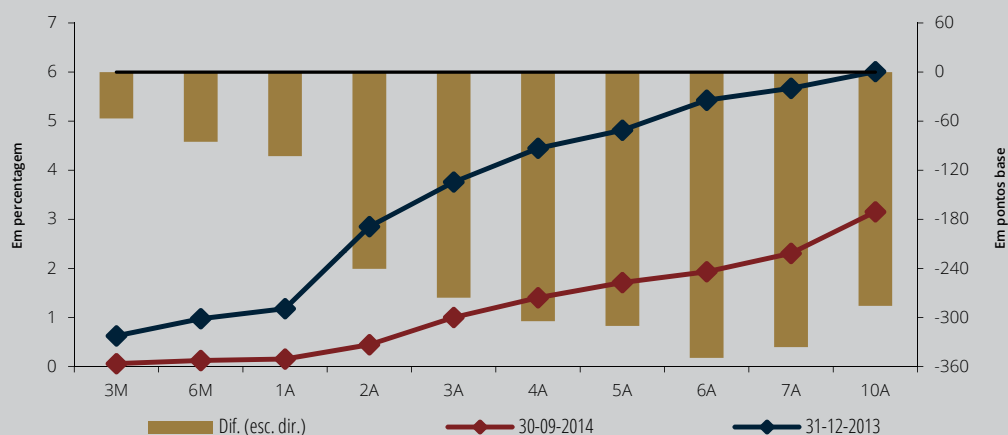


Gráfico 7 •
Curva de rendimentos em Portugal

Fonte: Bloomberg.

A subida do PSI-20 observada no primeiro semestre do ano foi totalmente revertida

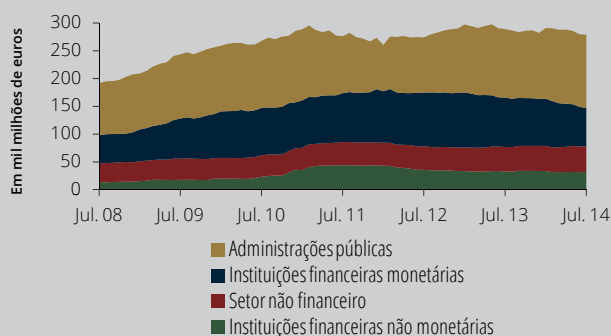
No primeiro semestre do ano, assistiu-se a uma forte valorização do índice PSI-20 (Gráfico 10), acima do observado na generalidade dos mercados da área do euro, perante um ambiente global favorável às aplicações financeiras nos países que concluíram programas de assistência financeira implementados na sequência da crise da dívida soberana.

Mais recentemente, o comportamento do PSI-20 foi afetado pela evolução das principais praças

europeias, condicionada pelo arrefecimento das perspetivas de crescimento económico na área do euro e pelos receios em torno dos baixos níveis de inflação. O índice acionista português apresentou uma evolução consideravelmente mais negativa do que a generalidade dos índices europeus, para a qual contribuiu, em particular, a evolução da cotação do Banco Espírito Santo (BES) e da Portugal Telecom.

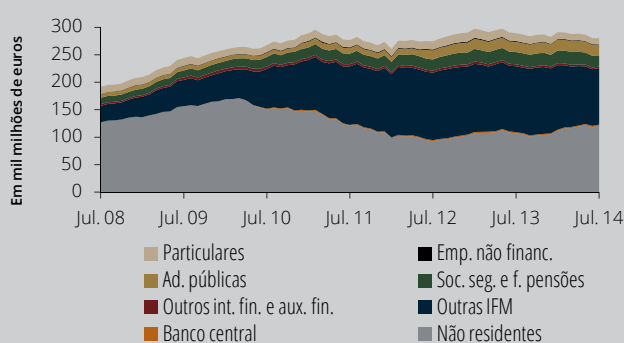
Esta evolução motivou um aumento significativo do Indicador Compósito de *Stress* Financeiro para Portugal que atingiu o valor mais elevado desde agosto 2013 (ver Caixa 1: Um indicador de *stress* financeiro para Portugal).

Gráfico 8 • Títulos de dívida emitidos (saldo vivo)



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 9 • Títulos de dívida emitidos (saldo vivo) | Por detentor da dívida



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 10 • Índices acionistas Portugal

Fonte: Bloomberg.



1.2. Situação patrimonial dos setores não financeiros

Em termos homólogos, a taxa de poupança continuou a crescer, resultando no aumento da capacidade de financiamento dos particulares

No primeiro semestre de 2014, e quando comparada com o semestre homólogo, a capacidade de financiamento dos particulares registou uma melhoria (4,7 por cento do PIB, após 4,3 por cento no primeiro semestre de 2013), refletindo o aumento, ainda que ligeiro, da taxa de poupança e a quase estabilização da taxa de investimento deste setor (Gráfico 11)⁴. O aumento da taxa de poupança das famílias é fundamental para assegurar a continuação do processo de desalavancagem de forma sustentável. Contribui também para a correção dos desequilíbrios externos da economia portuguesa, na medida em que traduz uma capacidade interna crescente para assegurar o financiamento do investimento doméstico necessário ao crescimento económico.

No primeiro semestre de 2014, continuou a observar-se a amortização líquida de empréstimos de particulares (Gráfico 12), quer para aquisição de habitação, quer para consumo e outros fins. De salientar que se assistiu, desde a segunda metade de 2013, a uma aceleração do consumo privado de bens duradouros, que se refletiu numa menor queda do crédito para esta finalidade. Nas respostas ao Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito (*Bank Lending Survey – BLS*), alguns participantes indicaram uma melhoria na confiança dos consumidores e a evolução das despesas de consumo relativas a bens duradouros como fatores favoráveis à procura de crédito para este fim. No entanto, a necessidade de continuar a reduzir os níveis de endividamento, a manutenção de critérios restritivos para a concessão de crédito bancário e a evolução do rendimento disponível deverão continuar a condicionar a procura de crédito associada ao consumo privado.

Apesar do aumento da taxa de poupança, o endividamento dos particulares ainda é elevado

O endividamento dos particulares registou uma redução assinalável desde 2010 – passando de

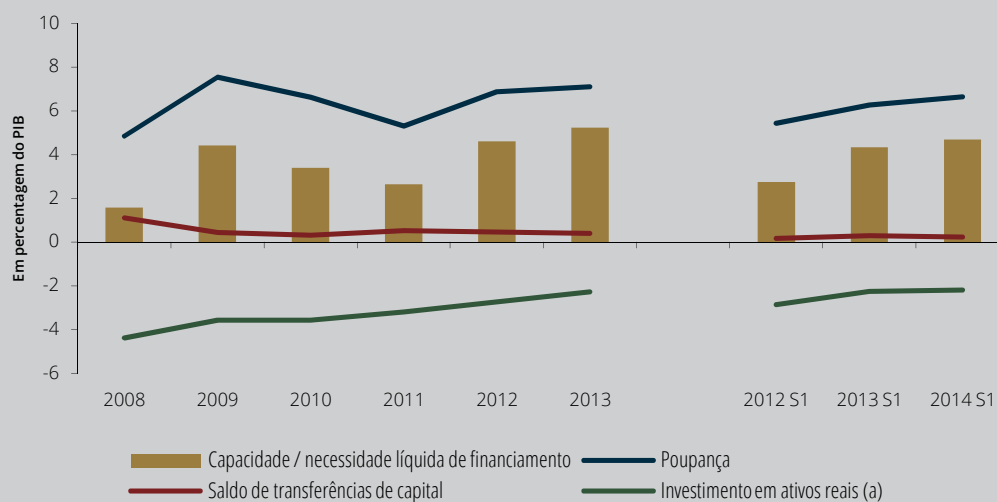


Gráfico 11 • Poupança, investimento e capacidade de financiamento dos particulares

Fonte: INE.
Notas: Os valores semestrais têm por base os valores das contas nacionais trimestrais. (a) Corresponde à soma da formação bruta de capital fixo, variação de existências, aquisições líquidas de cessões de objetos de valor e aquisições líquidas de cessões de ativos não financeiros não produzidos.

95 por cento do PIB, no final de 2009, para 87 por cento do PIB, em junho de 2014⁵ –, apesar da queda verificada no rendimento disponível e no PIB. Porém, no conjunto da União Europeia, este valor mantém-se elevado (Gráfico 13). O endividamento das famílias, associado ao facto de essa dívida estar fortemente relacionada com empréstimos com taxa de juro variável⁶, constitui uma importante vulnerabilidade da economia portuguesa, pois torna a situação financeira das famílias especialmente sensível a alterações do rendimento e da taxa de juro. Refira-se, no entanto, que o contexto de taxas de juro muito baixas tem beneficiado a situação financeira das famílias por via da redução dos encargos com o serviço da dívida.

No primeiro semestre de 2014, assistiu-se a uma variação positiva da carteira de ativos financeiros dos particulares. Esta carteira representava 214 por cento do PIB em junho de 2014 e era superior à média da área do euro. No primeiro semestre de 2014, registaram-se aquisições líquidas de certificados de aforro e de Tesouro em montante significativo (cerca de 2 por cento do PIB), tendo-se também assistido a aplicações líquidas em unidades de participação em fundos de investimento e seguros de vida e fundos de pensões. Os depósitos apresentaram uma

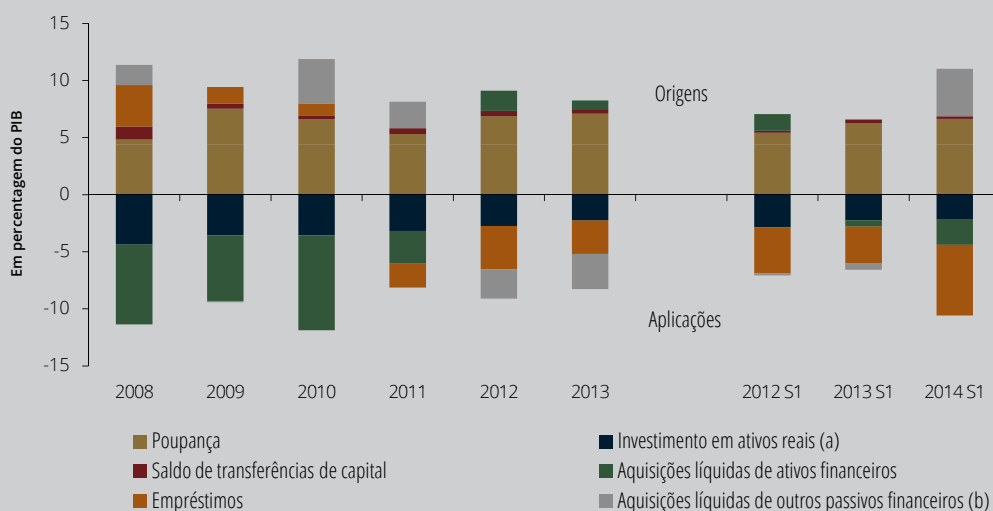
relativa estabilidade neste período. Ao mesmo tempo, houve desinvestimento dos particulares em títulos de dívida e em ações cotadas (Gráfico 14).

O rácio de crédito vencido dos particulares continuou a aumentar, refletindo acréscimos nos segmentos, quer para aquisição de habitação, quer para consumo e outros fins. No entanto, o rácio do fluxo anual de novos créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa⁷ no crédito total concedido manteve uma tendência de decréscimo, em linha com a recuperação do rendimento disponível verificada mais recentemente e a evolução no mercado de trabalho.

Refira-se que, em setembro, entrou em vigor a Lei n.º 58/2014, de 25 de agosto, que altera o regime extraordinário de proteção de devedores de crédito à habitação, aprovado pela Lei n.º 58/2012, de 9 de novembro. A nova lei flexibiliza as condições de acesso dos clientes bancários ao regime extraordinário de proteção de devedores de crédito à habitação, o qual atribui um conjunto de direitos e de garantias aos clientes bancários em situação económica muito difícil que se encontrem a incumprir as obrigações assumidas ao abrigo de contratos de crédito à habitação própria

Gráfico 12 •
Origens e aplicações
de fundos de
particulares

Fonte: INE e Banco de Portugal.
Notas: Os valores semestrais têm por base os valores das contas trimestrais. (a) Corresponde à soma da formação bruta de capital fixo, variação de existências, aquisições líquidas de cessões de objetos de valor e aquisições líquidas de cessões de ativos não financeiros não produzidos. (b) Inclui outros débitos e créditos e, no primeiro semestre de 2014, a discrepância entre a capacidade de financiamento apurada nos âmbitos das contas nacionais não financeiras e financeiras.



permanente. Em termos gerais, as alterações introduzidas possibilitam o acesso ao regime por parte de agregados familiares com rendimentos mais elevados ou com imóveis de valor patrimonial tributário superior. Adicionalmente, passa a existir a possibilidade de acesso ao regime extraordinário por parte dos fiadores de contratos de crédito à habitação própria permanente que sejam chamados a cumprir as obrigações dos devedores originários e se encontrem em situação económica muito difícil.

A necessidade de financiamento das sociedades não financeiras continuou a decrescer, mantendo a tendência observada desde 2009

Nos primeiros seis meses de 2014, a necessidade de financiamento das sociedades não financeiras representou 1,7 por cento do PIB (2,1 por cento no semestre homólogo de 2013). Continuou a registar-se uma reduzida taxa de investimento, apesar de uma ligeira recuperação em termos

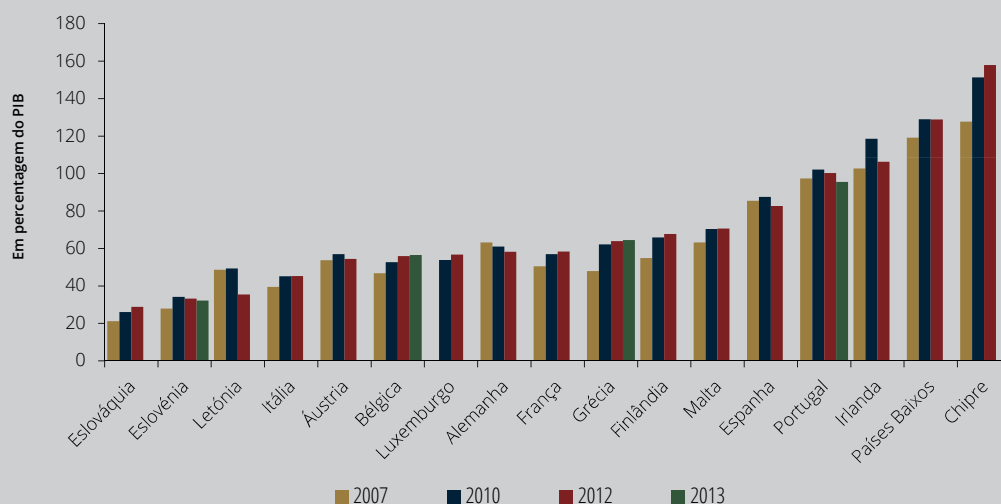


Gráfico 13 •
Dívida total dos particulares |
Comparação na
União Europeia

Fonte: Eurostat.
Notas: Contas financeiras SEC1995. Os dados que permitem a comparação na nova base – SEC2010 – não se encontram ainda disponíveis. Valores ordenados por ordem crescente com base nos níveis de 2012.

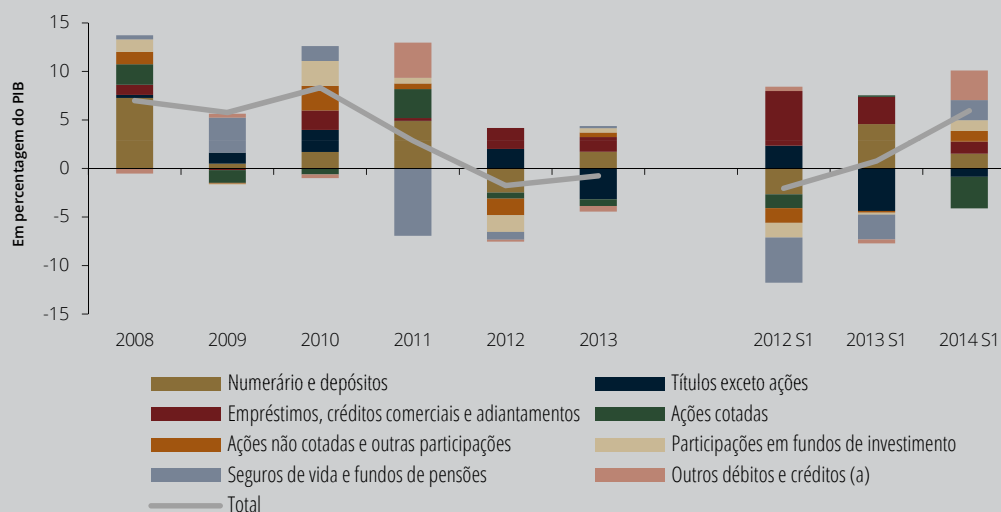


Gráfico 14 •
Ativos financeiros dos particulares |
Transações

Fonte: INE e Banco de Portugal.
Notas: Valores consolidados. Os valores semestrais têm por base os valores das contas nacionais trimestrais. (a) Inclui provisões técnicas de seguros não vida, provisões para garantias standardizadas ativadas e outras contas a receber.

homólogos (Gráfico 15). Segundo o Inquérito ao Investimento do INE, a deterioração das perspectivas de venda é apontada por mais de metade das empresas inquiridas como o principal fator limitativo do investimento. Refira-se, ainda, que cerca de um quarto dos inquiridos da indústria transformadora indica que a rentabilidade dos investimentos é o principal fator limitativo à realização de investimento em 2013 e 2014, o que representa um acréscimo relativamente aos anos anteriores.

A redução do investimento em capital fixo é fortemente prejudicial ao crescimento potencial da economia portuguesa. O baixo crescimento da economia portuguesa, num contexto de baixa inflação, dificulta a redução do rácio de dívida no PIB e implica menor geração de rendimento, dificultando o serviço da dívida por parte dos vários agentes. Este fator é especialmente relevante dado o elevado endividamento das empresas portuguesas. Constitui, por isso, uma vulnerabilidade importante para a economia portuguesa, com potenciais consequências sobre a estabilidade financeira.

Em 2013, as sociedades não financeiras apresentaram um nível de rentabilidade do capital investido, medido pelo rácio entre o EBITDA e a soma do capital próprio e dos financiamentos obtidos, superior ao registado em 2012 (passou de 6,3 para 7,4 por cento). A generalidade dos setores de atividade contribuiu para

este resultado (Gráfico 16). Porém, no primeiro semestre de 2014, assistiu-se a uma redução ligeira desta rentabilidade, sendo de destacar o contributo negativo das grandes empresas e dos outros serviços (o que refletiu a reestruturação em curso no setor das telecomunicações).

O rácio de cobertura de juros melhorou em 2013 e no primeiro semestre de 2014 no caso das pequenas e médias empresas e nos setores da indústria e do comércio.

Os empréstimos concedidos por instituições de crédito residentes a sociedades não financeiras mantiveram uma taxa de variação anual negativa no decurso do primeiro semestre. A queda é menor quando se consideram os empréstimos totais, em virtude do contributo positivo do exterior (Gráfico 17). Por seu turno, a variação registada pela emissão de títulos de dívida (incluída no crédito total) é mais negativa do que a dos empréstimos totais.

Refira-se que de acordo com Farinha e Félix (2014)⁸, os bancos concedem relativamente mais crédito às empresas com maior capacidade de gerar rendimento que lhes permita saldar a dívida, às empresas de maior dimensão e com maior disponibilidade para apresentar colateral como garantia dos empréstimos.

As taxas de juro aplicadas aos novos empréstimos a sociedades não financeiras mantiveram

Gráfico 15 •

Poupança, investimento e necessidade de financiamento das sociedades não financeiras

Fonte: INE.

Notas: Os valores semestrais têm por base os valores das contas nacionais financeiras trimestrais. (a) Corresponde à soma de formação bruta de capital fixo, variação de existências, aquisições líquidas de cessões de objectos de valor e aquisições líquidas de cessões de ativos não financeiros, não produzidos.

