

Relatório da Implementação da Política Monetária

2017



BANCO DE
PORTUGAL
EUROSISTEMA

Relatório da Implementação da Política Monetária

2017



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Lisboa, 2018 • www.bportugal.pt

Índice

- 1 Sumário executivo | **9**
- 2 Enquadramento da política monetária do Eurosistema | **10**
- 3 Decisões de política monetária | **13**
 - Caixa 1 • Decisões de política monetária desde o início da crise financeira | **14**
- 4 Contrapartes de política monetária | **16**
- 5 Operações de política monetária | **17**
 - 5.1 Operações de mercado aberto | **18**
 - 5.2 Facilidades permanentes | **20**
- 6 Ativos de garantia para as operações de crédito do Eurosistema | **21**
 - 6.1 Ativos elegíveis | **21**
 - 6.2 Utilização de ativos de garantia | **23**
- 7 Reservas mínimas | **24**
 - Caixa 2 • Sistemas de informação de apoio à implementação da política monetária | **26**
- 8 Programas de compra de ativos | **27**
 - 8.1 PSPP | **27**
 - 8.2 CBPP3 | **29**
 - 8.3 CSPP e ABSPP | **29**
 - 8.4 Empréstimo de títulos | **30**
- 9 Evolução do balanço do Banco de Portugal e do Eurosistema | **30**
 - 9.1 Composição do balanço | **30**
 - 9.2 Excesso de liquidez | **32**
 - Caixa 3 • Atividade do mercado monetário | **34**
 - Caixa 4 • Impacte do excesso de liquidez no mercado monetário | **36**
- 10 Principais alterações do quadro regulamentar | **38**

Índice gráficos

Gráfico C1.1 • Evolução do saldo das operações de política monetária (incluindo programa de compras de ativos) | Em milhões de euros | **15**

Gráfico C1.2 • Evolução das taxas de juro oficiais | Em percentagem | **15**

Gráfico 4.1 • Número de contrapartes elegíveis, em média, por instrumento de política monetária | Em unidades | **17**

Gráfico 5.1 • Evolução do saldo das operações de política monetária | Em milhões de euros | **17**

Gráfico 5.2 • Montantes colocados e número de contrapartes participantes na MRO | Em milhões de euros e em unidades | **19**

Gráfico 5.3 • Montantes colocados e número de contrapartes participantes na LTRO a 3 meses | Em milhões de euros e em unidades | **19**

Gráfico 5.4 • Montantes colocados na TLTRO-I e montantes reembolsados antecipadamente | Em milhões de euros | **19**

Gráfico 5.5 • Montantes colocados e número de contrapartes participantes na TLTRO-II | Em milhões de euros e em unidades | **20**

Gráfico 5.6 • Montantes colocados e número de contrapartes participantes na USD TAF | Em milhões de dólares americanos e em unidades | **20**

Gráfico 5.7 • Saldos diários das facilidades permanentes | Em milhões de euros | **21**

Gráfico 6.1 • Distribuição, por categoria de ativo, dos títulos elegíveis no quarto trimestre de 2017 | Em percentagem | **22**

Gráfico 6.1 • Distribuição, por categoria de ativo, da utilização de ativos de garantia | Em milhões de euros | **23**

Gráfico 7.1 • Evolução das reservas mínimas e das reservas excedentárias | Em milhões de euros | **25**

Gráfico 7.2 • Evolução do cumprimento das reservas mínimas ao longo do período de manutenção em 2017 | Em percentagem | **25**

Gráfico 8.1 • Saldos das compras de ativos nos balanços do Banco de Portugal e do Eurosistema | Em milhões de euros e em percentagem | **27**

Gráfico 8.2 • Proporção das compras de títulos do setor público português | Em percentagem | **28**

Gráfico 8.3 • Aquisições de títulos do setor público português pelo Banco de Portugal e Eurosistema | Em milhões de euros | **28**

Gráfico 8.4 • Aquisições para o CBPP3 pelo Banco de Portugal e Eurosistema
| Em milhões de euros | **29**

Gráfico 8.5 • Montante mensal médio emprestado pelo Banco de Portugal
e Eurosistema | Em milhões de euros | **30**

Gráfico 9.1 • Evolução dos balanços do Banco de Portugal e do Eurosistema | Em mil
milhões de euros | **32**

Gráfico 9.2 • Evolução do excesso de liquidez em Portugal face ao total da área do Euro
| Em mil milhões de euros e em percentagem | **33**

Gráfico C3.1 • *Turnover* do mercado monetário | Em milhões | **34**

Gráfico C3.2 • Distribuição do *turnover* por segmento de mercado | Em percentagem | **35**

Gráfico C4.1 • Evolução do excesso de liquidez na área do euro e taxas de juro
| Em percentagem e em mil milhões de euros | **36**

Gráfico C4.2 • Evolução das taxas de juro *overnight* com garantia | Em percentagem
e em pontos base | **37**

Índice quadros

Quadro 9.1 • Balanço simplificado do Banco de Portugal | Em valores dos saldos médios por ano e em percentagem do ativo | **31**

Quadro C3.1 • Variação homóloga do *turnover* por segmento | Em percentagem | **35**

Índice figuras

Figura 2.1 • Estratégia de política monetária | **11**

Figura 2.2 • Mecanismo de transmissão da política monetária | **11**

Figura C2.1 • Sistemas de informação de apoio à implementação da política monetária | **26**

Siglas

ABS	Instrumento de dívida titularizado (do inglês <i>asset-backed security</i>)
ABSPP	Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados (do inglês <i>asset-backed securities purchase programme</i>)
AFL	Ativos financeiros líquidos
APP	Programa de compra de ativos alargado (do inglês <i>expanded asset purchase programme</i>)
BCE	Banco Central Europeu
BCN	Banco central nacional
CBPP	Programa de aquisição de obrigações hipotecárias (do inglês <i>covered bond purchase programme</i>)
CDT	Central de depósito de títulos
CHF	Franco suíço (do inglês <i>Swiss franc</i>)
CSPP	Programa de aquisição de obrigações do setor empresarial (do inglês <i>corporate sector purchase programme</i>)
EEE	Espaço Económico Europeu
EONIA	Índice <i>overnight</i> médio do euro (do inglês Euro OverNight Index Average)
FRFA	Procedimento de leilão de taxa fixa com colocação total (do inglês <i>fixed-rate full-allotment procedure</i>)
GBP	Libra esterlina (do inglês <i>Pound sterling</i>)
HQLA	Ativos líquidos de qualidade elevada (do inglês <i>high quality liquid assets</i>)
IC	Instituição de crédito
IHPC	Índice harmonizado de preços no consumidor
JPY	Iene japonês (do inglês <i>Japanese yen</i>)
LTRO	Operações de refinanciamento de prazo alargado (do inglês <i>longer term refinancing operations</i>)
MRO	Operações principais de refinanciamento (do inglês <i>main refinancing operations</i>)
OMA	Operações de mercado aberto
OMT	Transações monetárias definitivas (do inglês <i>outright monetary transactions</i>)
OTC	Mercado de balcão (do inglês <i>over-the-counter</i>)
PM	Política monetária
PSPP	Programa de compra de ativos do setor público (do inglês <i>public sector asset purchase programme</i>)
RFR	Taxa dos acordos de recompra (do inglês <i>repo funds rate</i>)
SEBC	Sistema Europeu de Bancos Centrais
SLT	Sistema de liquidação de títulos
SMP	Programa dos mercados de títulos de dívida (do inglês <i>securities market programme</i>)
TAF	Operação de cedência de liquidez em moeda estrangeira (do inglês <i>term auction facility</i>)
TARGET	Sistema de Transferências Automáticas Transeuropeias de Liquidação pelos Valores Brutos em Tempo Real (do inglês Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)
TFUE	Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia
TLTRO	Operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (do inglês <i>targeted longer term refinancing operations</i>)
UE	União Europeia
USD	Dólar dos Estados Unidos (do inglês <i>United States dollar</i>)

1 Sumário executivo

Em 2017, o Banco Central Europeu (BCE) manteve os níveis das suas taxas de juro oficiais: em 0% para a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento, 0,25% para a taxa de juro da facilidade de cedência marginal de liquidez e em -0,4% para a taxa de juro da facilidade de depósito. O BCE também decidiu manter o procedimento de leilão de taxa fixa com satisfação integral da procura a aplicar às operações de cedência de liquidez de mercado aberto até, pelo menos, ao final do último período de manutenção de reservas mínimas de 2019.

No final de 2017, o total do refinanciamento obtido pelas instituições de crédito que acedem às operações de política monetária (contrapartes), incluindo todas as operações de política monetária de cedência de liquidez, era de 22,1 mil milhões de euros em Portugal e de 764,5 mil milhões de euros na área do euro.

Nas operações regulares do Eurosistema, o saldo do refinanciamento obtido pelas contrapartes da área do euro, em particular, das portuguesas, diminuiu em 2017. Este facto decorreu do crescente excesso de liquidez no mercado e da substituição do refinanciamento em operações regulares por operações não regulares de prazos mais alargados, nomeadamente, as operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (na sigla inglesa, TLTRO – *targeted longer term refinancing operations*). Relativamente às operações não regulares conduzidas pelo Eurosistema, na última operação da segunda série de TLTRO, realizada em março de 2017, o montante total obtido pelas contrapartes foi de 233 mil milhões de euros na área do euro e de 3,6 mil milhões de euros em Portugal.

Em 2017, na área do euro, houve um aumento do saldo diário do recurso às facilidades permanentes de depósito e cedência marginal de liquidez; contudo, junto do Banco de Portugal, verificou-se uma redução do recurso médio diário à facilidade de depósito.

Para garantir a cedência de liquidez por via das operações de política monetária e o crédito intradiário, o montante total dos ativos de garantia entregues ao Banco de Portugal no último trimestre de 2017 foi, em média, de 50 mil milhões de euros. No Eurosistema, esse valor foi de 1650 mil milhões de euros.

O valor de reservas mínimas manteve-se em Portugal, em 2 mil milhões de euros, e na área do euro, em 124 mil milhões de euros.

Em 2017, o Eurosistema continuou a realizar compras de ativos em vários mercados no âmbito do programa de compra de ativos alargado (na sigla inglesa APP – *expanded asset purchase programme*) a um ritmo mensal de 80 mil milhões de euros no primeiro trimestre e de 60 mil milhões de euros entre abril e dezembro. Em outubro de 2017, o Conselho do BCE decidiu prolongar o programa de compra de ativos até, pelo menos, ao final de setembro de 2018 e reduzir as compras líquidas de ativos para um ritmo mensal de 30 mil milhões de euros a partir de janeiro de 2018, continuando a reinvestir os montantes vencidos por um período prolongado após o final das compras líquidas. No final de 2017, o valor dos ativos adquiridos no âmbito de programas de compras registado no balanço do Banco de Portugal correspondia a 47 mil milhões de euros, sendo 41 mil milhões de euros relativos ao programa de compra de ativos do setor público (na sigla inglesa, PSPP – *public sector asset purchase programme*). No conjunto da área do euro, o valor dos ativos adquiridos cifrou-se em 2386 mil milhões de euros no final de 2017, dos quais 1931 mil milhões de euros são referentes ao PSPP.

As medidas implementadas pelo BCE ao longo dos últimos anos alteraram profundamente a dimensão e a composição do balanço do Eurosistema e do Banco de Portugal. O Eurosistema passou a ter um papel mais ativo na gestão do seu balanço. No final de 2017, os balanços do Eurosistema e do Banco de Portugal aumentaram para máximos históricos de cerca de 4500 mil milhões de euros e de cerca de 153 mil milhões de euros, respetivamente.

O excesso de liquidez tem vindo gradualmente a aumentar para máximos históricos. Em Portugal, a média do excesso de liquidez ascendeu, no final de 2017, a cerca de 10 mil milhões de euros. Contudo, o peso do excesso de liquidez em Portugal no conjunto da área do euro manteve-se em cerca de 0,5%.

2 Enquadramento da política monetária do Eurosistema

O BCE e os bancos centrais nacionais (BCN) dos Estados-Membros da área do euro, nos quais se inclui o Banco de Portugal, constituem o Eurosistema.

Nos termos do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE)¹, uma das atribuições fundamentais que estão cometidas ao Eurosistema é a definição e execução da política monetária da área do euro (artigo 127.º, n.º 2 do TFUE).

O objetivo primordial do Eurosistema é a manutenção da estabilidade de preços, como estabelecido no Artigo 127.º, n.º 1, do TFUE. Sem prejuízo desse objetivo, o Eurosistema apoia ainda as políticas económicas gerais da União, conforme definidas no artigo 3.º, com vista a promover um elevado nível de emprego e o crescimento económico sustentável.

