

Relatório da Implementação da Política Monetária

2018



BANCO DE
PORTUGAL
EUROSISTEMA

Relatório da Implementação da Política Monetária

2018



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Lisboa, 2019 • www.bportugal.pt

Índice

- 1 Sumário executivo | **7**
- 2 Enquadramento da política monetária do Eurosistema | **8**
 - Caixa 1 • Os 20 anos do euro | **12**
- 3 Decisões de política monetária | **16**
- 4 Contrapartes de política monetária | **16**
- 5 Operações de política monetária | **18**
 - 5.1 Operações de mercado aberto | **18**
 - 5.2 Facilidades permanentes | **21**
- 6 Ativos de garantia para as operações de crédito do Eurosistema | **22**
 - 6.1 Ativos elegíveis | **22**
 - 6.2 Utilização de ativos de garantia | **24**
 - Caixa 2 • Evolução do Quadro de Ativos de Garantia: Permanente vs. Temporário | **25**
- 7 Reservas mínimas | **27**
- 8 Programas de compra de ativos | **28**
 - Caixa 3 • Fase de reinvestimentos do APP | **29**
 - 8.1 PSPP | **31**
 - 8.2 CBPP3 | **32**
 - 8.3 CSPP e ABSPP | **33**
 - 8.4 Empréstimo de títulos | **33**
- 9 Evolução do balanço do Banco de Portugal e do Eurosistema | **34**
 - 9.1 Composição do balanço | **34**
 - 9.2 Excesso de liquidez | **36**
- 10 Desenvolvimentos no Mercado Monetário | **37**
 - 10.1 Atividade em Portugal | **37**
 - 10.2 Atividade na área do euro | **38**
 - Caixa 4 • *Money Market Statistical Reporting* | **40**
 - 10.3 Reforma das taxas de referência do euro | **42**
- 11 Principais alterações do quadro regulamentar | **45**

Índice gráficos

Gráfico C1.1 • Evolução dos Índices Harmonizados de Preços do Consumidor (IHPC), das taxas de juro oficiais do Eurosistema e da EONIA | Taxas de variação homóloga e valores de final de mês, em percentagem | **12**

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 | **18**

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, montantes reembolsados antecipadamente e número de contrapartes participantes na TLTRO-II | Em milhões de euros e em unidades | **21**

Gráfico 5.5 • Montantes colocados e número de contrapartes participantes na USD TAF | Em milhões de dólares norte-americanos e em unidades | **21**

Gráfico 5.6 • Saldos diários das facilidades permanentes | Em milhões de euros | **22**

Gráfico 6.1 • Distribuição, por categoria de ativo, dos títulos elegíveis no quarto trimestre de 2018 | Em percentagem | **23**

Gráfico 6.2 • Distribuição, por categoria de ativo, da utilização de ativos de garantia | Em milhões de euros | **24**

Gráfico C2.1 • Evolução da composição das *pools* de ativos de garantia em Portugal por tipo de quadro | Em mil milhões de euros | **26**

Gráfico 7.1 • Evolução das reservas mínimas e das reservas excedentárias | Em milhões de euros | **27**

Gráfico 7.2 • Evolução do cumprimento, em média, das reservas mínimas ao longo dos períodos de manutenção em 2018 | Em percentagem | **28**

Gráfico 8.1 • Programas de compra de ativos nos balanços do Banco de Portugal e do Eurosistema | Em milhões de euros e em percentagem | **29**

Gráfico 8.2 • Proporção das compras de títulos do setor público português no total do PSPP | Em percentagem | **31**

Gráfico 8.3 • Aquisições de títulos do setor público português pelo Banco de Portugal e Banco Central Europeu, montantes acumulados desde o início do ano | Em milhões de euros | **32**

Gráfico 8.4 • Aquisições para o CBPP3 pelo Banco de Portugal e Eurosistema, montantes acumulados desde o início do ano | Em milhões de euros | **32**

Gráfico 8.5 • Montante mensal médio de títulos emprestados pelo Banco de Portugal e Eurosistema | Em milhões de euros | **34**

Gráfico 9.1 • Evolução dos balanços do Banco de Portugal e do Eurosistema | Em mil milhões de euros | **35**

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 | **36**

Gráfico 10.1 • Volume total e distribuição por segmento de mercado | Em milhões de euros e em percentagem | **38**

Gráfico 10.2 • Volume de obtenção de liquidez no mercado *wholesale* e interbancário no segmento sem garantia | Em mil milhões de euros | **39**

Gráfico 10.3 • Taxas do segmento sem garantia, no mercado interbancário com prazo *overnight* | Em percentagem | **40**

Gráfico 10.4 • Volume no mercado *wholesale* no segmento com garantia | Em mil milhões de euros | **41**

Gráfico 10.5 • Taxas do segmento com garantia, no mercado *wholesale* com prazo *overnight* | Em percentagem | **42**

Gráfico 10.6 • Evolução das taxas da Pré-€STR, EONIA, Facilidades Permanentes e MRO | Em percentagem | **44**

Gráfico 10.7 • Evolução do volume da Pré-€STR e EONIA | Em milhões de euros | **44**

Gráfico 10.8 • Contribuição dos níveis da metodologia híbrida para o cálculo da EURIBOR | Em percentagem | **45**

Índice quadros

Quadro C2.1 • Principais diferenças entre os quadros permanente e temporário de ativos de garantia | **26**

Quadro 8.1 • Proporção das compras líquidas acumuladas de títulos de dívida pública no total do PSPP e participação do BCN no capital do BCE | Valores em percentagem | **31**

Quadro 9.1 • Balanço simplificado do Banco de Portugal | Em valores dos saldos médios por ano e em percentagem do ativo | **35**

Índice figuras

Figura 2.1 • Estratégia de política monetária | **8**

Figura 2.2 • Mecanismo de transmissão da política monetária | **9**

1 Sumário executivo

Em 2018, 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; em 0,25% para a taxa de juro da facilidade de cedência de liquidez e em -0,40% para a taxa de juro da facilidade de depósito. Em junho, foi comunicado que as taxas de juro oficiais manter-se-iam nestes níveis pelo menos até ao verão de 2019, tendo esta avaliação sido confirmada em dezembro.

No final de 2018, as instituições de crédito que acedem às operações de política monetária (contrapartes) registaram um valor de refinanciamento nas operações de política monetária de cedência de liquidez em euros, de 18,7 mil milhões de euros em Portugal e de 734,4 mil milhões de euros na área do euro. Este valor foi diminuindo ao longo do ano, estando no seu final concentrado quase em exclusivo nas operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (na sigla inglesa, TLTRO – *Targeted Longer Term Refinancing Operations*). A taxa de juro média ponderada pelos montantes colocados da TLTRO-II foi de -0,37% para as contrapartes da área do euro e de -0,24% para os bancos em Portugal.

Para garantir a cedência de liquidez 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 2018 foi, em média, de 50 mil milhões de euros. No Eurosistema, esse valor foi de 1 557 mil milhões de euros. Parte deste valor é utilizado ao abrigo do quadro temporário de ativos elegíveis, criado para dar resposta à crise financeira e das dívidas soberanas.

O Eurosistema continuou a realizar compras de ativos em vários mercados no âmbito do programa alargado de compra de ativos (na sigla inglesa, APP – *Asset Purchase Programme*) a um ritmo mensal de 30 mil milhões de euros nos primeiros três trimestres e de 15 mil milhões de euros entre outubro e dezembro, tendo as compras líquidas cessado no final de 2018. No entanto, o Conselho do BCE comunicou que continuará a reinvestir o capital dos títulos vincendos adquiridos no âmbito do APP durante um período após a data em que começará a aumentar as taxas de juro oficiais do BCE e, em qualquer caso, enquanto for necessário para manter condições de liquidez favoráveis e um nível amplo de acomodação monetária. No final de 2018, o valor dos ativos adquiridos no âmbito do APP registado no balanço do Banco de Portugal correspondia a 50,3 mil milhões de euros, sendo 46,6 mil milhões de euros relativos ao programa de compra de ativos do setor público (na sigla inglesa, PSPP – *Public Sector Purchase Programme*).

Em 2018, os balanços do Banco de Portugal e do Eurosistema continuaram a aumentar, tendo registado, no final do ano, máximos históricos de cerca de 157 mil milhões de euros e de cerca de 4 700 mil milhões de euros, respetivamente. Em termos da composição do balanço, verificou-se, tanto em Portugal como no Eurosistema, do lado do ativo, um aumento do peso da cedência de liquidez através das operações definitivas de política monetária (programas de compra de ativos) em detrimento do peso das operações reversíveis de política monetária. Do lado do passivo, a estrutura não sofreu alterações significativas face a 2017.

A atividade no mercado monetário em Portugal em 2018 continuou a ser caracterizada por uma situação de excesso de liquidez e de alguma fragmentação. O montante total transacionado pelas instituições portuguesas seguiu a tendência decrescente dos últimos anos. Contudo, assistiu-se a um aumento significativo na atividade do mercado sem garantia em relação ao período homólogo, embora os segmentos de derivados OTC (*over-the-counter*) e com garantia continuem a ser os preferidos pelas instituições portuguesas.

No contexto da reforma das principais taxas de referência do euro, o BCE anunciou, em setembro de 2017, o desenvolvimento de uma nova taxa de juro de referência do euro, designada por €STR (*Euro Short-Term Rate*). A decisão de publicar a €STR tem como principal objetivo providenciar o mercado com uma taxa de referência relevante, que seja calculada de forma robusta e com transações efetivas suficientes. Por outro lado, o *European Money Market Institute* (EMMI) continua a reformar a EURIBOR e para tal, apresentou uma proposta de uma metodologia híbrida para o seu cálculo.

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.

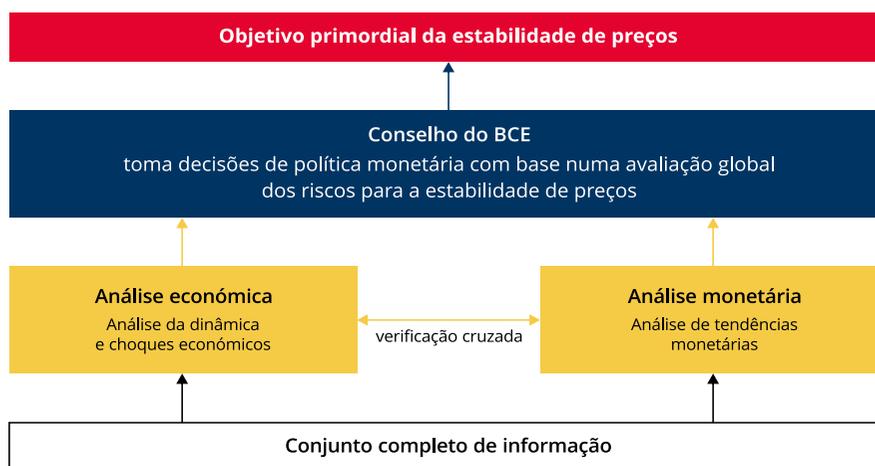
Nos termos do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE) ¹, uma das atribuições fundamentais que estão cometidas ao Eurosistema é a definição e execução da política monetária da área do euro (artigo 127.º, n.º 2 do TFUE).

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.

O Conselho do BCE definiu 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.

Figura 2.1 • Estratégia de política monetária



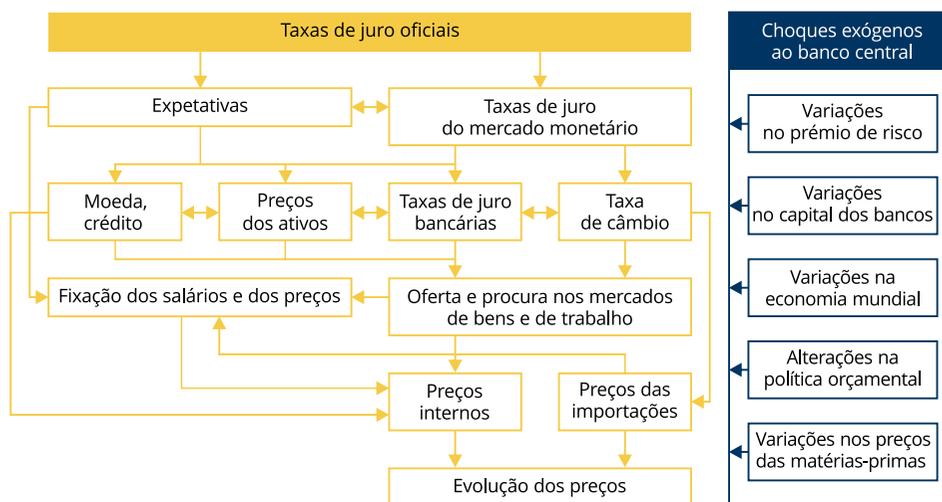
1. O Tratado refere-se ao Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) que é constituído pelo BCE e pelos BCN de todos os Estados-Membros da União Europeia (UE), independentemente de terem adotado, ou não, o euro. O Eurosistema é constituído pelo BCE e pelos BCN dos Estados-Membros da UE que adotaram o euro. Coexiste com o SEBC enquanto houver Estados-Membros da UE que não façam parte da área do euro.

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.

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

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.

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 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.

As decisões de política monetária têm por foco a área do euro no seu conjunto. O processo de tomada de decisão encontra-se centralizado no Conselho do BCE, do qual fazem parte todos os governadores dos BCN, 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, regulamentos e orientações aprovados pelo Conselho do BCE. As orientações carecem de implementação a nível nacional pelos BCN para serem vinculativas.

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:

1. Controla o cumprimento de reservas mínimas das instituições de crédito residentes em Portugal;
2. Avalia o estatuto de contraparte das instituições estabelecidas no país;
3. 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);
4. Adquire ativos financeiros no âmbito dos programas de compra de ativos no quadro de medidas não convencionais de política monetária;
5. 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;
6. Gere os ativos de garantia subjacentes às operações de crédito do Eurosistema⁶ (em particular, o controlo da existência de garantias adequadas e suficientes);
7. Prevê diariamente as necessidades de liquidez do sistema bancário doméstico.

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.

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.

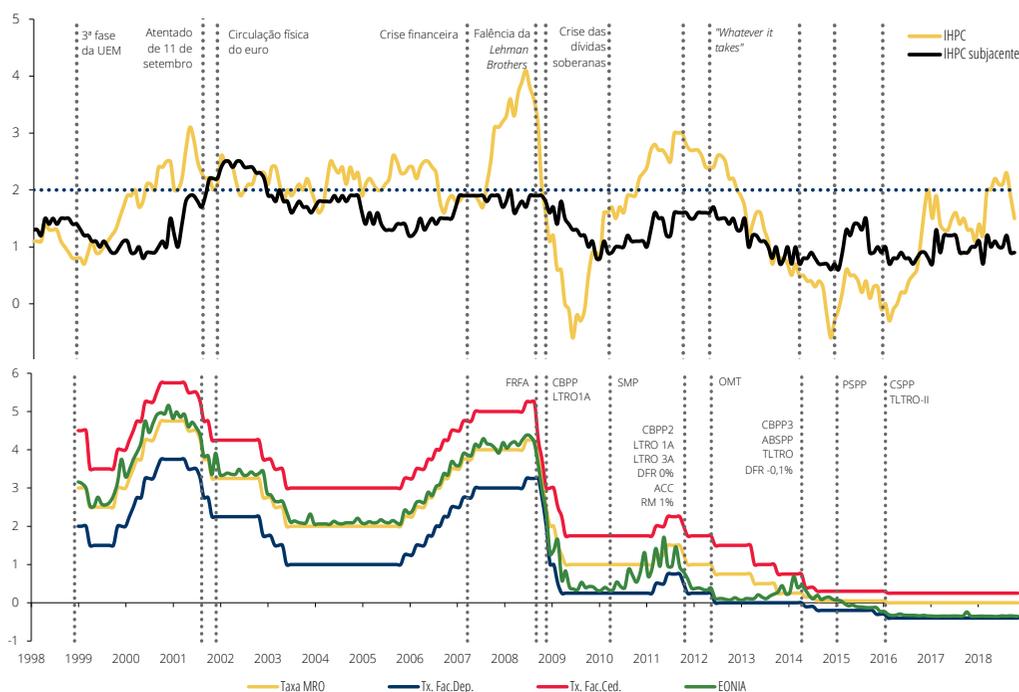
As regras uniformes relativas à política monetária do Eurosistema constam, nas suas versões atuais, da Orientação (UE) 2015/510, relativa ao enquadramento para a implementação da política monetária do Eurosistema (BCE/2014/60), e da Orientação (UE) 2016/65, relativa às margens de avaliação a aplicar 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.