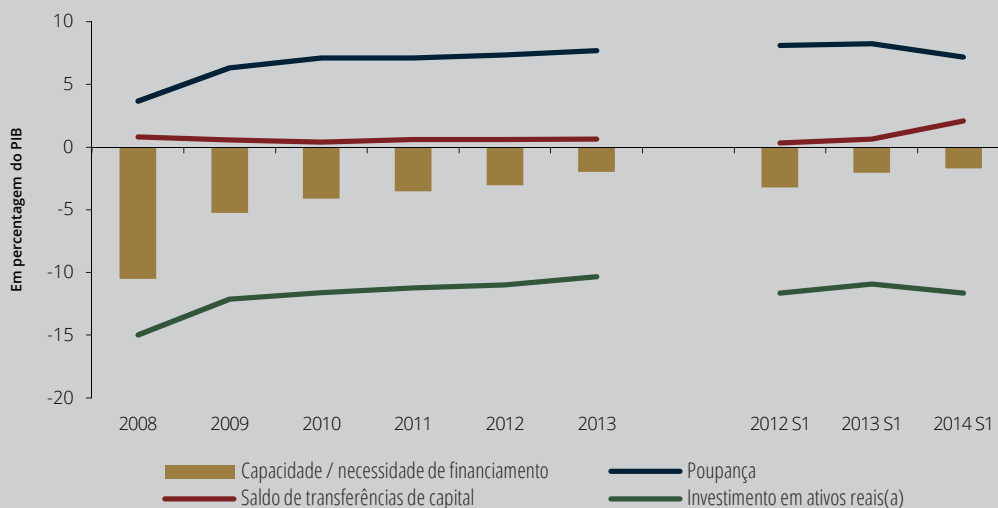
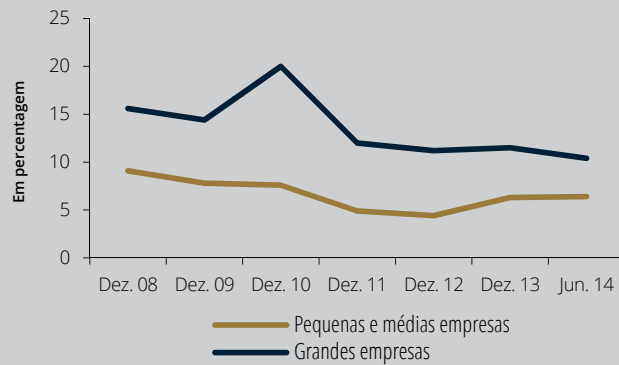
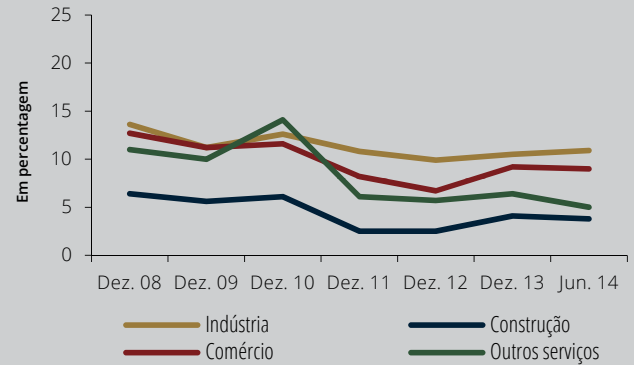


Gráfico 16 •

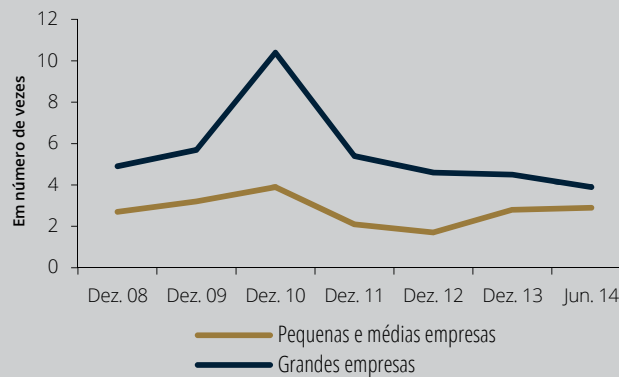
Rácio de rendibilidade | Dimensão da empresa



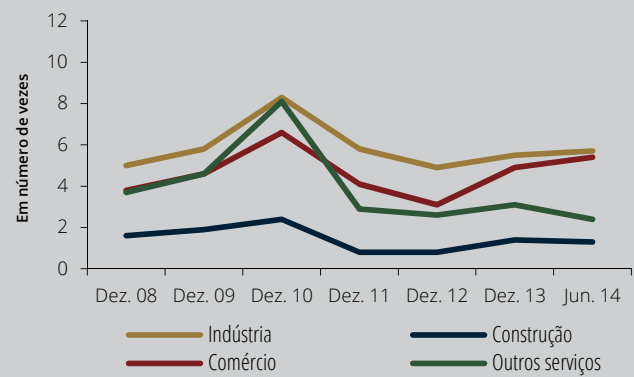
Rácio de rendibilidade | Setores de atividade



Rácio de cobertura de juros | Dimensão da empresa



Rácio de cobertura de juros | Setores de atividade



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Valores extrapolados. Exclui a secção A da CAE – Rev.3: agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca. Outros serviços inclui atividades de informação e de comunicação e exclui agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca, eletricidade, gás e água, transporte e armazenagem e sociedades gestoras de participações sociais. Rácio de rendibilidade = EBITDA / (capital próprio + financiamentos obtidos). Rácio de cobertura de juros = EBITDA / juros suportados (n.º de vezes).

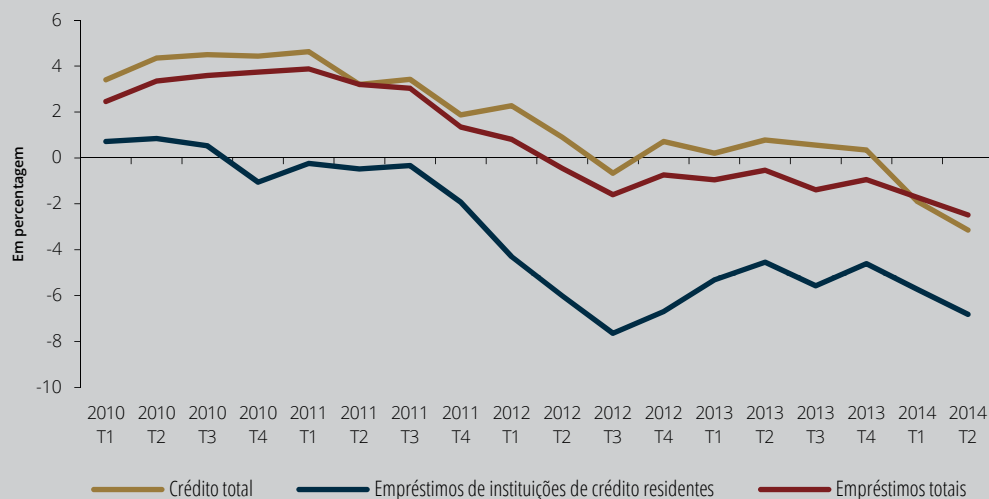


Gráfico 17 •
Crédito total
concedido a
sociedades não
financeiras |
Taxa de variação
anual

Fonte: Banco de Portugal.

a tendência de decréscimo, refletindo uma redução significativa dos *spreads* aplicados nos empréstimos concedidos pelos bancos no primeiro semestre, os quais, no entanto, ainda não atingiram os níveis verificados antes do início da crise da dívida soberana.

O crédito concedido por bancos residentes está concentrado num número reduzido de empresas, assistindo-se a uma significativa deterioração da qualidade do crédito desde o final de 2011

No final de junho de 2014, cerca de 90 por cento do crédito ao setor empresarial não financeiro estava concentrado em 10 por cento das empresas não financeiras com empréstimos bancários. Entre as empresas com exposições de maior montante, verifica-se que o rácio do crédito vencido no total do crédito tem vindo a aumentar de forma acentuada desde o último trimestre de 2011, apesar de ser inferior ao das pequenas exposições (que também continua a aumentar). A deterioração da qualidade de crédito neste escalão é também visível no acréscimo significativo da percentagem de empresas com crédito vencido (Quadro 2). Para esta situação contribuiu essencialmente o setor da construção, no qual cerca de metade dos devedores com maior exposição apresentam crédito vencido.

Quadro 2 • Indicadores de crédito vencido | Sociedades não financeiras^(a)

Em percentagem

	Dez. 09	Dez. 10	Dez. 11	Jun. 12	Dez. 12	Jun. 13	Dez. 13	Jun. 14
Exposição total								
Devedores em incumprimento ^(b)	18,7	20,1	24,4	27,6	28,8	30,5	30,3	31,2
Crédito e juros vencidos ^(c)	4,1	5,2	8,1	11,3	12,3	14,2	15,3	16,6
Exposição de montante superior ao percentil 90^(d)								
Devedores em incumprimento ^(e)	14,4	16,0	23,7	28,8	30,1	32,4	31,0	32,6
Crédito e juros vencidos ^(f)	3,6	4,6	7,5	10,8	11,8	13,7	14,9	16,1
do qual: Exposição de montante superior ao percentil 99^(d)								
Devedores em incumprimento ^(e)	11,6	12,8	21,7	30,4	29,7	33,5	31,4	32,4
Crédito e juros vencidos ^(f)	2,3	2,9	5,3	8,9	9,2	11,0	12,5	13,5
do qual: Exposição de montante superior ao percentil 99,5^(d)								
Devedores em incumprimento ^(e)	9,4	11,0	19,7	29,3	27,4	31,5	27,8	29,3
Crédito e juros vencidos ^(f)	1,9	2,4	4,2	7,9	7,8	9,4	11,2	12,2
do qual: Exposição de montante superior ao percentil 99,9^(d)								
Devedores em incumprimento ^(e)	6,7	6,6	15,4	26,4	23,9	29,4	25,7	25,2
Crédito e juros vencidos ^(f)	1,2	1,3	2,1	5,9	5,9	7,3	9,5	10,2
Pequenas exposições^(g)								
Devedores em incumprimento ^(e)	19,2	20,5	24,5	27,5	28,6	30,3	30,2	31,0
Crédito e juros vencidos ^(f)	7,9	9,3	12,7	14,9	16,9	18,4	19,1	20,2

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: (a) 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. Inclui também crédito concedido (ou detido) por entidades que não pertencem ao sistema financeiro, nomeadamente pela Parvalorem, pelo Instituto de Turismo de Portugal e, desde setembro de 2011, por algumas sociedades de recuperação de crédito. Apenas as exposições face a uma determinada instituição financeira superiores a 50 euros foram consideradas e foram excluídas as linhas de crédito não utilizadas. Considerou-se que uma determinada sociedade não financeira se encontra em situação de incumprimento se o montante de crédito vencido for superior a 0,5 por cento da sua exposição face ao sistema financeiro. (b) Em percentagem do número de sociedades não financeiras com dívidas de instituições financeiras participantes na CRC. (c) Em percentagem do crédito total concedido por instituições financeiras participantes na CRC a sociedades não financeiras residentes. (d) Percentis definidos com base no número de empresas ordenadas segundo o montante de exposição efetiva total. (e) Em percentagem do número de devedores desta carteira. (f) Em percentagem do crédito total desta carteira. (g) Exposições cujos montantes são menores do que o limite inferior das grandes exposições. Correspondem a 90 por cento das empresas com dívida junto das instituições participantes na CRC.

Num contexto em que a qualidade do crédito é afetada pelo crescimento económico moderado, o processo de reestruturação de balanços e de determinadas exposições reveste-se de particular importância. É essencial que o crédito se dirija a projetos viáveis, não prejudicando a desalavancagem do setor não financeiro. Neste sentido, é necessário garantir que os critérios de concessão e de acompanhamento de crédito são rigorosos, para que o novo crédito concedido se destine efetivamente a financiar projetos rentáveis e produtivos.

Segundo os resultados do BLS para o primeiro semestre de 2014, a procura de crédito por parte das pequenas e médias empresas aumentou, sobretudo para fazer face às necessidades de financiamento de existências e de fundo de maneio, bem como para efeitos de reestruturação de dívida, refletindo, de forma persistente, preocupações de gestão de liquidez. Num cenário prolongado de baixas taxas de juro, é importante garantir que não são criados incentivos ao adiamento do reconhecimento de perdas por parte dos bancos. A fim de evitar que essa situação ocorra, o Banco de Portugal tem desenvolvido uma sequência de inspeções transversais aos bancos.

No âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira, foi desenvolvido um plano para promover a reestruturação da dívida das sociedades não financeiras em Portugal, no qual

o Banco de Portugal está envolvido. Este plano tem-se traduzido numa supervisão mais estreita das instituições de crédito, permitindo identificar empresas com elevada probabilidade de incumprimento devido aos níveis de endividamento, e na emissão de recomendações para a implementação de procedimentos para a identificação e gestão dos créditos em risco. Às empresas devedoras têm sido disponibilizadas ferramentas de apoio à reestruturação da dívida e estabelecidos incentivos à capitalização. Os processos judiciais e extrajudiciais instaurados (PER e SIREVE)⁹ foram desenvolvidos com estes fins, sendo que ambos estão atualmente a ser reanalisados com o intuito de aumentar a sua eficiência e eficácia.

O reforço do capital das empresas não financeiras é fundamental para a robustez financeira do setor

No final de junho de 2014, a dívida total das sociedades não financeiras representava 120 por cento do PIB (124 por cento, em dezembro de 2013) (Gráfico 18) e era uma das mais elevadas da União Europeia. Este valor, calculado com base no SEC2010, é significativamente menor do que o anteriormente divulgado com base no SEC1995. Subjacentes a esta redução estão fatores de natureza metodológica, designadamente a alteração do âmbito setorial

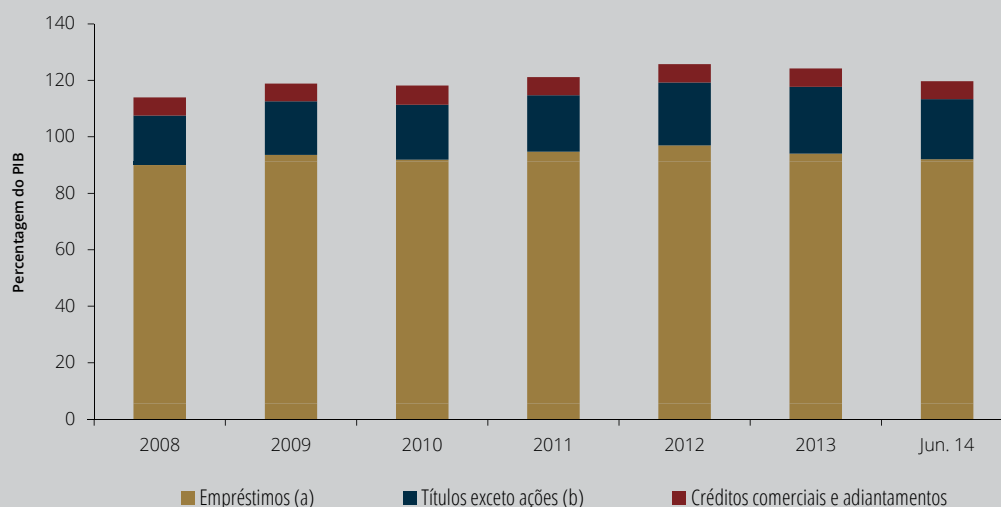


Gráfico 18 •
Dívida das sociedades não financeiras | Posições em fim de período

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

das sociedades não financeiras, que deixou de incluir as sociedades gestoras de participações sociais, (que passaram a integrar o setor das sociedades financeiras) e algumas outras empresas que, segundo o SEC2010, integram o setor das administrações públicas.

Num contexto de desalavancagem dos vários setores da economia, a utilização de fontes alternativas ao crédito bancário poderá suportar o financiamento de empresas com potencial para contribuir para o crescimento económico. Para além de um recurso acrescido ao mercado de capitais – o que no caso de empresas de pequena dimensão é especialmente difícil e oneroso –, importa reforçar a capitalização das empresas não financeiras. De acordo com a informação da Central de Balanços do Banco de Portugal, o capital próprio das empresas portuguesas representa pouco mais de um terço do seu ativo. No entanto, os financiamentos obtidos junto de participantes e de participadas (suprimentos) representavam, em junho de 2014, cerca de 13 por cento do ativo, o que eleva para quase 50 por cento a parcela de ativos financiados por sócios e por empresas do grupo nas empresas portuguesas. A utilização de suprimentos, além de ser favorecida por fatores de natureza fiscal, permite ao acionista reaver mais facilmente os fundos no caso de a empresa entrar em

difficultades, o que torna este tipo de financiamento especialmente atrativo, ainda que confira menor solidez à estrutura financeira das empresas quando comparado com o capital. Adicionalmente, a prática de elevada distribuição de resultados restringe a acumulação de poupança no setor. Esta prática tem-se mantido apesar da crise financeira, penalizando a situação de capital das empresas (Gráfico 19). Assim, a introdução de incentivos fiscais e regulamentares que favoreçam a transformação de suprimentos em capital e estimulem o reinvestimento de resultados (em lugar da sua distribuição) poderá contribuir para o reforço das estruturas financeiras das empresas não financeiras e para a criação de valor no setor.

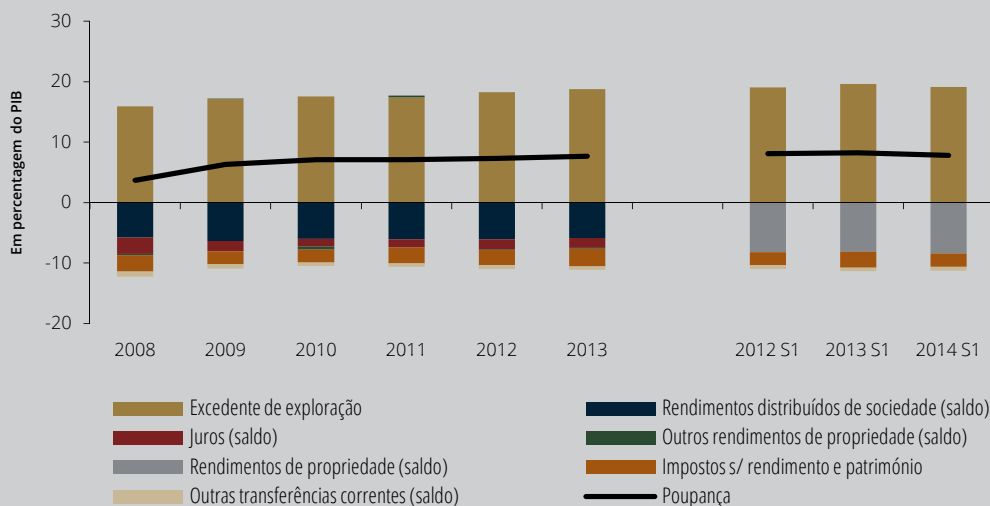
Uma maior capitalização e a prossecução de projetos rentáveis são fatores cruciais para o desenvolvimento da estrutura produtiva das empresas não financeiras e, consequentemente, para a robustez financeira do setor.

Apesar da consolidação orçamental sem precedente durante o PAEF, os níveis de dívida pública não permitem aliviar o esforço de ajustamento

Gráfico 19 •
Aplicação do excedente bruto de exploração das sociedades não financeiras

Fonte: INE.

Notas: A designação saldo refere-se à diferença entre os valores registados em recursos e empregos. Valores semestrais calculados a partir de dados trimestrais. 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).



Na primeira metade de 2014, o défice das administrações públicas, na ótica da Contabilidade Nacional¹⁰, ascendeu a 6,5 por cento do PIB (6,6 por cento no semestre homólogo de 2013). Por seu lado, o rácio da dívida pública no PIB era de 129,4 por cento no final de junho, tendo aumentado em relação ao valor de final de 2013 (128,0 por cento) (Gráfico 20). Quando se considera a dívida líquida de depósitos da administração central, o rácio foi de 117,2 por cento do PIB (ligeiramente abaixo do valor de dezembro de 2013, 117,5 por cento do PIB). Refira-se que, no primeiro semestre, a despesa com juros da dívida das administrações públicas representava 5,1 por cento do PIB (o mesmo valor do semestre homólogo).

Segundo a notificação do Procedimento dos Défices Excessivos (PDE) de setembro, a estimativa para o défice das administrações públicas em 2014 foi revista para 4,8 por cento do PIB. Este valor, quando corrigido de medidas temporárias e fatores especiais¹¹, é compatível com o objetivo anual de 4,0 por cento, estabelecido no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira e reiterado na segunda alteração ao Orçamento do Estado (OE) para 2014, aprovada no início de setembro. Em 15 de outubro, o Governo apresentou a proposta de OE para 2015 (OE2015), que confirmou a previsão para

o défice das administrações públicas em 2014 reportado no âmbito do PDE. Quanto ao rácio da dívida em percentagem do PIB, prevê-se uma redução para 127,2 por cento no final de 2014.

No contexto da apresentação do OE2015, o Governo fixou o objetivo para o défice das administrações públicas em 2015 em 2,7 por cento do PIB. Quanto à dívida pública, o OE2015 prevê uma redução para 123,7 por cento do PIB no final de 2015.

A manutenção de uma trajetória firme de consolidação orçamental continua a ser crucial para garantir a credibilidade externa da economia portuguesa e para alicerçar o crescimento económico sustentado, assegurando a estabilidade financeira. Importa, por isso, garantir que o saldo estrutural mantenha uma trajetória compatível com as metas fixadas para o objetivo de médio prazo. Com efeito, esta deverá ser uma meta fundamental de uma estratégia de médio e longo prazo para a economia portuguesa.



Gráfico 20 •
Dívida das
administrações
públicas

Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Dívida na ótica
de Maastricht.

1.3. Situação patrimonial dos setores financeiros

1.3.1. Setor bancário¹²

Num contexto de ajustamento do balanço do setor bancário, a redução da carteira de crédito foi o principal contributo para a redução do ativo

A atividade do sistema bancário português continuou a desenvolver-se num contexto de ajustamento, estando condicionada pela dinâmica de correção dos elevados níveis de endividamento agregado dos setores residentes e pelo facto de o acesso aos mercados de financiamento por dívida e interbancário ainda se processar com limitações. Às condicionantes de carácter endógeno acrescem os desafios inerentes à convergência para um novo enquadramento regulamentar internacional mais exigente em termos de adequação de capital e de liquidez. No primeiro semestre de 2014, o ativo total do sistema bancário diminuiu 2,4 por cento (Gráfico 21) – 1,5 por cento, excluindo o BES –,

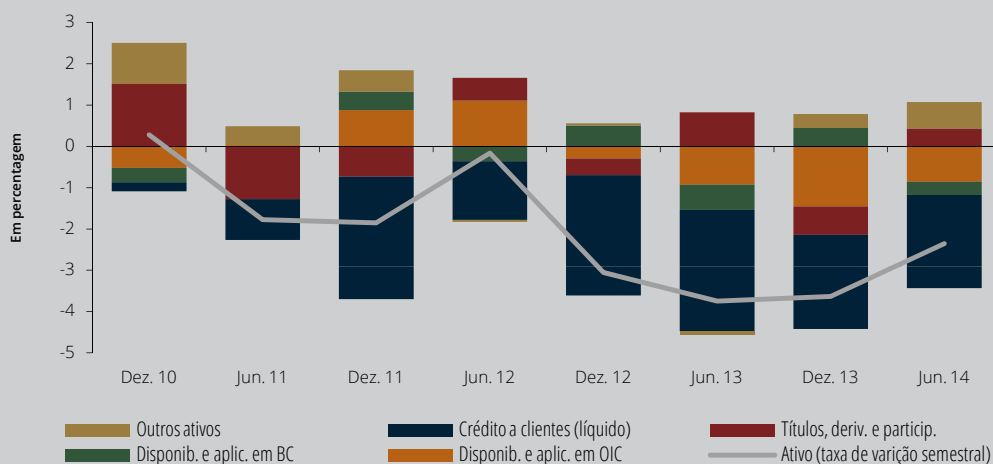
acumulando uma diminuição de 15,5 por cento desde o final de 2010¹³. Esta evolução é observável quer no conjunto das instituições domésticas, quer no agregado das filiais e sucursais de grupos bancários não-domésticos, cujo ativo decresceu 1,6 por cento relativamente ao final de 2013.

A desalavancagem e o consequente redimensionamento do setor bancário nacional acompanham um movimento generalizado aos setores bancários das economias da área do euro, incluindo países menos afetados pela crise da dívida soberana, salvaguardadas as diferenças na magnitude e no momento em que se iniciou o ajustamento (Gráfico 22). O rácio entre o ativo total e o PIB ascendia a 2,8 no final de 2013, um valor próximo do observado para o conjunto dos países da área do euro¹⁴.

No primeiro semestre, em termos agregados, o principal contributo para a diminuição do ativo foi a redução do crédito a clientes residentes, transversal aos vários setores institucionais. No mesmo sentido, registou-se uma diminuição das disponibilidades e das aplicações em instituições de crédito, associada principalmente a desenvolvimentos no BES, e uma diminuição das disponibilidades e das aplicações em bancos centrais.