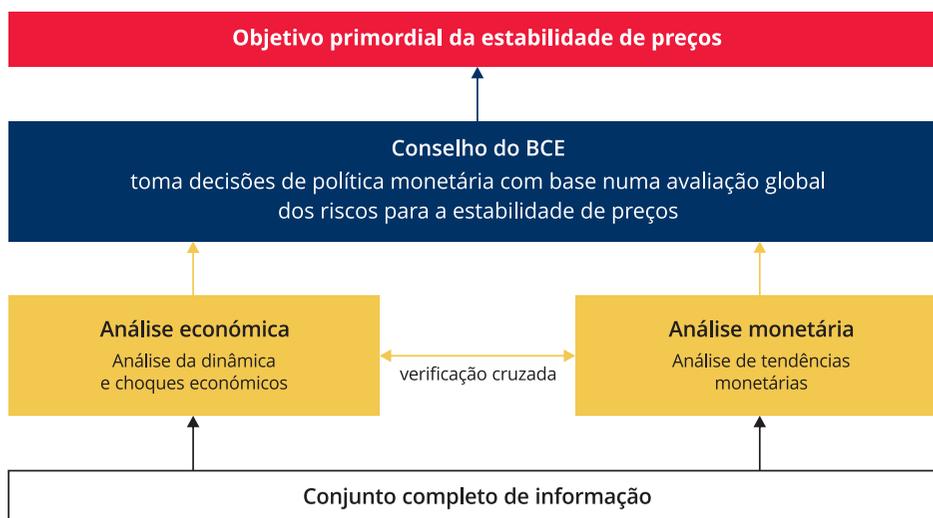
De forma a garantir uma abordagem consistente e sistemática das decisões de política monetária, definiu-se de forma quantitativa o conceito de estabilidade de preços como o aumento homólogo do índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC) para a área do euro num nível inferior, mas próximo, de 2%, no médio prazo.

Para alcançar este objetivo, a estratégia de política monetária do Eurosistema assenta em dois pilares essenciais: (i) a análise económica, que avalia a evolução da atividade real e das condições financeiras, e (ii) a análise monetária, que se centra na relação de longo prazo entre a quantidade de moeda em circulação e o nível de preços.

Com base na análise destes dois pilares, o Conselho do BCE² decide qual o nível das taxas de juro de curto prazo necessário para manter a estabilidade de preços no médio prazo e procura influenciar as condições no mercado monetário nesse sentido. Esta intervenção é convencionalmente conseguida através da gestão das taxas de juro oficiais que são definidas pelo Conselho do BCE.

1. O Tratado refere-se ao Sistema Europeu de Banco Centrais (SEBC) – o BCE e todos os BCN dos Estados-Membros da União Europeia – e não ao Eurosistema, porque foi elaborado no pressuposto de que todos os Estados-Membros da União Europeia acabariam por adotar o euro.
2. O Conselho do BCE é formado pelos membros da Comissão Executiva e pelos governadores dos BCN dos Estados-Membros da área do euro, entre os quais o Governador do Banco de Portugal. De acordo com o Artigo 12.º-1 dos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu, o Conselho do BCE toma as decisões relativas aos “objetivos monetários intermédios, taxas de juro básicas e aprovisionamento de reservas no SEBC, estabelecendo as orientações necessárias à respetiva execução”. A Comissão Executiva é constituída pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e por outros quatro membros nomeados pelo Conselho Europeu.

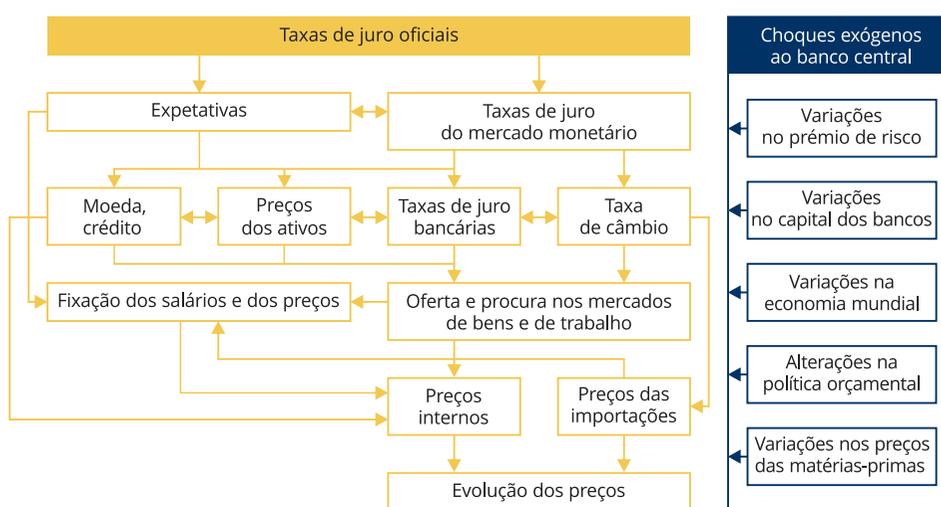
Figura 2.1 • Estratégia de política monetária



Para alcançar o objetivo de nível de preços, o Conselho do BCE pode adotar medidas não convencionais, designadamente, a compra de ativos financeiros e a realização de operações de refinanciamento com características especiais.

O processo pelo qual as decisões de política monetária afetam a economia, em geral, e o nível de preços, em particular, constitui o mecanismo de transmissão da política monetária. Devido aos diversos mecanismos e intervenientes neste processo, existe um desfasamento temporal entre a implementação das medidas de política monetária e a verificação dos respetivos efeitos. Adicionalmente, a eficácia das medidas é condicionada pelos contextos económico e financeiro e pela evolução das expectativas dos agentes.

Figura 2.2 • Mecanismo de transmissão da política monetária



No âmbito da política monetária, o Eurosistema atua de acordo com o princípio de uma economia de mercado aberto e de livre concorrência, conforme definido no TFUE. O exercício das funções

específicas atribuídas ao Eurosistema é norteado por outros princípios, de entre os quais se destacam a eficiência operacional, o tratamento harmonizado das instituições de crédito, a implementação descentralizada da política monetária, a simplicidade e transparência das decisões, a continuidade dos instrumentos e dos procedimentos, a proteção adequada do Eurosistema e a eficiência de custos.

Para controlar as taxas de juro de curto prazo, o Eurosistema dispõe de um conjunto de instrumentos, que constituem o enquadramento de implementação da política monetária. Estes instrumentos incluem as operações de mercado aberto, as facilidades permanentes e as reservas mínimas obrigatórias. Em particular, é através das taxas de juro oficiais do Eurosistema, designadamente as taxas de juro aplicáveis às operações principais de refinanciamento, à facilidade permanente de cedência marginal de liquidez e à facilidade permanente de depósito, que são sinalizadas as orientações de política monetária.

O enquadramento de implementação da política monetária estabelece ainda: (i) a participação de um amplo conjunto de contrapartes nas operações de política monetária, mediante o cumprimento de critérios de elegibilidade³, e (ii) que todas as operações de cedência de liquidez devem ser adequadamente garantidas⁴, definindo, para o efeito, as classes de ativos de garantia aceites e as medidas de mitigação de risco⁵.

O processo de decisão da política monetária encontra-se centralizado no Conselho do BCE, e beneficia do contributo de todos os BCN, incluindo do Banco de Portugal. Antes das propostas chegarem aos órgãos de decisão, os BCN manifestam a sua posição e propõem medidas ao nível dos vários comités, grupos de trabalho e outras estruturas relevantes, apoiando a Comissão Executiva na elaboração das propostas que são apresentadas para decisão ao Conselho do BCE.

Não obstante o processo de decisão ser centralizado, a política monetária é implementada de forma descentralizada pelos BCN, com base em regras e condições comuns a todos os Estados-Membros, as quais constam de decisões e regulamentos aprovados pelo Conselho do BCE e implementadas pelos BCN a nível nacional.

No âmbito das suas responsabilidades na implementação descentralizada da política monetária, o Banco de Portugal estabelece os contactos necessários com as contrapartes residentes em Portugal e assegura um conjunto de funções que lhe estão cometidas, nomeadamente através de sistemas de informação específicos desenvolvidos para o efeito:

- Controla o cumprimento de reservas mínimas das instituições de crédito residentes em Portugal;
- Avalia o estatuto de contraparte das instituições estabelecidas no país;
- Executa as operações de política monetária junto das contrapartes nacionais (conduz os leilões de cedência e de absorção de liquidez e processa as facilidades permanentes);
- Adquire ativos financeiros no âmbito dos programas de compra de ativos no quadro de medidas não convencionais de política monetária;

3. Para mais informações, consulte os artigos 55.º e 55.º-a da Instrução do Banco de Portugal n.º 3/2015.

4. Em cumprimento do princípio estabelecido no artigo 18.º-1 do Protocolo Relativo aos Estatutos do SEBC e do BCE.

5. Os requisitos encontram-se detalhados nas Instruções do Banco de Portugal n.º 3/2015 e n.º 7/2012.

- Avalia a elegibilidade dos títulos admitidos à negociação em mercados nacionais e dos ativos não transacionáveis (direitos de crédito sob a forma de empréstimos bancários) que se regem pela lei portuguesa;
- Gere os ativos de garantia subjacentes às operações de crédito do Eurosistema⁶ (em particular, o controlo da existência de garantias adequadas e suficientes);
- Prevê diariamente as necessidades de liquidez do sistema bancário doméstico.

As regras uniformes relativas à política monetária aplicada no Eurosistema constam, na sua versão atualizada, da Orientação (UE) 2015/510, relativa ao enquadramento para a implementação da política monetária do Eurosistema (BCE/2014/60) e da Orientação (UE) 2016/65, relativa às margens de avaliação a aplicar na implementação da política monetária do Eurosistema (BCE/2016/65). Acresce às anteriores a Orientação BCE 2014/31, relativa a medidas adicionais temporárias respeitantes às operações de refinanciamento do Eurosistema e à elegibilidade dos ativos de garantia.

Para serem aplicadas nos ordenamentos jurídicos nacionais, estas orientações carecem de implementação. Em Portugal, essa implementação é efetuada pela Instrução n.º 3/2015 e pela Instrução n.º 7/2012 do Banco de Portugal, as quais estabelecem, respetivamente, as regras aplicáveis às operações de política monetária do Eurosistema e as medidas adicionais temporárias.

3 Decisões de política monetária

Em 2017, o Conselho do BCE decidiu manter os níveis das taxas de juro oficiais do Eurosistema. A taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento permaneceu em 0%, a taxa de juro da facilidade permanente de cedência marginal de liquidez em 0,25% e a taxa de juro da facilidade permanente de depósito em -0,4%. Estes níveis mantêm-se desde março de 2016.

Em outubro de 2017, o Conselho do BCE decidiu prolongar o procedimento de leilão de taxa fixa com colocação total (na sigla inglesa FRFA – *fixed-rate full-allotment procedure*) até, pelo menos, ao final do último período de manutenção de reservas mínimas de 2019. Esta decisão prorrogou o procedimento FRFA, que já se mantém desde abril de 2010⁷.

O Conselho do BCE determinou também, na mesma data, prolongar o APP até, pelo menos, ao final de setembro de 2018, e reduzir as compras líquidas de ativos para um ritmo mensal de 30 mil milhões de euros a partir de janeiro de 2018. Não obstante, o Eurosistema decidiu continuar a reinvestir os montantes vencidos durante um período prolongado após o termo das compras líquidas e, em qualquer caso, enquanto for necessário. A última decisão, de dezembro de 2016, previa aquisições ao ritmo mensal de 80 mil milhões de euros até ao final de março de 2017 e de 60 mil milhões de euros entre abril e dezembro de 2017.

6. As operações de crédito do Eurosistema incluem as operações de cedência de liquidez no âmbito da política monetária e o crédito intradiário no âmbito do sistema de pagamentos.

7. O FRFA foi introduzido em 2008; contudo, este procedimento foi interrompido na LTRO de abril de 2010 e retomado nas operações de política monetária seguintes.

Caixa 1 • Decisões de política monetária desde o início da crise financeira

2007 – Início da instabilidade nos mercados financeiros europeus. Os bancos manifestavam relutância em participar no mercado monetário, devido, essencialmente, à incerteza relativamente ao risco de crédito das contrapartes. O mercado monetário europeu evidenciava, assim, escassez de liquidez, que contribuía para um aumento do nível e da volatilidade das taxas de juro do mercado monetário. Para fazer face a este contexto adverso, o Eurosistema conduziu operações não regulares, nomeadamente, operações de refinanciamento de prazo alargado (na sigla inglesa LTRO – *longer term refinancing operations*) a 3 meses suplementares e também com maior frequência operações ocasionais de cedência e absorção, e foram introduzidas operações novas como as operações de cedência de moeda estrangeira (dólar dos Estados Unidos – USD e franco suíço – CHF).

2008 – No início do ano, o Eurosistema conduziu operações de refinanciamento suplementares com o prazo de 6 meses para além de novas LTRO a 3 meses. Na sequência da falência do banco de investimento Lehman Brothers em setembro, a instabilidade nos mercados intensificou-se. O Eurosistema adotou o procedimento de leilão de taxa fixa com satisfação integral da procura às operações de mercado aberto (OMA) realizadas. Neste período, foi incluída uma nova LTRO pelo prazo de cada período de manutenção. Em consonância com este reforço das operações de prazo alargado e de leilão de taxa fixa com satisfação integral da procura da procura, o Eurosistema expandiu, temporariamente, o conjunto de ativos potencialmente elegíveis, nomeadamente através da aceitação de ativos denominados noutras moedas que não euros (USD, libra esterlina – GBP e iene japonês – JPY) e da flexibilização do critério relativo ao nível mínimo de *rating* exigido, que passou de A- para BBB-.

2009 – Este período foi caracterizado por uma maior intervenção do Eurosistema com o objetivo de aliviar restrições de liquidez no mercado monetário e dificuldades de financiamento dos bancos. Foi introduzido o primeiro programa de compras de obrigações hipotecárias (na sigla inglesa CBPP – *covered bond purchase programme*), que esteve em vigor de junho de 2009 a junho de 2010, e foram conduzidas novas LTRO, com o prazo de um ano.