Caixa 1 • Os 20 anos do euro

O objetivo primordial do Eurosistema é a manutenção da estabilidade de preços, medida pelo 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. De forma a concretizar este objetivo, o Conselho do BCE adota medidas de Política Monetária.

Gráfico C1.1 • Evolução dos Índices Harmonizados de Preços do Consumidor (IHPC), das taxas de juro oficiais do Eurosistema e da EONIA | Taxas de variação homóloga e valores de final de mês, em percentagem



Fontes: Bloomberg e Banco Central Europeu.

Fase 1 (1999-2003): Primeiros passos na condução da política monetária única

A condução da política monetária única no Eurosistema teve início a 1 de janeiro de 1999, quando se concretizou a terceira fase para a União Económica e Monetária (UEM). Nesta data, o euro começou a ser utilizado como meio de pagamento eletrónico. A taxa de juro das operações principais de refinanciamento (na sigla inglesa MRO – *Main Refinancing Operations*) foi fixada em 3%, tendo as taxas das facilidades de cedência de liquidez e de depósito sido fixadas em 4,5% e 2%, respetivamente. As MRO eram conduzidas semanalmente através de leilões de taxa fixa, com prazo de duas semanas. Nos seus primeiros meses, o BCE enfrentou um contexto de baixas taxas de inflação e de pressões em baixa sobre os desenvolvimentos futuros dos preços associadas ao enfraquecimento da atividade económica. Em resposta aos efeitos negativos provocados por estes acontecimentos, em abril de 1999, o Conselho do BCE reduziu a taxa da MRO para 2,5%.

Durante o ano 2000, e num contexto em que ambos os pilares apontavam para riscos ascendentes para a estabilidade de preços, as taxas de juro oficiais aumentaram gradualmente, tendo em outubro de 2000 a taxa da MRO atingido 4,75%. A partir de junho de 2000, em especial devido ao fenómeno de *overbidding*, a MRO passou a ser conduzida através de leilões de taxa variável. Nesta altura, o euro registava uma significativa depreciação face às principais moedas, pelo que o BCE realizou três intervenções cambiais.

Os ataques terroristas de 11 de setembro de 2001 nos Estados Unidos da América levaram ao aumento do grau de incerteza a nível global e dos riscos em baixa para o crescimento na área do euro, que já vinha a abrandar antes dos ataques, reforçando a expectativa de moderação das pressões inflacionistas. Como reação, o BCE reduziu as suas taxas oficiais em 50 p.b., além de ter adotado um conjunto de medidas para assegurar o normal funcionamento dos mercados financeiros. No final desse ano, a taxa MRO fixou-se em 3,25%.

A 1 de janeiro de 2002, o euro entrou em circulação como moeda fiduciária. A redução gradual das taxas de juro oficiais prosseguiu até junho de 2003, tendo-se a taxa da MRO fixado em 2%. Durante este ano o Conselho do BCE clarificou a definição quantitativa de estabilidade de preços para a área do euro como sendo uma taxa de inflação num nível inferior mas próximo de 2% no médio prazo, face à definição de uma taxa de inflação num nível inferior a 2% no médio prazo, como estabelecido em dezembro de 1998.

Fase 2 (2004-2006): Recuperação e crescimento económico

Na sequência de vários episódios de especulação pronunciada sobre alterações iminentes das taxas de juro oficiais que afetaram o comportamento de licitação nas MRO, em março de 2004 estas operações passaram a ser conduzidas pelo prazo de uma semana e o início do período de manutenção de reservas passou a coincidir com a data de liquidação da MRO subsequente à reunião de política monetária do BCE. O BCE aumentou as taxas de juro várias vezes a partir de dezembro de 2005, num contexto de riscos ascendentes para a estabilidade de preços, crescimento económico robusto e forte expansão do crédito e dos agregados monetários. No final de 2006, a taxa da MRO fixou-se em 3,5%.

Fase 3 (2007-2009): Crise financeira

O ano de 2007 ficou marcado pelo início da instabilidade nos mercados financeiros europeus. Os bancos reduziram a sua presença no mercado monetário, devido, essencialmente, à incerteza relativa 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.

Em 2007, 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 de liquidez. Foram ainda introduzidas operações de cedência de liquidez em moeda estrangeira (USD e CHF).

No início de 2008, o Eurosistema conduziu novas LTRO 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 de 2008, a instabilidade nos mercados financeiros intensificou-se, assim como a aversão ao risco, não apenas em operações denominadas em euros, mas também em moeda estrangeira, tendo o BCE introduzido neste contexto uma *currency swap line* com a FED, permitindo a ambos os bancos centrais disponibilizarem a moeda estrangeira às suas contrapartes. Em outubro, o BCE reduziu a taxa da MRO em 50 p.b. de forma coordenada com outros bancos centrais e anunciou a mudança de procedimento de leilão de taxa variável para leilão de taxa fixa com satisfação integral da procura (na sigla inglesa FRFA – *Fixed Rate Full Allotment*) nas operações de mercado aberto. Neste ano, foi também introduzida uma nova LTRO pelo prazo de cada período de manutenção de reservas mínimas. Em consonância com este reforço das operações de prazo alargado e do FRFA, o Eurosistema expandiu, temporariamente, o conjunto de ativos de garantia elegíveis (ver Caixa 2).

O ano de 2009 foi caracterizado por uma maior intervenção do Eurosistema com o objetivo de aliviar restrições de liquidez no mercado monetário e apoiar segmentos de mercado específicos. As reduções da taxa da MRO prosseguiram até maio, num total de 325 p.b. desde setembro do ano anterior, fixando-se em 1%. Em maio, o BCE anunciou que iria realizar novas LTRO, com o prazo de um ano, e introduziu o primeiro programa de compras de obrigações hipotecárias (na sigla inglesa CBPP – *Covered Bonds Purchase Programme*), o qual vigorou até junho de 2010.

Fase 4 (2010-2013): Crise das dívidas soberanas

Na sequência da crise das dívidas soberanas, o Eurosistema introduziu o primeiro programa de compra de títulos de dívida pública e privada da área do euro (na sigla inglesa, SMP – *Securities Markets Programme*). As compras no âmbito do SMP realizaram-se entre maio de 2010 e fevereiro de 2012, embora de forma não continuada. Numa primeira fase foram adquiridos títulos emitidos pelos governos de Irlanda, Grécia e Portugal (2010) e, numa segunda fase, de Espanha e Itália (2011).

Ao longo de 2011 e 2012, a crise das dívidas soberanas intensificou-se e o Eurosistema reforçou a sua intervenção. De outubro de 2011 a outubro de 2012 vigorou o CBPP2, foram conduzidas LTRO com prazos de um e de três anos, reduziu-se o coeficiente de reservas mínimas de 2% para 1% e a taxa da facilidade de depósito foi reduzida para 0%. Foram também introduzidas alterações importantes ao quadro de ativos de garantia, nomeadamente a aceitação de direitos de crédito adicionais (na sigla inglesa, ACC – *Additional Credit Claims*). Em julho de 2012, Mario Draghi anuncia que o BCE irá fazer "*whatever it takes to preserve the euro*", assegurando o compromisso da salvaguarda da moeda única e da unicidade da política monetária. Em agosto, foi ainda anunciado o programa de transações monetárias definitivas (na sigla inglesa, OMT – *Outright Monetary Transactions*). Embora o programa nunca tenha sido ativado, assistiu-se a uma redução significativa das tensões nos mercados financeiros, em particular nos mercados de dívida soberana, na sequência destes anúncios.

Em 2013, com o alívio das tensões nos mercados, a intervenção do Eurosistema diminuiu e assistiu-se à reativação gradual do mercado monetário do euro. Em julho de 2013, o Conselho do BCE começou a fornecer indicações sobre a orientação futura da política monetária ("*forward guidance*"), indicando que as taxas de juro oficiais iriam permanecer nos níveis então em vigor, ou abaixo destes por um período de tempo alargado.

Fase 5 (2014-2018): Riscos de deflação e recuperação da baixa inflação

Em 2014, o Eurosistema introduziu novas medidas de política monetária num contexto em que a economia da área do euro continuava a refletir o impacto negativo e persistente das duas crises sucessivas, as perspetivas para a inflação se mantinham modestas e a fragmentação financeira entre jurisdições permanecia elevada. O BCE apresentou um conjunto abrangente de medidas de estímulo monetário, tendo sido o primeiro grande banco central a entrar em território de taxas de juro negativas quando fixou a taxa da facilidade de depósito em -0,1%, em junho, e em -0,2% em setembro. Foram ainda introduzidas novas operações de prazo alargado, direcionadas para o apoio à concessão de crédito à economia real (na sigla inglesa TLTRO – *Targeted Longer Term Refinancing Operations*), com vencimento em setembro de 2018. Estas duas medidas foram complementadas pela condução de novos programas de compra de obrigações hipotecárias (CBPP3) e de dívida titularizada (na sigla inglesa, ABSPP – *Asset-Backed Securities Purchase Programme*).

Em janeiro de 2015, o Conselho do BCE considerou que o grau de acomodação monetária existente era insuficiente, dados os riscos elevados de um período demasiado prolongado de inflação baixa ou possivelmente negativa, e anunciou a introdução de um novo programa de compras de títulos, que visava a aquisição de dívida pública e de entidades supranacionais (na sigla inglesa PSPP – *Public Sector Purchase Programme*). As compras no âmbito deste programa (na sigla inglesa APP, *Asset Purchase Programme*) alcançaram, em média, 60 mil milhões de euros mensais. Face a um agravamento das perspetivas para a área do euro a partir do verão de 2015, num contexto de incerteza sobre a economia mundial e volatilidade acrescida nos mercados financeiros, em dezembro de 2015 o BCE reduziu a taxa da facilidade de depósito para -0,3% e anunciou o prolongamento do APP.

O APP foi expandido mais uma vez com o anúncio, em março de 2016, do programa de compra de obrigações de empresas do setor não financeiro (na sigla inglesa, CSPP – *Corporate Sector Purchase Programme*), com início em junho. As compras no âmbito do APP aumentaram, atingindo um montante médio mensal de 80 mil milhões de euros. A taxa da MRO foi reduzida para 0% e a taxa da facilidade de depósito para -0,40%, níveis que se mantêm até à atualidade. Adicionalmente, foi anunciada uma segunda série de operações TLTRO com maturidade de quatro anos.

Num contexto de fortalecimento gradual da atividade na área do euro mas de níveis persistentemente modestos da inflação subjacente, o Conselho considerou que era necessário preservar um grau substancial de acomodação monetária e decidiu estender o APP por um período mais alargado, mas com reduções graduais do montante mensal de compras. Assim, o montante foi reduzido para 60 mil milhões de euros em abril de 2017, para 30 mil milhões de euros em janeiro de 2018 e para 15 mil milhões de euros em outubro de 2018.

No final de 2018, o BCE comunicou que os reinvestimentos do APP se vão manter por um período prolongado após a data em que o BCE comece a aumentar as taxas de juro oficiais e, em qualquer caso, enquanto for necessário para manter condições de liquidez favoráveis e um nível amplo de acomodação monetária.

3 Decisões de política monetária

Em 2018, 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 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.

Ao longo do ano o Conselho do BCE alterou a *forward guidance* relativamente às taxas de juro oficiais, uma vez que anunciou que espera que estas se mantenham nos níveis atuais, pelo menos, até durante o verão de 2019 e, em qualquer caso, enquanto for necessário para assegurar a continuação da convergência sustentada da inflação no sentido de níveis abaixo, mas próximos, de 2% no médio prazo. Refira-se que anteriormente a indicação era de que as taxas de juro oficiais do BCE permaneceriam nos níveis atuais durante um período alargado e muito para além do horizonte das compras líquidas de ativos.

O Conselho do BCE determinou, em junho de 2018, cessar as compras líquidas de ativos no âmbito do APP, após o seu prolongamento até ao final do ano, reduzindo o montante para um ritmo mensal de 15 mil milhões de euros a partir de outubro de 2018 (a decisão anterior, de dezembro de 2017, previa aquisições ao ritmo mensal de 30 mil milhões de euros até ao final de setembro de 2018 ou até mais tarde, se necessário).

Foi decidido reinvestir na totalidade os pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos no âmbito do APP, tendo o Conselho do BCE associado, em dezembro, a duração da fase de reinvestimento à subida das taxas de juro oficiais. Deste modo, o Conselho do BCE anunciou que pretende continuar a reinvestir, na totalidade, os pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos no âmbito do APP durante um período prolongado após a data em que começará a aumentar as taxas de juro oficiais do BCE e, em qualquer caso, enquanto for necessário para manter condições de liquidez favoráveis e um nível amplo de acomodação monetária.

As decisões de política monetária tiveram por base uma avaliação favorável dos progressos no sentido de um ajustamento sustentado da trajetória da inflação, num contexto de expansão continuada da atividade económica, ganhos adicionais no mercado de trabalho e maiores crescimentos salariais. O Conselho do BCE anunciou que se encontra preparado para ajustar todos os seus instrumentos, consoante seja apropriado, a fim de assegurar que a inflação continua a evoluir de forma sustentada no sentido do objetivo do BCE.

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 Europeia/Espaço Económico Europeu (EEE), ou de padrão comparável;
- Ser financeiramente sólidas. A avaliação da solidez financeira deve basear-se em informação trimestral sobre os rácios de capital, alavancagem e liquidez reportados nos termos do Regulamento (UE) n.º 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.

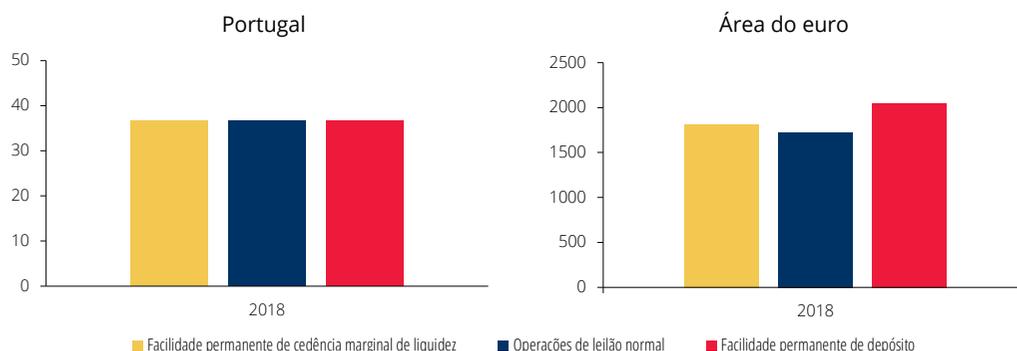
De acordo com a implementação descentralizada da política monetária, a avaliação do cumprimento dos critérios e a aceitação de instituições residentes em Portugal como contrapartes de política monetária são da responsabilidade do Banco de Portugal. Neste contexto, o Banco de Portugal para além da avaliação 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 permanentes⁷.