Gráfico 21 •
Contributos para a evolução semestral do ativo

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



Em sentido contrário, ou seja, a contribuir positivamente para a variação do ativo, assinala-se a evolução da carteira de ativos financeiros (títulos, derivados e participações), com destaque para os títulos de dívida (Gráfico 23). No primeiro semestre de 2014, a carteira de títulos de dívida aumentou 3,9 por cento (cerca de 2,5 mil milhões de euros), ascendendo a cerca de 15 por cento do ativo total do sistema.

Esta evolução reflete, sobretudo, o aumento do valor da carteira de títulos de dívida pública. Num contexto de descida generalizada das *yields* da dívida soberana dos países da área do euro, em particular da dívida pública portuguesa, o aumento do valor da carteira de títulos de dívida pública reflete efeitos de preço

e de volume. No que se refere à dívida pública nacional, a diminuição da quantidade de títulos detidos foi parcialmente compensada pela valorização dos títulos que permaneceram em carteira. Relativamente à carteira de dívida pública de outros países da área do euro, para além do efeito de preço positivo (valorização), observou-se ainda um efeito de quantidade positivo. Nas restantes tipologias, refira-se também o ligeiro aumento da carteira de títulos de dívida privada, quer emitida por residentes, quer por não residentes.

Dado o ajustamento continuado do balanço dos bancos, a exposição ao risco soberano, em percentagem do ativo, tem vindo a aumentar. Este aumento torna a posição financeira

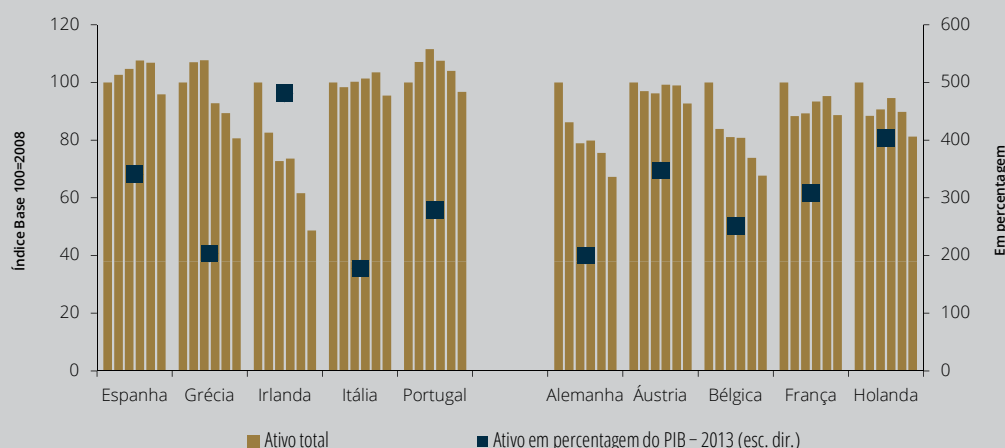


Gráfico 22 •
Evolução do ativo total do sistema bancário num conjunto de países selecionados (2008-2013)

Fonte: BCE – CBD
(Consolidated Banking Data).
Nota: Dados anuais em fim de período.

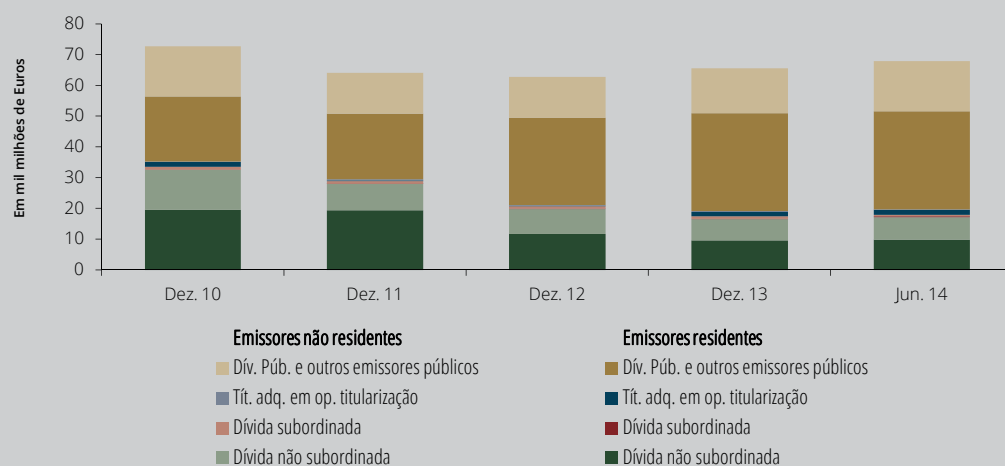


Gráfico 23 •
Carteira de títulos de dívida

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

dos bancos mais sensível a alterações no mercado, com implicações sobre a valorização dos títulos de dívida soberana. No entanto, o setor bancário português não constitui uma exceção em termos de exposição à dívida soberana doméstica, avaliada pelo total de títulos detidos e empréstimos concedidos a administrações públicas. O gráfico 24 mostra a evolução deste indicador para um conjunto de países da área do euro, sendo que Portugal se situa na mediana da distribuição, próximo de países como a Bélgica ou a Alemanha, ainda que tenha registado um aumento da exposição mais pronunciado desde 2008.

A médio prazo, é expectável que o sistema bancário nacional prossiga o ajustamento do balanço, desempenhando a sua função de intermediação num quadro em que a poupança interna poderá não registar incrementos significativos e em que os elevados níveis de endividamento agregados dos setores público e privado, e o consequente serviço da dívida, deverão continuar a constituir uma restrição ativa à procura por crédito.

Adicionalmente, o novo enquadramento regulamentar impõe aos bancos o cumprimento de rácios de fundos próprios progressivamente mais exigentes ao longo do período de transição até à sua aplicação integral, à medida que as disposições transitórias forem

sendo eliminadas e os novos *buffers* de capital forem sendo aplicados. A redução dos ativos ponderados pelo risco poderá constituir um contributo relevante para o cumprimento dos objetivos, dependendo da maior ou menor capacidade de geração interna de fundos e de emissão de instrumentos de capital no mercado.

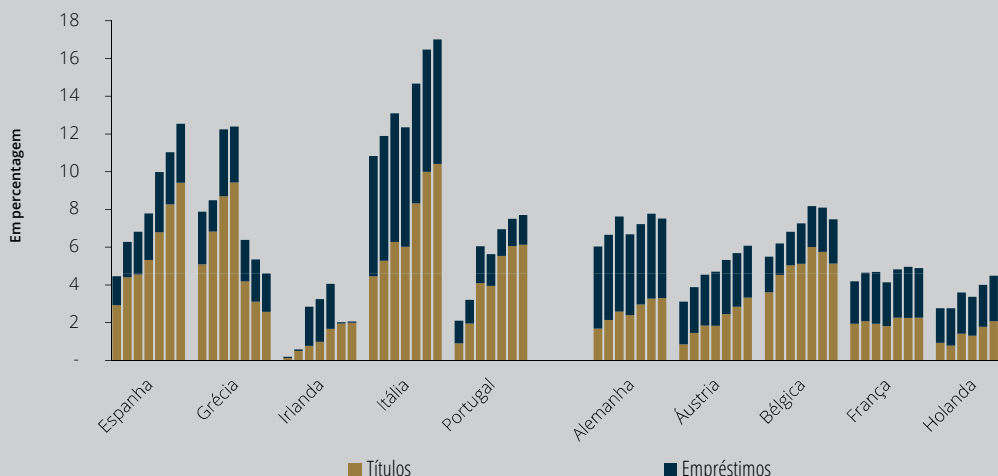
Apesar da ligeira redução dos depósitos de clientes, o recurso ao Eurosistema diminuiu consideravelmente

No primeiro semestre de 2014, o saldo de depósitos de clientes registou uma ligeira diminuição em termos absolutos, justificada essencialmente pela redução dos depósitos das administrações públicas, que tipicamente apresentam uma evolução mais volátil (Gráfico 25). Relativamente aos depósitos do setor privado não financeiro, observou-se também uma ligeira diminuição no segmento das sociedades não financeiras, enquanto os depósitos de particulares se mantiveram estáveis, em valores historicamente elevados. Em termos agregados, o peso dos depósitos de clientes no total do ativo aumentou, tendo ascendido a 56 por cento no final de junho de 2014. Neste contexto, o rácio de transformação

Gráfico 24 •
Evolução da exposição ao risco soberano nacional | Em percentagem do ativo (2008 – agosto de 2014)

Fonte: BCE – Estatísticas monetárias e financeiras.

Nota: Dados anuais em fim de período, com exceção de 2014.



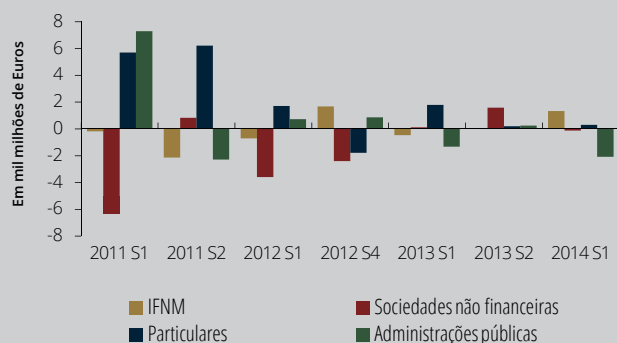
continuou a decrescer, sobretudo em resultado da redução da carteira de crédito a clientes, situando-se em 114 por cento na mesma data (Gráfico 26).

Entre junho e agosto, na sequência dos desenvolvimentos que determinaram a aplicação da medida de resolução ao BES, registou-se um aumento dos depósitos de particulares¹⁵ e de sociedades não financeiras, refletindo uma diminuição nos produtos de poupança de maior risco comercializados por fundos de investimentos ou outros intermediários e auxiliares financeiros.

No contexto da contração do ativo bancário, a evolução dos depósitos foi compatível com uma significativa redução dos recursos de bancos centrais, designadamente do Eurosistema. No decurso do primeiro semestre, o financiamento obtido junto do Eurosistema registou uma diminuição superior a 9 mil milhões de euros (cerca de 20 por cento do saldo no final de 2013), para níveis mínimos desde o início do Programa de Assistência Económica e Financeira. No terceiro trimestre, esta tendência manteve-se, tendo-se observado uma redução adicional de 5 mil milhões de euros, para um saldo de 33,5 mil milhões de euros, o que representa uma diminuição de 45 por cento relativamente ao máximo histórico registado em junho de 2012.

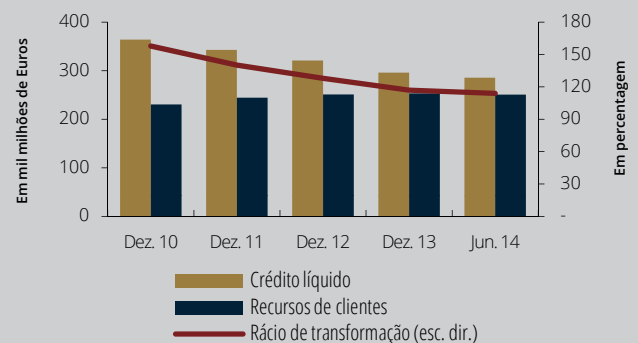
O recurso ao Eurosistema corresponde maioritariamente a operações de refinanciamento a prazo alargado (três anos) contratadas em dezembro de 2011 e em fevereiro de 2012. O vencimento destas operações, no início de 2015, poderá tornar particularmente relevante o conjunto de medidas anunciadas pelo BCE em junho, designadamente a condução de operações de refinanciamento a prazo alargado direcionadas (a quatro anos), a manutenção de operações principais de refinanciamento através de leilões de taxa fixa com colocação integral da procura e a condução de operações com prazo de 3 meses. Porém, existe uma dotação máxima inicial de 7 por cento dos empréstimos concedidos ao setor privado não financeiro (exceto empréstimos a particulares para aquisição de habitação) atribuída a cada contraparte no âmbito das operações de refinanciamento a prazo alargado direcionadas. Neste quadro, uma parte significativa das necessidades de liquidez deverá ser suprida através de operações a prazos mais curtos. No entanto, é desejável que a redução do recurso ao Eurosistema prossiga, dado que, em termos relativos, a importância desta fonte de financiamento para o setor bancário português ainda é elevada, por comparação com os restantes países da área do euro.

Gráfico 25 • Variação semestral dos depósitos de clientes captados em Portugal



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 26 • Rácio de transformação



Fonte: Banco de Portugal.

A componente de financiamento por via da emissão de títulos continuou a diminuir (Gráfico 27). Este facto poderá estar ainda a refletir alguma dificuldade de obtenção de financiamento nos mercados de dívida por grosso, em condições adequadas, no quadro da decrescente, mas ainda significativa, fragmentação nos mercados financeiros. No entanto, estará também a refletir uma menor necessidade de financiamento dos bancos. De facto, a informação disponível evidencia um aumento das emissões brutas no primeiro semestre de 2014, compensado pelo elevado volume de reembolsos registados, designadamente de obrigações hipotecárias. O financiamento bancário através deste tipo de títulos assumia ainda alguma expressão no final de junho de 2014 (35,6 mil milhões de euros; cerca de 7 por cento do total do ativo). De igual forma, tem-se assistido a uma redução do recurso a operações de recompra de títulos (repos) e a outros empréstimos de títulos.

Em termos gerais, a melhoria da posição de liquidez dos bancos tem permitido uma transição para uma estrutura de financiamento mais estável e equilibrada entre ativos onerados e ativos não onerados (mas elegíveis)¹⁶. Considerando as exigências acrescidas em termos de liquidez e de estruturas de passivos (nomeadamente no contexto do novo regime de resolução¹⁷), interessa aprofundar esta evolução por forma a tornar os bancos mais

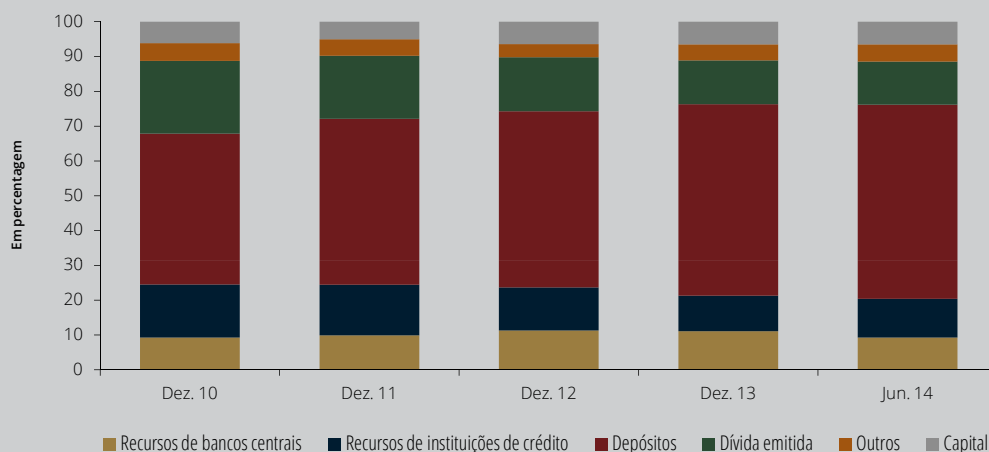
aptos para lidar com eventuais perturbações de financiamento.

A entrada em funcionamento do Mecanismo Único de Supervisão e a convergência para uma efetiva União Bancária deverão, a médio prazo, contribuir para reduzir a segmentação nos mercados financeiros com base no risco soberano, contribuindo para o restabelecimento do acesso dos bancos residentes a financiamento de mercado, em condições adequadas. Não obstante, a criação do Mecanismo Único de Supervisão coloca novos desafios. Em particular, é necessário evitar a criação de uma assimetria entre instituições significativas (sob supervisão direta do BCE) e instituições menos significativas (sob supervisão das autoridades nacionais). Para o efeito, deverão ser instituídos procedimentos alinhados com as melhores práticas de supervisão.

O aumento da margem financeira e dos resultados em operações financeiras contribuiu para a melhoria da rendibilidade média dos bancos portugueses, que continua a ser um dos principais desafios do setor

Gráfico 27 •
Estrutura de
financiamento

Fonte: Banco de Portugal.



No primeiro semestre de 2014, os resultados agregados do sistema bancário português deterioraram-se significativamente, dominados pelos desenvolvimentos no BES (Gráfico 28). Excluindo o BES, a rentabilidade do sistema seria ligeiramente positiva. Ainda assim, um conjunto significativo de bancos continuou a apresentar rentabilidades negativas ou próximas de zero. O gráfico 29 apresenta a evolução da distribuição da rentabilidade do ativo do sistema bancário português, ponderando cada observação pelo ativo total da respetiva instituição. Observa-se uma ligeira deslocação da curva para a direita, mas com uma densidade significativa em torno de zero.

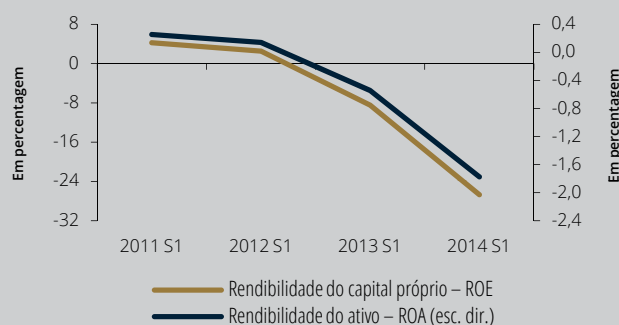
A rentabilidade dos bancos portugueses caiu significativamente desde o início da crise financeira, em 2008. Esta queda foi observada na maior parte dos sistemas bancários dos países desenvolvidos, em particular dos países da área do euro, embora com diferente intensidade. São diversos os fatores, estruturais e conjunturais, que concorreram para esta evolução:

- A atividade dos bancos passou a desenvolver-se num quadro regulamentar mais exigente em termos de capital;
- O ajustamento do balanço dos bancos, demasiado alavancados no início da crise, designadamente por via da diminuição do ativo;

- A alteração dos modelos de negócios dos bancos, designadamente em favor de operações de concessão de crédito com menor risco, por oposição a práticas de tomada excessiva de risco, que proporcionaram rentabilidades elevadas no período pré-crise;
- A redução das taxas de referência do mercado monetário (Euribor) e a manutenção das mesmas em valores muito reduzidos, em termos históricos, por um período de tempo prolongado;
- O aumento de imparidades decorrente da materialização do risco de crédito;
- A reavaliação dos modelos de análise de risco de crédito e a condução de inspeções transversais à qualidade dos ativos dos bancos.

No curto a médio prazo, a recuperação da rentabilidade dos bancos deverá acompanhar a melhoria continuada da atividade económica, nomeadamente no que respeita à materialização do risco de crédito. Desde 2011, o resultado bruto de exploração tem sido insuficiente para fazer face às perdas de imparidade e outras provisões registadas (Gráficos 30 e 31). A reversão desta situação é um dos principais desafios do sistema bancário. No primeiro semestre de 2014, excluindo o BES, observou-se uma redução significativa no flu-

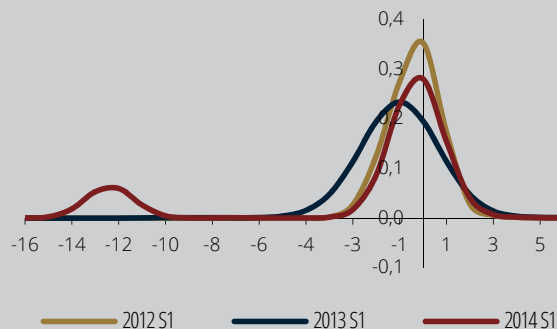
Gráfico 28 • Rentabilidade do ativo e rentabilidade dos capitais próprios



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Indicador calculado considerando o resultado antes de impostos e de interesses minoritários. Valores anualizados.

Gráfico 29 • Distribuição da rentabilidade do ativo



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. A densidade acumulada na aba esquerda da distribuição relativa ao primeiro semestre de 2014 reflete apenas o prejuízo extraordinário do BES.

xo de imparidades e outras provisões, quer por comparação com o período homólogo de 2013, quer por comparação com o semestre anterior. Os custos com imparidade permanecem, contudo, em níveis historicamente elevados. Os valores registados no primeiro semestre refletem o ainda elevado nível de materialização do risco de crédito – em linha com o aumento do crédito em risco – e o reforço do rácio de cobertura, transversal à generalidade das finalidades de crédito e à maioria dos bancos residentes (Gráficos 32 e 33). Porém, o abrandamento da deterioração da qualidade do crédito é compatível com a evolução desfasada desta variável relativamente à atividade económica, cuja melhoria continuada é, por isso, crucial para os desenvolvimentos futuros na rentabilidade do sistema.

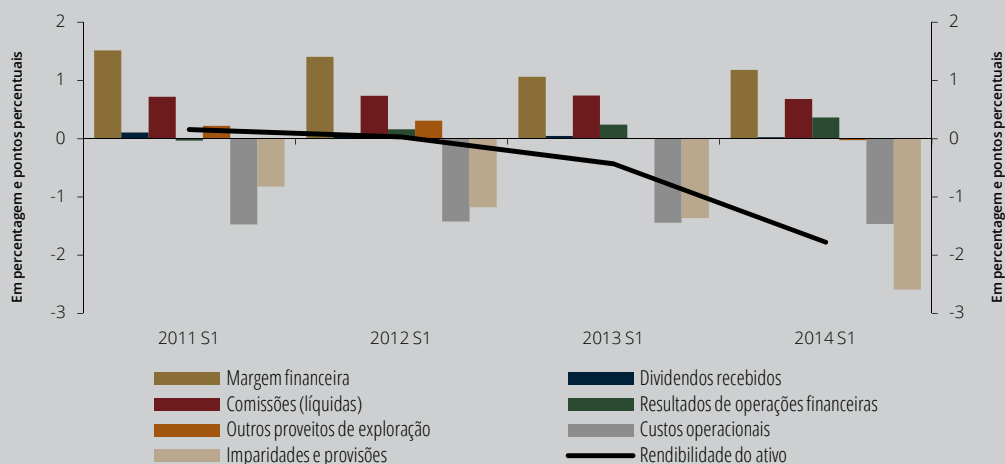
A rentabilidade no médio a longo prazo está também dependente do aumento das taxas de juro do mercado monetário, que, por sua vez, depende diretamente da política monetária do BCE e, indiretamente, do crescimento económico potencial do conjunto dos países da área do euro. A margem financeira, a principal componente do produto bancário, diminuiu cerca de 50 por cento desde o máximo registado no último trimestre de 2008. Esta evolução é justificada, por um lado, pela diminuição da atividade dos bancos num contexto de desalavancagem

(efeito volume) e, por outro, pela redução dos diferenciais de taxa de juro entre operações ativas e operações passivas (efeito preço). Em particular, o diferencial de taxa de juro entre operações de crédito e depósitos de residentes reduziu-se de valores superiores a 3 pontos percentuais, nos anos de 2007 e 2008, para valores pouco acima de 1 ponto percentual no início de 2013. Apesar do impacto positivo que poderá ter na atividade económica na atual conjuntura, contribuindo também para a mitigação do incumprimento por via da diminuição do serviço da dívida, a manutenção de taxas de juro do mercado monetário baixas por um período de tempo prolongado coloca uma restrição ativa à recuperação da rentabilidade dos bancos portugueses. De facto, uma parte significativa do ativo do sistema bancário caracteriza-se por manter uma indexação à Euribor, com *spreads* fixos e, regra geral, reduzidos, tendo estas taxas deixado de refletir o custo de financiamento dos bancos.