2010 – Início da crise soberana. O BCE introduziu o primeiro programa de compra de títulos de dívida pública e privada da área do euro, o programa dos mercados de títulos de dívida (na sigla inglesa, SMP – *securities market programme*). As compras no âmbito do SMP realizaram-se entre maio de 2010 e fevereiro de 2012, embora de forma não continuada.

2011 a 2012 – A crise soberana intensificou-se e o Eurosistema reforçou a sua intervenção. De novembro de 2011 a outubro de 2012, vigorou o segundo programa de compra de obrigações hipotecárias (CBPP2), foram conduzidas uma LTRO com o prazo de um ano e duas LTRO com prazos de três anos, houve uma redução do coeficiente das reservas mínimas de 2% para 1%, a taxa da facilidade de depósito foi reduzida para 0% e foi anunciado o programa de transações monetárias definitivas (na sigla inglesa, OMT – *outright monetary transactions*), o qual nunca foi ativado.

Foram introduzidas alterações importantes ao quadro de ativos de garantia: foi suspenso o cumprimento do nível mínimo de *rating* no caso dos títulos emitidos ou garantidos pelo Estado Português (durante o período em que o país esteve sob um programa de assistência económica e financeira) e passaram a ser aceites empréstimos bancários adicionais numa base individual e agregada (portefólios).

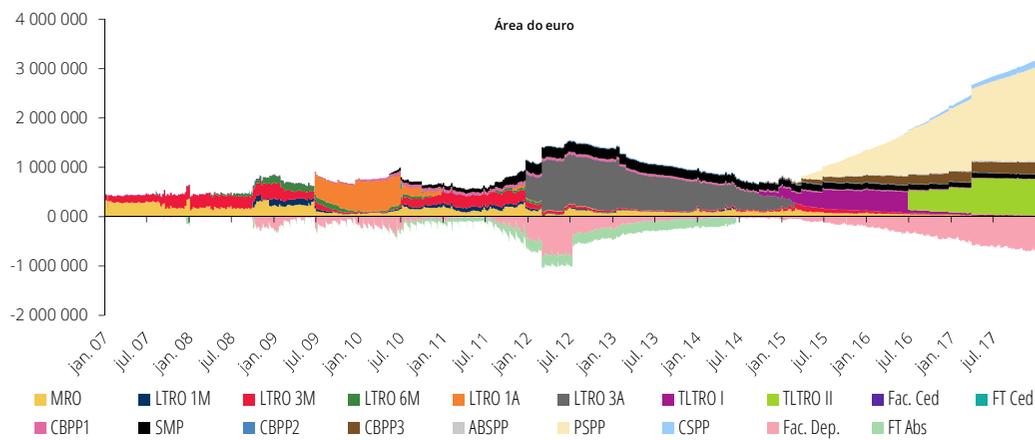
2013 – Com o alívio das tensões de mercado, a intervenção do Eurosistema diminuiu e assistiu-se a uma reativação gradual do mercado monetário do euro. Não houve necessidade de introduzir novas medidas excecionais de política monetária.

2014 – Tornou-se iminente o risco de deflação, o que levou o Eurosistema a introduzir novas medidas para cumprir o seu mandato de estabilidade de preços. Em junho de 2014 o Conselho do BCE reduziu a taxa da facilidade de depósito para valores negativos, -0.1%, anunciou a condução de novos programas de compra de obrigações hipotecárias (CBPP3) e de instrumentos de dívida titulizados (na sigla inglesa, ABSPP – *asset-backed securities purchase programme*) e a introdução de novas operações de mercado aberto, as TLTRO com vencimento em setembro de 2018 (8 operações).

2015 – O Conselho do BCE anunciou a introdução de um novo programa de compras de títulos (PSPP), que visava a aquisição de dívida pública e de dívida de entidades supranacionais.

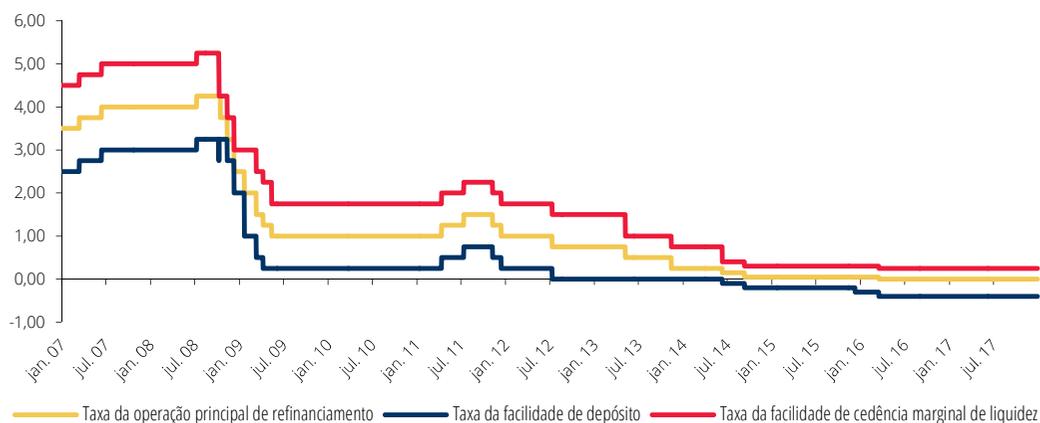
2016 – O Conselho do BCE decidiu conduzir uma segunda série de operações TLTRO, com quatro operações. Em março de 2016, anunciou um programa de compra de obrigações do setor empresarial (na sigla inglesa, CSPP – *corporate sector purchase programme*), com início em junho de 2016, e decidiu reduzir a taxa da facilidade de depósito para -0,40%.

Gráfico C1.1 • Evolução do saldo das operações de política monetária (incluindo programa de compras de ativos) | Em milhões de euros



Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

Gráfico C1.2 • Evolução das taxas de juro oficiais | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

4 Contrapartes de política monetária

As contrapartes de política monetária são de importância primordial para o cumprimento do objetivo da estabilidade de preços. O enquadramento das contrapartes assegura que as instituições financeiras consideradas relevantes para a transmissão das decisões de política monetária à economia real são elegíveis como contrapartes de política monetária. Os critérios de elegibilidade foram definidos tendo em conta as especificidades do Eurosistema e as diferenças entre as várias jurisdições, assegurando, desta forma, a igualdade de tratamento entre as diversas instituições da área do euro.

Os critérios gerais de elegibilidade encontram-se estabelecidos nos artigos 55.º e 55.º-a da Instrução nº 3/2015 do Banco de Portugal. Deste modo, para serem consideradas como contrapartes de política monetária, as instituições de crédito têm de cumprir os seguintes critérios:

- Estar sujeitas ao regime de reservas mínimas;
- Estar sujeitas a um regime de supervisão harmonizada, estabelecida pela União/Espaço Económico Europeu (EEE), ou de padrão comparável;
- Ser financeiramente sólidas. Na avaliação de solidez financeira pode ser tida em consideração informação trimestral sobre os rácios de capital, alavancagem e liquidez reportados nos termos do Regulamento (UE) nº 575/2013 (ou comparável) em base individual e consolidada, de acordo com os requisitos de supervisão;
- Cumprir requisitos operacionais especificados pelos BCN ou BCE, nomeadamente a subscrição de documentos contratuais relevantes e o acesso aos sistemas de informação de cada jurisdição.

De acordo com a implementação descentralizada da política monetária, a avaliação do cumprimento dos critérios e a aceitação de instituições residentes em Portugal como contrapartes de política monetária são da responsabilidade do Banco de Portugal. Neste contexto, o Banco de Portugal para além da avaliação inicial do estatuto de contraparte, monitoriza continuamente o cumprimento dos critérios de elegibilidade.

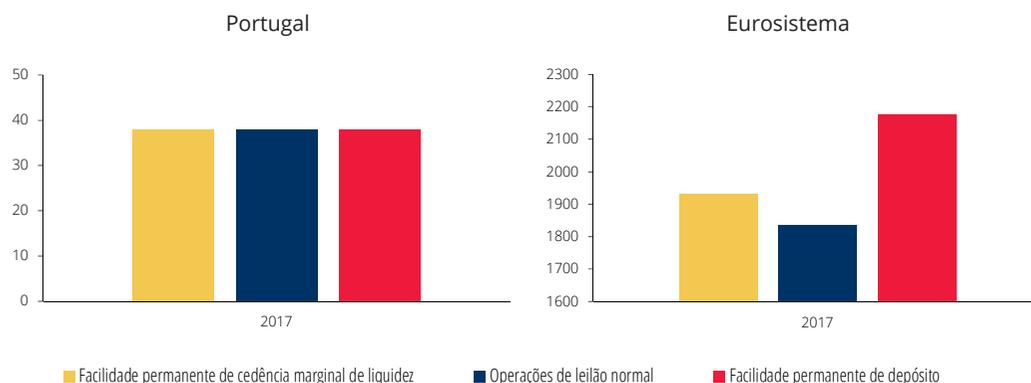
O cumprimento destes critérios permite a participação nas operações de mercado aberto do Eurosistema, executadas através de leilões normais, e o acesso às facilidades permanentes⁸.

Em caso de incumprimento das obrigações no âmbito da execução da política monetária decorrentes de disposições legais do BCE ou do BCN respetivo, serão aplicadas sanções pecuniárias às contrapartes. O Banco de Portugal pode eventualmente aplicar medidas discricionárias, que incluem a limitação, a suspensão e a exclusão do estatuto de contraparte a uma determinada instituição em caso de incumprimento ou com base em considerações de natureza prudencial. O acesso às operações de política monetária do Eurosistema pode ser reposto após a disponibilização da informação devida ou correção da situação e a determinação que a contraparte satisfaz todos os critérios de elegibilidade.

No final de 2017, havia 37 contrapartes portuguesas com acesso às facilidades permanentes e às operações de mercado aberto em leilão normal, representando 2% do total de contrapartes do Eurosistema. Note-se que, em Portugal, todas as contrapartes têm acesso às operações de leilão normal e às facilidades permanentes, enquanto na área do euro existe um maior número de contrapartes a aceder à facilidade permanente de depósito.

8. Os critérios de elegibilidade para o acesso a operações de mercado aberto executadas através de leilões rápidos ou de procedimentos bilaterais encontram-se estabelecidos no artigo 57.º da Instrução nº 3/2015 do Banco de Portugal. No entanto, o Conselho do BCE tem discricionariedade para alargar o conjunto de contrapartes elegíveis para este tipo de operações.

Gráfico 4.1 • Número de contrapartes elegíveis, em média, por instrumento de política monetária | Em unidades



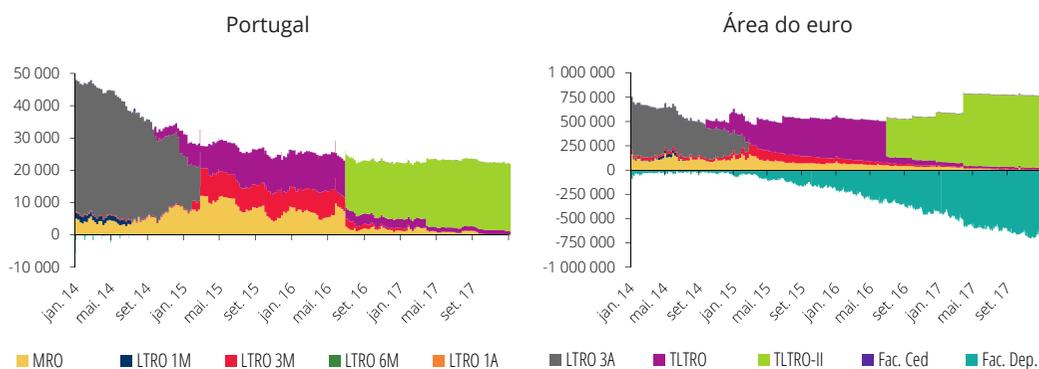
Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

O número de contrapartes em Portugal não tem sofrido alterações significativas nos últimos anos. São contrapartes de política monetária 26% das instituições de crédito portuguesas, num total de 144 instituições de crédito, uma percentagem inferior à da totalidade da área do euro (39%).

5 Operações de política monetária

As operações de política monetária incluem as operações de mercado aberto e as facilidades permanentes. Podem ser utilizadas quer para ceder liquidez ao sistema bancário quer para absorver a liquidez excedentária.

Gráfico 5.1 • Evolução do saldo das operações de política monetária | Em milhões de euros



Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal. | Nota: Saldo das operações de política monetária excluindo o programa de compras de ativos.

No final de 2017, o refinanciamento total obtido pelas contrapartes portuguesas junto do Banco de Portugal totalizou cerca de 22,1 mil milhões de euros; a cedência marginal de liquidez (operações de cedência deduzidas da facilidade de depósito) foi de igual montante. Na mesma data, na área do euro, o refinanciamento total obtido foi de 764,5 mil milhões de euros, tendo correspondido a uma cedência líquida de 68,7 mil milhões de euros.

5.1 Operações de mercado aberto

As operações de mercado aberto (OMA) têm como objetivo controlar as taxas de juro, gerir a liquidez do mercado monetário e sinalizar a orientação da política monetária.

As OMA consistem em: (i) operações de cedência de liquidez às instituições de crédito mediante entrega de garantias sob a forma de ativos elegíveis ou (ii) operações de absorção de liquidez através da constituição de depósitos a prazo junto dos BCN. As OMA são da iniciativa do BCE, uma vez que este define os termos e condições das operações, nomeadamente, o momento da intervenção, o tipo de instrumento⁹ a utilizar, o prazo, o limite de montante a ser colocado e a taxa de juro.