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 corretivas, 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 repostado após a disponibilização da informação devida e a determinação que a contraparte satisfaz todos os critérios de elegibilidade.

No final de 2018, havia 36 contrapartes residentes em Portugal elegíveis, representando 2% do total de contrapartes do Eurosistema. Note-se que, em Portugal, todas as contrapartes têm acesso às operações executadas através de leilão normal e às facilidades permanentes, enquanto na área do euro o número de contrapartes a aceder à facilidade permanente de depósito é maior do que às restantes 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.

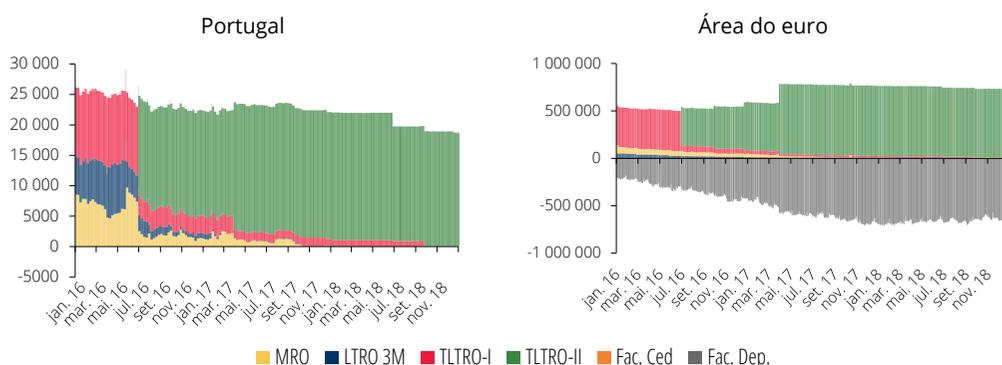
7. Os critérios de elegibilidade para o acesso a operações de mercado aberto executadas através de leilões rápidos ou de procedimentos bilaterais encontram-se estabelecidos no artigo 57.º da Instrução n.º 3/2015 do Banco de Portugal. No entanto, o Conselho do BCE tem discricionariedade para alargar o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

O número de contrapartes em Portugal não tem sofrido alterações significativas nos últimos anos. São contrapartes de política monetária 26% das instituições de crédito residentes em Portugal, de um total de 141 instituições, uma percentagem inferior à da totalidade da área do euro, onde se verifica que 39%, 38% e 44% das instituições de crédito têm acesso à facilidade permanente de cedência de liquidez, às operações de leilão normal e à facilidade permanente de depósito, respetivamente.

5 Operações de política monetária

As operações de política monetária (excluindo compras de ativos) 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 2018, o valor obtido pelas contrapartes residentes em Portugal junto do Banco de Portugal nas operações de política monetária de cedência de liquidez em euros totalizou cerca de 18,7 mil milhões de euros, o que representa uma redução de 15,4% face ao ano anterior. Dado que o recurso à facilidade de depósito foi quase inexistente, o saldo da cedência líquida (operações de cedência deduzidas da facilidade de depósito) foi de magnitude semelhante. Na mesma data, na área do euro, o valor das operações de política monetária de cedência de liquidez foi de 734,4 mil milhões de euros, o que significa uma redução de 3,9% face a 2017. Por sua vez, a cedência líquida foi de 110,9 mil milhões de euros, o que representa um aumento de 61,8% face ao ano anterior, justificado pelo menor recurso à facilidade de depósito.

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.

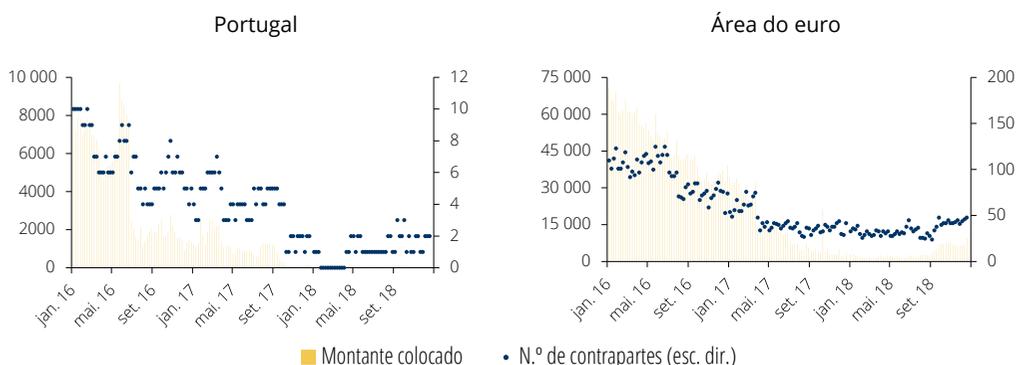
As OMA consistem em: (i) operações de cedência de liquidez às instituições de crédito mediante entrega de garantias sob a forma de ativos elegíveis ou (ii) operações de absorção de liquidez através da constituição de depósitos a prazo junto dos BCN. As OMA são da iniciativa do BCE, uma vez que

este define os termos e condições das operações, nomeadamente, o momento da intervenção, o tipo de instrumento⁸ a utilizar, o prazo, o limite de montante a ser colocado e a taxa de juro.

Existem dois tipos de OMA de cariz regular: a operação principal de refinanciamento (MRO) e a operação de refinanciamento de prazo alargado (LTRO) a 3 meses. No ano de 2018, 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 (FRFA).

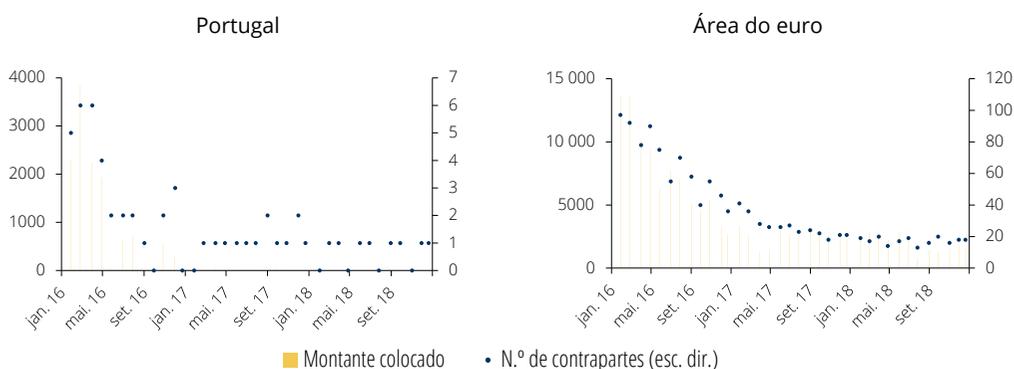
Em 2018, o Eurosistema (incluindo o Banco de Portugal) realizou 51 MRO, com um montante colocado médio de 3,5 mil milhões de euros (13,3 mil milhões de euros em 2017), e 12 LTRO a 3 meses, com um montante colocado médio de 2,0 mil milhões de euros (2,5 mil milhões de euros em 2017). Nestas operações participaram, em média, 35 e 17 instituições, respetivamente. Em Portugal, foram colocados, em média, 40 milhões de euros nas MRO (966 milhões de euros em 2017) e 10 milhões de euros nas LTRO (23 milhões de euros em 2017). Embora as contrapartes residentes em Portugal tenham participado em 76% dessas operações, o número médio de participantes em cada operação foi diminuto (1 contraparte por operação).

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.

8. Os tipos de instrumentos que podem ser utilizados para a condução de uma OMA são: operações reversíveis, transações definitivas, emissão de certificados de dívida, constituição de depósitos a prazo fixo e swaps cambiais.

Ao longo do último ano, foi possível observar, em Portugal, uma diminuição do saldo médio das operações regulares, de 1 109 para cerca de 78 milhões de euros, correspondendo a um decréscimo de 93% face a 2017. Esta diminuição foi observada nos dois tipos de operações, mas foi mais significativa na MRO, quer em termos absolutos (-916 milhões de euros) quer em termos relativos (-96%).

Na área do euro, o saldo médio da MRO e da LTRO a 3 meses, em 2018, foi de 9,9 mil milhões de euros, o que representa uma diminuição de 54% em relação a 2017. O decréscimo observou-se nos dois tipos de operações, embora com maior expressão na MRO, quer em termos absolutos (-9,8 mil milhões de euros) quer em termos relativos (-73%).

Esta redução do saldo médio das operações regulares, tanto na área do euro como em Portugal, resultou do crescente excesso de liquidez no sistema bancário e de uma melhoria da posição de tesouraria da generalidade dos bancos.

Com a crise financeira, e ao longo dos últimos anos, o Eurosistema introduziu várias operações não convencionais de cariz não regular, nomeadamente as TLTRO, cujo propósito é incentivar a concessão de crédito pelos bancos à economia real, e os leilões de cedência de moeda estrangeira (na sigla inglesa, TAF – *Term Auction Facility*), nomeadamente de dólares norte-americanos.

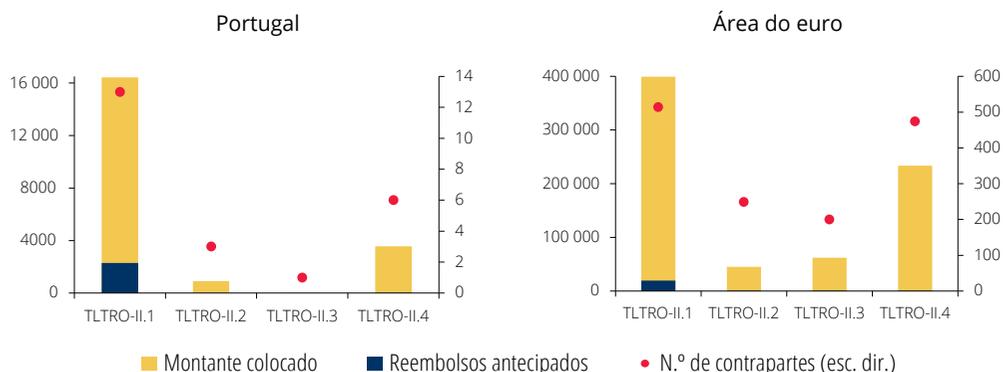
Em 2018, as oito operações da primeira série de TLTRO, que somaram um montante colocado de 432 mil milhões de euros no total da área do euro, atingiram a data de vencimento. Contudo, apenas 8,9 mil milhões de euros foram amortizados no vencimento (cerca de 2% do montante inicial), uma vez que o remanescente foi reembolsado antecipadamente.

Relativamente às TLTRO-II, em termos agregados, o montante colocado foi 20,9 mil milhões de euros em Portugal e 740,2 mil milhões de euros na área do euro. À semelhança da primeira série, dois anos após o início da operação, as contrapartes têm a possibilidade de, trimestralmente, reembolsarem parte ou a totalidade dos montantes obtidos nestas operações. Em 2018, foram reembolsados 2,3 mil milhões de euros em Portugal e 21,3 mil milhões de euros na área do euro, pelo que, no final de 2018, o montante ainda vivo nessas operações totalizava 18,6 mil milhões de euros em Portugal e 718,8 mil milhões de euros na área do euro.

A segunda série de TLTRO tem a particularidade da taxa de juro a ser aplicada a cada contraparte estar dependente da evolução do seu crédito líquido concedido às empresas não financeiras e às famílias (excluindo crédito à habitação). A taxa de juro inicial era de 0% mas poderia reduzir-se até -0,4%, dependendo da evolução do crédito em relação aos valores de referência especificados para cada banco.

Em junho de 2018 foram calculadas as taxas de juro finais da TLTRO-II a serem aplicadas a cada contraparte. Na área do euro, a taxa de juro média, ponderada pelos montantes colocados, foi de -0,365%, enquanto em Portugal essa taxa foi de -0,236%.

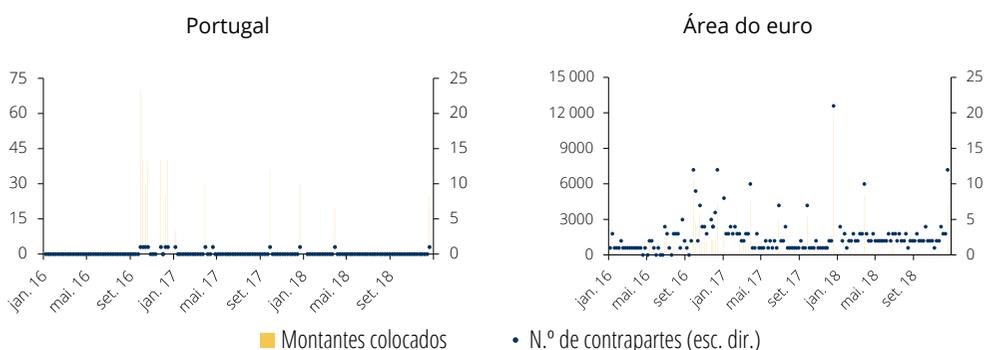
Gráfico 5.4 • Montantes colocados, montantes reembolsados antecipadamente e número de contrapartes participantes na TLTRO-II | Em milhões de euros e em unidades



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

Em 2018 realizaram-se 50 operações de cedência de dólares norte-americanos, com um montante colocado médio de 297 milhões de dólares norte-americanos (629 mil milhões em 2017) e uma participação média de 3 instituições no total da área do euro. As contrapartes residentes em Portugal participaram em 2 dessas operações e obtiveram em termos médios 23 milhões de dólares norte-americanos (22 milhões de dólares norte-americanos em 2017).

Gráfico 5.5 • Montantes colocados e número de contrapartes participantes na USD TAF | Em milhões de dólares norte-americanos e em unidades



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

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 pelo prazo *overnight*: de depósito e de cedência de liquidez. No ano de 2018 não houve alterações nas taxas de juro das facilidades, as quais se mantiveram respetivamente em -0,40% e 0,25%.

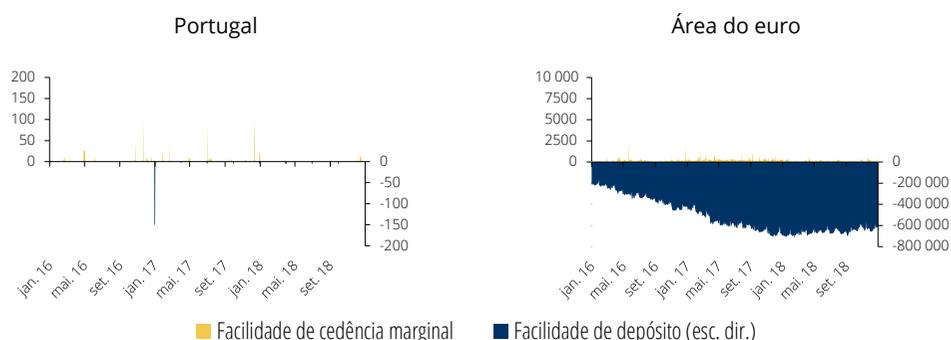
Em Portugal, a facilidade de depósito foi utilizada 4 vezes em 2018, o mesmo que no ano anterior, com um valor médio por recurso de 5 milhões de euros. Por sua vez a facilidade de cedência de liquidez foi utilizada 17 vezes, menos 28 do que em 2017, registando um valor médio por recurso de 3,6 milhões de euros.