A esta condicionante acresce a tensão existente entre a imperatividade da recuperação da rentabilidade e a função de intermediação dos bancos, *i.e.* o financiamento da economia em termos e condições que reflitam os fundamentais dos devedores e a captação de poupança, oferecendo remunerações competitivas

Gráfico 30 •
Contributos
para a
rentabilidade
do ativo

Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Valores anualizados.



relativamente a produtos alternativos de risco comparável.

No primeiro semestre de 2014, observou-se uma ligeira recuperação da margem financeira, refletindo sobretudo um efeito preço favorável (Gráfico 30), designadamente uma diminuição da taxa implícita no passivo dos bancos (Quadro 3). De facto, desde o primeiro trimestre de 2013, observa-se uma diminuição do custo médio dos depósitos, que tem ocorrido de forma progressiva à medida que se vencem as operações contratadas em 2011 e 2012, com prazo superior a dois anos, e com taxas de juro particularmente elevadas. Adicionalmente, registou-se uma redução do custo do recurso ao Eurosistema, enquanto

o custo das responsabilidades representadas por títulos de carácter não subordinado e dos passivos subordinados, nos quais se incluem os instrumentos híbridos adquiridos pelo Estado português no âmbito das operações de recapitalização com recurso a investimento público, continuou elevado.

À semelhança do que tem vindo a acontecer em anos anteriores, os resultados de operações financeiras deram um contributo positivo não negligenciável para o produto bancário, registando um aumento superior a 40 por cento, por comparação com o primeiro semestre de 2013 (Gráfico 30). Os resultados com operações financeiras representaram 16 por cento do produto bancário gerado no primeiro semestre, um valor

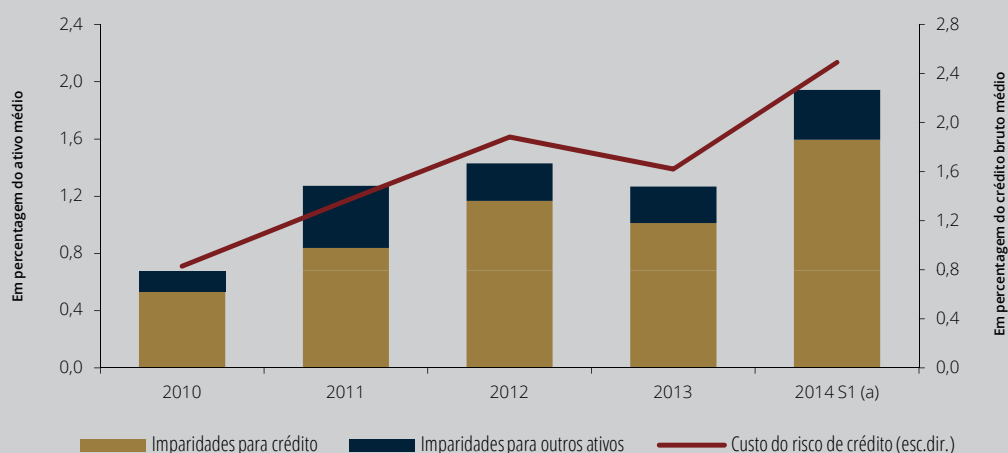


Gráfico 32 • Rácio do crédito em risco por segmento

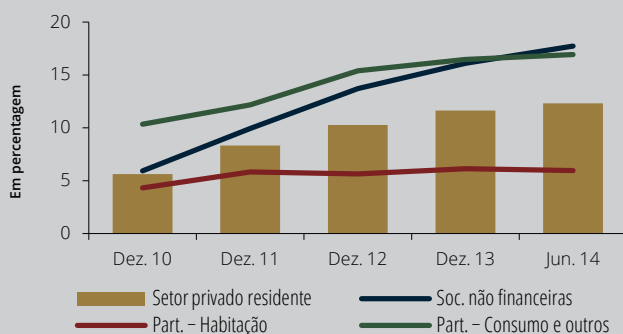
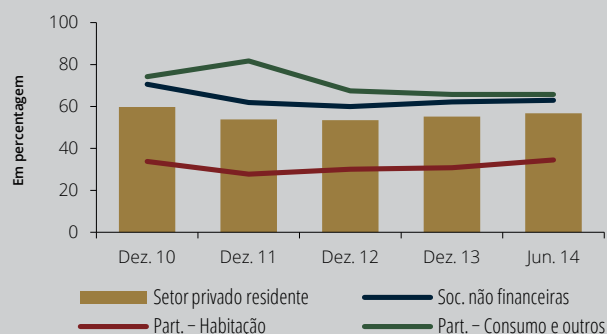


Gráfico 33 • Rácio de cobertura por segmento



bastante elevado em termos históricos, traduzindo ganhos significativos com dívida pública portuguesa num contexto de descida acentuada das *yields*. A magnitude desta componente dos resultados não deverá ser sustentável no futuro, tendo em conta a evidência nos últimos anos relativa ao peso no produto bancário (que aponta para valores consistentemente abaixo de 10 por cento).

Tendo presente que a recuperação de rentabilidade através do aumento da atividade (efeito volume) será condicionada pela envolvente económica e pelo processo de desalavancagem e que o efeito preço se encontra igualmente limitado pela política monetária do BCE, um contributo essencial para a rentabilidade deverá advir de ganhos de eficiência operacional e da redução da estrutura de custos.

No primeiro semestre de 2014, os custos operacionais mantiveram a tendência de redução, quer na componente de gastos gerais administrativos, quer nos custos com o pessoal (Gráfico 30). Para o total do sistema, a redução no rácio *cost-to-income* (*Ctl*) em relação ao período homólogo de 2013, de 69 para 66 por cento, refletiu a diminuição dos custos operacionais. Excluindo o BES, a evolução teria sido mais significativa. O rácio *Ctl*, com referência ao primeiro semestre de 2014, ascenderia a 55 por cento, com o contributo predominante do aumento do produto bancário.

A margem para ganhos de eficiência é, contudo, condicionada pelo ponto de partida. Nos últimos anos, o rácio *Ctl* para o agregado dos bancos portugueses tem-se situado, regra geral, na mediana dos países europeus ou ligeiramente abaixo. Não obstante, uma melhoria de 10 pontos percentuais no rácio *Ctl*, por via da diminuição do numerador, para uma posição próxima do primeiro quartil da distribuição a nível europeu, representaria um corte entre 1 a 1,25 mil milhões de euros nos custos operacionais anuais e, consequentemente, um importante contributo para o aumento da rentabilidade do ativo / capitais próprios. Refira-se que eventuais medidas de redução de custos podem ser bastante complexas e envolver alterações materiais no modelo de negócio dos bancos, exigindo um acompanhamento próximo

para que não tenha implicações no risco operacional dos bancos, designadamente nos sistemas de controlo interno.

Por último, refiram-se a evolução recente e o contributo potencial da atividade internacional. Desde o início da crise financeira em 2008, as filiais de bancos portugueses no exterior deram um contributo não negligenciável para os resultados consolidados do sistema bancário, compensando o fraco desempenho da atividade doméstica. No período mais recente, contudo, esse contributo tem sido menos significativo, em resultado de um enquadramento económico e financeiro menos favorável em alguns mercados não-domésticos e da descontinuação / alienação de algumas operações consideradas não estratégicas.

No primeiro semestre de 2014, o resultado da atividade internacional foi significativamente afetado por desenvolvimentos no BES. Excluindo as filiais deste grupo, observou-se uma evolução positiva nas principais componentes de resultados, com destaque para o aumento da margem financeira e para a diminuição das imparidades. A relevância da atividade internacional, em termos prospetivos, dependerá da capacidade dos bancos para continuarem a investir nas operações não domésticas, a qual deverá ser condicionada pelos desafios que ainda enfrentam na vertente doméstica. Em todo o caso, a reduzida diversificação, quer a nível geográfico, quer de negócio, torna o resultado da atividade internacional bastante sensível aos desenvolvimentos macroeconómicos de um conjunto reduzido de países – em particular nos países africanos de língua oficial portuguesa, com destaque para Angola. Refira-se que, na medida em que implique alterações às regras atualmente em vigor, a adoção da legislação comunitária poderá vir a colocar desafios à atividade internacional dos bancos portugueses, conforme as jurisdições onde seja desenvolvida.

Quadro 3 • Taxas de juro médias implícitas nas principais rubricas do balanço

	Em percentagem						
	2011		2012		2013		2014
	S1	Ano	S1	Ano	S1	Ano	S1
Ativos interbancários	1,80	1,90	1,60	1,46	1,23	1,20	1,24
Ativos não interbancários							
Crédito	4,03	4,35	4,52	4,23	3,69	3,70	3,53
Crédito interno	3,79	4,12	4,32	3,96	3,33	3,32	3,32
Empresas e administrações públicas	3,81	4,47	4,81	4,59	4,07	4,10	4,07
Particulares	3,75	3,73	3,79	3,33	2,66	2,62	2,67
Habitação	2,57	2,62	2,67	2,21	1,53	1,55	1,56
Crédito ao exterior	5,47	5,59	5,57	5,52	5,22	5,34	4,34
Outros ativos financeiros, dos quais:	3,63	3,92	4,24	4,22	3,37	3,34	3,17
Ativos financeiros disponíveis para venda – títulos	4,37	4,75	4,86	4,79	3,66	3,73	3,50
Ativos remunerados com juros	3,74	4,03	4,15	3,93	3,35	3,37	3,27
Passivos interbancários	1,70	1,90	1,66	1,54	1,21	1,07	0,98
Recursos de bancos centrais	1,20	1,37	1,14	1,00	0,77	0,60	0,29
Recursos de outras instituições de crédito	2,01	2,26	2,14	2,04	1,59	1,58	1,55
Passivos não interbancários							
Depósitos	2,06	2,37	2,76	2,64	2,15	2,06	1,83
De residentes	1,89	2,24	2,69	2,54	2,07	1,99	1,74
Responsabilidades representadas por títulos sem caráter subordinado	3,19	3,36	3,84	3,90	4,06	4,16	4,12
Passivos subordinados	3,41	3,63	3,84	5,28	6,33	6,42	6,15
Passivos remunerados com juros	2,19	2,43	2,62	2,56	2,24	2,16	1,97
Diferenciais (pontos percentuais):							
Ativos remunerados-passivos remunerados	1,55	1,59	1,53	1,37	1,10	1,22	1,29
Crédito-depósitos (residentes)	1,90	1,89	1,62	1,42	1,26	1,33	1,58

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Taxas de remuneração média implícitas calculadas como o rácio entre o fluxo de juros anual e o *stock* médio anual da correspondente rubrica do balanço.

Os níveis de solvabilidade permaneceram globalmente confortáveis na maioria dos bancos portugueses

O ano de 2014 marcou o início da transição para um novo regime prudencial¹⁸. A análise da evolução recente dos indicadores de adequação de capital, designadamente por comparação com o final de 2013, é condicionada por quebras de estrutura. Em particular, uma estimativa com base em dados dos oito maiores grupos bancários, com referência a dezembro de 2013, aponta para um diferencial de 1 ponto percentual entre o rácio *Core Tier 1* e o

rácio *Common Equity Tier 1 (CET1)* atribuível a diferenças metodológicas.

No final do primeiro semestre de 2014, o rácio *CET1* para o total do sistema bancário situava-se em 10,6 por cento, no contexto de um mínimo regulamentar de 7 por cento definido pelo Banco de Portugal (Gráfico 34).

O BES tem um impacto considerável no rácio do sistema e na sua evolução recente. Excluindo esta instituição, o rácio *CET1* médio do sistema bancário ascendia a 12,3 por cento, refletindo um ligeiro aumento em relação ao final do primeiro trimestre, o único ponto comparável. O gráfico 35 apresenta a evolução da distribuição do rácio *CET1* do sistema bancário português, ponderando cada observação pelo ativo

total da respetiva instituição. A distribuição mostra que a quase totalidade da densidade se concentrava em valores acima de 7 por cento.

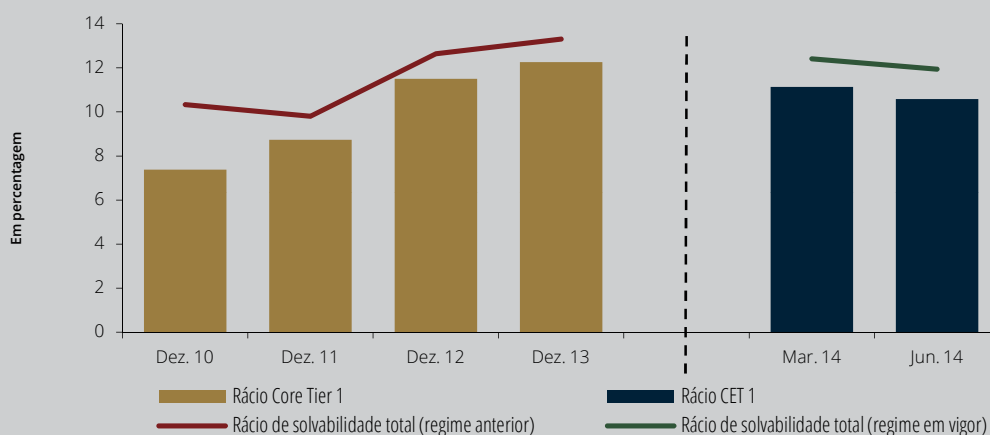
Em maio de 2014, com o objetivo de assegurar uma adequada transição até à aplicação integral da *CRR / CRD IV* e de preparar os principais bancos portugueses para o exercício de avaliação completa do BCE¹⁹, o Banco de Portugal emitiu um conjunto de recomendações sobre os planos de capital dos bancos. Em particular, uma recomendação de reforço e de manutenção dos seguintes mínimos para os diferentes rácios regulamentares:

- Rácio *CET1* mínimo de 8 por cento para os oito principais grupos bancários (7 por cento para os restantes);

- Rácio *Tier 1* mínimo de 9,5 por cento para os oito principais grupos bancários (8,5 por cento para os restantes);
- Rácio de solvabilidade total mínimo de 11,5 por cento para os oito principais grupos bancários (10,5 por cento para os restantes).

No final do primeiro semestre, os níveis de solvabilidade eram globalmente confortáveis na maioria dos bancos portugueses. As instituições deverão, sempre que necessário, continuar a adotar medidas de reforço de fundos próprios, assente não apenas em elementos de *Common Equity*, mas também na emissão de instrumentos de *Tier 2* e de *Additional Tier 1*.

Gráfico 34 •
Rácios de adequação de capital



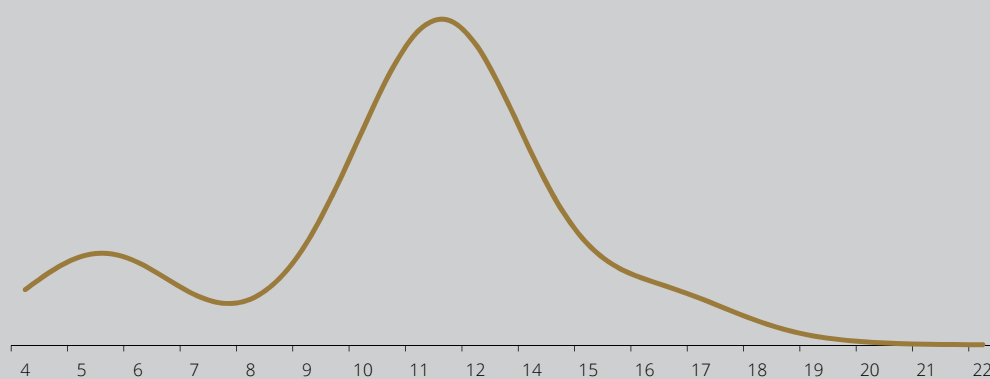
Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Desde 1 de janeiro de 2014, está em vigor o Aviso do Banco de Portugal n.º 6/2013, que estabelece um novo regime, transitório, de adequação de fundos próprios. O novo regime consagra, designadamente, que as instituições de crédito e as empresas de investimento preservem um rácio de fundos próprios principais de nível 1 (rácio *CET1*, na sigla anglo-saxónica) não inferior a 7 por cento, até que a Diretiva 2013/36/UE (ou *CRD IV – Capital Requirements Directive*) seja transposta para o quadro jurídico português. Uma estimativa com base em dados dos oito maiores grupos bancários, com referência a dezembro de 2013, aponta para um diferencial de 1 ponto percentual entre o rácio *Core Tier 1* e o rácio *CET1*, atribuível a diferenças metodológicas. Este diferencial aplica-se também aos rácios de solvabilidade total.

Gráfico 35 •
Distribuição do rácio *CET1* a junho de 2014

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Distribuição empírica obtida recorrendo a um *kernel gaussiano* que pondera as instituições pelo seu ativo. A densidade acumulada na aba esquerda da distribuição reflete apenas o rácio de capital do BES.



1.3.2. Setor segurador

A produção de seguro direto melhorou refletindo a evolução do ramo vida, uma vez que a produção do ramo não vida continuou a decrescer a um ritmo moderado

Em termos agregados, no primeiro semestre de 2014, a produção de seguro direto aumentou 18 por cento em relação ao período homólogo anterior. Esta evolução deve-se ao comportamento do ramo vida, já que se observou um ligeiro decréscimo nos prémios de seguro direto do ramo não vida.

O ramo vida representava 74 por cento dos prémios brutos do setor no final do primeiro semestre de 2014, tendo verificado um crescimento de 27 por cento relativamente ao período homólogo do ano anterior.

Simultaneamente, os custos com sinistros no ramo vida diminuíram 2 por cento (Gráfico 36). Para esta redução dos sinistros, terá contribuído a evolução da taxa de resgate²⁰, que continuou a decrescer em termos homólogos, sendo de 4 por cento em junho de 2014. Neste âmbito, refira-se que apesar das alterações legislativas²¹ que levaram ao alargamento das condições de resgate

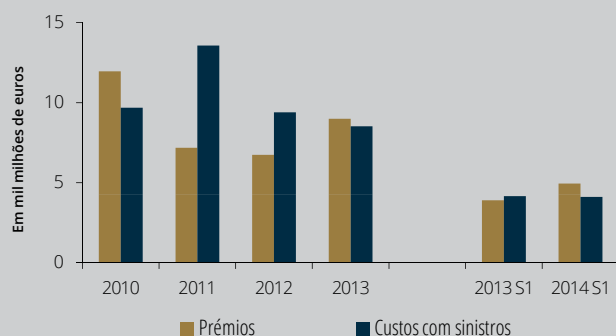
dos Planos de Poupança Reforma (PPR), a taxa de resgate deste produto permaneceu reduzida.

Refletindo a evolução combinada dos prémios e dos custos com sinistros, as provisões técnicas do ramo vida registaram um acréscimo de 5 por cento no primeiro semestre de 2014.

A produção do ramo não vida permaneceu numa trajetória descendente, observando-se, no primeiro semestre de 2014, um ligeiro decréscimo relativamente a igual período do ano anterior (Gráfico 37). À semelhança do observado nos últimos anos, o principal contributo para esta evolução resultou do ramo automóvel. Destaque para a contribuição quase nula do ramo de acidentes de trabalho, contrastando com contributos negativos registados nos últimos anos. Note-se que no total do ramo não vida a queda dos prémios brutos de seguro direto vem sendo acompanhada por um decréscimo nos custos com sinistros.

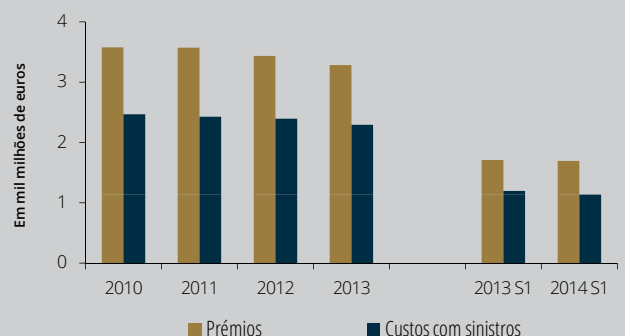
Os prémios de seguros, em particular no ramo não vida, surgem condicionados pela evolução da massa segurável e pela variação das tarifas médias praticadas pelas sociedades de seguros. De facto, o aumento da concorrência, potenciada pela redução da atividade económica e do rendimento, tende a repercutir-se numa redução das tarifas médias, na medida em que, individualmente, as sociedades de seguros procuram manter e / ou aumentar o

Gráfico 36 • Ramo vida: prémios e custos de sinistros de seguro direto



Fonte: Instituto de Seguros de Portugal.

Gráfico 37 • Ramo não vida: prémios e custos de sinistros de seguro direto



Fonte: Instituto de Seguros de Portugal.

respetivo volume de produção. Este comportamento pode, a prazo, resultar em desequilíbrios técnicos que importa monitorizar, uma vez que contribuem para a erosão dos resultados destas sociedades. Neste contexto, refira-se que o Instituto de Seguros de Portugal tem realizado regularmente análises de risco²², nomeadamente em relação aos ramos acidentes de trabalho e automóvel.

Os rácios de cobertura das provisões técnicas melhoraram em ambos os ramos e a composição das carteiras de ativos manteve-se estável

No primeiro semestre de 2014, observou-se uma melhoria dos rácios de cobertura das provisões técnicas (Gráficos 38 e 39). No caso do ramo vida, o acréscimo da carteira de ativos afetos às provisões técnicas excedeu o acréscimo de provisões observado no mesmo período. Em contrapartida, no ramo não vida, a redução da atividade explicou, em parte, a redução das provisões constituídas, enquanto os ativos afetos a provisões técnicas aumentaram marginalmente.