A Documentação Geral estabelece dois tipos de OMA de cariz regular: a operação principal de refinanciamento (na sigla inglesa, MRO – *main refinancing operations*) e a operação de refinanciamento de prazo alargado (LTRO) a 3 meses. No ano de 2017, o Conselho do BCE manteve a taxa a aplicar a estas operações (em 0%), bem como a aplicação do procedimento de leilão de taxa fixa com satisfação integral da procura.

Em 2017, o Eurosistema (incluindo o Banco de Portugal) realizou 52 MRO e 12 LTRO a 3 meses. As contrapartes residentes em Portugal apenas não participaram numa LTRO a 3 meses.

Em Portugal, o saldo médio das operações regulares em 2017 foi de cerca de 1,09 mil milhões de euros, correspondendo a um decréscimo de 87% face a 2016 (8,3 mil milhões de euros). Esta diminuição foi observada nos dois tipos de operações, mas foi mais acentuada na LTRO a 3 meses (- 97%).

Na área do euro, o saldo médio da MRO e da LTRO a 3 meses, em 2017, foi de 21,3 mil milhões de euros e diminuiu 73% em relação a 2016. O decréscimo observou-se nos dois tipos de operações e na mesma proporção.

Esta redução do saldo médio das operações regulares, tanto na área do euro como em Portugal, resultou do crescente excesso de liquidez no mercado e da substituição do refinanciamento em operações regulares por operações não regulares de prazos mais alargados (nomeadamente, as TLTRO).

Ao longo dos últimos anos foi possível observar, tanto em Portugal como na área do euro, uma diminuição dos montantes colocados nas MRO e LTRO regulares (a 3 meses) e do número de contrapartes que recorrem a estas operações. Em Portugal, em termos médios, foram colocados 966 milhões de euros nas MRO (4,3 mil milhões de euros em 2016) e 23 milhões de euros nas LTRO (mil milhões de euros em 2016). Em média, participaram nestas operações 4 e 1 contrapartes, respetivamente. Por outro lado, ao nível da área do euro, participaram, em média, nas MRO 43 contrapartes, com um montante de 13,3 mil milhões de euros; nas LTRO, estiveram envolvidas, em média, 26 contrapartes com um montante médio de 2,5 mil milhões de euros.

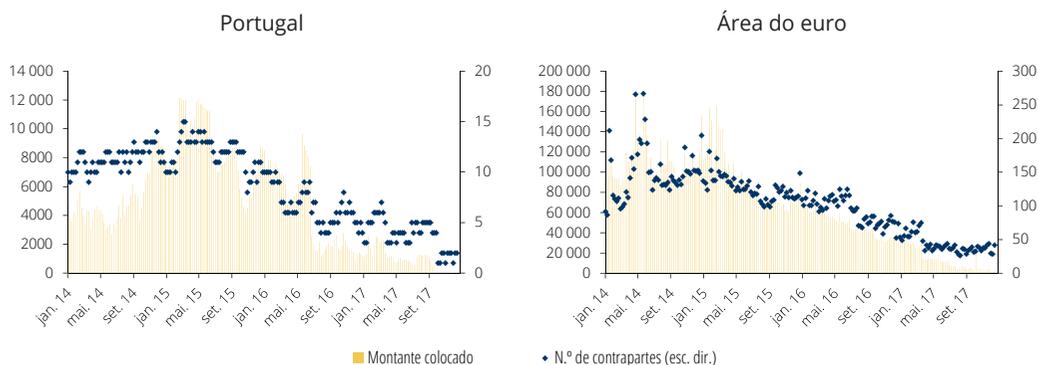
Com a crise financeira o Eurosistema introduziu várias operações não convencionais de cariz não regular (Caixa 1), nomeadamente as TLTRO e os leilões de cedência de dólares norte-americanos (na sigla inglesa TAF – *term auction facility*).

No total das oito operações da primeira série de TLTRO, o montante colocado na área do euro foi de 432 mil milhões de euros; em Portugal, foram alocados a estas operações 12 mil milhões de euros. Desde junho de 2016, as contrapartes têm a possibilidade de, trimestralmente, reembolsarem parte ou a totalidade dos montantes obtidos nas operações da primeira série. Em 2016 e em 2017, foram reembolsados, respetivamente, 394 mil milhões e 25 mil milhões de euros. Deste modo, o montante vivo da primeira série de TLTRO na área do euro situava-se, no final de 2017,

9. A Documentação Geral define ainda os tipos de instrumentos que podem ser utilizados para a condução de uma OMA, designadamente operações reversíveis, operações definitivas, emissão de certificados de dívida, constituição de depósitos a prazo fixo e *swaps* cambiais.

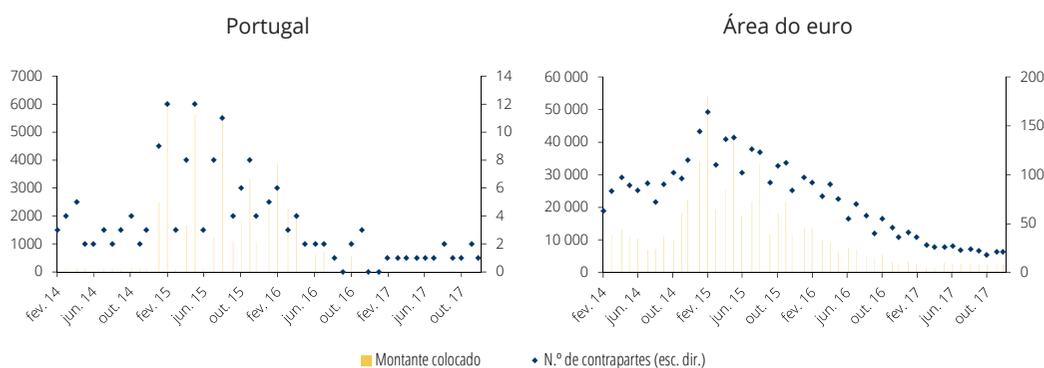
em 13 mil milhões de euros. Em Portugal, foram reembolsados 9,6 mil milhões de euros em 2016 e 1,8 mil milhões de euros em 2017; assim, no final de 2017, o montante vivo da primeira série de TLTRO totalizava mil milhões de euros.

Gráfico 5.2 • Montantes colocados e número de contrapartes participantes na MRO
| Em milhões de euros e em unidades



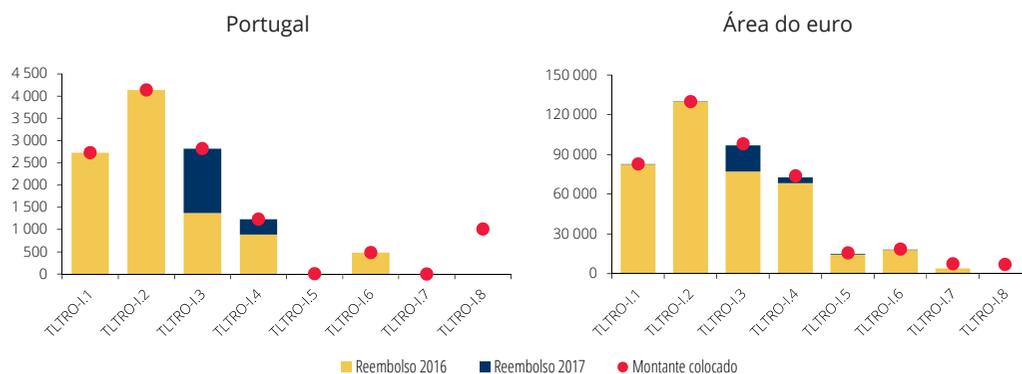
Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

Gráfico 5.3 • Montantes colocados e número de contrapartes participantes na LTRO a 3 meses
| Em milhões de euros e em unidades



Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

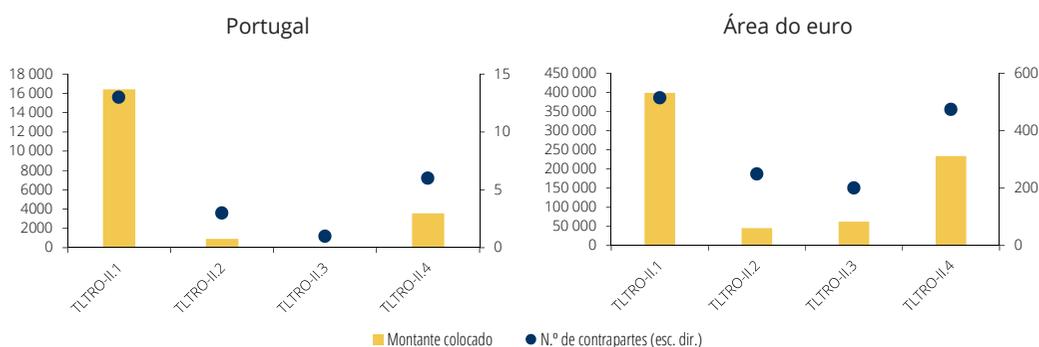
Gráfico 5.4 • Montantes colocados na TLTRO-I e montantes reembolsados antecipadamente
| Em milhões de euros



Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

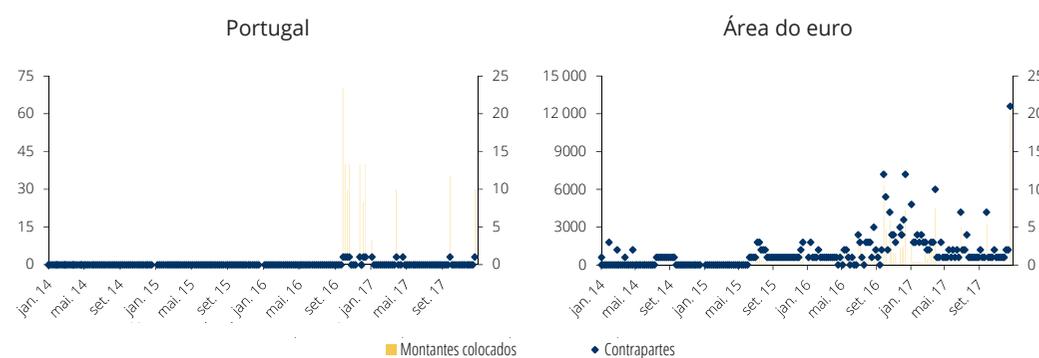
Relativamente às TLTRO-II, em termos agregados, o montante procurado foi 21 mil milhões de euros em Portugal e 740 mil milhões de euros na área do euro. Na primeira operação da segunda série (TLTRO-II.1), em junho de 2016, foi concedido mais de metade do financiamento total que o conjunto das TLTRO-II proporcionou às contrapartes da área do euro, tendo sido cedidos 399 mil milhões de euros na área do euro e 16 mil milhões de euros em Portugal. O número de contrapartes a participar na primeira e na última operação, 514 e 474 respetivamente, foi bastante superior ao da segunda e terceira. Na última TLTRO-II, em março de 2017, o montante total obtido pelas contrapartes foi de 233 mil milhões de euros na área do euro e 3,6 mil milhões de euros em Portugal.

Gráfico 5.5 • Montantes colocados e número de contrapartes participantes na TLTRO-II
| Em milhões de euros e em unidades



Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

Gráfico 5.6 • Montantes colocados e número de contrapartes participantes na USD TAF
| Em milhões de dólares americanos e em unidades



Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

Em 2017 realizaram-se 51 operações de cedência de dólares norte-americanos; as contrapartes portuguesas participaram em 5 operações e obtiveram, em termos médios, 2,5 milhões de dólares norte-americanos. Na área do euro, em todos os leilões pelo menos uma contraparte participou nesta operação; o montante médio colocado foi de 629 milhões de dólares norte-americanos.

5.2 Facilidades permanentes

As facilidades permanentes estão continuamente disponíveis para as contrapartes de política monetária, as quais podem aceder-lhes por iniciativa própria. O Eurosistema oferece diariamente duas

facilidades permanentes pelo prazo *overnight*: de depósito e de cedência marginal de liquidez. No ano de 2017 não houve alterações nas taxas de juro destas operações, as quais se mantiveram respetivamente em -0,4 % e 0,25%.

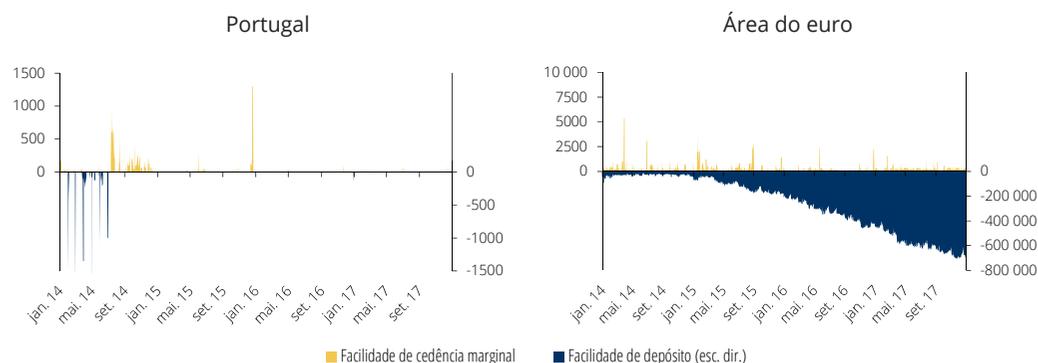
Em 2017, diminuiu o número de contrapartes que recorreram às facilidades permanentes junto do Banco de Portugal. A facilidade de depósito foi utilizada por apenas uma contraparte portuguesa. O número de contrapartes portuguesas a recorrer (pontualmente) à facilidade de cedência marginal diminuiu de oito, em 2016, para cinco, em 2017. Na área do euro, em 2017, foram utilizadas diariamente ambas as facilidades.