Em Portugal, o saldo médio diário do recurso à facilidade de depósito em 2018 foi de 178 mil euros (diminuição de 68% comparativamente a 2017); no caso da facilidade de cedência de liquidez, o saldo médio totalizou 295,5 mil euros (diminuição de 82% relativamente a 2017).

Na área do euro, houve um aumento do saldo médio diário do recurso à facilidade de depósito em 2018, registando um valor médio de 659,5 mil milhões de euros (aumento de 12% em relação a 2017); no caso da facilidade de cedência de liquidez, o montante médio foi de 101 milhões de euros (menos 60% do que em 2017).

Atualmente, em termos de remuneração, 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 remuneradas à mesma taxa (-0,40%). Em Portugal, esta observação é corroborada por um recurso à facilidade de depósito pouco frequente. Contudo, os dados relativos à área do euro mostram um recurso mais significativo à facilidade de depósito, o que poderá 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 permanente de depósito ser diário, enquanto o das reservas excedentárias ocorre apenas no final do período de manutenção de reservas mínimas.

Gráfico 5.6 • 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 dos Estatutos 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.

Os BCN avaliam a elegibilidade dos ativos, transacionáveis e não transacionáveis, que as contrapartes podem utilizar como garantia nas operações de crédito segundo critérios pré definidos, os quais têm em consideração o tipo de ativo, o local de emissão, a moeda de denominação, o tipo e

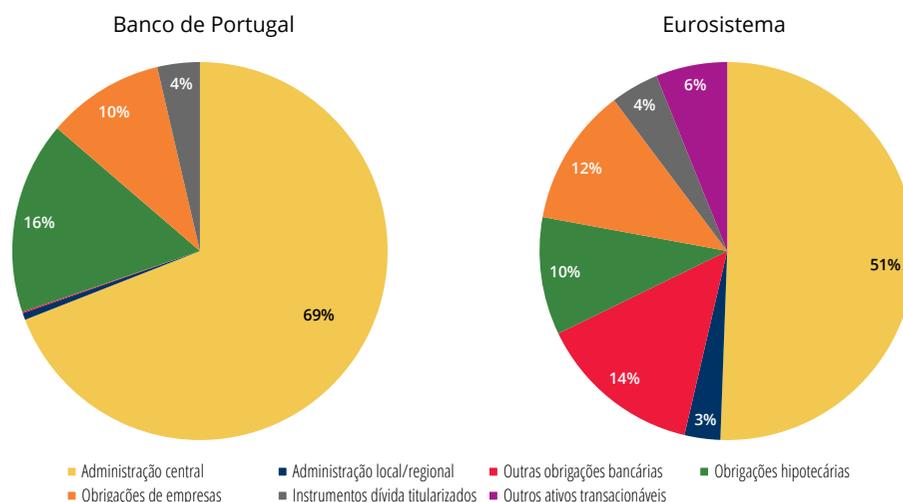
local de estabelecimento de emitentes, garantes e devedores e a qualidade de crédito dos ativos, emitentes, devedores e garantes. Em Portugal, estes critérios encontram-se vertidos na Parte IV da Instrução n.º 3/2015 e na Instrução n.º 7/2012.

Relativamente aos ativos transacionáveis, cada BCN é responsável por avaliar a elegibilidade dos títulos negociados no seu respetivo país. Diariamente, os BCN comunicam ao BCE os títulos considerados elegíveis, bem como eventuais alterações que tenham ocorrido em títulos reportados previamente (por exemplo, alterações da taxa de cupão, de valor nominal vivo, de avaliações da qualidade de crédito). Após a agregação da informação enviada pelos BCN, o BCE publica no seu sítio a lista única de ativos transacionáveis elegíveis.

Em 2018, o Banco de Portugal comunicou ao BCE 27 novos ativos transacionáveis e efetuou 1 587 atualizações dos ativos na lista única do Eurosistema. No final do ano, a lista continha 124 títulos da responsabilidade de reporte do Banco de Portugal, num universo de 25 781 títulos elegíveis do Eurosistema.

Em termos de valor nominal, os ativos elegíveis do Eurosistema totalizavam 14 360 mil milhões de euros, dos quais 215 mil milhões correspondiam a títulos reportados pelo Banco de Portugal.

Gráfico 6.1 • Distribuição, por categoria de ativo, dos títulos elegíveis no quarto trimestre de 2018 | Em percentagem



Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal. | Nota: 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 2018.

A distribuição de títulos elegíveis por categoria de ativo tem-se mantido relativamente estável, tanto no Banco de Portugal como no Eurosistema.

Relativamente aos ativos reportados pelo Banco de Portugal, as categorias de ativos elegíveis predominantes foram os títulos emitidos pela administração central e as obrigações hipotecárias (Gráfico 6.1).

No que diz respeito ao Eurosistema, em 2018 as principais categorias de ativos elegíveis foram os títulos emitidos pelas administrações centrais (51%), seguidos de outras obrigações bancárias (14%) e de obrigações de empresas (12%).

Contrariamente ao que acontece no caso dos ativos transacionáveis, não existe uma lista pública com a discriminação dos ativos não transacionáveis elegíveis. Isto acontece porque a análise de elegibilidade dos ativos não transacionáveis é realizada apenas quando as contrapartes

requerem a sua utilização como ativo de garantia. A categoria de ativos não transacionáveis com maior representatividade são os direitos de crédito sob a forma de empréstimos bancários.

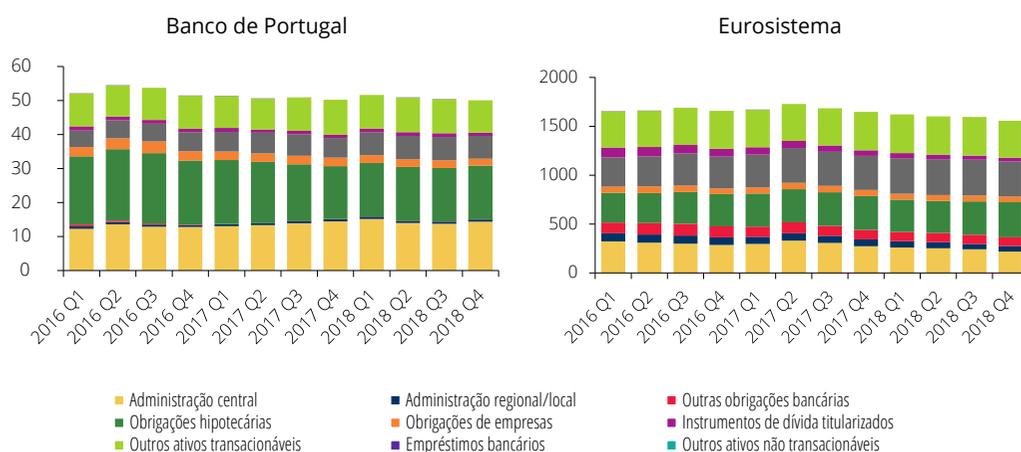
6.2 Utilização de ativos de garantia

As instituições que pretendam aceder às operações de crédito do Eurosistema têm de constituir previamente uma garantia válida a favor do BCN do país em que se encontram localizadas. Para tal, são compostas *pools* de ativos de garantia sobre as quais é constituído penhor financeiro a favor do BCN relevante⁹. A utilização de ativos de garantia está sujeita a um conjunto de regras definidas pelo Eurosistema (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*¹⁰).

Os dados que se seguem relativos à utilização de ativos de garantia, em Portugal e na área do euro, referem-se à sua valorização após aplicação dos respetivos *haircuts*.

No último trimestre de 2018, o montante total dos ativos de garantia entregues pelas contrapartes nacionais ao Banco de Portugal ascendeu, em média, a 50 mil milhões de euros, mantendo-se constante face ao trimestre homólogo (Gráfico 6.2).

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 residentes em Portugal e do Eurosistema, calculado através da média do valor total no final dos meses relativos a cada trimestre.

O montante total dos ativos de garantia utilizados pelas contrapartes do Eurosistema ascendeu, em média, a 1 560 mil milhões de euros, o que representa um decréscimo de cerca de 90 mil milhões de euros (-6%) face ao mesmo trimestre do ano anterior (Gráfico 6.2). Este movimento reforça a tendência dos últimos anos de descida dos montantes de ativos de garantia utilizados, associada a um menor recurso às operações de mercado aberto (OMA).

No que respeita a composição das *pools* por categoria de ativo não se têm registado alterações significativas nos últimos anos.

9. 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 outros mecanismos para a constituição de garantias (por exemplo, *earmarking* com *repo*).

10. Os *haircuts* ou margens de avaliação 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.

As classes de ativos mais relevantes entregues pelas contrapartes nacionais ao Banco de Portugal foram as obrigações hipotecárias, os títulos emitidos pela administração central e os empréstimos bancários que, no quarto trimestre de 2018, representavam, em média, 31%, 29% e 19% do total, respetivamente.

No Eurosistema, as categorias de ativos mais importantes foram os empréstimos bancários (24%), os instrumentos de dívida titularizados (23%) e as obrigações hipotecárias (23%).

Caixa 2 • Evolução do Quadro de Ativos de Garantia: Permanente vs. Temporário

O quadro de ativos de garantia do Eurosistema tem sido ajustado ao longo do tempo, entre outras razões, para dar resposta aos períodos de crise financeira e das dívidas soberanas, durante os quais foi necessário alargar o espetro 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.

Na sequência das medidas tomadas pelo Eurosistema, no contexto da crise financeira, para apoiar o acesso a liquidez por parte do sistema bancário (introdução de operações de política monetária de prazo mais alargado e de leilões com taxa fixa e satisfação integral da procura), em 2008, foi necessário adaptar o quadro de ativos de garantia aceite pelo Eurosistema, como forma de assegurar o efetivo acesso das contrapartes de política monetária à liquidez proveniente destas operações.

Assim, o Eurosistema expandiu, temporariamente, o conjunto de ativos elegíveis, através da aceitação de ativos denominados noutras moedas que não o euro (USD, GBP e JPY). Nesta altura, foi também flexibilizado o critério relativo ao nível mínimo de notação de crédito, que passou de A- para BBB- (à exceção dos instrumentos de dívida titularizados - ABS). Esta última medida foi mais tarde incluída no quadro permanente de ativos de garantia.

Em 2011, no contexto da crise da dívida soberana, e do reforço da intervenção do Eurosistema, foram introduzidas as alterações mais significativas ao quadro de ativos de garantia:

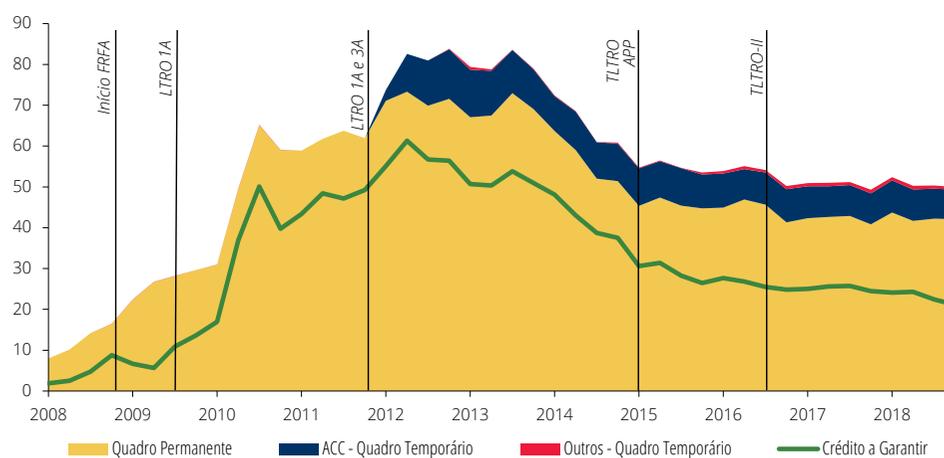
1. Aceitação de empréstimos bancários adicionais (na sigla inglesa ACC – *Additional Credit Claims*) numa base individual e agregada (portefólios), com flexibilização das probabilidades de incumprimento associadas;
2. Suspensão do cumprimento do nível mínimo de notação de crédito (*waiver*) atribuído aos títulos transacionáveis emitidos ou totalmente garantidos por governos centrais de Estados-Membros sujeitos a um programa de ajuda económica e financeira por parte da União Europeia/FMI (como aconteceu em Portugal, Grécia, Irlanda e Chipre);
3. Aceitação de instrumentos de dívida de curto prazo adicionais não cotados;
4. Flexibilização do nível mínimo de notação de crédito atribuído aos ABS, de A- para BBB-.

Atualmente, o quadro de ativos de garantia do Eurosistema divide-se entre permanente, enquadrado em Portugal pela Instrução n.º 3/2015, e temporário, enquadrado pela Instrução n.º 7/2012.

Quadro C2.1 • Principais diferenças entre os quadros permanente e temporário de ativos de garantia

| Quadro | Permanente | Temporário |
|---------------------------------------|--|---|
| Denominação de ativos transacionáveis | EUR | USD, GBP e JPY |
| Instrumentos de dívida titularizados | Notação de crédito até A- (<i>second best</i>) | Notação de crédito entre BBB+ e BBB- (<i>second best</i>) |
| Empréstimos bancários individuais | Probabilidade de incumprimento $\leq 0,4\%$ | $0,4\% <$ Probabilidade de incumprimento $\leq 1,5\%$ |
| Portefólios de empréstimos bancários | Não | Sim |
| Papel comercial não cotado | Não | Sim |
| Títulos ao abrigo do <i>waiver</i> | Não | Sim |

Gráfico C2.1 • Evolução da composição das *pools* de ativos de garantia em Portugal por tipo de quadro | Em mil milhões de euros



Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal. | Nota: As operações de crédito a garantir excluem juros corridos e operações denominadas em moeda estrangeira.

A evolução do montante total de ativos de garantia entregues pelas contrapartes residentes em Portugal ao Banco de Portugal tem acompanhado o crédito concedido pelo Eurosistema ao setor bancário, tendo aumentado significativamente com o início da crise financeira. A partir do final de 2013, tem-se observado uma redução gradual deste montante, refletindo a tendência de normalização das condições de acesso aos mercados financeiros por parte das contrapartes nacionais.

A utilização dos ativos do quadro temporário em Portugal começou a ter expressão em 2012, sobretudo devido à utilização dos empréstimos bancários adicionais. Em dezembro de 2012, esta categoria de ativo representava 22% do montante total de operações de política monetária a garantir em Portugal e 15% do montante total da *pool* de ativos de garantia.

Os direitos de crédito adicionais continuam a ser uma categoria relevante no universo dos ativos de garantia, representando, a 31 de dezembro de 2018, 15% do montante total utilizado pelas contrapartes residentes em Portugal e 42% do montante total de operações de política monetária a garantir. Apesar de em termos agregados o peso dos empréstimos bancários adicionais não ser muito elevado, a sua importância não deve ser negligenciada uma vez que existe uma grande heterogeneidade entre contrapartes na sua utilização como ativo de garantia.

O quadro temporário de ativos de garantia não tem neste momento uma data definida para o seu término. Ainda assim, foi comunicado pelo Conselho do BCE que estará em vigor pelo menos até ao vencimento da última operação TLTRO-II, em 24 de março de 2021.

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 das reservas mínimas é determinado, no final de cada período de manutenção (PM), com base na média dos saldos de fim de dia das contas de depósito de cada instituição junto do respetivo BCN.