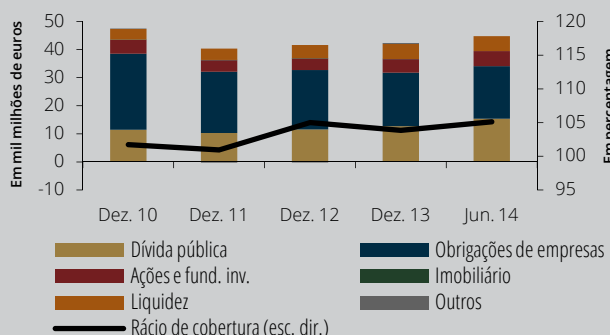
No primeiro semestre de 2014, a composição da carteira de ativos permaneceu relativamente estável. As aplicações em títulos de dívida pública e privada representavam mais de 76 por cento da carteira de investimento do ramo vida e mais de 57 por cento da carteira de investimento do ramo não vida. O peso da dívida pública em carteira continuou a aumentar em ambos os ramos, representando cerca de um terço da carteira total do ramo vida. A carteira do ramo não vida apresenta uma estrutura mais diversificada do que a do ramo vida, sendo de assinalar uma maior exposição a imóveis.

O setor continuou a apresentar resultados líquidos positivos e as taxas de cobertura da margem de solvência recuperaram ligeiramente

Os resultados das sociedades de seguros permanecem em valores positivos, embora tenham decrescido cerca de 40 por cento em relação ao período homólogo do ano anterior.

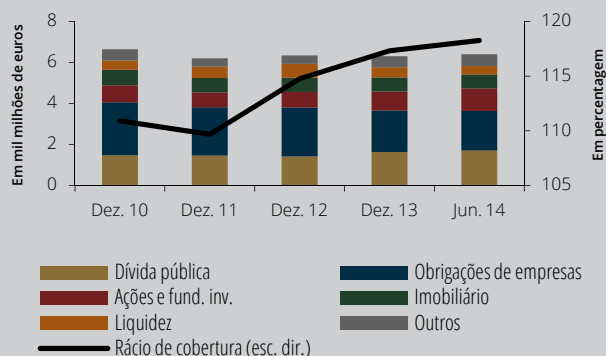
À semelhança da produção, os resultados agregados do setor dos seguros estão muito

Gráfico 38 • Ramo vida: carteira de investimento e rácio de cobertura das provisões técnicas



Fonte: Instituto de Seguros de Portugal.

Gráfico 39 • Ramo não vida: carteira de investimento e rácio de cobertura das provisões técnicas



Fonte: Instituto de Seguros de Portugal.

dependentes dos resultados no ramo vida. Refira-se, porém, que têm vindo a beneficiar do contributo positivo dos resultados do ramo não vida e da conta não técnica²³.

A taxa de cobertura da margem de solvência aumentou para o conjunto das sociedades de seguros 19 pontos percentuais relativamente ao final de 2013, fixando-se no final do primeiro semestre de 2014 em 229 por cento.

A recuperação da atividade económica e a adoção do Solvência II condicionarão a atividade futura do setor²⁴

O desempenho futuro do setor dos seguros não será imune aos desenvolvimentos na atividade económica, nos mercados financeiros, incluindo a evolução das taxas de juro, e no enquadramento legislativo e regulamentar. Estas dimensões podem restringir o fluxo regular de prémios recebidos ou ter implicações na rentabilidade dos ativos, perante responsabilidades de caráter eminentemente garantido, constituindo, assim, potenciais condicionantes para o setor. Acresce ainda a reestruturação verificada no setor, com a venda de algumas das maiores seguradoras detidas por grupos bancários a entidades não residentes. A prazo, estas condicionantes poderão

implicar a redução de oferta de coberturas, o aumento do preço dos produtos oferecidos, ou, ainda, limitar a capacidade de intermediação financeira do setor.

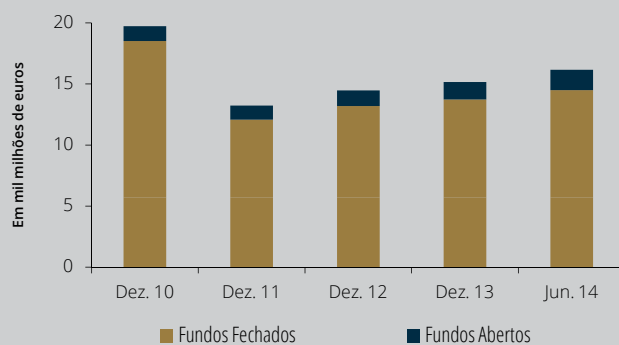
Neste contexto, os principais desafios para o setor estarão associados, por um lado, ao prolongamento do atual contexto de baixas taxas de juro (que, em particular no ramo vida, poderá originar risco de reinvestimento e / ou comportamentos de *search-for-yield*). Por outro lado, a adoção de nova regulamentação sobre o setor financeiro (onde naturalmente se destaca o regime de Solvência II), poderá repercutir-se ao nível do *asset-liability management* e / ou da otimização de resultados num quadro de requisitos de capital mais sensível ao risco.

1.3.3. Fundos de pensões

O valor dos fundos de pensões aumentou no primeiro semestre de 2014

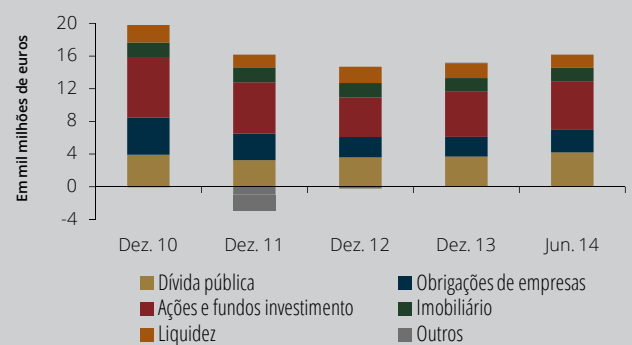
Em junho de 2014, o valor dos ativos sob gestão dos fundos de pensões registava um acréscimo de 7 por cento em relação a dezembro de 2013 (Gráfico 40). Em termos agregados, a evolução observada resultou da valorização dos ativos sob gestão, do aumento expressivo das contribuições realizadas e do acréscimo contido dos benefícios liquidados.

Gráfico 40 • Fundos de pensões: ativos sob gestão



Fonte: Instituto de Seguros de Portugal.

Gráfico 41 • Fundos de pensões: composição da carteira



Fonte: Instituto de Seguros de Portugal.

A composição da carteira de investimento não sofreu alterações significativas no primeiro semestre de 2014. O peso da dívida pública e privada aumentou 3 pontos percentuais, representando 43 por cento do total de ativos (Gráfico 41). Esta evolução terá beneficiado do comportamento das taxas de juro no mercado. Observou-se, ainda, uma pequena subida do peso do investimento em ações e fundos de investimento, que totalizava cerca de 37 por cento do total da carteira no final do semestre. Em contrapartida, a percentagem de imóveis e de ativos mais líquidos (entre os quais, depósitos bancários) diminuiu ligeiramente no período em análise.

Os fundos de pensões fechados continuam a beneficiar da valorização dos ativos em carteira

Os fundos de pensões fechados representavam cerca de 90 por cento dos fundos do setor no final do primeiro semestre de 2014. Destes, 94 por cento asseguram a cobertura de responsabilidades com planos de pensões de benefício definido.

O acréscimo de 6 por cento no valor dos fundos fechados, relativamente a dezembro de 2013,

resultou sobretudo da valorização dos seus ativos, uma vez que os benefícios liquidados, expressos em percentagem dos ativos do fundo, permaneceram estáveis e as contribuições tiveram um impacto marginal na evolução semestral (Gráfico 42).

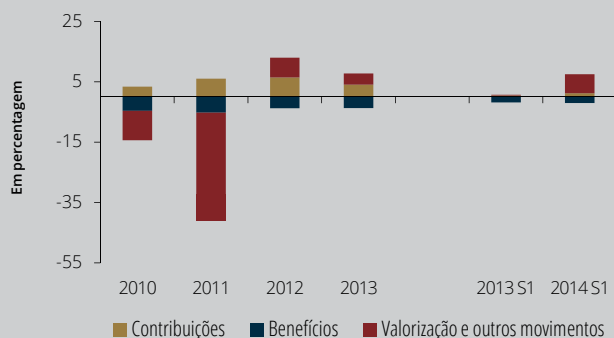
As contribuições decresceram entre 2011 e 2013. No entanto, no primeiro semestre de 2014 observou-se um acréscimo significativo desta rubrica, por efeito da variação das contribuições para planos de pensões de benefício definido e para planos de saúde.

Nos planos de pensões fechados, as contribuições a cargo dos participantes e beneficiários do fundo permaneceram estáveis ao longo do período em análise. Deste modo, o decréscimo de contribuições refletiu a redução das contribuições a cargo dos associados.

O valor dos fundos abertos cresceu, em resultado do acréscimo de contribuições para outros fundos abertos e para fundos de pensões PPR, relativas a adesões individuais

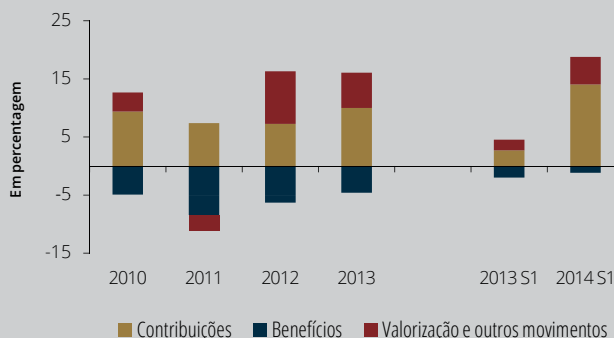
No final do primeiro semestre de 2014, os fundos de pensões abertos representavam cerca de 10

Gráfico 42 • Fundos fechados: contributos para a variação do valor dos fundos



Fonte: Instituto de Seguros de Portugal.

Gráfico 43 • Fundos abertos: contributos para a variação do valor dos fundos



Fonte: Instituto de Seguros de Portugal.

por cento dos ativos do setor, apresentando um crescimento de 18 por cento em relação a dezembro de 2013. Neste período, as contribuições registaram um acréscimo de 479 por cento (Gráfico 43), justificado pelo aumento do valor associado a adesões individuais a outros fundos abertos e a fundos PPR. Os benefícios liquidados mantiveram a tendência de redução observada desde 2011.

Embora os fundos abertos apresentem uma repartição mais equitativa das contribuições entre associados e participantes, continua a observar-se uma tendência de decréscimo das contribuições a cargo dos associados, compensada pelo acréscimo das contribuições a cargo dos participantes.

... A baixa taxa de rendibilidade dos ativos subjacentes pode implicar riscos acrescidos para os promotores dos fundos, nomeadamente de planos de pensões de benefício definido, ou tornar menos atrativas as aplicações nestes produtos

Os fundos de pensões que financiam planos de benefício definido representam a parte mais substancial do setor em Portugal. Sendo os benefícios determinados *a priori*, o seu valor não depende dos rendimentos gerados. Assim, o risco de investimento recai sobre o promotor do plano, que poderá ter de aumentar as contribuições efetuadas para manter equilibrado o nível de financiamento do fundo.

Na sequência da adoção da IAS 19²⁵, como referencial para o reporte de responsabilidades com pensões, da alteração da natureza das relações de trabalho, que se traduziu em maior mobilidade, e da evolução do mercado de capitais nos últimos anos, foi criado um quadro de incentivos à alteração de planos de pensões de benefício definido. Consequentemente, vem-se assistindo à alteração das condições dos planos de pensões, que frequentemente resulta num encerramento dos planos de benefício definido a novas adesões e na constituição de planos de contribuição definida. Os promotores destes planos procuram, assim, conter a exposição dos

seus balanços ao risco associado à evolução das responsabilidades com pensões.

Esta alteração assume particular importância no atual contexto de baixa rendibilidade dos ativos financeiros e de fraco crescimento económico, pois expõe os beneficiários dos planos ao risco de investimento, na medida em que a adequabilidade do rendimento de reforma (ainda que complementar) dependerá da rendibilidade dos fundos de pensões. Neste âmbito, um dos desafios do setor passa pela obtenção, a médio prazo, de taxas de valorização reais positivas, capazes de incentivar os agentes privados – associados e particulares – a aplicar por prazos longos as suas poupanças.

Numa perspetiva de longo prazo, estas vulnerabilidades serão potencialmente amplificadas pelo risco de longevidade²⁶ que, embora se materialize de forma lenta, se repercutirá num acréscimo do valor atual das responsabilidades com pensões, aumentando os custos de financiamento dos planos de benefício definido, e / ou numa deterioração da adequabilidade dos benefícios de reforma oferecidos pelos planos de contribuição definida.

Note-se que, num cenário de redução continuada dos benefícios de reforma a cargo da segurança social, a constituição de veículos de financiamento de rendimentos complementares na reforma assume uma importância acrescida. Adicionalmente, os fundos de pensões, enquanto investidores institucionais que gerem responsabilidades de muito longo prazo, contribuem para o financiamento estável da economia, sendo assim essenciais para a concretização de projetos de investimento de mais longo prazo que aumentem e melhorem a capacidade produtiva da economia portuguesa.

1.3.4. Fundos de investimento

... O valor líquido sob gestão dos fundos mobiliários aumentou devido às aplicações dos particulares e à evolução favorável do mercado

No primeiro semestre de 2014, assistiu-se a um aumento do valor líquido sob gestão dos fundos de investimento²⁷. Esse aumento foi impulsionado pela evolução dos fundos mobiliários (FIM), que cresceram 9 por cento, enquanto os fundos imobiliários (FII) registaram um decréscimo de 2 por cento no semestre (Gráfico 44).

O aumento dos fundos de investimento mobiliário foi influenciado pelo comportamento dos fundos de obrigações²⁸ (Gráfico 45) que representavam, no final de junho de 2014, cerca de 58 por cento do valor líquido sob gestão dos fundos mobiliários. A evolução do valor sob gestão nos fundos de obrigações surge muito condicionada pelas aplicações e pelos resgates de poupanças, sendo de assinalar o contributo positivo da valorização dos ativos, a partir de 2012 (Gráfico 46).

Em termos da composição da carteira de investimento dos fundos de obrigações, destaca-se a variação dos depósitos que passaram de 17 por cento dos ativos líquidos sob gestão, no final de 2013, para 22 por cento em junho de 2014. Por sua vez, a percentagem dos títulos de dívida no total da carteira destes fundos, situou-se nessa data em mínimos históricos (representando cerca de 71 por cento do valor líquido sob gestão).

Em termos agregados, a importância dos títulos de dívida pública na carteira dos fundos mobiliários permaneceu estável no primeiro semestre de 2014, ainda que se tivesse observado uma

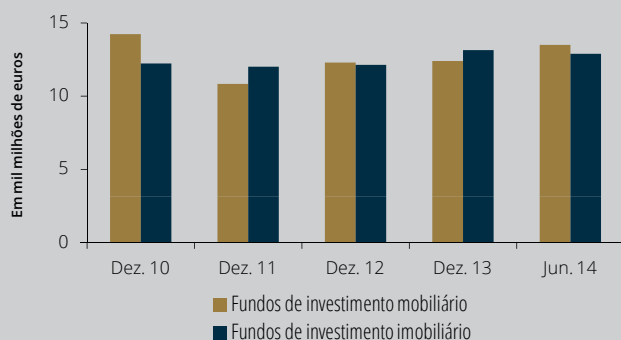
redução dos títulos emitidos pelas administrações públicas portuguesas e um aumento comparável dos títulos emitidos por outros estados da União Europeia. A redução do peso das obrigações no total da carteira dos fundos de investimento mobiliários decorre de uma diminuição das aplicações em títulos de dívida privada, em particular emitidos por não residentes.

No primeiro semestre de 2014, os particulares foram os principais responsáveis pelo aumento das aplicações em fundos de obrigações, passando a deter cerca de 80 por cento destes fundos no final de junho de 2014. Sociedades de seguros e fundos de pensões detinham nessa data 5 por cento dos fundos de obrigações e 12 por cento dos fundos de ações, enquanto os bancos detinham 4 e 0,7 por cento, respetivamente.

Os fundos de investimento imobiliário decresceram no primeiro semestre de 2014, por efeito da desvalorização dos imóveis subjacentes

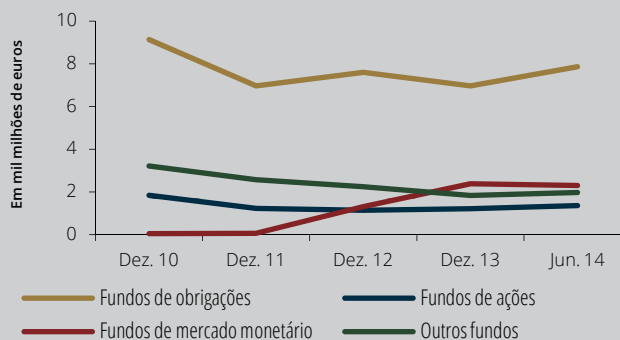
Enquanto em 2013 a evolução das aplicações em fundos de investimento imobiliário explicava o acréscimo do valor destes fundos, no primeiro semestre de 2014 um valor muito reduzido de transações líquidas colocou em evidência uma desvalorização dos fundos imobiliários, por

Gráfico 44 • Fundos de investimento: ativo líquido sob gestão



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 45 • FIM: evolução do valor líquido sob gestão por tipo de fundo



Fonte: Banco de Portugal.

efeito de uma contração do valor dos imóveis em carteira (Gráfico 47).

Os bancos continuaram a aumentar a sua exposição a fundos imobiliários, detendo no final do primeiro semestre cerca de 44 por cento destes fundos, seguidos pelas sociedades de seguros e fundos de pensões, com 22 por cento. Em contrapartida, continuou a assistir-se a uma redução do montante detido por particulares.

Refira-se que os fundos mobiliários e imobiliários apresentam níveis de alavancagem²⁹ substancialmente diferentes, decorrentes da natureza dos ativos sob gestão. No caso dos fundos imobiliários, o nível de alavancagem atingia 23 por cento no final do primeiro semestre de 2014 (o mesmo indicador era de 2 por cento nos fundos mobiliários).

O setor bancário continua a influenciar os recursos e os ativos afetos a fundos mobiliários e imobiliários

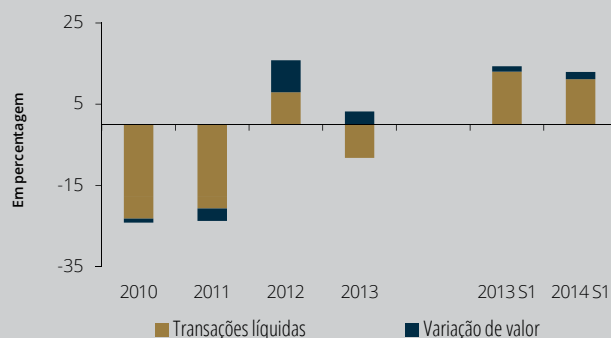
No decurso dos últimos anos, a evolução dos fundos de investimento mobiliário esteve estreitamente associada aos ajustamentos que ocorreram na economia portuguesa, incluindo ao nível do setor bancário. O facto de os bancos constituírem um canal privilegiado para a colocação dos fundos de investimento mobiliário

junto dos particulares, confere-lhes capacidade para influenciar as suas escolhas, que, deste modo, não dependerão exclusivamente dos resultados da gestão dos fundos.

Atendendo à expressiva percentagem de poupanças afetas a fundos de obrigações e a fundos do mercado monetário, a manutenção de taxas de rendimento do mercado reduzidas cria um incentivo à transferência dessas poupanças para outros produtos com maior rendimento e risco, aplicados através de fundos mobiliários ou adquiridos diretamente junto das instituições de crédito, tais como títulos de dívida ou ações. Esta é uma situação que importa acompanhar.

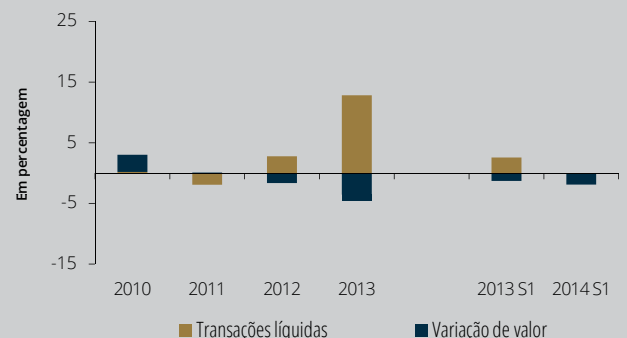
No passado recente, as rendibilidades negativas que os fundos de investimento imobiliário têm registado de uma forma global têm sido acompanhadas por um crescimento das respetivas carteiras de ativos, refletindo em larga medida transferências de ativos por parte dos bancos. Embora o desempenho dos fundos imobiliários esteja dependente da composição da carteira de ativos, o retorno a taxas de revalorização positivas estará, em última instância, dependente da evolução da atividade económica doméstica. Refira-se, por fim, que do ponto de vista da gestão do risco, a transferência de imóveis para os fundos permite que os ativos possam ser geridos por entidades especializadas e que a variação do valor desses ativos seja percebida pelos agentes através da evolução do valor das unidades de participação dos fundos.

Gráfico 46 • Fundos de obrigações: contributos para a variação do valor do fundo



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 47 • FII: contributos para a variação do valor do fundo



Fonte: Banco de Portugal.

Caixa 1 | Um indicador de *stress* financeiro para Portugal

A recente crise nos mercados financeiros internacionais colocou em evidência o impacto que períodos de instabilidade financeira têm sobre a evolução da atividade económica e o bem-estar da população. Este facto, por si só, justifica a necessidade de um instrumento adequado para medir e monitorizar o nível de *stress* nos mercados financeiros.