Em Portugal, o saldo médio diário do recurso à facilidade de depósito foi de 50 mil euros (correspondendo a uma diminuição de 89% face a 2016). No caso da facilidade de cedência marginal, o saldo médio totalizou 1,6 milhões de euros (aumento de 5% relativamente a 2016).

É indiferente para as contrapartes de política monetária utilizarem a facilidade de depósito ou manterem as suas reservas excedentárias nas contas junto do banco central, uma vez que as duas opções são atualmente remuneradas à mesma taxa (-0,40%).

Na área do euro, houve um aumento do saldo médio diário do recurso às duas facilidades. No caso da facilidade de depósito, o montante médio em 2017 foi de 587 mil milhões de euros (aumento de 80% em relação a 2016); no caso da facilidade de cedência marginal, o montante médio em 2017 foi de 250 milhões de euros (mais 55% do que em 2016).

Gráfico 5.7 • Saldos diários das facilidades permanentes | Em milhões de euros



Fonte: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal).

6 Ativos de garantia para as operações de crédito do Eurosistema

6.1 Ativos elegíveis

De acordo com o artigo 18.º do Estatuto do SEBC, as operações de crédito do Eurosistema (operações de política monetária e crédito intradiário) têm de ser adequadamente garantidas por forma a proteger o Eurosistema de possíveis perdas no caso de incumprimento de uma contraparte.

Para garantir as operações de crédito, o Eurosistema aceita um leque abrangente de ativos, transacionáveis e não transacionáveis, mediante o cumprimento de critérios de elegibilidade definidos para o efeito no quadro de ativos de garantia do Eurosistema (Parte IV da Instrução n.º 3/2015 e Instrução n.º 7/2012).

Os critérios de elegibilidade definidos pelo Eurosistema dizem respeito às características de cada ativo, nomeadamente ao tipo de ativo, local de emissão, moeda de denominação, tipo e local de estabelecimento de emitentes, garantes e devedores e qualidade de crédito dos ativos, emitentes, devedores e garantes.

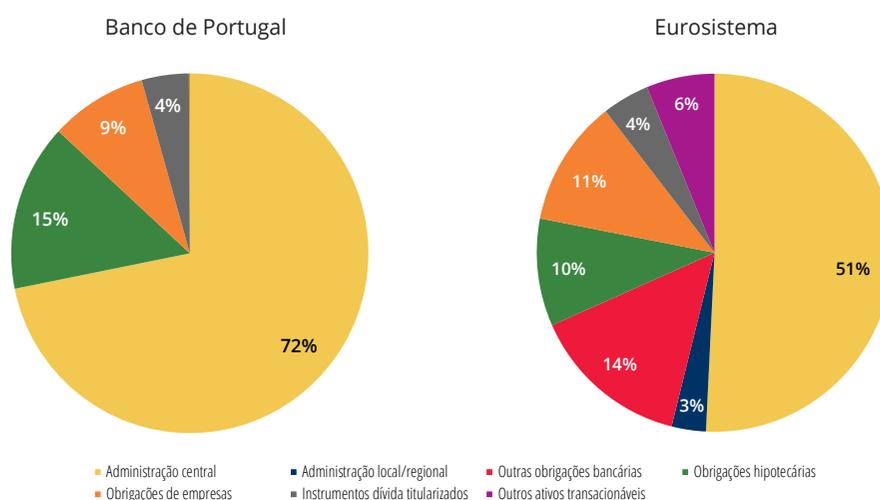
O quadro de ativos de garantia tem sido adaptado ao longo do tempo, entre outras razões, para dar resposta aos períodos de crise financeira, durante os quais foi necessário alargar o espectro de ativos de garantia aceites. Neste contexto, tem desempenhado um papel fundamental na implementação da política monetária única, protegendo o Eurosistema de perdas e contribuindo favoravelmente para a estabilização das instituições e dos mercados financeiros.

No que se refere aos ativos transacionáveis (títulos), o BCE publica diariamente no seu site a lista única de títulos elegíveis para as operações de crédito do Eurosistema. Os BCN são responsáveis pela atualização desta lista com os títulos admitidos à negociação nos mercados dos respetivos países. Cabe ao Banco de Portugal avaliar a elegibilidade de todos os títulos negociados em Portugal e remeter ao BCE os que são considerados elegíveis, acompanhando ulteriormente eventuais alterações que ocorram ao longo da vida dos mesmos.

Em 2017, o Banco de Portugal comunicou ao BCE 48 novos ativos transacionáveis elegíveis e efetuou 1782 atualizações dos ativos na lista (por exemplo, alterações da taxa de cupão, de valor nominal vivo, de avaliações da qualidade de crédito). No final do ano, o Banco de Portugal contribuía para a lista de ativos elegíveis do Eurosistema com 105 títulos, que totalizavam, em termos de valor nominal, 197 mil milhões de euros.

No que se refere à estrutura por categoria de ativo (Gráfico 6.1), destacavam-se os títulos da administração central que, no último trimestre de 2017, representavam 72% do valor nominal total de títulos da responsabilidade do Banco de Portugal. As obrigações hipotecárias representavam 15% do total do valor nominal.

Gráfico 6.1 • Distribuição, por categoria de ativo, dos títulos elegíveis no quarto trimestre de 2017 | Em percentagem



Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal. | Nota: (a) Montante nominal total dos títulos analisados pelo Banco de Portugal e pelo Eurosistema, calculado através da média do valor total nominal dos títulos elegíveis no final dos meses de outubro, novembro e dezembro de 2017.

No total do Eurosistema, no final do ano, a lista contava com 31 301 títulos, os quais correspondiam a um valor nominal total de 14 548 mil milhões de euros.

De forma semelhante ao observado no caso do Banco de Portugal, predominavam na totalidade do Eurosistema os títulos emitidos pela administração central (51%). Em segundo e terceiro lugar estavam, de forma distinta do caso português, as outras obrigações bancárias e as obrigações de empresas, as quais representavam 15% e 11% do valor nominal total, respetivamente.

A distribuição de títulos elegíveis por categoria de ativo tem-se mantido ao longo do tempo, no Eurosistema e no Banco de Portugal.

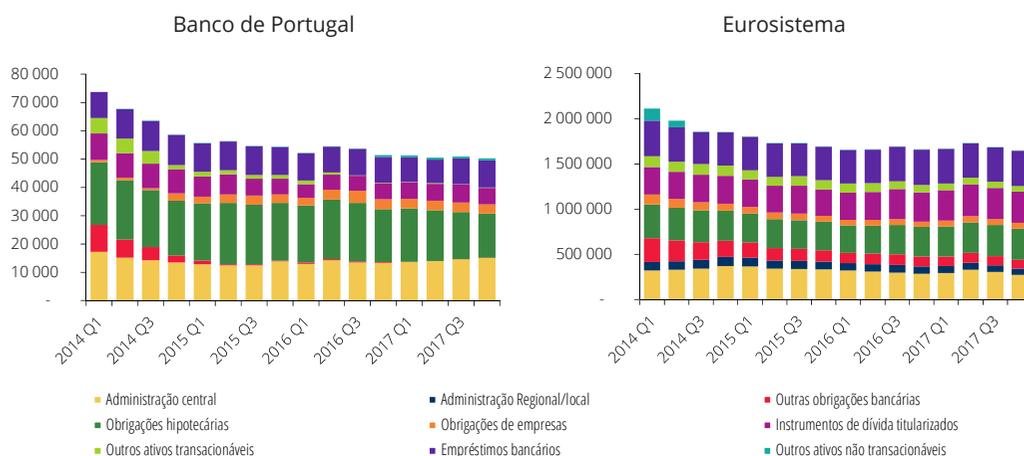
No que diz respeito aos ativos não transacionáveis, não existe uma lista pública de ativos elegíveis, uma vez que a elegibilidade dos mesmos só é analisada quando existem pedidos das contrapartes ao BCN para utilizá-los como ativos de garantia. A categoria de ativos não transacionáveis mais utilizada corresponde aos direitos de crédito sob a forma de empréstimos bancários.

6.2 Utilização de ativos de garantia

Para acederem às operações de crédito do Eurosistema, as instituições têm de previamente constituir garantia válida a favor do BCN do país em que se encontram localizadas. Para o efeito são compostas *pools* de ativos de garantia sobre as quais é constituído penhor financeiro a favor do BCN relevante¹⁰.

O Eurosistema definiu um conjunto de regras que se aplicam à utilização de ativos de garantia (Parte IV da Instrução n.º 3/2015), desde a atribuição de uma valorização adequada (preço de mercado ou teórico) à aplicação de medidas de controlo de risco (*haircuts*¹¹). Os valores que se apresentam de seguida relativos à utilização de ativos de garantia, em Portugal e na área do euro, referem-se ao valor final dos mesmos, após a valorização e a aplicação dos *haircuts*.

Gráfico 6.2 • Distribuição, por categoria de ativo, da utilização de ativos de garantia
| Em milhões de euros



Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal. | Nota: Montante total das *pools* de ativos de garantia das contrapartes portuguesas e do Eurosistema, calculado através da média do valor total após *haircuts* no final dos meses respetivos a cada trimestre, em milhões de euros.

10. Esta descrição corresponde ao processo mais comum no Eurosistema relativamente ao método e técnica de entrega de garantias (*pooling* com penhor). Existem, no entanto, situações específicas em que se podem utilizar outras ferramentas para a constituição de garantias (por exemplo, *earmarking* com *repo*).

11. Os *haircuts* ou margens de variação são a principal medida de controlo de risco aplicada aos ativos de garantia e visam cobrir os riscos de liquidez e de mercado em caso de necessidade de realização do ativo pelo Eurosistema.

No último trimestre de 2017, o montante total das *pools* de ativos de garantia constituídas pelas contrapartes do Banco de Portugal ascendeu, em média, a 50 mil milhões de euros, menos mil milhões de euros (-2%) do que no mesmo trimestre de 2016 (Gráfico 6.2). O valor das *pools* de ativos tem decrescido desde 2014¹², em linha com a redução do refinanciamento junto do Banco de Portugal, o que reflete a tendência de normalização das condições de acesso aos mercados por parte das instituições nacionais.

No caso do Eurosistema, o montante total dos ativos de garantia entregues ascendeu, em média, a 1 650 mil milhões de euros. Relativamente a 2016, registou-se um decréscimo de cerca de 9 mil milhões de euros (-1%) no valor de ativos de garantia utilizados (Gráfico 6.2). Embora de forma menos expressiva do que em Portugal, a tendência dos últimos anos no Eurosistema também tem sido de descida dos montantes de ativos de garantia utilizados, tendo em conta também a redução dos montantes de refinanciamento junto do Eurosistema.

No que se refere à distribuição, por categoria, dos ativos de garantia entregues pelas contrapartes nacionais ao Banco de Portugal, as classes mais relevantes são as obrigações hipotecárias, os títulos emitidos pela administração central e os empréstimos bancários que, no quarto trimestre de 2017, representavam, em média, 31%, 30% e 19% do total, respetivamente.

No caso do Eurosistema, a estrutura por categoria de ativo era menos concentrada. As categorias mais importantes eram os empréstimos bancários (24%), os instrumentos de dívida titulizados (21%), as obrigações hipotecárias (21%) e os títulos da administração central (17%).

A composição das *pools* por categoria de ativo, quer no caso do Banco de Portugal, quer no conjunto do Eurosistema, não tem registado alterações significativas nos últimos anos.

7 Reservas mínimas

As reservas mínimas são um instrumento de política monetária que tem como objetivos principais (i) a estabilização das taxas de juro do mercado monetário, nomeadamente da taxa *overnight*, perante alterações nas condições de liquidez e (ii) o controlo de agregados monetários.

As instituições de crédito estabelecidas na área do euro estão obrigadas pelo BCE ao cumprimento de reservas mínimas em contas de depósito abertas junto do BCN do país onde se encontram localizadas. O cumprimento destas reservas é determinado, no final de cada período de manutenção, com base na média dos saldos de fim de dia das contas de depósito de cada instituição. Os períodos de manutenção são anualmente estabelecidos e publicados pelo BCE, em função das datas das reuniões do Conselho do BCE nas quais é definida a orientação da política monetária.

O valor a cumprir por cada instituição é determinado a partir de rubricas do passivo do respetivo balanço, em final de mês/trimestre, às quais se aplicam coeficientes de reservas de 0% ou de 1%, em função da sua tipologia e prazo de vencimento.