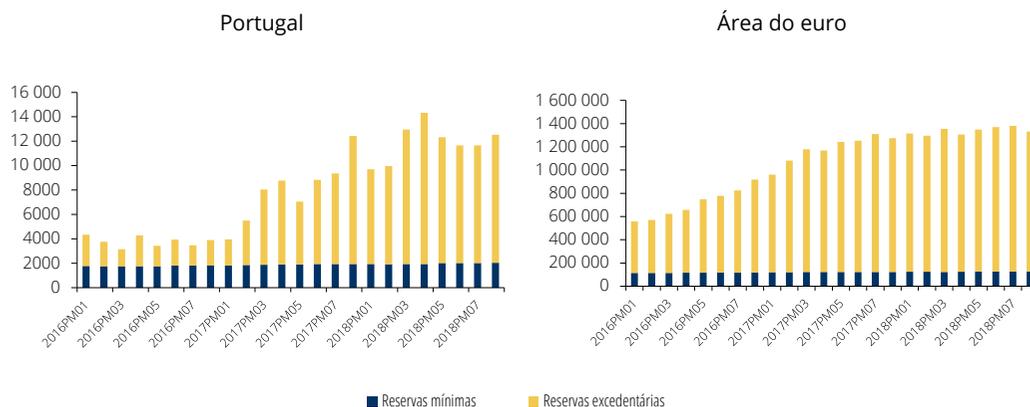
O valor a cumprir por cada instituição resulta da aplicação dos rácios de reservas a rubricas do passivo do respetivo balanço, em final de mês/trimestre (consoante a dimensão da instituição), às quais se aplicam coeficientes de reservas de 0% ou de 1%, em função da sua tipologia e prazo de vencimento.

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

À semelhança do ano passado, o valor de reservas mínimas registou variações marginais durante o ano de 2018. Neste sentido, e comparativamente com 2017, o valor das reservas mínimas aumentou, em média, 87 milhões de euros e 4 mil milhões de euros, respetivamente em Portugal e na área do euro. No final do ano, as reservas mínimas atingiram o valor máximo registado durante o ano, de cerca de 2 mil milhões de euros em Portugal e 127 mil milhões de euros na área do euro.

Relativamente ao aumento do valor total dos depósitos em Portugal, o mesmo é explicado, quase em absoluto, pelo aumento substancial do valor das reservas excedentárias, em particular desde 2017. Tal resulta do aumento do excesso de liquidez do sistema bancário decorrente da implementação de medidas não convencionais de política monetária. Neste sentido, durante 2018, o valor total dos depósitos aumentou, em média, em cerca de 63% em Portugal e em 15% na área do euro, tendo atingido valores máximos, em 2018, de quase 17 mil milhões de euros e 1 440 mil milhões de euros, respetivamente, em Portugal e na área do euro.

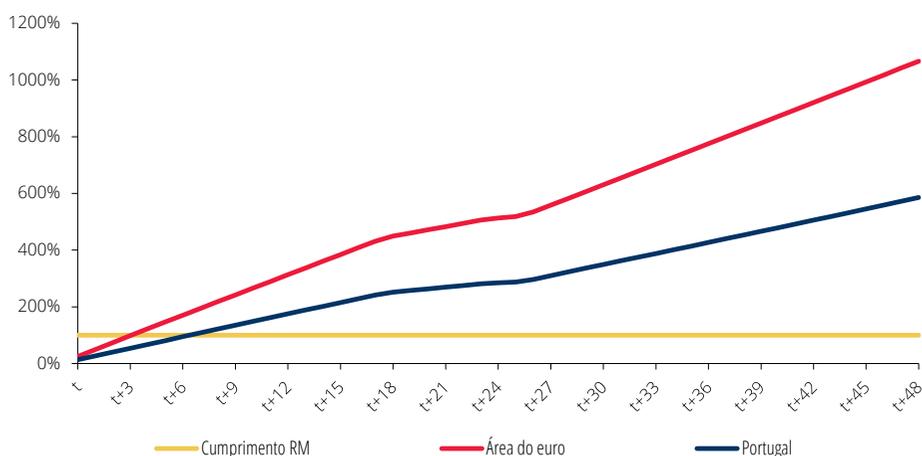
Gráfico 7.1 • Evolução das reservas mínimas e das reservas excedentárias | Em milhões de euros



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

Em 2018, o montante de reservas mínimas obrigatórias em Portugal foi atingido, em média, no sétimo dia do período de manutenção, o que compara com o décimo dia verificado em 2017. Na área do euro, também se verificou uma ligeira antecipação, tendo, diminuído, em média, do quinto dia para o terceiro dia do período de manutenção em 2018. O reduzido número de dias para o cumprimento das reservas mínimas, bem como a respetiva antecipação face a 2017, evidencia o ambiente atual de elevado excesso de liquidez do sistema bancário da área do euro.

Gráfico 7.2 • Evolução do cumprimento, em média, das reservas mínimas ao longo dos períodos de manutenção em 2018 | Em percentagem



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

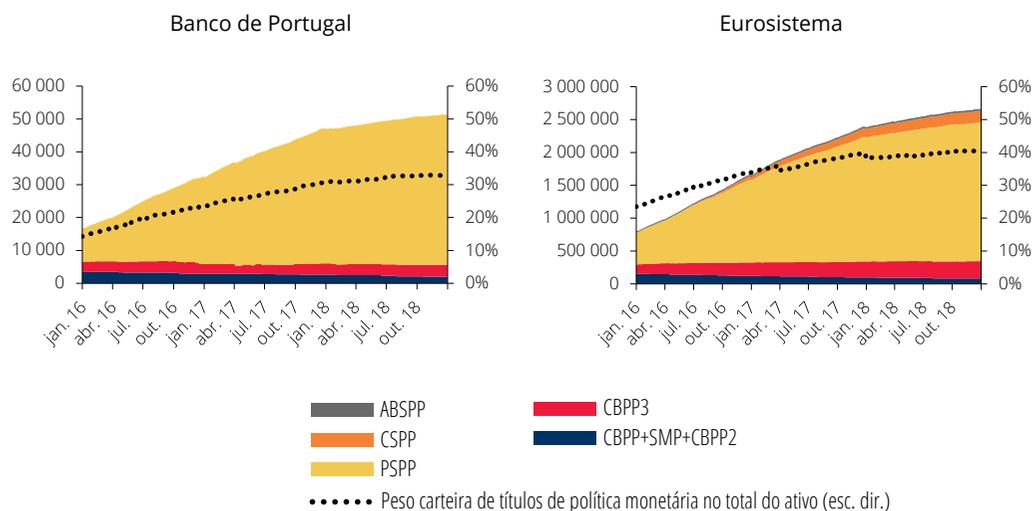
8 Programas de compra de ativos

Nos primeiros três trimestres de 2018 foram adquiridos pelo Eurosistema no âmbito do programa alargado de compra de dívida (APP), em média, 30 mil milhões de euros de ativos por mês. Em outubro de 2018, o ritmo mensal das aquisições líquidas de ativos reduziu-se para 15 mil milhões de euros até ao final de dezembro de 2018, momento em que estas cessaram.

Em termos operacionais, o Banco de Portugal esteve envolvido desde o início nas compras associadas ao PSPP e ao CBPP3, executadas em mercado secundário e também em mercado primário no segundo caso.

No final de 2018, a carteira de títulos adquiridos pelo Banco de Portugal no âmbito do APP (de acordo com o custo de aquisição) representava cerca de 50,3 mil milhões de euros (dos quais 46,6 mil milhões de euros correspondem ao programa PSPP e 3,7 mil milhões de euros ao CBPP3). Adicionalmente, no final de 2018 os programas (já concluídos) CBPP1, CBPP2 e SMP totalizavam 1,8 mil milhões de euros.

Gráfico 8.1 • Programas de compra de ativos nos balanços do Banco de Portugal e do Eurosistema | Em milhões de euros e em percentagem



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

Em dezembro de 2018 o BCE confirmou o final da fase de compras líquidas do APP e reafirmou as suas intenções sobre a duração da futura fase de reinvestimentos (ver Caixa 3).

Caixa 3 • Fase de reinvestimentos do APP

Em janeiro de 2019 iniciou-se a fase de reinvestimentos do APP, que visa manter o saldo de compras acumulado atingido no final de 2018 em cada um dos programas. Deste modo, será reinvestido, na totalidade, o valor nominal dos títulos vencidos adquiridos no âmbito do APP, por um período de tempo que se irá estender para além do início do aumento das taxas de juro oficiais do BCE e em qualquer caso enquanto for necessário para manter condições favoráveis de liquidez e um amplo grau de acomodação monetária. Durante esta fase podem ocorrer, por motivos operacionais, desvios temporários limitados na dimensão e na composição do APP.

O Eurosistema manterá o princípio da neutralidade de mercado, através da implementação suave e flexível do programa, com vista a preservar o normal funcionamento dos mercados. Os reinvestimentos dos montantes vencidos serão distribuídos ao longo do ano de modo a assegurar uma presença regular e equilibrada no mercado. Os juros recebidos dos títulos não serão reinvestidos.

Relativamente a cada um dos programas constituintes do APP, foi ainda decidido o seguinte:

Programa de compra de obrigações do setor público (PSPP)

- A composição do PSPP continua a ser determinada pela chave de capital de cada BCN no BCE (a qual reflete a participação de cada BCN no capital do BCE e é determinada em função da quota do respetivo país no total da população e do produto interno bruto da UE).

- Os reinvestimentos serão efetuados em títulos da mesma jurisdição dos que se vencem, considerando um ajustamento gradual de modo a aproximar, ao longo do tempo, o peso das compras líquidas acumuladas em cada jurisdição da respetiva chave de capital. Esta convergência está dependente da disponibilidade de títulos e limites em vigor e calibrada de forma a salvaguardar as condições normais de funcionamento do mercado.
- Não existe qualquer prazo para o vencimento definido como objetivo para os reinvestimentos, não estando igualmente previstas vendas de títulos para rebalancear o PSPP.
- Cada BCN continuará a adquirir exclusivamente ativos de emitentes da sua jurisdição, existindo flexibilidade para escolher entre a aquisição de títulos do governo central, de governos regionais ou de agências públicas.
- Mantém-se a possibilidade de realização de vendas de títulos, por jurisdição, de forma a garantir o cumprimento dos limites em vigor. Estes ajustamentos serão compensados através de aquisições adicionais de outros títulos.
- Os títulos adquiridos no âmbito do PSPP, incluindo na fase de reinvestimentos, continuarão a estar disponíveis para empréstimo, tendo em vista assegurar a liquidez dos mercados de títulos e *repo*, bem como a eficácia global do programa.

Programa de compra de obrigações hipotecárias (CBPP3)

- A capitalização de mercado continuará a ser o princípio orientador para as compras na fase de reinvestimentos. A aquisição de títulos em mercado primário é permitida, na medida do necessário.
- O Conselho do BCE decidiu excluir as obrigações hipotecárias com a característica de *conditional pass-through* das compras na fase de reinvestimentos.

Programa de compra de obrigações de empresas do setor não financeiro (CSPP)

- De momento, não está prevista a participação em mercado primário na fase de reinvestimentos.
- A informação dos títulos em carteira continuará a ser publicada numa base semanal.

Programa de compra de dívida titularizada (ABSPP)

- O reinvestimento do valor nominal dos vencimentos no ABSPP será distribuído ao longo do tempo, em linha com as emissões de mercado e a liquidez do mercado secundário.

8.1 PSPP

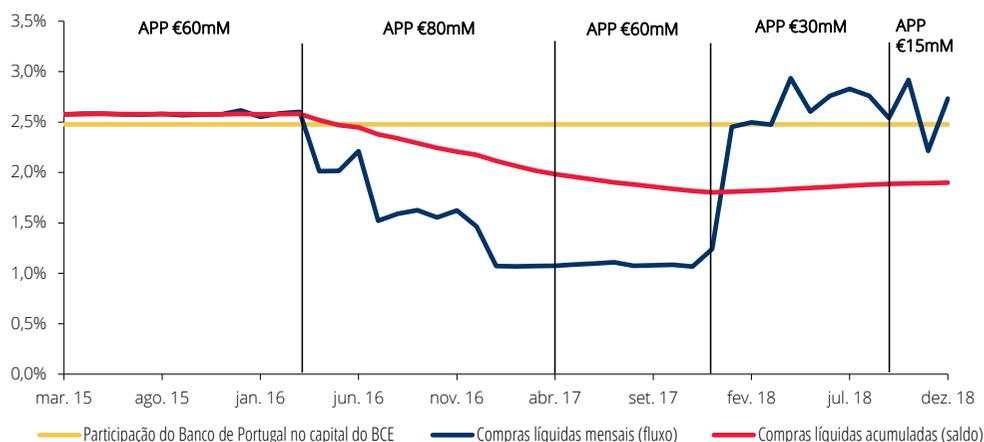
A execução do PSPP rege-se por um conjunto de regras e limites, dos quais se destacam o limite de 33% por emissão e por emitente e os limites de prazo para o vencimento de 1 a 31 anos. Nas emissões de instituições internacionais ou supranacionais localizadas na área do euro o limite de emissão e de emitente é de 50%. No âmbito do PSPP, não são efetuadas compras de ativos no mercado primário, por não serem permitidas ao abrigo do artigo 123º do TFEU. Caso seja necessário podem ser adquiridos títulos com taxa de juro inferior à taxa da facilidade de depósito do BCE, atualmente em -0,40%.

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 (com efeitos a partir de janeiro de 2019, este valor foi ajustado para 2,35%).

Durante o ano de 2018, a proporção média mensal das compras de títulos do setor público português no programa foi de 2,7% (em fluxos), acima da referida chave de capital. Consequentemente a proporção acumulada dos emitentes portugueses no PSPP aumentou de 1,8% para 1,9% (em saldos).

Em 2018, o Banco de Portugal voltou a adquirir apenas títulos do setor público português no âmbito do PSPP, não tendo adquirido dívida emitida por entidades supranacionais.

Gráfico 8.2 • Proporção das compras de títulos do setor público português no total do PSPP | Em percentagem



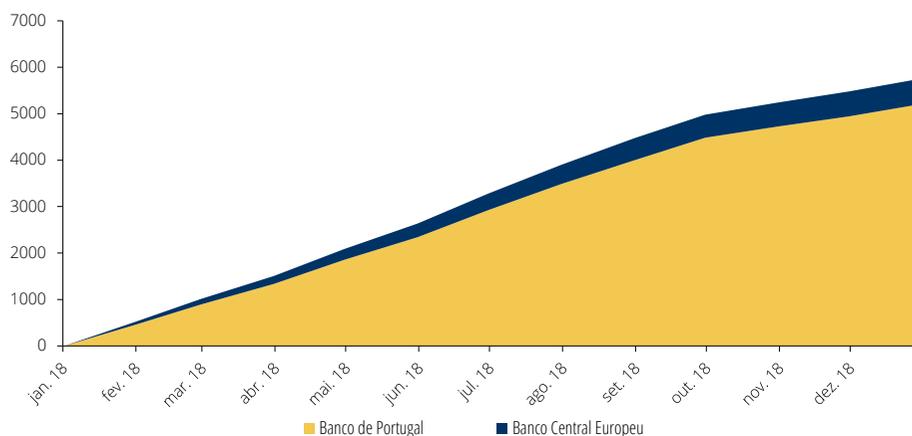
Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal. Nota: valores de final do mês.