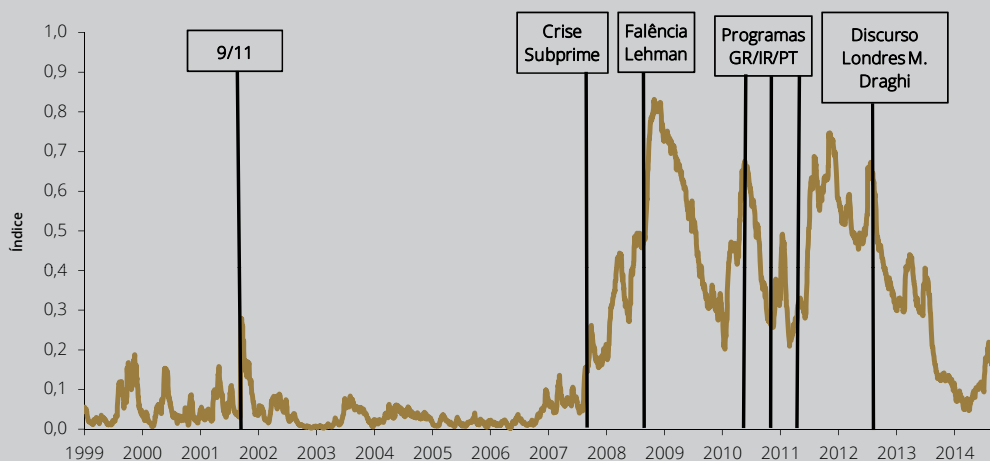
Neste enquadramento, foi desenvolvido um Indicador Compósito de *Stress* Financeiro para Portugal (ICSF), tendo como objetivo dar uma imagem agregada do nível de tensão existente nos mercados financeiros nacionais. Apesar do grau de integração dos mercados financeiros portugueses com os mercados financeiros internacionais, em particular com a área do euro, existem eventos idiossincráticos que afetam Portugal e que justificam a criação de um índice de *stress* financeiro específico.

A primeira vertente de construção do ICSF assenta na escolha de indicadores de base de *stress* financeiro relativos a cinco segmentos de mercado: mercado monetário, mercado obrigacionista, mercado acionista, intermediários financeiros e mercado cambial. Para cada segmento de mercado foram selecionados três indicadores

que deverão captar diferentes componentes de *stress*, só estando perfeitamente correlacionados em situação de *stress* extremo. Estes indicadores são posteriormente normalizados para serem passíveis de agregação. A primeira fase de agregação passa por construir cinco índices relativos a cada segmento de mercado. Numa segunda fase, estes índices são agregados dando origem ao ICSF. Esta agregação tem em conta o impacto relativo que um choque em cada segmento de mercado tem na atividade económica, bem como a matriz dinâmica de correlações entre os cinco subíndices relativos aos segmentos de mercado. Esta última característica contribui para que o indicador apresente sinais mais significativos quando todos os segmentos de mercado registem, simultaneamente, deteriorações. Permite, ainda, a decomposição do ICSF por contributo de cada segmento de mercado e da componente de correlações cruzadas. Para uma descrição mais detalhada da construção do indicador ver Braga, Pereira e Reis (2014)³⁰.

O indicador obtido capta de forma adequada os principais eventos de *stress* verificados nos mercados financeiros nacionais (Gráfico 48). Destaque para os picos de tensão verificados

Gráfico 48 • Indicador compósito de *Stress* Financeiro para Portugal e principais eventos de risco desde 1999



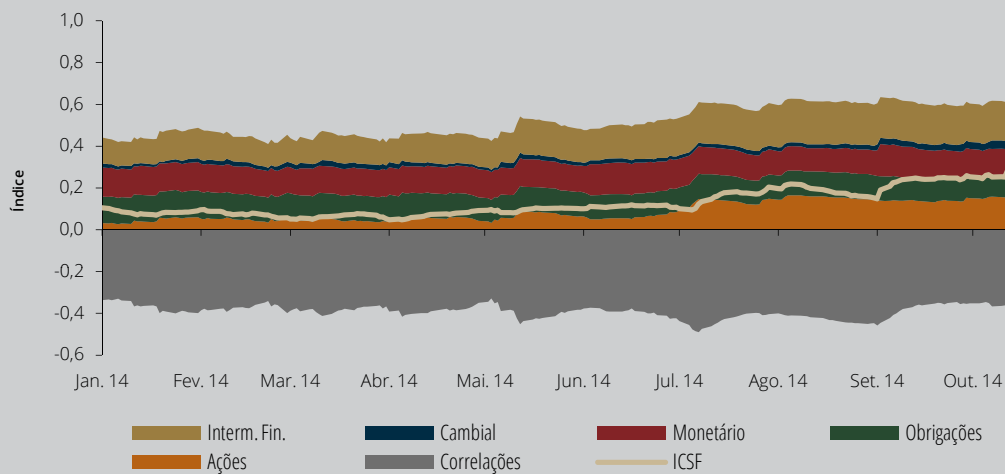
Fonte: Banco de Portugal.

aquando da falência do Lehman Brothers e no âmbito da crise da dívida soberana que afetou um conjunto de países da área do euro.

Relativamente à evolução recente do ICSF (Gráfico 49), é possível observar que ao longo do primeiro semestre do ano o indicador permaneceu em níveis reduzidos (em torno de 0,10), atingindo em abril o valor mais baixo desde 2007. Contudo, desde essa altura o indicador iniciou uma trajetória ascendente, particularmente evidente no mês de julho, que levou o indicador novamente a ultrapassar 0,20 (valor identificado como de referência para situações de *stress* financeiro significativo). A renovada instabilidade nos mercados financeiros durante os meses de setembro e outubro de 2014 levou o indicador a apresentar nova subida, atingindo o valor mais elevado desde agosto de 2013. Por segmentos, é possível observar que a deterioração registada resulta, essencialmente, de um aumento de tensão no mercado acionista e no segmento dos intermediários financeiros, inicialmente relacionado de forma direta com os desenvolvimentos referentes ao Grupo Espírito Santo que levaram ao processo de resolução do BES. Posteriormente, o movimento foi agravado por um sentimento generalizado de aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais.

De referir que os índices relativos aos segmentos do mercado monetário, obrigacionista e cambial permaneceram relativamente estáveis. A componente de correlação dos índices permanece em níveis reduzidos, traduzindo a divergência de comportamento entre os diferentes segmentos.

Gráfico 49 • Indicador Compósito de *Stress* Financeiro para Portugal e contribuição dos diferentes segmentos



Caixa 2 | A avaliação completa do sistema bancário da área do euro: principais resultados para os bancos portugueses

Em outubro de 2013, o BCE anunciou que iria conduzir uma avaliação completa do sistema bancário da área do euro, em colaboração com as autoridades nacionais responsáveis pela supervisão bancária. A avaliação deveria estar concluída antes de o BCE assumir as suas funções no âmbito do Mecanismo Único de Supervisão, a 4 de novembro de 2014.

A avaliação completa incidiu sobre 130 bancos dos países da área do euro e teve como objetivos (i) fortalecer o balanço dos bancos, pela correção de problemas identificados, (ii) reforçar a transparência e a qualidade da informação sobre a situação dos bancos e (iii) fortalecer a confiança nas instituições bancárias.

A avaliação completa compreendeu uma análise da qualidade dos ativos (*Asset Quality Review* – AQR) e a realização de um teste de esforço, este último com metodologia elaborada pela EBA, à semelhança dos exercícios pan-europeus desenvolvidos em anos anteriores. Estes dois exercícios foram desenhados de forma articulada, tendo os resultados do AQR sido incorporados no teste de esforço através de um processo definido para o efeito (*join up*).

Em Portugal, a avaliação abrangia, inicialmente, a Caixa Geral de Depósitos, o Banco BPI, o Banco Comercial Português e o Espírito Santo Financial Group. Na sequência da medida de resolução aplicada ao Banco Espírito Santo, foi decidido excluir este banco da divulgação de resultados da avaliação completa, dada a impossibilidade de concluir atempadamente o exercício para o Novo Banco.

No AQR foi realizada uma avaliação detalhada do balanço dos bancos à data de 31 de dezembro de 2013, para verificar a adequação da valorização dos ativos, dos colaterais e das respetivas provisões, reforçando assim o nível de transparência associado às exposições dos bancos.

Com uma abordagem prospetiva, o teste de esforço avaliou a resiliência dos bancos em dois cenários macroeconómicos: um cenário de base e um cenário adverso, que, embora plausível, apresentava uma muito baixa probabilidade de ocorrência.

Os resultados da avaliação completa foram aferidos em termos do rácio *Common Equity Tier 1* (*CET1*). O valor deste rácio em dezembro 2013 ajustado dos resultados do AQR foi avaliado face a um valor de 8 por cento. No cenário de base, o valor do rácio ajustado dos resultados do AQR e projetado até 2016, foi também avaliado face a um limiar de 8 por cento. Finalmente, o valor do rácio ajustado dos resultados do AQR e projetado até 2016 em cenário adverso foi avaliado face a um limiar de 5,5 por cento.

AQR – Exercício de avaliação da qualidade dos ativos

O AQR centrou-se nos elementos do balanço considerados de maior risco, selecionados de acordo com uma metodologia comum e seguindo definições harmonizadas. Pretendeu-se, desta forma, assegurar a maior equidade possível entre as várias jurisdições do Mecanismo Único de Supervisão, num contexto em que ainda subsistem algumas diferenças na definição do capital regulatório entre países.

Esta avaliação originou, sempre que necessário, uma revisão do nível de imparidades associadas às exposições de cada banco. O aumento de imparidades decorrente do AQR levou ao cálculo de rácios de *CET1* ajustados, permitindo uma comparação efetiva entre todos os 130 bancos que fazem parte do Mecanismo Único de Supervisão. Em Portugal, os ajustamentos do AQR correspondem a 0,1 pontos percentuais de rácio *CET1* no Banco BPI, 0,4 pontos percentuais na Caixa Geral de Depósitos e 1,9 pontos percentuais no Banco Comercial Português (Gráfico 50).

Teste de Esforço

No teste de esforço os resultados financeiros e prudenciais das instituições foram projetados partindo dos dados de balanço de dezembro de 2013, ajustados aos resultados do AQR. As projeções têm um horizonte temporal de três anos, ou seja, até dezembro de 2016. A variável relevante para a análise é o valor do rácio *CET1*.

Gráfico 50 • Evolução do rácio CET1 | Percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: As colunas a amarelo correspondem ao rácio CET1 em dezembro de 2013, antes e após os resultados do AQR, e em dezembro de 2016. Os contributos positivos / negativos para a evolução do rácio são apresentados a vermelho / azul. A coluna "Capital / CoCos" diz respeito a aumentos de capital e amortização de Instrumentos Híbridos; a coluna "Resultados e Reservas" refere-se à acumulação de resultados e variação de reservas; a coluna "Deduções e disposições transitórias" refere-se a deduções a fundos próprios de acordo com a CRR / CRDIV e as respetivas disposições transitórias; a coluna "RWA" apresenta o impacto no rácio decorrente de alterações de requisitos de fundos próprios.

Os cenários macroeconómicos e financeiros

O teste de esforço foi desenvolvido em dois cenários distintos. O cenário de base foi elaborado pela Comissão Europeia e refletia as projeções macroeconómicas oficiais à data.

O cenário adverso foi construído por aplicação de desvios ao cenário de base resultantes de choques de baixa probabilidade, ainda que plausíveis, com impacto sobre as variáveis macroeconómicas e financeiras. Esses choques correspondiam à materialização dos principais riscos sistémicos: aumento das *yields* da dívida pública na generalidade das economias; deterioração adicional da qualidade de crédito em economias com procura agregada doméstica reduzida e com sistemas bancários que ainda apresentam vulnerabilidades; adiamento de adoção de reformas, suscitando dúvidas quanto à sustentabilidade das finanças públicas e ajustamento insuficiente do balanço dos bancos que condiciona a obtenção de financiamento de mercado a custo razoável.

Os cenários para Portugal

O cenário de base do teste de esforço assumiu uma recuperação gradual da atividade económica em Portugal.

O cenário adverso incorporou pressupostos particularmente gravosos, entre os quais:

- Um período prolongado de recessão na economia portuguesa, com redução acumulada da atividade económica superior a 10 por cento, quando considerado o período 2011-2016;
- Uma taxa de desemprego projetada para 2015 superior a 18 por cento, prevendo-se apenas uma redução ligeira no ano seguinte;
- Uma subida significativa das taxas de juro de longo prazo da dívida pública, com reflexo no financiamento da economia e na valorização das carteiras de títulos de dívida dos bancos.

Ambos os cenários assumiram uma redução significativa dos preços da habitação: na ordem de 10 por cento no cenário de base e de 20 por cento no adverso (em termos acumulados).

Comparativamente com as projeções mais recentes, apenas a taxa de crescimento do PIB para 2014 é idêntica à prevista no cenário de base. Nas variáveis do desemprego, das *yields* da dívida pública e dos preços da habitação tem-se verificado uma evolução mais favorável. Face a esta evolução, as projeções do cenário adverso, sendo muito mais gravosas do que as do cenário de base, têm, neste momento, muito menor probabilidade de ocorrer.

Quadro 4 • Principais Variáveis dos Cenários Macroeconómicos e Financeiros

	Portugal			União Europeia		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Cenário de base						
PIB a preços constantes (tva)	0,8	1,5	1,7	1,5	2,0	1,8
Desemprego (em percentagem da população activa)	16,8	16,5	14,5	10,7	10,4	10,1
Taxas de juro de longo prazo (OTs a 10 anos)	5,1	5,4	5,5	2,9	3,2	3,3
Preços de imóveis residenciais (tva)	-5,6	-3,9	-1,3	0,9	2,7	3,8
Cenário adverso						
PIB a preços constantes (tva)	-0,8	-2,3	-1,1	-0,7	-1,5	0,1
Desemprego (em percentagem da população activa)	17,2	18,2	17,4	11,3	12,3	13,0
Taxas de juro de longo prazo (OTs a 10 anos)	7,4	7,1	7,2	4,4	4,3	4,4
Preços de imóveis residenciais (tva)	-9,3	-7,5	-4,6	-7,9	-6,2	-2,1

Notas: Valores em percentagem; tva corresponde à taxa de variação anual.

Metodologia

O teste de esforço decorreu sob a hipótese genérica de balanço estático. De acordo com esta hipótese, as rubricas de balanço mantêm-se constantes (fixadas à data de dezembro de 2013) e os instrumentos financeiros são renovados na maturidade, mantendo as mesmas características.

Admitiram-se exceções a esta hipótese, ainda que dentro de certas limitações, no caso dos bancos com planos de reestruturação acordados com a Comissão Europeia até 31 de dezembro de 2013 no âmbito de operações de capitalização com recurso a investimento público. Aderiram a esta possibilidade o Banco Comercial Português e a Caixa Geral de Depósitos.

No exercício, a projeção da margem financeira foi condicionada por restrições ao custo de financiamento e à intensidade com que os bancos podem repercutir o aumento do custo de financiamento nas taxas de juro do crédito. Nos bancos sujeitos à hipótese do balanço estático, a margem financeira também não poderia aumentar em relação ao ponto de partida (2013). Outras rubricas de proveitos e custos também foram restringidas pelo valor registado no ponto de partida ou por valores históricos dessas variáveis.

As hipóteses do exercício foram especialmente penalizadoras para bancos cujo ponto de partida do exercício de teste de esforço coincidiu com um ano particularmente adverso, como é o caso dos bancos portugueses. De facto, os bancos portugueses registaram em 2013 os piores resultados da história recente, decorrentes do contexto macroeconómico adverso.

Por um lado, a margem financeira dos bancos portugueses tem sido pressionada pelas baixas taxas de juro. Por outro lado, o aumento do incumprimento do crédito e as inspeções realizadas pelo Banco de Portugal, no contexto do Programa de Assistência Económica e Financeira, resultaram no registo de valores muito elevados de imparidades para risco de crédito.

Principais resultados da Avaliação Completa

Os resultados do AQR e do cenário de base do teste de esforço (2014-2016) permitem confirmar a resiliência dos bancos portugueses abrangidos pelo exercício e demonstram que têm níveis de capitalização adequados. Em ambos os casos, todos os bancos registam rácios de capital superiores ao valor de referência de 8 por cento.

No cenário adverso do teste de esforço, de improvável ocorrência, o rácio *CET1* projetado para o Banco Comercial Português para dezembro 2016 fica aquém do valor de referência de 5,5 por cento, tendo já a instituição identificado um conjunto de medidas para cobrir integralmente a diferença apurada. Estas medidas constam do plano de capitalização apresentado ao BCE.

É de salientar que o cenário adverso do teste de esforço é particularmente gravoso como referido anteriormente. Acresce, no caso específico do Banco Comercial Português, o facto do teste de esforço não ter permitido captar a globalidade da trajetória positiva decorrente da implementação do plano de reestruturação acordado com a Comissão Europeia.

Caixa 3 | Medida de resolução aplicada ao Banco Espírito Santo, S. A.

O Banco Espírito Santo, S. A. (BES) era, em meados de 2014, o terceiro maior banco do sistema bancário português, atingindo uma quota de mercado de cerca de 11,5 por cento no total de depósitos captados junto de residentes em Portugal, de cerca de 14 por cento do total de crédito concedido em Portugal e de 19 por cento do crédito concedido a sociedades não financeiras. De salientar, ainda, a quota de mercado a nível do financiamento a atividades financeiras e seguradoras que ascendia a 31 por cento, refletindo as fortes interligações do banco com o restante setor financeiro. O BES, parte integrante da Espírito Santo Financial Group (ESFG), inseria-se num grupo mais vasto (o Grupo Espírito Santo – GES), cuja atividade se desenrolava não apenas a nível do sector financeiro como também a nível do sector não financeiro e num âmbito geográfico alargado (operando em 25 países de quatro continentes). A instituição desempenhava, assim, um papel muito significativo no sistema financeiro e na economia nacionais, e em especial no financiamento das sociedades não financeiras³¹. Neste contexto, importa monitorizar de perto as consequências decorrentes da súbita redução dos níveis de solvabilidade do BES que, por sua vez, determinou a aplicação da medida de resolução a esta instituição.

Medida de resolução aplicada ao BES

No âmbito do Exercício Transversal de Revisão da Imparidade da Carteira de Crédito³² (ETRICC 2), realizado no final de 2013, foi detetado um significativo acréscimo do passivo financeiro da Espírito Santo International (ESI), principal acionista da ESFG, face à informação anteriormente reportada por esta última ao Banco de Portugal e refletida nas respetivas demonstrações financeiras. O efeito que este acréscimo teve na situação patrimonial da ESFG, decorrente das ligações existentes dentro do GES, a incerteza que se gerou em torno da estrutura de “corporate governance” do grupo³³ e do risco de contágio ao BES proveniente do ramo não financeiro do GES, e os indícios de potenciais perdas associadas à carteira de crédito do BES

Angola (BESA), tiveram um impacto negativo, especialmente durante o mês de julho, sobre a liquidez do BES. Os *downgrades* efetuados neste mesmo mês pelas principais agências de notação financeira e o pedido de abertura de processos de gestão controlada por parte de algumas entidades do GES refletiram-se na confiança dos investidores e no mercado de capitais, tendo-se verificado o encerramento de linhas de financiamento pelas contrapartes.

No final de julho de 2014, o BES divulgou os resultados relativos ao primeiro semestre do ano, registando um prejuízo de cerca de 3,6 mil milhões de euros (em base consolidada). Este montante inclui o impacto negativo de cerca de 1,5 mil milhões de euros, resultante de atos de gestão efetuados em incumprimento das determinações previamente emitidas pelo Banco de Portugal. Tais atos determinaram que os prejuízos atingissem um valor largamente superior ao *buffer* de capital de que o banco dispunha por determinação do Banco de Portugal.

O enquadramento acima descrito teve consequências muito graves para a situação do BES:

- A redução substancial do rácio *Common Equity Tier 1 (CET1)* para cerca de 5 por cento (em base consolidada), significativamente abaixo do nível mínimo exigido pelo Banco de Portugal;
- A decisão por parte do BCE, com efeitos a partir de 4 de agosto, de suspensão do estatuto de contraparte do BES (e, portanto, de suspensão do acesso à liquidez do Eurosystem), a par da obrigação do BES reembolsar integralmente o seu crédito junto do Eurosystem, de cerca de 10 mil milhões de euros;
- A deterioração significativa das condições de confiança, imprescindíveis ao desenrolar da atividade bancária por parte do BES;
- A crescente pressão sobre a liquidez do banco;
- O aumento da incerteza relativamente ao balanço do BES, inviabilizando uma solução de capitalização privada num curto espaço de tempo.

Estes factos colocaram o BES numa situação de risco grave de incumprimento a curto prazo das suas obrigações e, em consequência, de não verificação dos requisitos para a manutenção da autorização para o exercício da sua atividade. Dada a relevância da instituição no conjunto do sistema bancário português e no financiamento da economia, esta situação colocou em sério risco a estabilidade do sistema financeiro nacional, tornando imperativa e urgente a adoção de uma solução que garantisse simultaneamente a proteção dos depositantes, a estabilidade do sistema financeiro e a continuidade do financiamento da economia, minimizando, em simultâneo, o impacto sobre o erário público.

Face à impossibilidade de capitalizar a instituição recorrendo a capitais privados e à ausência de outra alternativa de entre as previstas para lidar com instituições de crédito que apresentem insuficiências de capital, e à relevância do BES no conjunto do sistema bancário e no financiamento à economia, o Banco de Portugal, tendo em conta o quadro legal em vigor, aplicou, no dia 3 de agosto de 2014, uma medida de resolução ao BES. Foi, assim, criado um banco de transição, denominado Novo Banco, S. A., para o qual foi transferido o essencial da atividade até ao momento desenvolvida pelo BES, bem como um conjunto muito relevante dos seus ativos e passivos, elementos extrapatrimoniais e ativos sob gestão, com o objetivo de permitir uma posterior alienação a outra ou outras instituições financeiras.

Esta medida (i) assegurou a proteção dos depositantes e a contenção do risco sistémico, (ii) salvaguardou a continuidade do regular funcionamento da atividade bancária anteriormente desenvolvida pelo BES, (iii) impôs a absorção de perdas pelos acionistas e credores subordinados do banco³⁴ – sem prejuízo da existência de um mecanismo legalmente consagrado que visa garantir que as referidas perdas não serão superiores às inerentes a um processo de liquidação –, e (iv) permitiu a segregação dos riscos que haviam estado na origem da redução súbita dos níveis de solvabilidade do BES.

Desenvolvimentos após a aplicação da medida de resolução

Da análise dos principais indicadores de mercado, e com base nos dados disponíveis até ao início de novembro, observa-se que, globalmente, a adoção da medida de resolução ao BES permitiu, como acima referido, preservar a estabilidade e a confiança no sistema financeiro nacional e conter os efeitos sistémicos, não obstante tratar-se de um dos mais relevantes bancos nacionais.

De facto, quer no segmento acionista, quer no de dívida, a diminuição súbita dos níveis de solvabilidade do BES e as consequências daí decorrentes terão exercido um efeito temporário de contágio negativo sobre os restantes bancos portugueses cotados, efeito que se veio a dissipar a partir da segunda metade de agosto (Gráfico 51).