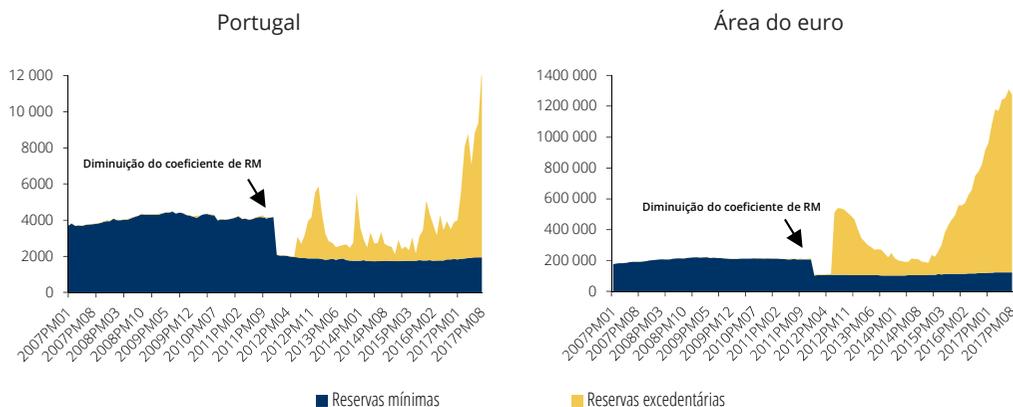
Atualmente, as reservas mínimas são remuneradas à taxa de 0% e as reservas excedentárias são objeto da aplicação de uma taxa de -0,40%.

Durante o ano de 2017, o valor de reservas mínimas revelou pequenas variações em Portugal e na área do euro, tendo aumentado, em média, 100 milhões de euros e 5 mil milhões de euros, respetivamente. No final do ano, as reservas mínimas atingiam um valor de 2 mil milhões de euros em Portugal e 124 mil milhões de euros na área do euro.

12. O valor máximo das *pools* de ativos de garantia em Portugal foi de 83,8 mil milhões de euros, registado em setembro de 2013.

Desde 2012, o total dos depósitos na área do euro tem aumentado gradualmente. No final de 2017, superou 1350 mil milhões de euros, em resultado da implementação de medidas de política monetária não convencionais, nomeadamente as operações TLTRO e as compras de ativos no âmbito do APP. Em Portugal, o total dos depósitos aumentou cerca de 150% em 2017, tendo atingido quase 14 mil milhões de euros no final do ano.

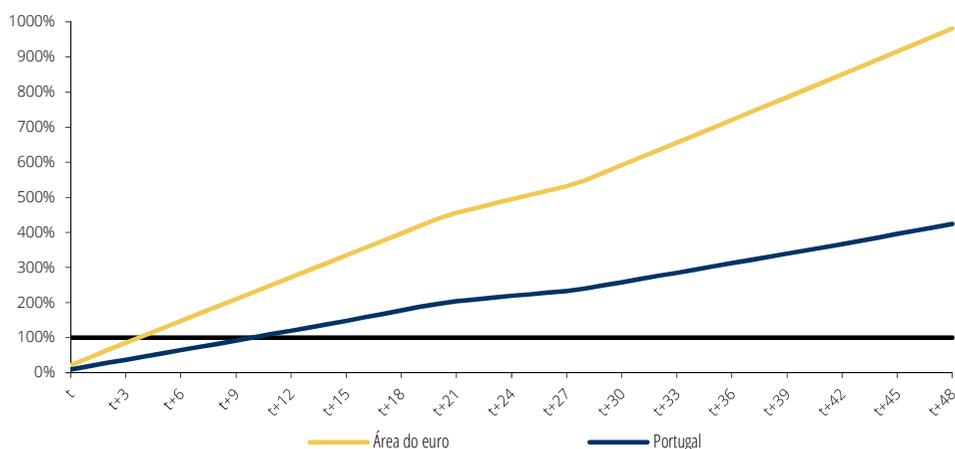
Gráfico 7.1 • Evolução das reservas mínimas e das reservas excedentárias | Em milhões de euros



Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

Em Portugal, em 2017, o montante de reservas mínimas obrigatórias foi atingido, em média, no décimo dia do período de manutenção; no caso da área do euro, o valor de reservas mínimas foi atingido, em média, no terceiro dia, o que evidencia o significativo excesso de liquidez que caracteriza o sistema bancário da área do euro na atualidade.

Gráfico 7.2 • Evolução do cumprimento das reservas mínimas ao longo do período de manutenção em 2017 | Em percentagem



Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

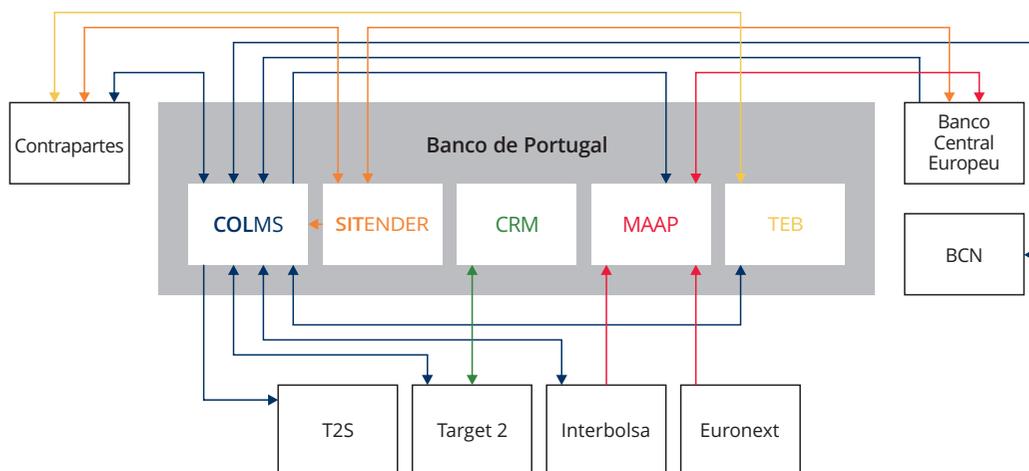
Caixa 2 • Sistemas de informação de apoio à implementação da política monetária

Para a implementação descentralizada da política monetária do Eurosistema, o Banco de Portugal desenvolveu e utiliza os seguintes sistemas de informação:

- COLMS (Sistema de Gestão de Ativos e Operações) – para o processamento das operações de política monetária e da respetiva mobilização e gestão de ativos de garantia;
- SITENDER (Sistema de Informação de Leilões) – para a realização de leilões de operações de mercado aberto do Eurosistema;
- TEB (Tratamento de Empréstimos Bancários) – para a avaliação de elegibilidade e gestão de empréstimos bancários, enquanto ativos de garantia;
- MAAP (Plataforma de Análise de Ativos Transacionáveis) – para a avaliação de elegibilidade de ativos transacionáveis, enquanto ativos de garantia;
- CRM (Controlo das Reservas Mínimas) – para a monitorização e controlo das reservas mínimas das instituições de crédito.

Estes sistemas de informação de apoio à implementação da política monetária interagem entre si, com as contrapartes de política monetária, com o Eurosistema e com algumas infraestruturas de mercado.

Figura C2.1 • Sistemas de informação de apoio à implementação da política monetária

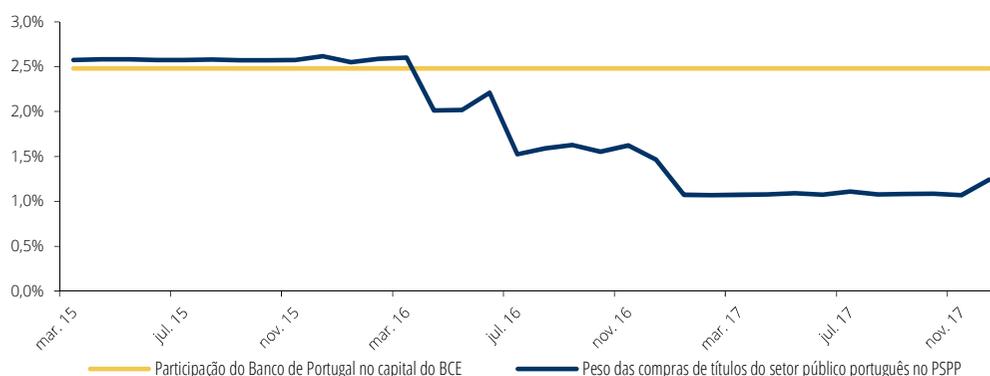


Este conjunto de sistemas de informação suporta atualmente de forma automática os fluxos de informação entre o Banco de Portugal, as instituições de crédito e as infraestruturas de mercado no âmbito da implementação da política monetária. Estes sistemas permitem: (i) rapidez, segurança e eficiência no processamento de instruções relativas à gestão de ativos de garantia e à liquidação financeira de operações, (ii) acesso a um leque alargado de funcionalidades, facilitadoras do reporte e extração de informação, (iii) acesso a funcionalidades mitigadoras do risco operacional, e (iv) redução dos custos internos decorrentes da simplificação e automatização de processos de negócio.

As compras do PSPP são executadas em função da percentagem de cada BCN no capital realizado do BCE, 2,48% no caso do Banco de Portugal. Caso se antecipe que deixe de existir dívida pública suficiente disponível de algum dos Estados-Membros, são comprados títulos de entidades supranacionais em complementaridade até se atingir a respetiva chave de capital, de modo a que cada BCN continue a comprar ativos até ao final do APP, o que ocorreu em Portugal em 2017. Se necessário, podem também ser adquiridos títulos com taxa de juro inferior à taxa da facilidade de depósito do BCE, atualmente em -0,40%.

A decisão do Conselho do BCE, tomada em outubro de 2017, de reduzir o montante do APP de 60 mil milhões para 30 mil milhões de euros de compras mensais a partir de janeiro de 2018 permitiu ao Banco de Portugal, em dezembro de 2017, aumentar a proporção das compras de títulos do setor público português de 1,1% para 1,2%, em detrimento de ativos emitidos por entidades supranacionais.

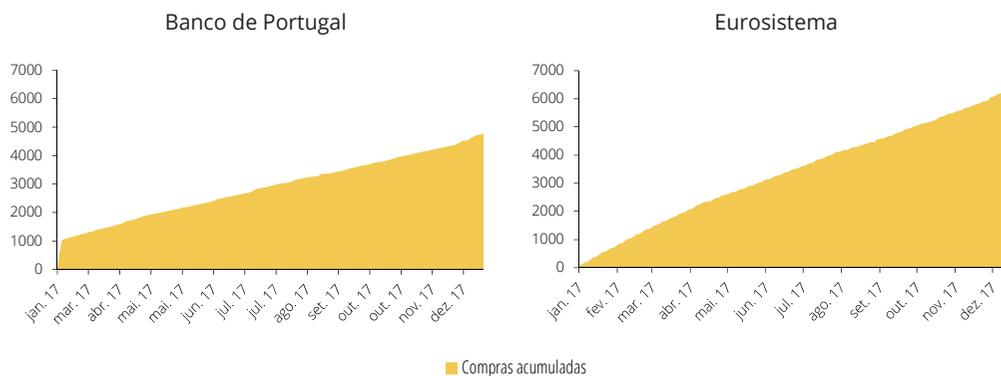
Gráfico 8.2 • Proporção das compras de títulos do setor público português | Em percentagem



Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

Em 2017, tal como programado, foram adquiridos no âmbito do APP, em média, 80 mil milhões de euros de ativos por mês no primeiro trimestre e 60 mil milhões de euros por mês entre abril e dezembro. O Eurosistema comprou 6,5 mil milhões de euros de títulos de dívida pública portuguesa, tendo sido adquiridos, respetivamente, 4,8 mil milhões e 1,7 mil milhões de euros pelo Banco de Portugal e pelo BCE. O Banco de Portugal adquiriu ainda 10,1 mil milhões de euros de títulos de dívida emitidos por entidades supranacionais. No total do PSPP, o Banco de Portugal efetuou 1029 operações em 2017.

Gráfico 8.3 • Aquisições de títulos do setor público português pelo Banco de Portugal e Eurosistema | Em milhões de euros



Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

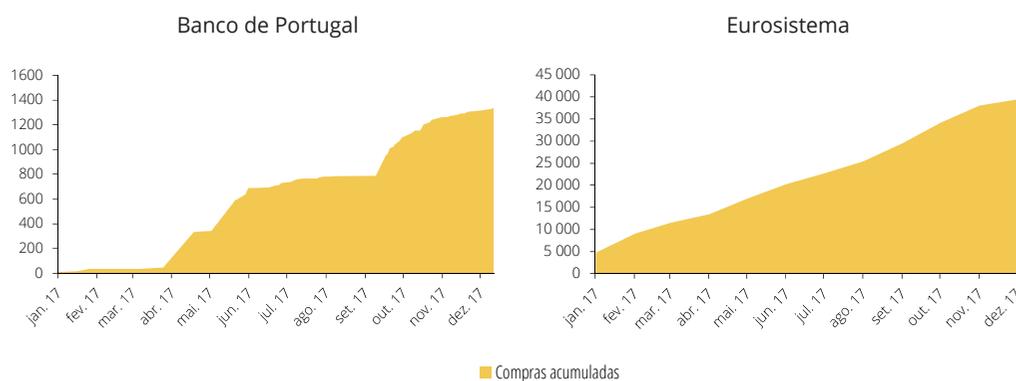
8.2 CBPP3

No âmbito do programa de compra de obrigações hipotecárias CBPP3, podem ser comprados os títulos desta tipologia elegíveis para garantia de operações de crédito do Eurosistema. Não se aplicam neste caso limitações em termos de prazo para o vencimento ou montante mínimo de emissão. No conjunto de todos os programas de obrigações hipotecárias existentes, o Eurosistema pode deter até 70% de cada emissão, em função do risco de crédito da emissão/emitente.

Em 2017, o Eurosistema realizou compras líquidas de obrigações hipotecárias no montante de 39,4 mil milhões de euros. As compras efetuadas pelo Banco de Portugal ascenderam a 1,3 mil milhões de euros, num total de 169 operações.

Em 2017, além de compras em mercado secundário, o Banco de Portugal voltou a executar compras no âmbito do CBPP3 em mercado primário, em resultado do regresso de bancos nacionais à colocação em mercado de emissões deste tipo de ativo.