Quadro 8.1 • Proporção das compras líquidas acumuladas de títulos de dívida pública no total do PSPP e participação do BCN no capital do BCE | Valores em percentagem

| | AT | BE | CY | DE | EE | ES | FI | FR | GR | IE | IT | LV | LU | LT | MT | NL | PT | SI | SK |
|--|-----|-----|-----|------|-----|------|-----|------|-----|-----|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| Participação no capital do BCE | 2,8 | 3,5 | 0,2 | 25,6 | 0,3 | 12,6 | 1,8 | 20,1 | 2,9 | 1,6 | 17,5 | 0,4 | 0,3 | 0,6 | 0,1 | 5,7 | 2,5 | 0,5 | 1,1 |
| Compras líquidas acumuladas no total do PSPP | 3,0 | 3,8 | 0,0 | 26,7 | 0,0 | 13,4 | 1,7 | 21,7 | - | 1,6 | 18,8 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 5,9 | 1,9 | 0,4 | 0,6 |

Em 2018, o Eurosistema adquiriu 5,8 mil milhões de euros de títulos de dívida pública portuguesa (em termos relativos, -11% face a 2017), tendo sido adquiridos respetivamente 5,2 mil milhões (aumento de 8% face ao ano anterior) e 0,6 mil milhões de euros (diminuição de 65% em relação a 2017) pelo Banco de Portugal e pelo BCE. O Banco de Portugal efetuou 650 operações de compra no PSPP em 2018.

Gráfico 8.3 • Aquisições de títulos do setor público português pelo Banco de Portugal e Banco Central Europeu, montantes acumulados desde o início do ano | Em milhões de euros



Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal. | Nota: Valores de final do mês.

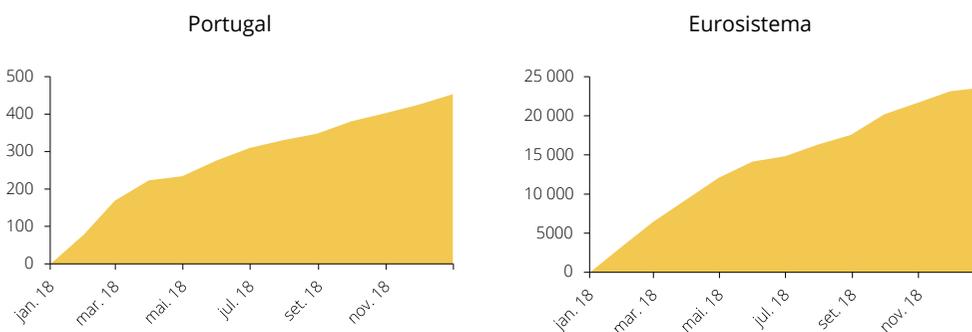
8.2 CBPP3

São passíveis de compra no âmbito do programa de compra de obrigações hipotecárias CBPP3 os títulos desta tipologia elegíveis para garantia de operações de crédito do Eurosistema, não se aplicando neste caso quaisquer limitações em termos de prazo para o vencimento ou montante mínimo de emissão. No conjunto de todos os programas de obrigações hipotecárias existentes, o limite máximo que o Eurosistema pode deter de cada emissão é de 70%, em função do risco de crédito da emissão/emitente.

Em 2018 o Eurosistema realizou compras líquidas de obrigações hipotecárias no montante de 23,6 mil milhões de euros (-40,1% face a 2017). As compras efetuadas pelo Banco de Portugal ascenderam a 0,5 mil milhões de euros (-61,5% face a 2017), tendo sido realizadas 239 operações.

Ao contrário do que se verificou no ano anterior, o Banco de Portugal não efetuou qualquer compra no âmbito do CBPP3 em mercado primário.

Gráfico 8.4 • Aquisições para o CBPP3 pelo Banco de Portugal e Eurosistema, montantes acumulados desde o início do ano | Em milhões de euros



Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal. | Nota: valores de final do mês.

8.3 CSPP e ABSPP

A execução do programa de compras de obrigações de empresas do setor privado não-financeiro (CSPP) é realizada por um conjunto restrito de BCN. O Banco Central da Bélgica, além do seu próprio mercado, ficou responsável por operacionalizar a implementação do CSPP em mais oito jurisdições, entre as quais se inclui o mercado português.

Durante 2018 efetuaram-se três emissões em mercado primário de ativos elegíveis para o CSPP realizadas por emitentes nacionais. O Eurosistema realizou compras líquidas deste tipo de ativo no montante de 47,8 mil milhões de euros (o que representa um decréscimo de 41,4% face ao ano anterior).

De igual forma, a execução do programa de compras de dívida titularizada (na sigla inglesa, ABSPP - *Asset-backed Securities Purchase Programme*) é realizada por um conjunto restrito de BCN, estando o Banco de França responsável pela compra dos títulos cujos ativos subjacentes são portugueses. O Eurosistema realizou compras líquidas de ABS no montante de 2,5 mil milhões de euros (aproximadamente o mesmo que em 2017).

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 e CSPP estão disponíveis para operações de empréstimo (em inglês, *securities lending*), realizadas de forma descentralizada pelos 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.

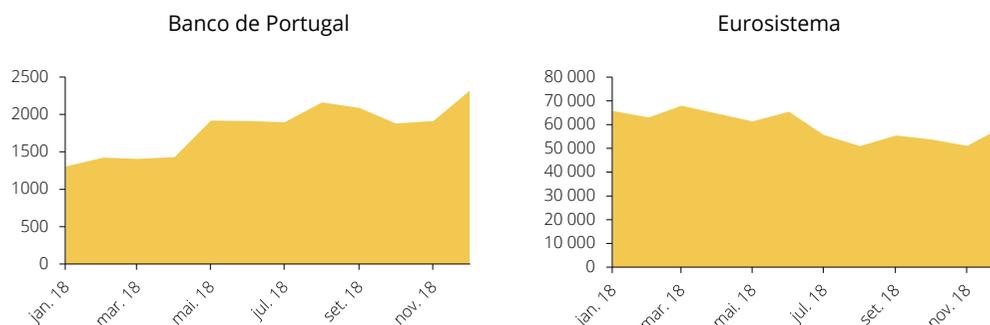
O empréstimo dos títulos é efetuado contra o recebimento de outros títulos ou de numerário. Neste último caso, existe um limite global para o Eurosistema, atualmente definido em 75 mil milhões de euros. Cada BCN central pode determinar os seus parâmetros para as operações de empréstimo, tais como, os títulos aceites como garantia, o preço, prazo e *haircuts* das operações e os critérios de elegibilidade das contrapartes. Esta flexibilidade permite que os bancos centrais se adaptem às práticas e infraestruturas dos seus mercados nacionais.

Os BCN também podem disponibilizar os títulos detidos nos programas CBPP3 e ABSPP. Por questões operacionais e de eficiência, a disponibilização para empréstimo dos títulos destes dois programas não é obrigatória.

Os títulos adquiridos pelo Banco de Portugal no âmbito do PSPP e CSPP estão disponíveis para empréstimo, tal como acontece com os títulos anteriormente adquiridos no âmbito do SMP, através das plataformas da Euroclear Bank SA (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 2018 pelo Banco de Portugal atingiu a média mensal de 1,8 mil milhões de euros (aumento de 0,7 mil milhões de euros relativamente a 2017), tendo os títulos de dívida pública representado em média cerca de 63% (aumento de 8 p.p. face ao ano anterior) deste montante. O remanescente diz respeito a títulos supranacionais.

Gráfico 8.5 • Montante mensal médio de títulos emprestados 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

Em 2018, a composição do balanço do Banco de Portugal manteve-se relativamente em linha com a observada no ano anterior (Quadro 9.1).

Do lado do ativo, a rubrica com maior peso (32%) é a de “Títulos detidos para fins de política monetária”, que reflete as aquisições efetuadas pelo Banco de Portugal no âmbito dos diferentes programas do Eurosistema de compra definitiva de títulos (Capítulo 8). A rubrica de “Financiamento de política monetária às instituições de crédito”, que engloba a forma convencional do Banco de Portugal ceder liquidez, ou seja, através de operações de política monetária reversíveis (i.e. não definitivas) reduziu o seu peso no total do ativo (de 16% para 13%), em parte devido ao decréscimo do montante vivo neste tipo de operações (Capítulo 5). A rubrica de “Ativos sobre o Eurosistema” continuou a apresentar, tal como em 2017, um peso relevante no total do balanço do Banco de Portugal (29%). Esta rubrica reflete, essencialmente, os ajustamentos às notas em circulação, ou seja, a diferença entre o montante de notas em circulação que o Banco de Portugal deve registar em balanço de acordo com a sua quota no total do Eurosistema e o valor das notas colocadas em circulação pelo Banco de Portugal deduzido do valor das notas por si recolhidas.

Do lado do passivo do balanço do Banco de Portugal, em 2018 a rubrica com maior peso continuou a ser a das “Responsabilidades para com o Eurosistema (TARGET)” que representa mais de 50% do total. Esta rubrica reflete a responsabilidade do Banco de Portugal face ao BCE resultante da realização de pagamentos transfronteiriços em euros através do sistema de pagamentos TARGET2. Tal como verificado no ano anterior, em 2018 a rubrica de “Notas em circulação” é a segunda mais relevante em termos de peso no total (17%).

Por sua vez, os agregados de “outros ativos/passivos não relacionados com a política monetária” apresentam relevância quer do lado do ativo, quer do lado do passivo do balanço do Banco de Portugal, representando, respetivamente, 17% e 14% do total, em 2018. Estes agregados incluem, entre outros, alguns dos chamados fatores autónomos de liquidez, ou seja, itens não diretamente

relacionados com a política monetária mas que afetam a posição de liquidez do sistema bancário. Os fatores autónomos distribuem-se por vários dos agregados de balanço apresentados no Quadro 9.1. Em concreto, são fundamentalmente os seguintes: i) notas em circulação; ii) depósitos do setor público; iii) ativos de investimento do banco central não relacionados com a política monetária, que incluem as reservas de ouro e as carteiras de investimento em euros e em moeda estrangeira (incluídas no item “outros ativos não relacionados com a PM”); e iv) outros fatores.

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

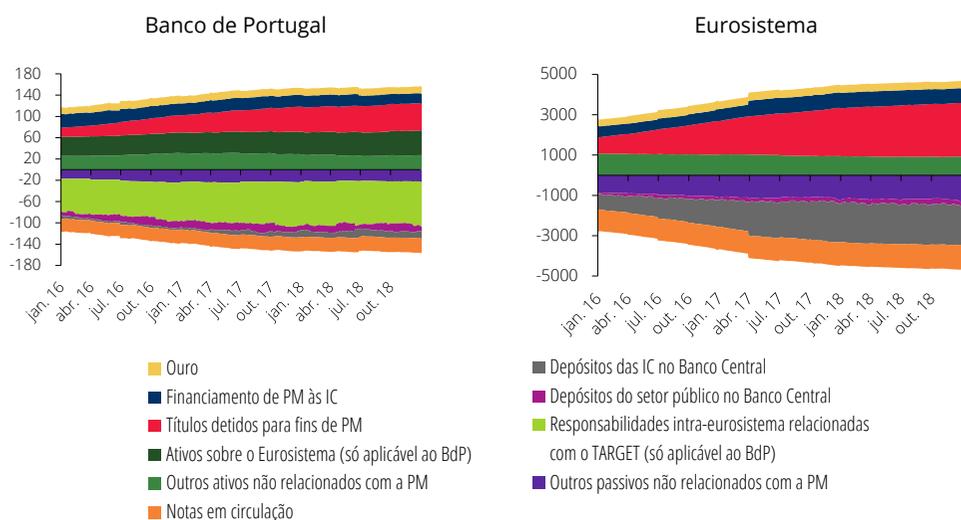
| Ativo | 2017 | | 2018 | | Passivo | 2017 | | 2018 | |
|---|------|-------|------|-------|---|------|-------|------|-------|
| | % | Saldo | % | Saldo | | % | Saldo | % | Saldo |
| Ouro | 9% | | 9% | | Notas em circulação | 17% | | 17% | |
| Financiamento de PM às IC | 16% | | 13% | | Depósitos das IC no Banco Central | 5% | | 8% | |
| Títulos detidos para fins de PM | 27% | | 32% | | Depósitos do setor público no Banco Central | 9% | | 8% | |
| Ativos sobre o Eurosistema | 27% | | 29% | | Responsabilidades para com o Eurosistema (TARGET) | 53% | | 53% | |
| Outros ativos não relacionados com a PM | 21% | | 17% | | Outros passivos não relacionados com a PM | 16% | | 14% | |

Fonte: Banco de Portugal.

A detenção, pelo Banco de Portugal, de ativos financeiros não relacionados com a política monetária está condicionada ao limite estabelecido no Acordo sobre Ativos Financeiros Líquidos (AFL) celebrado entre os BCN da área do euro e o BCE. Todos os fatores autónomos, à exceção das notas em circulação, contam para o valor dos AFL. Em 2018, o saldo médio de AFL do Banco de Portugal foi de cerca de 6,4 mil milhões de euros, valor que compara com 8,1 mil milhões de euros em 2017.

A evolução dos balanços do Banco de Portugal e do Eurosistema é apresentada no Gráfico 9.1. No final de 2018, o balanço do Banco de Portugal ascendeu a cerca de 157 mil milhões de euros, valor que corresponde ao máximo histórico verificado e que representa um aumento de aproximadamente 3% face ao final de 2017. No caso do Eurosistema, o valor do balanço aumentou cerca de 5% face a 2017, para o máximo histórico de 4700 mil milhões de euros.

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.

Tal como observado para Portugal, também ao nível do Eurosistema se verificou, do lado do ativo, um aumento do peso da cedência de liquidez através das operações definitivas de política monetária (programas de compra de ativos) em detrimento do peso das operações reversíveis de política monetária. No lado do passivo, tal como em Portugal, a estrutura manteve-se semelhante à de 2017. Ao nível do Eurosistema, a rubrica “Depósitos de instituições de crédito no Banco Central”, onde se incluem as contas correntes dos bancos junto dos BCN e o recurso à facilidade permanente de depósito, continuou a ser a mais representativa.

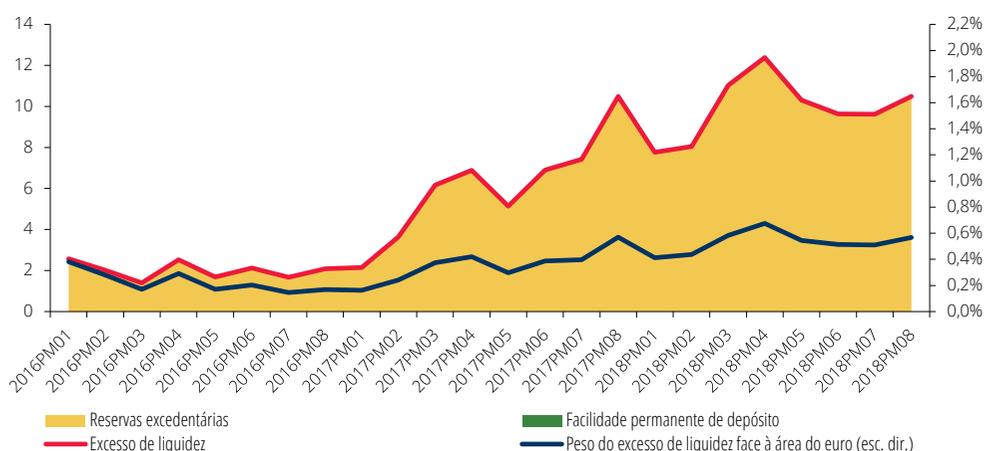
9.2 Excesso de liquidez

O excesso de liquidez é definido como a soma das reservas excedentárias (i.e. valor depositado pelas instituições de crédito nas suas contas junto dos BCN acima do valor das reservas mínimas a cumprir) e do recurso à facilidade permanente de depósito líquido do recurso à facilidade permanente de cedência de liquidez. Devido à condução dos programas de compra de ativos do BCE, o excesso de liquidez no Eurosistema aumentou consideravelmente a partir de 2015.