Por seu turno, as características do financiamento da medida de resolução – em particular, o facto de os acionistas assumirem prioritariamente os prejuízos da instituição em causa, devendo os respetivos credores assumir de seguida, e em condições equitativas, os restantes prejuízos da instituição em causa, e, ainda, o facto de o financiamento das medidas de resolução dever ser assegurado pelo Fundo de Resolução – fizeram com que o efeito de contágio ao risco e custo de financiamento da República Portuguesa tenha sido mais limitado e de menor duração no tempo. As taxas de rendibilidade da dívida soberana portuguesa continuaram, assim, em sintonia com a evolução de outros mercados de dívida soberana da área do euro, prosseguindo o movimento de compressão dos diferenciais face à dívida pública alemã, no contexto de política monetária expansionista promovido pelo BCE (como detalhado na secção 1 do presente documento) – ver Gráfico 52.

Relativamente à evolução dos depósitos, a confiança dos depositantes nos bancos portugueses continuou a demonstrar uma assinalável resiliência após a adoção da medida de resolução, tal como se tem vindo a observar desde o início da crise financeira em 2008 (Gráfico 53).

Apesar destes sinais reveladores de um impacto limitado e temporário nos mercados financeiros,

torna-se necessário acompanhar de perto o potencial efeito que a situação que levou à necessidade de adotar uma medida de resolução ao BES poderá vir a ter na economia, face ao cenário que tem por base a informação acima resumida.

Entre os fatores que podem ter implicações sobre o atual contexto económico e financeiro destaca-se o efeito riqueza resultante das perdas assumidas pelos acionistas e pelos credores subordinados do BES, que residam em Portugal, bem como das perdas de residentes que fossem

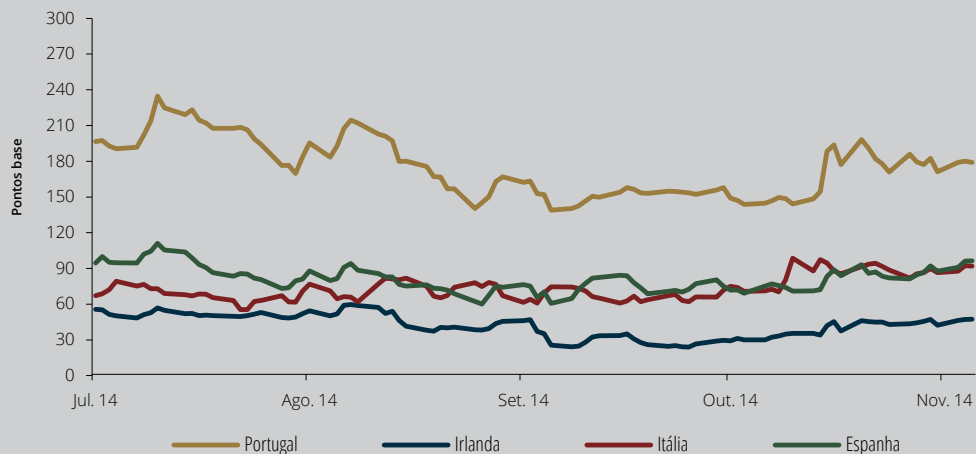
acionistas, credores e / ou detentores de outros ativos financeiros emitidos por empresas do GES que entraram em processos de insolvência. Dada a dificuldade em avaliar a importância do efeito riqueza – já que estará dependente, entre outros fatores, da propensão marginal ao consumo e capacidade de investimento – justifica-se o acompanhamento do seu eventual reflexo na procura doméstica e, consequentemente, na atividade económica.

Por outro lado, as falhas observadas de “corporate governance” assim como a assunção de

Gráfico 51 • Desempenho das ações de bancos portugueses e índice financeiro



Gráfico 52 • Taxa de rendibilidade da dívida pública a 5 anos | Diferenciais face à Alemanha



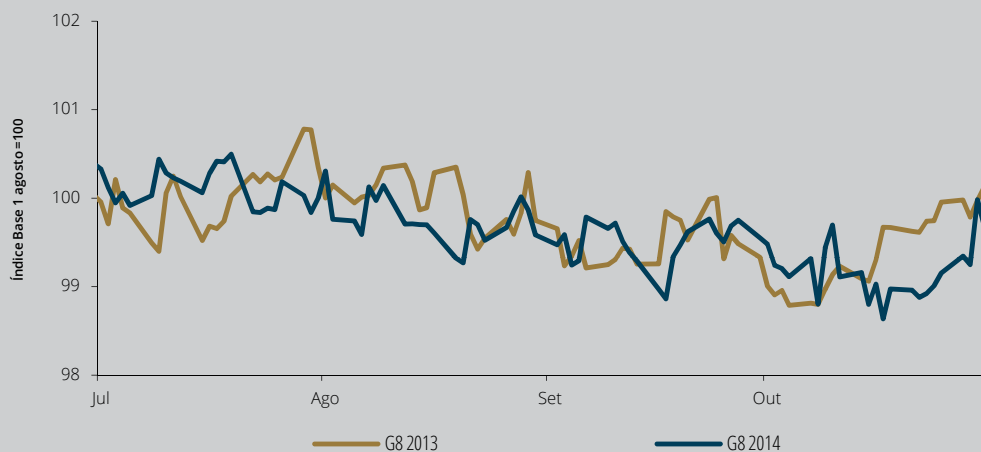
perdas pelos acionistas e credores subordinados do BES poderão gerar efeitos ao nível da confiança, afetando negativamente (i) a percepção dos agentes económicos sobre a qualidade da gestão das empresas e (ii) as suas decisões de investimento no curto prazo, prejudicando o funcionamento do mercado de capitais.

Por fim, o potencial impacto da atual situação de transição sobre o desenrolar da função de intermediação financeira do sector bancário, vital para assegurar o financiamento da economia, deve ser igualmente acompanhado de perto. Por um lado, há que monitorizar a evolução do crédito concedido, focando não apenas em potenciais efeitos volume e preço, como também na forma como o crédito é alocado entre os diversos sectores da economia. Os dados mais recentes demonstram que as taxas de variação homóloga do crédito concedido pelo sector financeiro residente, apesar de continuarem em terreno negativo, têm vindo a aumentar, quer a nível das sociedades não financeiras quer a nível dos particulares. Porém, importa garantir que o processo de ajustamento iniciado com o Programa de Assistência Económica e Financeira e os sinais positivos de progressiva reafetação de fundos a atividades mais produtivas prossiga, potenciando o crescimento sustentável da economia. Por outro lado, o custo final da medida

de resolução aplicada ao BES, a suportar pelo Fundo de Resolução, será função das condições de alienação do Novo Banco.

Em suma, a adoção da medida de resolução ao BES permitiu preservar a estabilidade do sistema financeiro, proteger os depositantes, assegurar a continuidade da prestação de serviços financeiros essenciais, minimizar os custos para o erário público e responsabilizar os acionistas da instituição. O conjunto de indicadores referidos anteriormente revela que os efeitos nos mercados financeiros foram limitados e temporários. Porém, será necessário continuar a acompanhar de perto a atual situação garantindo a manutenção da confiança dos agentes económicos e a estabilidade do sistema financeiro nacional.

Gráfico 53 • Evolução dos depósitos dos oito maiores grupos bancários portugueses: comparação com o período homólogo



2. Riscos para a estabilidade financeira

A reversão de comportamentos de procura de rentabilidade a nível internacional constitui, na atualidade, um dos principais riscos para a estabilidade financeira

Num contexto de baixa inflação e de fraco crescimento económico, as políticas monetárias acomodáticas levadas a cabo por vários bancos centrais têm conduzido a um ambiente prolongado de baixas taxas de juro (ver secção 1.1.). Estas políticas têm procurado promover a procura interna e o emprego e correspondem a uma assunção de risco económico. No entanto, não é ainda evidente a sua eficácia sobre o investimento e a utilização da capacidade produtiva, o que poderá resultar do ajustamento de balanço dos vários setores económicos em alguns países e da manutenção de falhas no mecanismo de transmissão da política monetária. De facto, dadas as implicações da política monetária sobre as taxas de juro, tem-se assistido a uma tomada de risco financeiro, na medida em que as baixas taxas de juro têm favorecido a procura de alternativas de investimento que proporcionem aos investidores rendibilidades mais elevadas, ainda que associadas a um maior risco, sem uma correspondência clara à tomada de risco económico³⁵.

Este comportamento de procura de rentabilidade (*search for yield*), que é cada vez mais visível tanto nos EUA como na Europa, manifesta-se numa reafetação de carteiras dos investidores institucionais, sobretudo daqueles que assumem responsabilidades de garantia de capital e de rentabilidade (sociedades de seguros, fundos de pensões e determinados fundos de investimento) para ativos com mais risco. Esta procura por rentabilidade, num ambiente de baixa volatilidade, apenas interrompida por episódios pontuais, tem conduzido a uma diminuição generalizada dos prémios de risco, visível também nos países sob pressão da área do euro.

Porém, existem fatores que poderão potenciar uma reversão deste movimento, com conse-

quências significativas em países com níveis de endividamento elevados, nomeadamente: i) a reavaliação do valor relativo dos ativos da área do euro, em comparação com os dos mercados emergentes, associada à incerteza quanto à recuperação económica na área do euro; ii) o aumento repentino da aversão ao risco devido a tensões geopolíticas; iii) desenvolvimentos económicos e financeiros nos países sob pressão da área do euro, apesar dos efeitos positivos associados à criação da União Bancária; e, iv) uma possível dissonância entre as expectativas do mercado e as indicações dos bancos centrais (nomeadamente da Reserva Federal norte-americana), não obstante estes últimos terem sinalizado ao mercado as principais linhas de atuação futura (*forward guidance*).

As consequências da reversão de comportamentos de *search for yield* poderão ser amplificadas no contexto atual de baixos níveis de liquidez no mercado de títulos de dívida privada, associados a vários fatores, como sejam (i) os novos requisitos regulamentares, que poderão desencorajar a atuação dos *market makers*, (ii) a detenção de títulos de dívida menos líquidos (à luz da introdução do rácio de financiamento estável, internacionalmente designado de *Net Stable Funding Ratio*), e (iii) o impacto que as inovações tecnológicas têm tido sobre a disseminação das transações via plataformas de *trading*. Note-se que a propagação das plataformas de *trading* se, por um lado, contribui para uma maior transparência no mercado, por outro lado, gera fragmentação de um mercado ainda pouco líquido.

Aos fatores de risco de âmbito internacional poderão acrescer fatores idiossincráticos da economia e do sistema financeiro portugueses

Para além dos fatores acima referidos, de âmbito internacional, alguns desenvolvimentos

inerentes à economia e ao sistema financeiro portugueses poderão desencadear, eles próprios, uma subida das taxas de juro de mercado associadas à dívida de entidades residentes. O impacto registado nos mercados financeiros em julho de 2014, na sequência dos problemas detetados no Grupo Espírito Santo, apesar de temporário, constitui um bom exemplo de um fator idiossincrático com potenciais implicações sobre as taxas de rendibilidade. De referir, ainda neste contexto, o potencial impacto de eventuais alterações da perceção externa acerca da continuação do processo de consolidação orçamental.

No caso dos emitentes residentes, a sensibilidade das taxas de juro a perturbações tenderá a ser acrescida, tendo em conta a reduzida profundidade dos mercados financeiros para os seus ativos. De facto, a atual notação de *rating* da dívida soberana portuguesa pelas três maiores agências de *rating* internacionais, ao excluí-la dos principais *benchmarks* de mercado de *investment grade*, limita a procura destes títulos por uma parte significativa dos investidores institucionais internacionais, sendo um dos fatores que contribui para que a liquidez deste mercado não retome os níveis anteriores à crise. Esta situação tende a afetar de forma semelhante a generalidade dos restantes emitentes residentes.

Neste contexto, i) a manutenção de uma política de rigor orçamental; ii) a prossecução, ou mesmo aceleração, da trajetória descendente do endividamento do setor privado (em particular das sociedades não financeiras); iii) o aprofundamento das reformas estruturais; e, iv) o reforço da solvabilidade e liquidez do sistema bancário são fundamentais para manter a credibilidade do país perante o exterior e limitar a subida da *yield* do soberano e do custo de financiamento enfrentado pelos vários setores da economia. A este respeito, note-se que a entrada em vigor do Mecanismo Único de Supervisão e a adoção da regulamentação que tem vindo a ser desenvolvida a nível europeu, designadamente a entrada em vigor da BRRD, deverão ter um papel fundamental para assegurar a separação entre o risco soberano e o sistema bancário.

O aumento das taxas de juro de mercado afeta os custos de novo financiamento bem como a valorização das carteiras...

A materialização de pelo menos um dos referidos fatores de risco poderá ter um impacto direto no custo de novo financiamento dos agentes económicos residentes, dos quais se destacam a República e o sistema bancário (facto potenciado pela estreita ligação existente entre o soberano e o sistema bancário). Poderá ter também impactos adversos na valorização dos ativos detidos pelos agentes económicos. Este fenómeno é tanto mais relevante na medida em que, ao longo dos últimos anos, os investidores institucionais residentes aumentaram a sua exposição a títulos de dívida pública de países sob pressão, reduzindo a exposição a países da União Europeia de elevada notação de crédito. No caso dos fundos de obrigações, esta recomposição da carteira tem sido acompanhada por um alargamento das maturidades residuais, aumentando assim a vulnerabilidade à reversão de taxas de juro.

Apesar da recente alteração de carteira, a exposição do sistema financeiro português à dívida pública nacional (Gráfico 1) é ainda elevada (ver, a este respeito, secção 1.3). No conjunto do sistema financeiro, destaca-se a exposição das sociedades de seguros, que representa 19 por cento do total do ativo enquanto a exposição dos bancos é de 6 por cento.

Potencialmente, os comportamentos de *search for yield* podem ainda originar riscos para outros agentes económicos, nomeadamente para os investidores não institucionais. No entanto, a informação disponível para Portugal aponta para a inexistência de um aumento relevante na subscrição de produtos financeiros complexos por investidores de retalho. Ainda assim, a existência de canais de distribuição *online*, que facilitam a subscrição de produtos com elevada complexidade e risco, independentemente do país que os emite, não permite excluir totalmente a exposição a este risco.

... e a capacidade dos bancos para convergirem para estruturas de financiamento sustentáveis

Uma reversão de comportamentos de procura de rendibilidade originará efeitos na procura de ativos financeiros, com potencial de afetar a capacidade das instituições financeiras para ajustar a sua estrutura de financiamento. Uma alteração do sentimento do mercado poderá ter um impacto direto no custo de financiamento do sistema bancário e um impacto indireto por via da necessidade de afetação de colateral adicional a financiamentos com garantia. Esta situação é agravada para as instituições com elevados rácios de oneração de ativos e/ou baixos rácios de sobrecolateralização de ativos.

Apesar do financiamento com garantia ser tendencialmente uma forma de financiamento mais eficiente, em termos de custo e dos incentivos criados para que os bancos assegurem empréstimos de boa qualidade, níveis elevados de oneração têm um efeito amplificador, podendo colocar em causa novos financiamentos, devido à escassez de ativos. Assim, é importante avaliar a sustentabilidade das estruturas de financiamento bancário e, em particular, monitorizar os níveis de oneração de

ativos (e de ativos não onerados, mas oneráveis), bem como as políticas e os planos de contingência elaborados pelas instituições de crédito (em linha com a recomendação do *European Systemic Risk Board – ESRB* – de dezembro de 2012, já referida em edições anteriores do Relatório de Estabilidade Financeira). Esses procedimentos conferirão às instituições uma resiliência acrescida para fazerem face a situações de perturbação nos mercados de financiamento, como as que ponham em risco a confiança existente nas instituições de crédito, e que poderão originar dificuldades de liquidez nessas instituições, com reflexo no restante sistema financeiro.

Recorde-se que as condições de financiamento das instituições de crédito foram consideravelmente afetadas pela crise financeira, em particular a partir de 2008, com a reação dos mercados interbancários a refletirem, em parte, a forte ligação existente entre o sistema bancário e o soberano. Pese embora os bancos portugueses usufruam de uma base de depósitos estável, esta situação levou-os, ao longo destes últimos anos, a adaptarem as suas estruturas de financiamento, aumentando o recurso a financiamento com garantia (financiamento junto do Eurosistema, emissão de obrigações hipotecárias e operações de empréstimos de títulos) e, consequentemente, o nível da oneração dos seus ativos (Gráfico 2)³⁶.

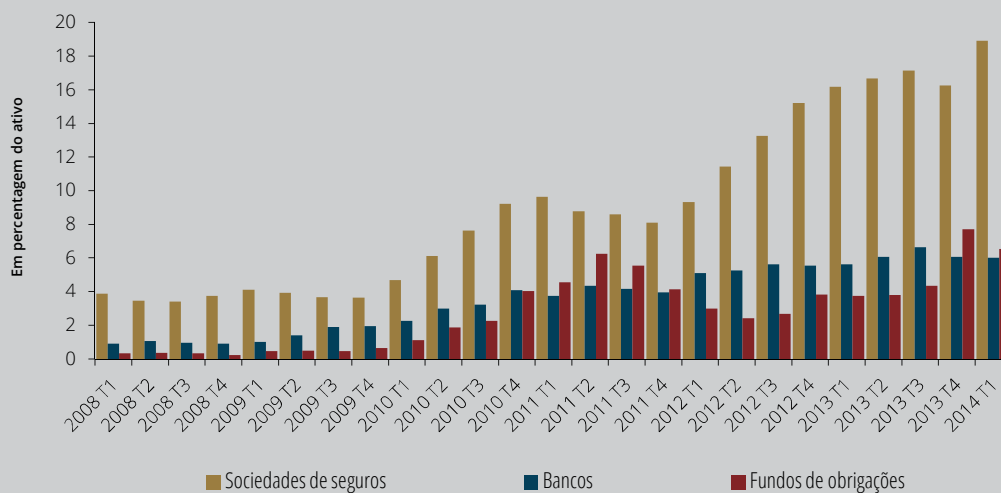


Gráfico 1 •
Exposição
a títulos de
dívida pública
portuguesa

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

A existência de um quadro de taxas de juro baixas, de resiliência dos depósitos (apesar da concorrência proveniente da emissão de certificados de aforro) e a menor fragmentação dos mercados interbancários (regresso gradual aos mercados de financiamento sem garantia – mercados *unsecured* – e maior convergência nos custos de financiamento) criam condições favoráveis para que o sistema bancário continue a ajustar as suas estruturas de financiamento de forma a evoluir para uma estrutura de financiamento sustentável³⁷. De facto, o aumento das fontes de financiamento de retalho e uma menor dependência do financiamento interbancário de curto prazo e, de uma forma geral, do financiamento por grosso (ainda que em maturidades adequadas face à maturidade dos ativos) tenderá a ser positivo para a resiliência global dos bancos. Esta orientação está globalmente em linha com a recomendação do ESRB relativa ao financiamento das instituições de crédito.

As atuais condições favoráveis ao ajustamento devem ser aproveitadas, dado que, a médio prazo, o novo enquadramento regulamentar poderá representar um desafio em termos de custo e volume de financiamento do sistema bancário, nomeadamente por via da definição de novos requisitos de liquidez, da divulgação

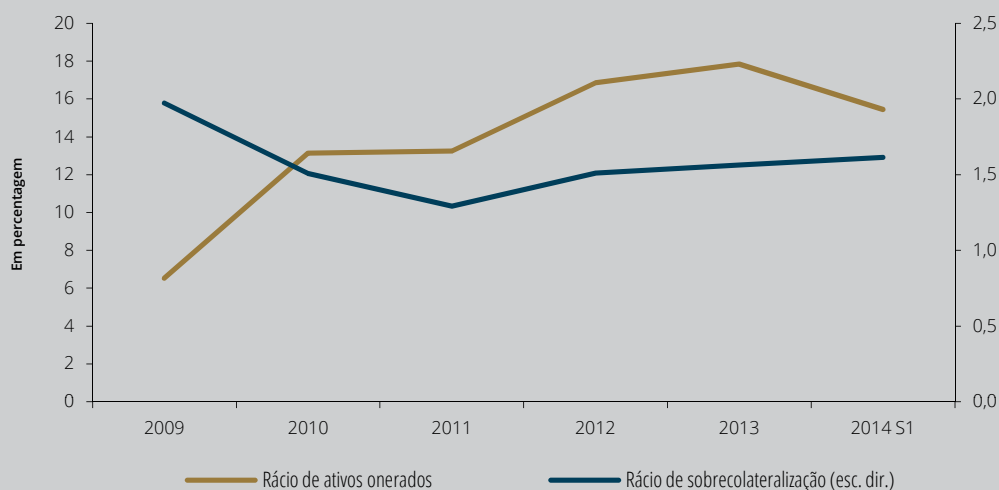
de informação de ativos onerados e da definição de um montante mínimo de passivos *bail-in-able* no balanço (tal como virá a ser imposto pela BRRD).

É importante monitorizar a exposição das instituições financeiras ao setor imobiliário

As instituições bancárias continuam a deter um importante *stock* de imobiliário (o valor em termos brutos rondava, em junho de 2014, os 8 mil milhões de euros) nomeadamente ativos imobiliários, residenciais ou comerciais, recebidos em dação por via de garantias de operações financeiras (incluindo, em particular, a concessão de crédito à habitação e ao setor da construção e promoção imobiliária). A necessidade de manter o processo de ajustamento do balanço dos bancos poderá conduzir à venda mais célere e volumosa de parte daqueles ativos, pressionando os preços no mercado imobiliário e invertendo os sinais de recuperação registados desde meados de 2013. De facto, no segundo trimestre de 2014, o Índice de Preços da Habitação apurado pelo INE aumentou 5,9 por cento em relação ao mesmo trimestre de 2013, período em que se

Gráfico 2 •
Operações de
financiamento
junto do BCE

Fonte: Banco de Portugal.
Notas: O rácio de ativos onerados é definido pelo quociente entre o nível de ativos onerados e o total do ativo, e o rácio de sobrecolateralização pelo quociente entre o nível de ativos onerados e o financiamento obtido (em número de vezes). O gráfico refere-se aos oito maiores grupos bancários.



observou o valor mais baixo do índice. A evidência existente parece também demonstrar que os preços da habitação se encontram próximos ou mesmo abaixo do indicado pela evolução dos respetivos determinantes da procura (designadamente, rendimento disponível, taxa de juro e população ativa).