Gráfico 8.4 • Aquisições para o CBPP3 pelo Banco de Portugal e Eurosistema | Em milhões de euros



Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

8.3 CSPP e ABSPP

A execução do programa de compras de obrigações do setor empresarial (CSPP) é realizada por um conjunto restrito de BCN. O Banco Central da Bélgica, além do seu próprio mercado, ficou responsável por implementar o CSPP em mais oito jurisdições, incluindo no mercado português.

Em 2017, efetuaram-se quatro emissões em mercado primário de ativos elegíveis para o CSPP por emittentes nacionais: duas emissões pela EDP, uma pela BRISA e uma pela GALP.

Em 2017, o Eurosistema realizou compras líquidas de obrigações de empresas do setor privado não-financeiro no montante de 81,5 mil milhões de euros.

Até 1 de abril de 2017 a execução do ABSPP ficou a cargo de *external asset managers* (com exceção do mercado francês). A partir dessa data, a responsabilidade foi assumida pelo Eurosistema e a implementação do programa coube a um conjunto reduzido de BCN. O Banco de França ficou responsável pelas compras de títulos de emittentes portugueses.

Em 2017, o Eurosistema realizou compras líquidas de instrumentos de dívida titularizados (na sigla inglesa ABS – *asset-backed security*) no montante de 2,3 mil milhões de euros.

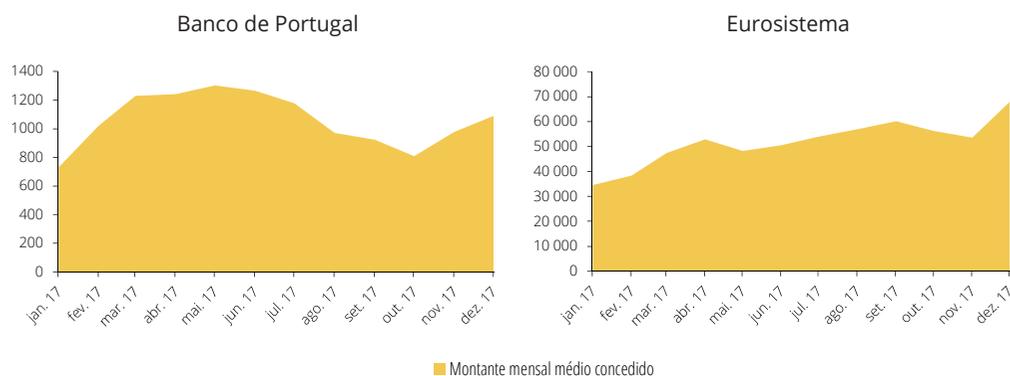
8.4 Empréstimo de títulos

De maneira a garantir condições de liquidez adequadas nos mercados de títulos e de operações de reporte, os títulos adquiridos pelo Eurosistema no âmbito do PSPP estão disponíveis para operações de empréstimo de títulos (em inglês, *securities lending*), realizadas de forma descentralizada por vários bancos centrais. Os principais destinatários destas operações são as instituições financeiras que atuam como intermediários na colocação dos títulos de dívida no mercado e que asseguram as condições de liquidez dos mesmos.

Os títulos adquiridos pelo Banco de Portugal no âmbito do PSPP estão disponíveis para empréstimo, tal como acontece com os títulos anteriormente adquiridos no âmbito do SMP, através das plataformas da Euroclear Bank S. A. (GC Access), desde 7 de abril de 2015, e Clearstream Banking S. A. (ASLplus), desde 13 de dezembro de 2017.

O volume de ativos emprestados em 2017 pelo Banco de Portugal atingiu a média mensal de 1,1 mil milhões de euros; os títulos de dívida pública representaram cerca de 55% deste montante (sendo o renascente relativo a títulos supranacionais).

Gráfico 8.5 • Montante mensal médio emprestado pelo Banco de Portugal e Eurosistema
| Em milhões de euros



Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

9 Evolução do balanço do Banco de Portugal e do Eurosistema

9.1 Composição do balanço

No balanço do Banco de Portugal (Quadro 9.1) destacam-se as rubricas de “Financiamento de política monetária (PM) às instituições de crédito (IC)”, que englobam o recurso pelas contrapartes residentes às diferentes operações de política monetária de refinanciamento do Eurosistema (Capítulo 5), e a de “Títulos de política monetária”, que diz respeito às compras pelo Banco de Portugal de ativos no âmbito dos vários programas de compra de ativos do BCE (Capítulo 8).

O balanço do Banco de Portugal incluiu também rubricas referentes aos fatores autónomos de liquidez, isto é, os itens que não estão diretamente relacionados com a política monetária mas que afetam a posição de liquidez do sistema bancário. A evolução destes fatores autónomos não é determinada pela ação do banco central no âmbito da política monetária ou das instituições de crédito, pelo que representa uma das principais fontes de incerteza acerca das reais necessidades de liquidez do sistema bancário. Os fatores autónomos decompõem-se, fundamentalmente, nas notas em circulação, nos depósitos do setor público e em outros ativos e passivos não relacionados com a política monetária.

A gestão de ativos financeiros não relacionados com a política monetária é parte integrante das funções exercidas pelos BCN na área do euro. Esses ativos correspondem, fundamentalmente, às reservas em ouro ou em moeda estrangeira e às carteiras de investimento dos BCN.

Os BCN também detêm passivos financeiros não relacionados com a política monetária, como sejam os depósitos de bancos centrais estrangeiros, de entidades supranacionais e do setor público nacional.

A diferença entre estas duas posições (ativa e passiva) é definida como sendo os “Ativos financeiros líquidos” (AFL). Esta carteira de ativos de investimento líquido está condicionada ao limite estabelecido no Acordo sobre AFL celebrado entre os BCN da área do euro e o BCE. Em 2017, o saldo médio de AFL do Banco de Portugal foi de cerca de 8,1 mil milhões de euros e do total dos BCN foi de quase 99,7 mil milhões de euros.

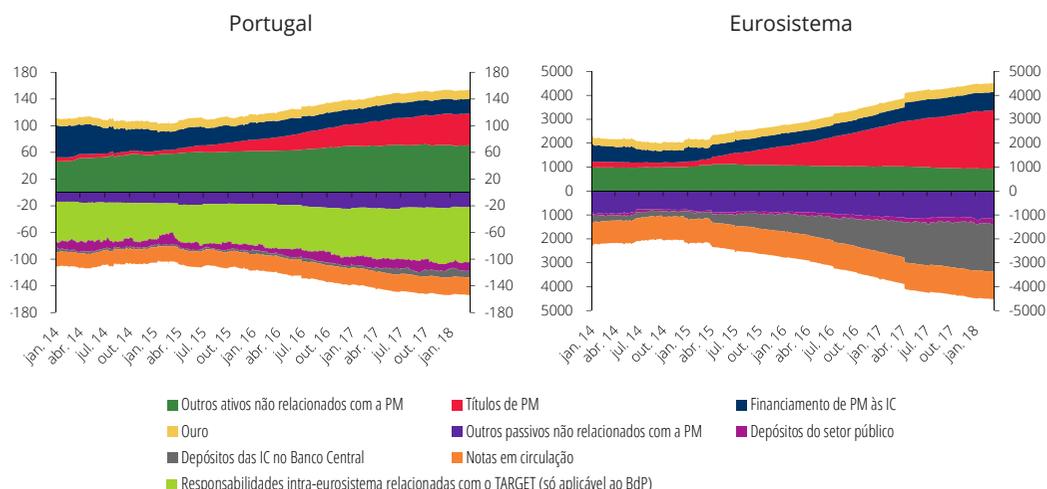
Quadro 9.1 • Balanço simplificado do Banco de Portugal | Em valores dos saldos médios por ano e em percentagem do ativo

Ativo			Passivo		
	2014	2017		2014	2017
Ouro	11%	9%	Notas em circulação	20%	17%
Financiamento de PM às IC	36%	16%	Depósitos das IC no Banco Central	3%	5%
Títulos de PM	5%	27%	Depósitos do setor público	11%	9%
Outros ativos não relacionados com a PM	48%	48%	TARGET	52%	53%
			Outros passivos não relacionados com a PM	14%	16%

Fonte: Banco de Portugal.

As medidas anunciadas pelo BCE (Caixa 1) alteraram profundamente a dimensão e a composição do balanço do Eurosistema e, conseqüentemente, do Banco de Portugal (Gráfico 9.1). Desde o início de 2014, o Eurosistema passou a ter um papel mais ativo na gestão do seu balanço, conduzindo operações de refinanciamento de muito longo prazo e operações no âmbito dos programas de compra de ativos. Com estes programas, o Eurosistema deixou de depender da iniciativa das contrapartes para alargar o seu balanço (ao contrário do que se passa nas operações convencionais de política monetária, nas quais, satisfeitas as condições da operação, é a procura das contrapartes que prevalece) e, conseqüentemente, para determinar o montante de excesso de liquidez desejável, uma vez que este passou a resultar maioritariamente da sua iniciativa. Desta forma, os balanços do Eurosistema e do Banco de Portugal aumentaram no final de 2017, respetivamente, para máximos históricos de cerca de 4500 mil milhões de euros mais 2200 mil milhões de euros do que em janeiro de 2014) e de cerca de 153 mil milhões de euros (mais 47 mil milhões de euros do que em janeiro de 2014).

Gráfico 9.1 • Evolução dos balanços do Banco de Portugal e do Eurosistema | Em mil milhões de euros



Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

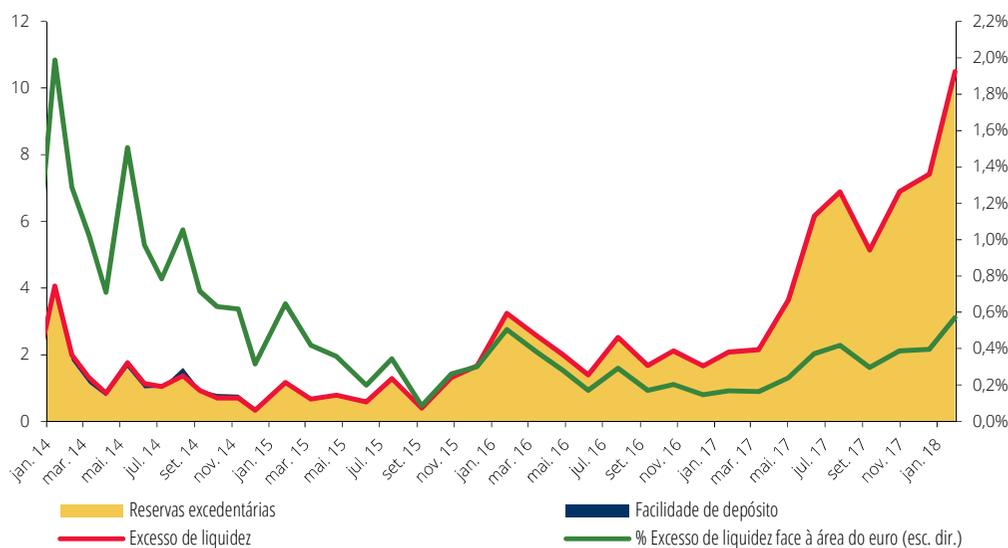
A composição dos balanços do Banco de Portugal e do Eurosistema alterou-se notoriamente desde o anúncio dos programas de compra de ativos do BCE, em particular do PSPP. Entre março de 2015 e dezembro de 2017, o peso dos programas de compra de ativos no total do ativo aumentou de 6% para 31%, em detrimento da rubrica de “Financiamento de PM às IC”, cujo peso se reduziu de 26% para 14% no mesmo período. No lado do passivo, este aumento foi compensado pelo incremento da posição “TARGET”¹³, bem como da rubrica “Depósitos de IC no Banco Central”, a qual inclui as contas correntes dos bancos junto do BCN e o montante utilizado pelos bancos na facilidade de depósito. Ao nível do Eurosistema, entre março de 2015 e dezembro de 2017, o peso dos programas de compra de ativos no total do ativo aumentou de 8% para 38%, em contrapartida do aumento dos depósitos das IC no Banco Central.

9.2 Excesso de liquidez

O excesso de liquidez, tanto a nível do Eurosistema como do Banco de Portugal, tem vindo a aumentar para máximos históricos, em particular desde o anúncio dos programas de compra de ativos do BCE. Em Portugal, a média do excesso de liquidez ascendeu, no final de 2017, a cerca de 10 mil milhões de euros, o que corresponde a um aumento de cerca de 9 mil milhões de euros face a janeiro de 2015, sendo quase na sua totalidade em resultado do aumento das reservas excedentárias (Gráfico 9.2). Contudo, o peso do excesso de liquidez em Portugal no conjunto da área do euro tem-se mantido em cerca de 0,5%, em particular desde meados de 2015, o que denota um aumento proporcionalmente em linha com o verificado nos restantes países da área do euro.

13. TARGET significa “Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system”. A posição líquida no TARGET dos BCN face ao Banco Central Europeu, contabilizada no balanço dos BCN como ativo ou passivo, que resulta dos pagamentos transfronteiriços entre instituições através do TARGET. No caso do Banco de Portugal, a posição intra-Eurosistema relacionada com o TARGET traduz uma responsabilidade (ou seja, é contabilizada no passivo).