No final de 2018, a média do excesso de liquidez em Portugal ascendeu a cerca de 10 mil milhões de euros. Apesar do valor observado no final do ano ser idêntico ao verificado no final do ano anterior, o excesso de liquidez atingiu o máximo histórico em Portugal em meados de 2018, tendo ultrapassado 12 mil milhões de euros (Gráfico 9.2). Contudo, a redução das operações de política monetária reversíveis, sobretudo devido aos reembolsos das TLTRO, bem como a maior absorção de liquidez por via dos fatores autónomos contribuíram para a redução do excesso de liquidez no segundo semestre, que acabou por se fixar, no final do ano, num valor em linha com o verificado no final de 2017.

O peso do excesso de liquidez em Portugal face ao conjunto da área do euro foi, em média, de 0,5% em 2018, valor semelhante ao observado no final de 2017.

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, Banco de Portugal e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: Valores médios por período de manutenção de reservas mínimas. Valores da facilidade permanente de depósitos líquidos da facilidade permanente de cedência de liquidez.

Desde 2012, a facilidade permanente de depósito e as reservas excedentárias são remuneradas à mesma taxa¹¹, pelo que a distribuição do excesso de liquidez entre as duas componentes se deve apenas à preferência das contrapartes. Em Portugal, em 2018, as reservas excedentárias representaram a quase totalidade do excesso de liquidez, uma vez que o recurso à facilidade permanente de depósito foi praticamente nulo. Esta situação é semelhante à observada em 2017. Já ao nível do Eurosistema, as contrapartes mantiveram, em média, cerca de 35% do excesso de liquidez na facilidade permanente de depósito durante o ano de 2018 (36% em 2017). O uso da facilidade permanente de depósito pode ser explicado pelas razões já mencionadas na secção 5.2.

10 Desenvolvimentos no Mercado Monetário

10.1 Atividade em Portugal

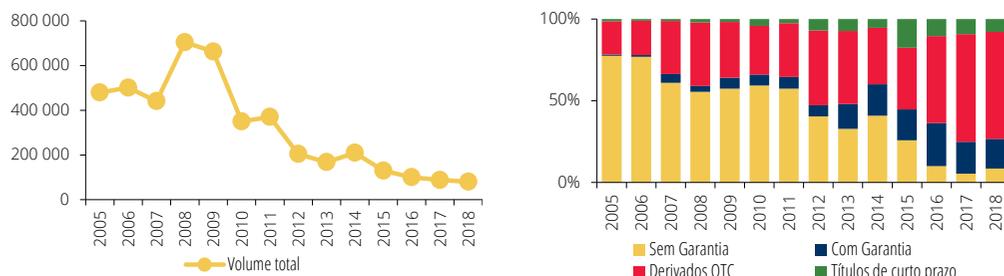
Até 2015, o Eurosistema realizava anualmente um inquérito aos principais bancos da área do euro sobre a atividade no mercado monetário no segundo trimestre do ano. Com a introdução do *Money Market Statistical Reporting* (MMSR) (ver Caixa 4), este inquérito foi descontinuado pelo Eurosistema. Contudo, o Banco de Portugal continuou a realizar este questionário às instituições portuguesas, tendo em vista a recolha de todas as suas transações em euros no mercado interbancário e que estejam registadas no próprio balanço¹².

A evolução do mercado monetário em Portugal em 2018 continuou a ser caracterizada por uma situação de excesso de liquidez e de alguma fragmentação nos mercados. Durante o segundo trimestre do ano, o montante total transacionado pelas instituições portuguesas¹³ seguiu a tendência decrescente dos últimos anos, atingindo um novo mínimo no período em análise. Registou-se um aumento significativo na atividade do mercado sem garantia embora os segmentos de derivados OTC e com garantia continuem a ser os preferidos pelas instituições portuguesas. Adicionalmente, verificou-se um aumento das transações com contrapartes domésticas, em detrimento de contrapartes do resto da área do euro.

11. A taxa de remuneração das reservas excedentárias é a taxa da facilidade permanente de depósito quando esta é igual ou inferior a zero. Caso a taxa da facilidade permanente de depósito seja positiva, as reservas excedentárias são remuneradas à taxa zero. Vide Decisão BCE/2014/23 de 5 de junho de 2014.

12. Neste inquérito para o segmento com garantia também são consideradas as transações conduzidas com Contrapartes Centrais (na sigla inglesa CCP, *Central Counterparties*).

13. 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.

Gráfico 10.1 • Volume total e distribuição por segmento de mercado | Em milhões de euros e em percentagem

Fonte: Banco de Portugal.

O volume total do segmento sem garantia ascendeu a 7 mil milhões de euros em 2018, contrariando a tendência decrescente verificada até 2017. Este aumento relativamente a 2017 deveu-se sobretudo ao aumento do montante de cedência de fundos, o qual representa 89% do total da atividade no mercado sem garantia. No que diz respeito à estrutura por prazos, é de realçar o aumento muito significativo do peso do volume de transações no prazo *overnight*, de 34% para 75% do total das transações sem garantia.

Em relação ao segmento com garantia, o volume total ascendeu a 14,5 mil milhões de euros em 2018. As operações de obtenção de liquidez continuam a ser as que mais pesam no segmento com garantia, representando 96% deste tipo de transações, embora o seu volume tenha diminuído face a 2017. As transações com prazos até um mês aumentaram significativamente, de 57% para 86%, sobretudo devido às operações de obtenção de liquidez. Salienta-se a reduzida atividade entre instituições portuguesas no mercado com garantia.

O volume total do segmento de derivados OTC ascendeu a 52,4 mil milhões de euros em 2018, sobretudo através do recurso a *foreign exchange swaps*.

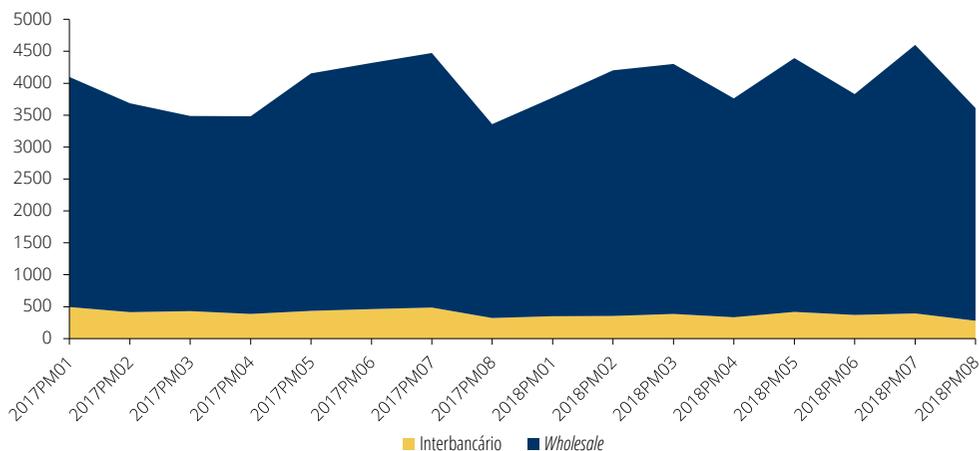
O montante total transacionado em operações *outright* no segmento de títulos de curto prazo totalizou cerca de 6 mil milhões de euros em 2018, correspondendo na quase totalidade a títulos de dívida pública.

10.2 Atividade na área do euro

Considerando os dados do *Money Market Statistical Reporting* (MMSR), o montante total transacionado pelos bancos da área do euro nas operações de obtenção de liquidez no segmento sem garantia, com contrapartes do mercado *wholesale*¹⁴, diminuiu ligeiramente no último período de manutenção em relação ao primeiro período de manutenção de 2018. Adicionalmente, cerca de metade do montante de obtenção de fundos no mercado *wholesale* é feita nos prazos mais curtos (*Overnight, Tom-Next, Spot Next*).

14. O mercado *wholesale* corresponde a transações com contrapartes de todos os sectores de atividade, exceto particulares e instituições sem fins lucrativos ao serviço dos particulares.

Gráfico 10.2 • Volume de obtenção de liquidez no mercado *wholesale* e interbancário no segmento sem garantia | Em mil milhões de euros

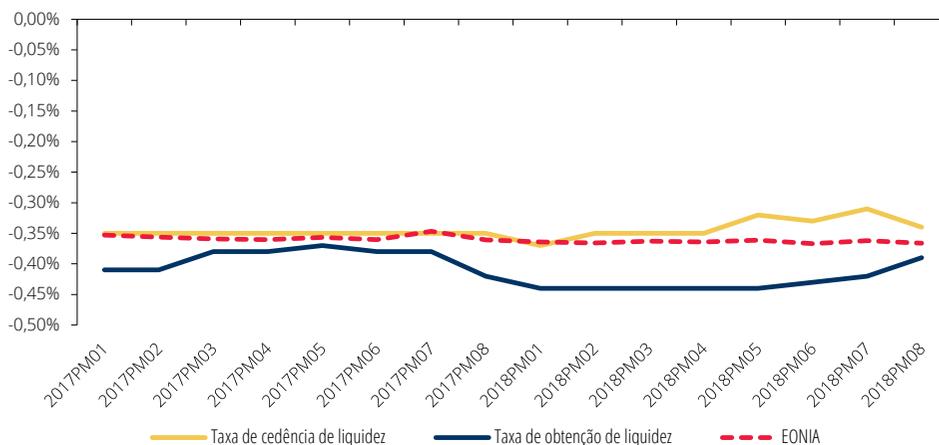


Fonte: Banco Central Europeu.

No segmento sem garantia, o mercado interbancário observou uma diminuição dos montantes totais reportados, motivada principalmente pelo crescente excesso de liquidez no sistema bancário da área do euro. Como visto anteriormente, esta tendência é contrária à verificada no caso dos bancos portugueses. No último período de manutenção de 2018, o montante nas operações de obtenção de liquidez no segmento interbancário representava 54% do total das transações realizadas neste segmento. No que diz respeito à estrutura por maturidades, observa-se que as transações com prazos mais curtos têm uma importância primordial.

Ao longo do período analisado, considerando apenas as transações *overnight*, o *spread* da taxa média ponderada das transações de cedência de liquidez face à taxa média ponderada das transações de obtenção de liquidez aumentou ao longo de 2018 no segmento sem garantia no mercado interbancário. Contudo, no último período de manutenção de 2018, que compreende o efeito de final do ano, assistiu-se a uma compressão do *spread*. No caso das operações de cedência de liquidez, a taxa média ponderada foi sempre superior à taxa da facilidade de depósito e com valores próximos da EONIA, apesar do *spread* face à EONIA ter aumentado nos últimos períodos de manutenção. Relativamente às transações de obtenção de liquidez, verifica-se que, em geral, a taxa média ponderada se situou em níveis inferiores à taxa da facilidade de depósito. Esta situação poderá ser explicada, entre outros fatores, pelo facto de se estarem a considerar bancos de fora da área do euro que não têm acesso à facilidade de depósito do Eurosistema e obrigações contratuais face a clientes que requerem que as instituições de crédito façam depósitos noutras instituições de crédito noutro país da área do euro, mesmo com taxas mais penalizadoras.

Gráfico 10.3 • Taxas do segmento sem garantia, no mercado interbancário com prazo *overnight* | Em percentagem



Fonte: Banco Central Europeu.

Caixa 4 • Money Market Statistical Reporting

O MMSR é uma plataforma de reporte estatístico de todas as transações diárias realizadas no mercado monetário da área do euro. O Regulamento do MMSR (UE n.º 1333/2014) entrou em vigor a 1 de janeiro de 2015, tendo a recolha de dados começado a 1 de julho de 2016. O BCE divulga os dados agregados do MMSR desde 21 de novembro de 2017.

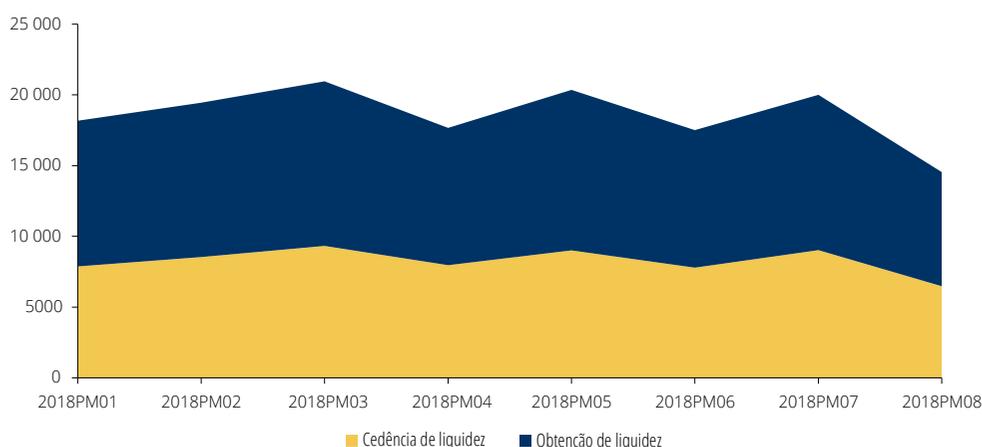
Numa primeira fase, participam no MMSR 50 bancos de 10 países da área do euro (Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Holanda, Irlanda e Itália). Estes 50 bancos foram selecionados com base no total do ativo e representam cerca de 80% da atividade do mercado monetário. De forma a alcançar uma representação total da área do euro, está a ser desenvolvida uma segunda fase do MMSR, cuja entrada em vigor está prevista para 2021, na qual participarão bancos portugueses.

A base de dados do MMSR permite uma melhor perceção do funcionamento do mercado monetário, em particular do acesso dos bancos aos vários segmentos de mercado. O MMSR inclui informação individual de cada transação em quatro segmentos de mercado monetário: mercado sem garantia, mercado com garantia, *foreign exchange swaps* (FX swaps) e *overnight index swaps* (OIS), tanto para as transações de cedência como de obtenção de liquidez, com prazos que variam desde *overnight* a 1 ano.

Adicionalmente, o MMSR fornece informação que permite avaliar o funcionamento do mecanismo de transmissão da Política Monetária, bem como as expectativas de mercado sobre o futuro das taxas oficiais do Eurosistema. Atualmente, alguma informação do MMSR sobre o mercado com e sem garantia é divulgada de forma agregada pelo BCE, assim como informação relativa à taxa de juro de curto prazo do Euro (pré-€STR). De salientar que a informação do MMSR servirá de base para o cálculo desta taxa quando a mesma estiver em produção.

No segmento com garantia os montantes reportados com contrapartes *wholesale* são superiores aos do segmento sem garantia, considerando tanto as transações de cedência de liquidez como as de obtenção de liquidez. Face ao primeiro período de manutenção de 2018, houve uma diminuição dos montantes reportados, principalmente motivada pelo efeito de final de ano. O final de ano corresponde a uma data de reporte de dados prudenciais para as instituições financeiras da área do euro, pelo que estas instituições tendem a diminuir a atividade no mercado monetário. No último período de manutenção de 2018, tal como em Portugal, a maioria das transações do mercado com garantia reportadas pelos bancos do MMSR foram de obtenção de liquidez (cerca de 54%).