A exposição das instituições de crédito aos fundos de investimento imobiliário (FII) tem aumentado, totalizando 44 por cento do total emitido por estes fundos no final do primeiro semestre de 2014 (11 por cento no final do primeiro semestre de 2005). A exposição das sociedades de seguros e fundos de pensões a FII atingiu cerca de 22 por cento no final de junho de 2014 (que compara com 13 por cento no final do primeiro semestre de 2005). O *stock* de unidades de participação dos FII nos períodos referidos ascendia, respetivamente, a cerca de 13 e 8 mil milhões de euros. De acordo com informação da Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios (APFIPP), desde 2010 que os fundos imobiliários apresentam rendibilidades negativas, situando-se, em junho de 2014, em torno de -3,2 por cento (rendibilidade dos últimos 12 meses) (Gráfico 3). A exposição crescente a estes fundos é um risco relevante para a estabilidade do setor financeiro. Uma diminuição do preço dos ativos imobiliários levará à desvalorização das

unidades de participação dos FII e à eventual necessidade acrescida de aquisição de unidades de participação pelo sistema bancário, substituindo-se aos seus clientes, de forma a prevenir efeitos reputacionais e a evitar desvalorizações adicionais dessas unidades de participação.

Refira-se que a potencial exposição do sistema bancário ao risco imobiliário por via da concessão de crédito a entidades dos ramos da construção e de atividades imobiliárias, apesar de ter vindo a diminuir, assume ainda assim valores expressivos (32 por cento do total do crédito em junho de 2014). Este risco torna-se mais significativo num contexto em que o crédito vencido dos setores da construção e atividades imobiliárias assume níveis elevados (26 por cento e 20 por cento, respetivamente).

Os créditos transferidos para fundos de reestruturação de crédito totalizavam cerca de 4 mil milhões de euros no final do primeiro semestre de 2014, registando um aumento de 38 por cento entre março de 2013 e junho de 2014. Estas transferências correspondiam, sobretudo, a créditos concedidos aos setores de atividades imobiliárias, alojamento e construção (Gráfico 4). Do montante total de crédito transferido, 27 por cento representava créditos de cobrança duvidosa. Estas transferências de ativos têm subjacente uma retenção de

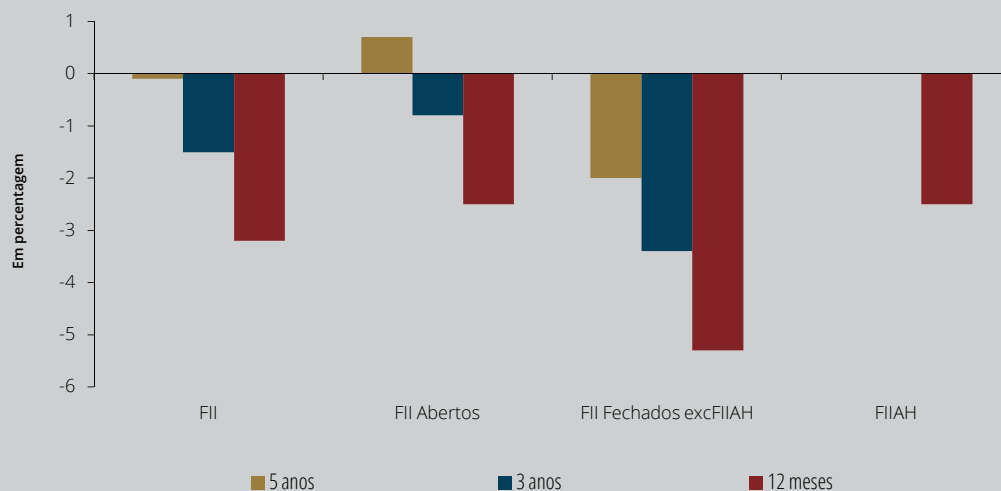


Gráfico 3 •
Rendibilidade
dos fundos
de investimento
imobiliário

Fonte: APFIPP.
À data de 30 de junho
de 2014.
Nota: Os FII incluem os FII
Abertos, os FII Fechados
e os FII de Arrendamento
Habitacional.

unidades de participação (com maior ou menor grau de subordinação) pelas próprias instituições bancárias na mesma proporção dos ativos cedidos. Neste sentido, uma desvalorização dos ativos destes fundos, por via de uma não recuperação das empresas em questão ou por uma inadequada valorização dos imóveis associados, terá um impacto direto e negativo no balanço dos bancos. Este tipo de operações deve ter como principal objetivo reestruturar empresas que apresentam dificuldades financeiras, mas que se mantêm economicamente viáveis. Com este fim, importa que os processos de reestruturação não se prolonguem e que se proceda, de forma célere, à alienação dessas empresas em condições de mercado, minimizando uma eventual destruição de valor económico.

A elevada exposição ao risco imobiliário requer uma permanente monitorização das carteiras do setor bancário, através de inspeções regulares e abrangentes, e um adequado registo de imparidades. A exposição ao risco imobiliário deverá abranger a totalidade dos ativos em carteira que sejam detidos diretamente (imóveis entregues em dação) ou indiretamente (através de fundos de investimento imobiliários e de reestruturação) pelos bancos. Neste sentido, o Banco de Portugal tem realizado inspeções regulares junto dos bancos a classes específicas de ativos, nomeadamente ativos imobiliários, com o objetivo de

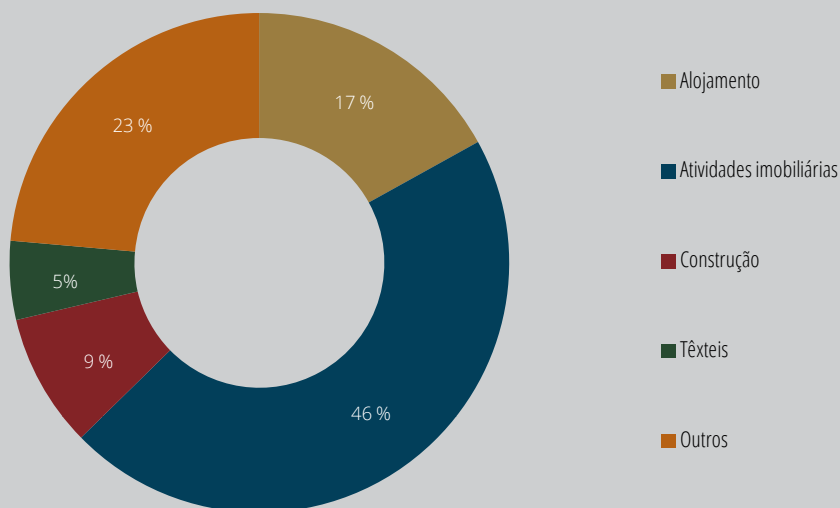
minimizar os riscos decorrentes de uma possível necessidade de corrigir a valorização daqueles ativos e de garantir que o nível de imparidades registadas é adequado. Também no âmbito do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF) se desenvolveu uma metodologia de avaliação e valorização de imóveis que já foi sujeita a consulta pública, encontrando-se a legislação em fase de preparação. Esta metodologia pretende, nomeadamente, reforçar a robustez das avaliações de imóveis, garantir uma maior proteção do consumidor e definir critérios e a periodicidade de avaliação, os quais devem ser ajustados aos objetivos da supervisão do setor financeiro. Por fim, o exercício de avaliação completa ao sistema bancário levado a cabo pelo BCE no contexto da criação do Mecanismo Único de Supervisão conduziu ao ajustamento do nível de imparidades de crédito colateralizado com garantia de bens imóveis (residencial e comercial), sob pressupostos extremamente conservadores.

A promoção da confiança no sistema financeiro é crucial para a estabilidade financeira

A confiança dos agentes económicos é um pilar essencial da estabilidade financeira. A conduta das instituições financeiras, se colocar em

Gráfico 4 •
Operações de cedências de ativos (ativos por CAE) junho 2014

Fonte: Banco de Portugal.



causa a confiança no sistema, contribuirá para fragilizar a situação financeira das próprias instituições e constituirá um risco para a estabilidade do sistema.

Os riscos de conduta podem materializar-se em situações como a manipulação de índices de referência (*benchmarks*) de mercado, a venda inadequada de produtos financeiros, a violação de regras relativas à prevenção do branqueamento de capitais e ao financiamento do terrorismo ou a violação de sanções comerciais, insuficiências relacionadas com sistemas informáticos, *insider trading* ou outro tipo de irregularidades e fraude. Estes riscos têm na sua origem fatores tão distintos como conflitos de interesses, estruturas de incentivos e remuneração desadequadas e insuficiências nos controlos internos.

Para evitar a materialização de eventos que ponham em causa a solidez financeira de uma instituição bancária, entre os quais se incluem os relacionados com a conduta, deve ser considerado um sistema de proteção assente em quatro linhas de defesa sucessivas e complementares: i) o órgão de administração e demais responsáveis com funções essenciais na gestão da instituição; ii) os mecanismos de fiscalização (órgão de fiscalização, controlo interno e função financeira); iii) os auditores externos; e, iv) a supervisão (microprudencial e macroprudencial) bem como o enquadramento regulamentar e normativo e o seu *enforcement*. No seu conjunto, as duas primeiras linhas de defesa constituem o governo interno das instituições.

A recente crise internacional revelou a existência de inúmeras irregularidades e fraudes praticadas no setor bancário³⁸ e permitiu constatar que, independentemente da eficácia da ação de supervisão, não há forma absoluta de garantir que não ocorram. Porém, o alargamento do âmbito e magnitude deste tipo de práticas e os consideráveis prejuízos financeiros e reputacionais delas decorrentes evidenciam a premência de assegurar um funcionamento efetivo de todas as linhas de defesa da estabilidade financeira. Em particular, ressalta a necessidade de reforçar a eficácia dos mecanismos de governação e de controlo interno a

variados níveis – órgãos de gestão da instituição, órgãos de fiscalização e auditoria interna, a que acresce a auditoria externa.

Sendo a atividade de intermediação financeira baseada numa relação de confiança entre as partes, o governo corporativo e os valores e a cultura das instituições financeiras são fatores críticos para garantir a solidez das instituições e a estabilidade do sistema. Com vista a promover a confiança dos investidores e consumidores no sistema financeiro é, assim, essencial reforçar a capacitação dos órgãos sociais para o cabal desempenho das suas funções, adotar mecanismos internos de prevenção de conflitos de interesses, reforçar as funções de supervisão e de fiscalização internas, adequar a composição e o funcionamento das funções de controlo interno e, num âmbito mais abrangente, que a instituição seja capaz de disseminar uma cultura partilhada de valores e regras. O Aviso do Banco de Portugal n.º 5/2008 concretiza um conjunto amplo de responsabilidades atribuídas ao órgão de administração para garantir a existência de um sistema de controlo interno eficaz.

O sistema de controlo interno e, em particular, as funções de *compliance*, controlo da gestão de riscos e a auditoria interna são essenciais para garantir um adequado controlo dos riscos incorridos. Desta forma, é crucial que estas funções sejam dotadas dos recursos materiais e humanos indispensáveis para o desempenho eficaz das suas responsabilidades, bem como dos poderes necessários para que possam atuar de modo independente e com total autonomia, com acesso pleno a todas as atividades da instituição e a toda a informação necessária. Este princípio encontra-se vertido na legislação comunitária, em concreto na Diretiva 2013/36/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho (*CRD IV*).

A função dos auditores externos é igualmente de extrema relevância, ao proporcionar credibilidade às demonstrações financeiras e ao constituir um mecanismo independente de controlo da qualidade do governo interno. Assim importa, por um lado, implementar práticas de rotação adequada de auditor externo e, por outro lado, reforçar a comunicação entre supervisores e auditores.

Igualmente importante é o papel do reporte financeiro na mitigação de riscos de conduta, pela sua função na disponibilização de informação relevante, tempestiva, transparente, fidedigna e não enviesada. Existe ainda margem para aperfeiçoamento, pelo que importa continuar a desenvolver esforços no sentido de influenciar os organismos competentes (*standard-setters*) no domínio do processo de normalização. De referir, ainda, que a eficácia da supervisão depende também da qualidade da informação que lhe é prestada pelas instituições financeiras.

Finalmente, é de salientar que os riscos de conduta não devem ser ultrapassados apenas através da regulamentação, do seu efetivo

enforcement e da potencial ação sancionatória, mas sobretudo através de boas práticas. Em particular, devem ser criados mecanismos que desincentivem a assunção excessiva de riscos, de forma que a atividade desenvolvida tenha uma perspetiva de longo prazo e considere o interesse de todas as partes (depositantes, investidores, acionistas, credores, trabalhadores e sociedade). Para o efeito, é essencial um envolvimento ativo dos órgãos de administração e fiscalização e funções de controlo, a adoção de uma cultura de liderança pelo exemplo (*tone at the top*) e uma adequada repartição de funções no órgão de gestão (evitando a centralização de funções e o domínio na liderança).

Notas

1. Ver, para análise mais detalhada, Banco de Portugal, *Boletim Económico*, outubro de 2014.
2. Na Alemanha, as taxas de rendibilidade até ao prazo de três anos situam-se em valores negativos.
3. Como referido pelo INE na publicação do primeiro trimestre de 2014 das Estatísticas do Emprego, a rotação de entrada da amostra passou a ser selecionada a partir de uma base de amostragem extraída do Ficheiro Nacional de Alojamentos (FNA), que foi construído a partir dos dados dos Censos 2011. Deste modo, do terceiro trimestre de 2013 ao terceiro trimestre de 2014 a amostra do Inquérito ao Emprego é constituída por rotações que foram selecionadas a partir da “Amostra-Mãe” e do FNA. A partir do quarto trimestre de 2014 todas as rotações da amostra do Inquérito ao Emprego serão compostas por alojamentos selecionados a partir do FNA.
4. A informação de Contas Nacionais, não financeiras e financeiras, considerada nesta secção incorpora as novas séries de Contas Nacionais Portuguesas na base 2010 para o período de 1995 a 2014. Destacam-se as alterações de carácter setorial, que estão descritas em Banco de Portugal, Nota de Informação Estatística, n.º 11, outubro 2014. Sobre as alterações metodológicas, ver designadamente http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_cnacionais_metod, <http://www.bportugal.pt/pt-PT/Estatisticas/MetodologiasEstatisticas/AlteracoesMetodologicasSEC2010BPM6/Paginas/AlteracoesMetodologicasSEC2010BPM6.aspx> e Caixa: Revisões das séries de contas nacionais e da balança de pagamentos, Banco de Portugal, *Boletim Económico*, outubro de 2014.
5. Em percentagem do rendimento disponível, a dívida dos particulares em junho de 2014 era de 122 por cento (132 por cento no final de 2009). A dívida dos particulares representava 41 por cento dos ativos financeiros no final do primeiro semestre de 2014, o que corresponde a uma melhor posição relativa de Portugal no conjunto da UE do que no caso do PIB e do rendimento disponível.
6. De acordo com o *Relatório de Acompanhamento dos Mercados* referente a 2013, os contratos a taxa variável constituem a quase totalidade do mercado de crédito à habitação, representando 97,4 por cento do número de contratos vivos a 31 de dezembro de 2013. Os empréstimos para aquisição de habitação representam quase 80 por cento da dívida dos particulares.
7. O fluxo de novos créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa corresponde à soma da variação do saldo de crédito vencido com o fluxo de créditos abatidos ao ativo.
8. Luísa Farinha e Sónia Félix, *Uma análise de restrições de financiamento às PME portuguesas*, Banco de Portugal, *Artigos de Estabilidade Financeira*, 2014.
9. PER – Processo Especial de Revitalização; SIREVE – Sistema de Recuperação de Empresas por via Extrajudicial.
10. Refira-se que as contas trimestrais das administrações públicas referentes ao primeiro semestre do ano, bem como a informação reportada na notificação do Procedimento dos Défices Excessivos de setembro, obedecem ao novo Sistema Europeu de Contas 2010 (SEC 2010), cuja adoção implicou um conjunto significativo de alterações metodológicas com impacto nos saldos referentes a anos anteriores. As principais alterações referem-se à revisão dos critérios de classificação das unidades institucionais públicas (tendo, em consequência, várias entidades anteriormente classificadas noutras setores institucionais passado a integrar o setor das administrações públicas) e às novas regras de registo dos fluxos associados à transferência de fundos de pensões (que passam a ser neutras no saldo). Para maior detalhe ver INE, Destaque relativo ao Procedimento dos Défices Excessivos (2.ª Notificação de 2014), de 30 de setembro de 2014, e Caixa: Revisões das séries de contas nacionais e da balança de pagamentos, *Boletim Económico*, Banco de Portugal, outubro de 2014.
11. Ver Banco de Portugal, *Boletim Económico*, outubro de 2014.
12. De um modo geral, o conceito de setor bancário, bem como dos restantes setores financeiros considerados nesta secção, surge definido na Caixa 3.1 “Sistema financeiro português: da classificação estatística à abordagem prudencial”, do *Relatório de Estabilidade Financeira*, Novembro 2013.
13. Os dados relativos ao sistema bancário incluem a instituição Espírito Santo Financial Group (ESFG) até março de 2014 e o BES, em base consolidada, a junho de 2014, o que decorre da alteração na entidade sujeita a supervisão pelo Banco de Portugal. Esta alteração, conjuntamente com as imparidades

substanciais que motivaram a medida de resolução aplicada pelo Banco de Portugal, tem um impacto não negligenciável nos números agregados do sistema bancário. Por este motivo, sempre que relevante, é comentada, para benefício da análise, a evolução dos indicadores excluindo a instituição relevante (ESFG até março de 2014 e BES, em base consolidada, a junho) do agregado do sistema, que se refere no texto como “excluindo o BES”. Para uma análise detalhada dos desenvolvimentos associados à resolução do BES veja-se a Caixa 2: “Medida de resolução aplicada ao Banco Espírito Santo, S. A.”

14. Refira-se que em alguns dos países selecionados tiveram lugar operações de transferência de créditos em volume significativo para entidades fora do perímetro de consolidação do sistema bancário (e.g. Espanha e Irlanda).

15. Os depósitos de particulares têm um padrão sazonal. Tipicamente, junho e julho são meses de acréscimo significativo, na sequência do pagamento dos subsídios de férias. Por sua vez, agosto é um mês de decréscimo, relacionado com o redirecionamento de uma parte do subsídio para outros produtos de poupança ou para despesa. Em todo o caso, o fluxo líquido de depósitos de particulares, nos três meses em causa, foi superior ao observado nos anos mais recentes.

16. “Ativo onerado” define-se como um ativo explícita ou implicitamente constituído como garantia ou sujeito a um acordo para garantir, colateralizar ou melhorar a qualidade do crédito em qualquer operação.

17. Definido na diretiva relativa à recuperação e resolução bancária (*Bank Recovery and Resolution Directive – BRRD*, na sigla anglo-saxónica).

18. Desde 1 de janeiro de 2014, está em vigor o Aviso do Banco de Portugal n.º 6/2013, que estabelece um novo regime, transitório, de adequação de fundos próprios. O novo regime consagra, designadamente, que as instituições de crédito e as empresas de investimento preservem um rácio de fundos próprios principais de nível 1 (rácio *CET1*, na sigla anglo-saxónica) não inferior a 7 por cento, até que a Diretiva 2013/36/UE (ou *CRD IV – Capital Requirements Directive*) seja transposta para o quadro jurídico português.

19. Para uma análise detalhada dos resultados do exercício veja-se a Caixa 1: “A avaliação completa do sistema bancário da área do euro: principais resultados para os bancos portugueses”.

20. Expressa a relação entre o montante de resgates e o valor das provisões e passivos financeiros dos produtos resgatáveis.

21. O Decreto-Lei n.º 57/2012 veio permitir o reembolso do valor destes planos de poupança para pagamento de prestações de crédito à aquisição de habitação própria e permanente (em caso de incumprimento do contrato de crédito pelo participante / segurado).

22. Os resultados dessas análises são divulgados nos Relatórios de Análise de Riscos do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões.

23. Outros resultados não relacionados diretamente com a exploração do ramo vida ou do ramo não vida.

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

25. *International Accounting Standard no 19*.

26. Traduz-se no acréscimo da esperança média de vida, que, em particular, no período de reforma resulta no aumento do número esperado de pensões futuras.

27. O conjunto dos fundos de investimento considerado não contempla os fundos de titularização de crédito que representavam no final do primeiro semestre de 2014 cerca de 10 800 milhões de euros (ou 29 por cento do total dos fundos de investimento). No entanto, diferentemente do considerado na Caixa 3.1 “Sistema financeiro português: da classificação estatística à abordagem prudencial”, do Relatório de Estabilidade Financeira, novembro 2013, inclui os fundos de mercado monetário.

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

29. Nível de alavancagem corresponde ao rácio entre os empréstimos contraídos e o total de ativos do fundo.

30. José Pedro Braga, Inês Pereira e Teresa Balcão Reis, *Indicador Compósito de Stress Financeiro para Portugal*, Banco de Portugal, *Artigos de Estabilidade Financeira*, 2014.

31. Em reflexo da sua importância sistémica, o BES tinha sido considerado uma instituição de crédito significativa à luz do Mecanismo Único de Supervisão, tendo, por essa razão, integrado o conjunto das instituições que passariam a ser diretamente supervisionadas pelo BCE.

32. Este exercício, requerido pelo Banco de Portugal, abrangeu os oito maiores grupos bancários portugueses. Para mais informação sobre este e outros exercícios de inspeção inseridos no Programa Especial de Inspeções, ver <http://www.bportugal.pt/pt-PT/OBancoeoEurosistema/ComunicadosNotasdeInformacao/Documents/comb20140328.pdf>.

33. Tal como evidenciado no comunicado da Moody's de 26 de junho relativo ao *downgrade* do BES.

34. De referir que a capitalização com recurso ao investimento público também prevê a absorção de perdas pelos acionistas e credores subordinados do banco.

35. Sobre este tema, consultar o *Global Financial Stability Report (GFSR)* de outubro de 2014.

36. A análise dos desenvolvimentos recentes a este nível é apresentada na secção 1.3.1. Setor bancário.

37. Estrutura de financiamento sustentável corresponde a uma estrutura de financiamento suscetível de se perpetuar sem intervenção pública e cujo custo de financiamento não afeta a viabilidade da instituição (recomendação do *European Systemic Risk Board* de 20 de dezembro de 2012 relativo ao financiamento das instituições de crédito).

38. Ainda neste contexto, o *Bank for International Settlements (BIS)* enumerou como princípios base de governação dos bancos: (i) o reforço da importância dos conselhos de administração; (ii) a importância das qualificações e composição do conselho de administração; (iii) a existência de uma função de gestão de risco independente; (iv) a importância de monitorizar riscos numa base regular e individual; (v) a reavaliação de sistemas de remuneração; e (vi) o envolvimento do Conselho de Administração na análise da estrutura e risco operacional. Adicionalmente, outras entidades supranacionais têm vindo a debruçar-se sobre este tema, nomeadamente as *European Supervisory Authorities (ESAs)* e o *European Systemic Risk Board*.