Gráfico 9.2 • Evolução do excesso de liquidez em Portugal face ao total da área do Euro
| Em mil milhões de euros e em percentagem



Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal. | Notas: (a) Valores médios por período de manutenção. (b) Valores da facilidade de depósito líquidos da facilidade de cedência marginal.

Desde 2012, a facilidade de depósito e as reservas excedentárias são remuneradas à mesma taxa, pelo que a distribuição do excesso de liquidez entre as duas se deve apenas à preferência das contrapartes. Ao nível do Eurosistema, as contrapartes mantiveram cerca de 36% do excesso de liquidez na facilidade de depósito, em média, durante o ano de 2017. Pelo contrário, no caso das contrapartes portuguesas, as reservas excedentárias representam quase a totalidade do excesso de liquidez.

O uso da facilidade de depósito pode ser explicado por uma preferência das contrapartes em reduzir o refinanciamento líquido junto do Eurosistema no balanço, ou mesmo pelo facto de o pagamento da remuneração da facilidade de depósito ser diário, enquanto o das reservas excedentárias é no final do período de manutenção.

Caixa 3 • Atividade do mercado monetário

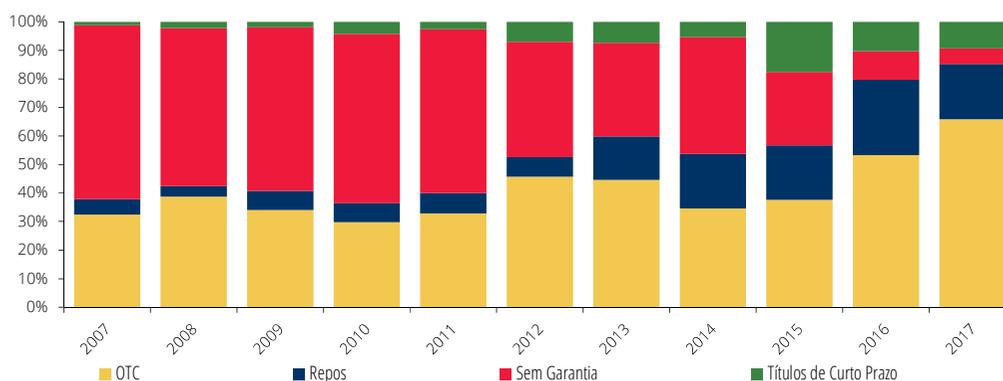
Tendo em conta os inquéritos realizados pelo Banco de Portugal, o volume transacionado por instituições residentes em Portugal no mercado monetário do euro tem decrescido. Este movimento regista-se desde o início da crise financeira e deve-se: (i) ao atual ambiente de excesso de liquidez, resultado das medidas não convencionais de política monetária do BCE, nomeadamente dos programas de compra de ativos e da condução das TLTRO, e (ii) à falta de atratividade do mercado monetário, num contexto de taxas de juro negativas.

Gráfico C3.1 • Turnover do mercado monetário | Em milhões



Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal. | Notas: (a) Valores médios por período de manutenção. (b) Valores da facilidade de depósito líquidos da facilidade de cedência marginal.

Gráfico C3.2 • Distribuição do turnover por segmento de mercado | Em percentagem



Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal. | Notas: (a) Valores médios por período de manutenção. (b) Valores da facilidade de depósito líquidos da facilidade de cedência marginal.

O montante total transacionado no mercado monetário, em 2017, pelas principais contrapartes portuguesas¹⁴ diminuiu 12% face ao período homólogo e 80% quando comparado com o ano

14. Painel constituído pelas instituições Caixa Económica Montepio Geral, Banco Comercial Português, Novo Banco, Banco BPI, Banco BIC Português, Banco Santander Totta, Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo, Caixa Geral de Depósitos e Banco Finantia, que representam, aproximadamente, 86% do total do ativo do sistema bancário de Portugal.

de 2007. Em relação ao período homólogo, os segmentos com e sem garantia apresentaram as diminuições mais significativas, de 52% e 35%, respetivamente, seguindo-se as emissões de títulos de curto prazo, com uma variação negativa de 21%. O mercado de derivados registou um aumento de 8%, o qual se deveu, sobretudo, à procura de melhores condições de rentabilidade por parte das instituições bancárias e à potencial cobertura de risco que estes instrumentos oferecem.

Quadro C3.1 • Variação homóloga do *turnover* por segmento | Em percentagem

	Sem garantia	Repo	OTC	Emissão de títulos de curto prazo	<i>Turnover</i> Total
2011	2%	13%	17%	-37%	6%
2012	-61%	-48%	-23%	52%	-45%
2013	-33%	83%	-20%	-13%	-18%
2014	54%	56%	-4%	-9%	24%
2015	-61%	-38%	-32%	103%	-38%
2016	-70%	8%	10%	-54%	-22%
2017	-52%	-35%	8%	-21%	-12%

Em 2017, as transações com contrapartes fora da área euro aumentaram, tendo representado cerca de 38% do total das transações. As transações com contrapartes domésticas diminuíram em todos os segmentos de mercado.

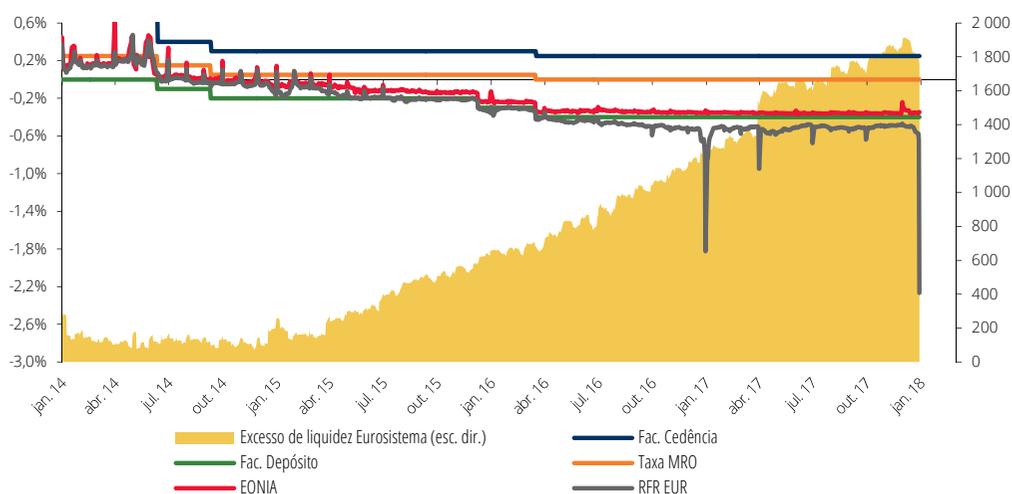
Em termos de eficiência do mercado monetário do euro, as principais contrapartes portuguesas consideram que as condições têm melhorado desde a quebra de 2012, embora ainda se encontrem longe dos níveis pré-crise. As condições de liquidez recuperaram a partir 2013 e estabilizaram recentemente.

Caixa 4 • Impacte do excesso de liquidez no mercado monetário

O aumento do excesso de liquidez tem tido repercussões na dimensão e na composição do balanço do Eurosistema, mas também na atividade do mercado monetário.

Desde o início de 2015, o aumento do excesso de liquidez afetou de forma muito significativa as taxas de juro do mercado monetário, reduzindo-as para valores muito próximos ou inferiores à taxa de facilidade de depósito. As taxas do mercado monetário interbancário sem garantia nos prazos mais curtos apresentam atualmente valores negativos, próximos, mas acima, da taxa da facilidade de depósito, ao passo que as taxas no mercado monetário com garantia já atingiram valores substancialmente inferiores à taxa de facilidade de depósito.

Gráfico C4.1 • Evolução do excesso de liquidez na área do euro e taxas de juro | Em percentagem e em mil milhões de euros



Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal), Banco de Portugal e Bloomberg.

Três fatores explicam este desenvolvimento das taxas de juro do mercado monetário.

Em primeiro lugar, nem todas as entidades económicas da zona do euro têm acesso à facilidade de depósito, o que cria uma pressão adicional sobre as taxas de juro do mercado monetário que não são exclusivamente interbancárias. A taxa EONIA¹⁵ (Euro OverNight Index Average) corresponde a uma taxa interbancária sem garantia da zona do euro com prazo de vencimento *overnight*. Já as taxas do mercado com garantia, em concreto a *repo funds rate*¹⁶ (RFR), são taxas de juro *overnight*, colateralizadas por títulos de dívida pública de diferentes jurisdições. Como podem ser transacionadas por diferentes intervenientes financeiros (que poderão não ter acesso à facilidade de depósito), as taxas do mercado com garantia podem situar-se fora do corredor.

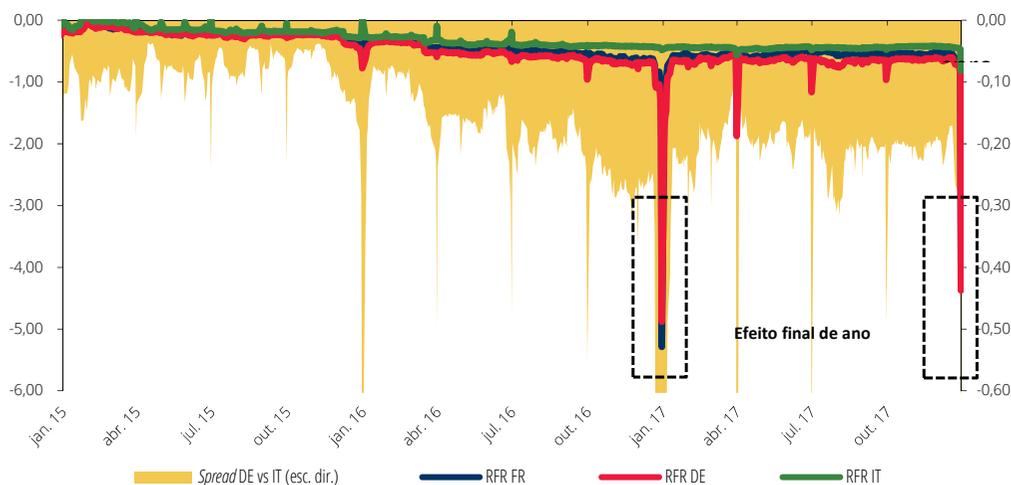
Em segundo lugar, o novo enquadramento regulatório tem contribuído para uma redução muito significativa da atividade no mercado monetário, na medida em que há uma maior procura por ativos percecionados como de menor risco e de maior qualidade (designados por HQLA), exacerbando assim a pressão sobre as já reduzidas taxas do mercado monetário com garantia.

15. <https://www.emmi-benchmarks.eu/euribor-eonia-org/eonia-rates.html>.

16. Para mais informações, consultar <http://www.repofundsrate.com/>.

Em terceiro lugar, nos períodos de reporte de informação contabilística e regulatória, essencialmente em finais do trimestre e do ano, os participantes de mercado tendem a reduzir o tamanho do seu balanço, pelo que estão menos dispostos a aceitar depósitos e a realizar transações no mercado monetário. Consequentemente, as taxas do mercado monetário e, em particular, do mercado com garantia atingem valores substancialmente mais penalizadores (ou mais negativas no contexto atual de taxas negativas).

Gráfico C4.2 • Evolução das taxas de juro *overnight* com garantia | Em percentagem e em pontos base



Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Bloomberg.

10 Principais alterações do quadro regulamentar

As orientações que definem o enquadramento da política monetária no Eurosistema são revistas anualmente por forma a refletirem as alterações resultantes das decisões do Conselho do BCE.

As revisões introduzidas pelas Orientações BCE/2018/3, BCE/2018/4 e BCE/2018/5 foram implementadas, a nível nacional, pelas Instruções n.ºs 9/2018 e 10/2018, que alteraram as Instruções n.ºs 3/2015 e 7/2012, relativas, respetivamente, à implementação da política monetária do Eurosistema e às medidas adicionais temporárias.

Com entrada em vigor a 16 de abril de 2018, introduziram-se, entre outras, as seguintes alterações:

- Introdução de uma limitação automática no acesso das contrapartes às operações de política monetária na sequência da decisão que as considera em situação de insolvência ou risco de insolvência;
- Exclusão dos fundos de investimento do conjunto de emitentes e garantes elegíveis para efeitos da elegibilidade de ativos;
- Exclusão dos instrumentos de dívida titularizados garantidos por empréstimos bancários para fins comerciais como ativos elegíveis;
- Alterações aos critérios de elegibilidade aplicáveis às obrigações bancárias não garantidas;
- Revisão periódica do quadro de controlo de risco do Eurosistema, nomeadamente com a introdução, para os ativos com taxa de juro variável, de *haircuts* diferenciados por prazo de vencimento;
- Clarificação dos requisitos do Eurosistema para a designação dos repositórios de dados referentes aos ativos subjacentes aos instrumentos de dívida titularizados e o próprio processo de designação;
- Otimização do procedimento de avaliação dos sistemas de liquidação de títulos (SLT) e das ligações entre SLT operados por centrais de depósito de títulos (CDT) para mobilizar ativos de garantia adequados para as operações de crédito do Eurosistema de acordo com o estipulado pelo Regulamento (UE) n.º 909/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de julho de 2014 e definição dos requisitos específicos do Eurosistema relativamente às CDT, não abrangidos pelos requisitos estabelecidos no Regulamento. Estas alterações constam de um novo anexo, o Anexo VI-A.

Em 2017, foi decidido alterar, com aplicação a partir de 1 de outubro de 2018, os critérios de elegibilidade relativos à estrutura de taxa de juro dos direitos de crédito na forma de empréstimos bancários.