Gráfico 10.4 • Volume no mercado *wholesale* no segmento com garantia |
Em mil milhões de euros

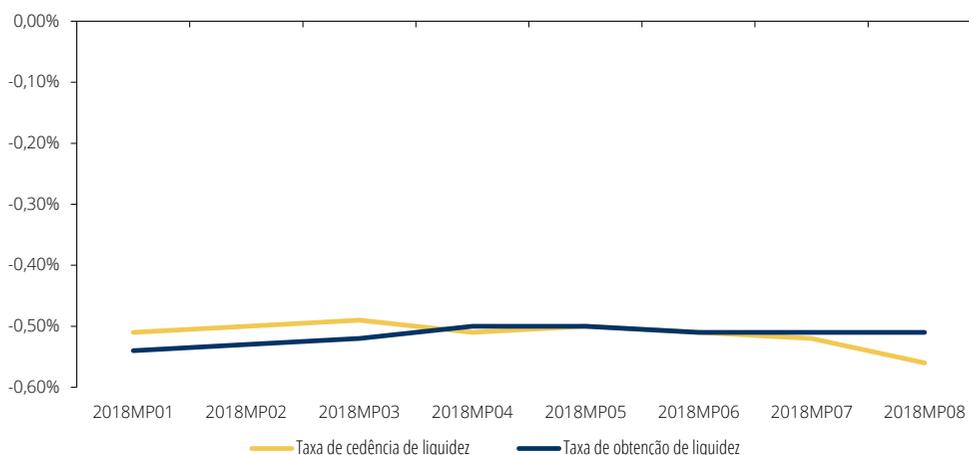


Fonte: Banco Central Europeu.

Tal como acontece com o mercado sem garantia, no mercado com garantia a maioria das transações são realizadas por prazos mais curtos, tanto nas operações de cedência como nas operações de obtenção de liquidez.

As taxas no segmento com garantia foram em 2018, em média, inferiores à taxa da facilidade de depósito, evidenciando que este segmento de mercado é motivado principalmente pela procura de ativos de garantia (*collateral-driven*) e não por questões de necessidade de financiamento. É possível observar-se um aumento das taxas de obtenção de liquidez ao longo de 2018, face a uma diminuição das taxas reportadas nas transações de cedência de liquidez. No último período de manutenção de 2018, que compreende o efeito final de ano, é possível observar-se uma diminuição da taxa média praticada nas transações de cedência de liquidez (operações em que o banco que reporta cede liquidez e recebe os ativos de garantia).

Gráfico 10.5 • Taxas do segmento com garantia, no mercado *wholesale* com prazo *overnight* | Em percentagem



Fonte: Banco Central Europeu.

10.3 Reforma das taxas de referência do euro

A relevância das taxas de juro de referência do euro assenta essencialmente em quatro pilares:

- Estabilidade e integridade dos mercados financeiros, na medida em que são consideradas como referência para obrigações, securitizações e produtos estruturados e como medida de *performance* dos fundos de investimento. Adicionalmente, são ainda utilizadas em derivados financeiros e como valorização de rubricas do balanço;
- Economia real, atendendo a que são utilizadas como referência para empréstimos a empresas e, em particular, PME;
- Mercado de retalho, como taxa de referência para os empréstimos hipotecários, com particular relevância para Portugal;
- Política monetária, onde desempenham um papel crucial na operacionalização e transmissão da política monetária do BCE.

Atualmente existem duas taxas de juro de referência do euro que são amplamente usadas nos mercados financeiros:

| EURIBOR (<i>Euro Interbank Offered Rate</i>) | EONIA (<i>Euro Overnight Index Average</i>) |
|--|--|
| Mercado monetário interbancário sem garantia | Mercado monetário interbancário sem garantia |
| Baseada em cotações de oferta de fundos | Baseada em transações efetivas de cedência de fundos |
| Painel de 19 bancos | Painel de 28 bancos |
| Prazos: 1s, 1m, 3m, 6m e 12m | Prazo: <i>Overnight</i> |
| Calculadas pela GRSS ¹⁵ | Calculada pelo BCE |

Ao longo dos últimos anos diversos problemas têm afetado as taxas de juro de referência em diversas jurisdições. Em concreto na área do euro, os recentes escândalos de manipulação das

15. Significa “*Global Rate Set Systems*”.

taxas LIBOR e EURIBOR, em conjunto com a redução considerável do painel de bancos da EONIA e da EURIBOR e a diminuição do volume do mercado monetário interbancário sem garantia levou a que se tornasse imperativa uma reforma destas taxas de referência.

Deste modo, em junho de 2016, a *EU Benchmark Regulation* (BMR) publicou um quadro comum para assegurar que as taxas de juro de referência cumprem determinados requisitos que garantam a sua fiabilidade e eficiência bem como protejam o consumidor e investidor. Este regulamento entrou em vigor em janeiro de 2018, sendo os seus requisitos vinculativos a partir de 1 de janeiro de 2020 e apenas as taxas de juro de referência do euro que cumpram com este regulamento poderão ser utilizadas em novos contratos ou instrumentos financeiros.

Face ao anteriormente exposto, o BCE anunciou, em setembro de 2017, o desenvolvimento de uma nova taxa de juro de referência do euro, designada por €STR (*Euro Short-Term Rate*). Esta taxa será baseada inteiramente em informação já disponível no BCE através do reporte estatístico relativo às transações diárias do mercado monetário da área do euro, designado por MMSR (ver Caixa 4). Adicionalmente, e após uma consulta com os membros do painel da EONIA, o EMMI que é o administrador da EONIA, anunciou, em fevereiro de 2018, que não iria alterar a metodologia da EONIA, inviabilizando assim a sua utilização em novos contratos a partir de 1 de janeiro de 2020.

A decisão do BCE em publicar a €STR tinha como principal objetivo providenciar o mercado com uma taxa de referência relevante para o mercado que fosse calculada, de forma robusta, com transações efetivas suficientes¹⁶. Para o efeito, durante o processo de desenho da €STR foram discutidas várias possibilidades, tendo o BCE efetuado duas consultas públicas¹⁷ com o intuito de reunir a opinião dos diferentes participantes do mercado financeiro sobre as características e metodologia desta nova taxa.

A metodologia da €STR foi então publicada pelo BCE em junho de 2018, estando as principais diferenças entre a €STR e a EONIA sintetizadas na seguinte tabela:

| Características | EONIA | €STR |
|-------------------------------|-----------------------|--------------------------|
| Segmento do Mercado Monetário | Sem garantia | Sem garantia |
| Tipo de operação | Cedência de fundos | Obtenção de fundos |
| Contrapartes | Mercado Interbancário | Mercado <i>Wholesale</i> |
| Nº de bancos participantes | 28 | 50 |
| Maturidade | <i>Overnight</i> | <i>Overnight</i> |
| Cálculo | Média Ponderada | Média aparada a 25% |
| Hora de publicação | Dia T às 18:45h CET | Dia T+1 até às 9:00 CET |
| Agente calculador | BCE | BCE |
| Administrador | EMMI | BCE |

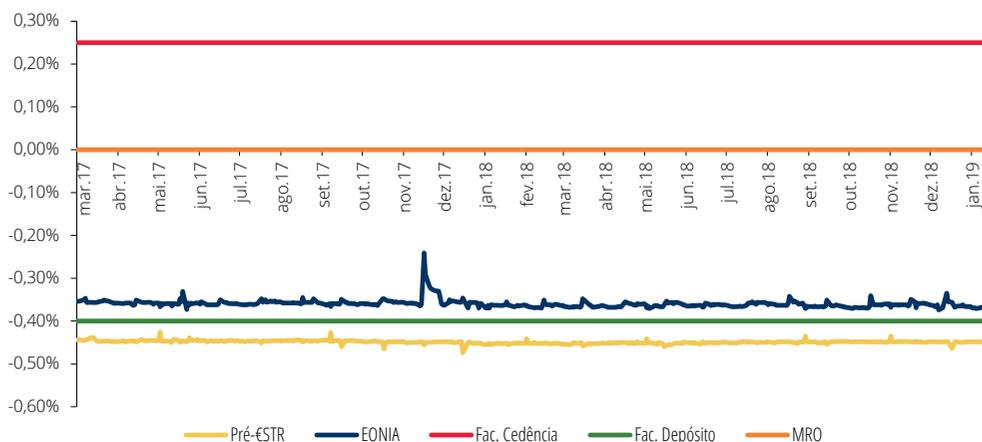
Se, por um lado, a €STR tem semelhanças com a EONIA, por serem ambas taxas do mercado sem garantia com o prazo *overnight*, por outro lado tem diferenças significativas. A €STR é uma taxa de obtenção de fundos não só no mercado interbancário mas também junto de outras entidades financeiras que não bancos, como sejam, seguradoras, fundos de pensões, sociedades gestoras de ativos, etc. Com esta alteração foi possível aumentar de forma significativa o volume reportado (Gráfico 10.7), e neste sentido, refletir de forma mais fidedigna as reais necessidades de financiamento dos bancos que reportam no âmbito do MMSR.

Em resultado do aumento do leque de contrapartes e do número de bancos a fornecer informações sobre as suas transações, a taxa €STR apresenta uma menor volatilidade do que a EONIA, tanto em termos de volume transacionado como de nível de taxas.

16. Tal como definido pelos princípios da IOSCO, que estabelecem as melhores práticas de mercado para a produção de uma taxa de referência.

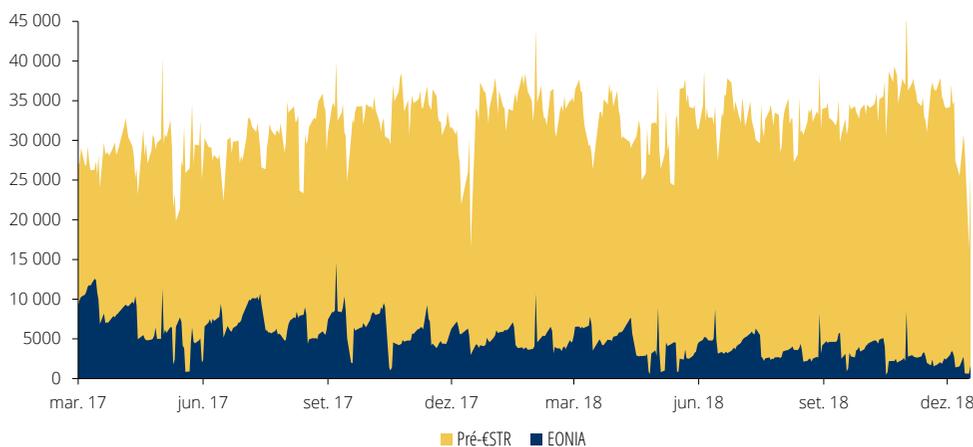
17. Consultar *Primeira consulta pública* e *Segunda consulta pública*.

Gráfico 10.6 • Evolução das taxas da Pré-€STR, EONIA, Facilidades Permanentes e MRO | Em percentagem



Fontes: Banco Central Europeu e EMMI.

Gráfico 10.7 • Evolução do volume da Pré-€STR e EONIA | Em milhões de euros



Fontes: Banco Central Europeu e EMMI.

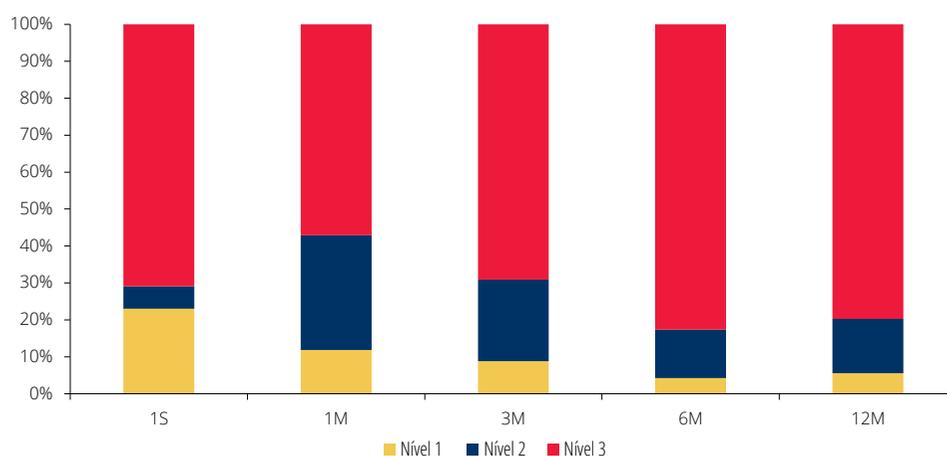
Em paralelo com estas iniciativas, foi constituído um grupo de trabalho designado por *Working Group on Risk Free Rates*¹⁸, que tinha como objetivo identificar e recomendar alternativas às atuais taxas de juro de referência do euro. Este grupo analisou três possíveis candidatas a taxa de juro sem risco do euro, nomeadamente a €STR, a *GC Deferred Rate* e a *Repo Funds Rate*, tendo sido escolhida a €STR, conforme anunciado, a 13 de setembro de 2018. Este grupo está atualmente a estudar, entre outros assuntos, as diferentes possibilidades de transição da EONIA para a €STR de forma a garantir uma transição com menor impacto possível no mercado, sendo que as principais conclusões deverão ser publicadas antes do início da publicação da €STR (i.e, antes do dia 1 de outubro de 2019).

18. Este grupo é constituído por diversas instituições de crédito da área do euro, com o apoio do BCE, da *European Securities and Markets Authority* (ESMA), da *Financial Services and Markets Authority* (FSMA) e da Comissão Europeia

Como referido anteriormente, a EURIBOR, tal como se apresenta atualmente, deixará de cumprir com o requerido na BMR a partir de 1 de janeiro de 2020, pelo que, o EMMI, o administrador da EURIBOR, está a trabalhar numa reforma desta taxa. Para tal, apresentou uma proposta de uma metodologia híbrida para o cálculo da EURIBOR que consiste em 3 níveis. Num primeiro nível, considera-se as taxas das transações para cada prazo, que se realizaram no dia TARGET anterior à publicação; o segundo nível é baseado em transações de todo o espectro dos prazos e relativas aos dias TARGET mais próximos; e, por fim, no terceiro nível as contribuições são baseadas em transações de mercados correlacionados, utilizando uma combinação de técnicas de modelização e/ou de *expert's judgment*.

Após uma resposta favorável pelos participantes do mercado à primeira consulta pública sobre a metodologia híbrida, o EMMI conduziu uma fase de testes a esta metodologia, de maio de 2018 até julho de 2018. Para todos os prazos publicados é possível verificar que o nível com maior peso para o cálculo da metodologia híbrida é o nível 3 (Gráfico 10.8). Contudo, e com base nos resultados obtidos, o EMMI está confiante de que esta metodologia é mais robusta do que a atual e que cumprirá a BMR. Em 2019, o EMMI pretende solicitar a autorização à autoridade de supervisão (FSMA) para averiguar se esta metodologia cumpre os requisitos da BMR.

Gráfico 10.8 • Contribuição dos níveis da metodologia híbrida para o cálculo da EURIBOR | Em percentagem



Fonte: EMMI.

11 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.º 9/2018 e n.º 10/2018, que alteraram as Instruções n.º 3/2015 e n.º 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 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 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 sobre o processo de designação dos repositórios de dados referentes aos ativos subjacentes aos instrumentos de dívida titularizados;
- 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.

Com entrada em vigor a 1 de outubro de 2018, foram alterados os critérios de elegibilidade relativos à estrutura de taxa de juro dos direitos de crédito na forma de empréstimos bancários.

Adicionalmente, entrou em vigor, a 2 de julho de 2018, a Instrução n.º 13/2018, que alterou a Instrução n.º 10/2015, relativa à caracterização e regulamentação do Sistema de Gestão de Ativos de Garantia e Operações (COLMS), que refletiu neste sistema a obrigatoriedade de constituição de garantias a favor do Banco de Portugal, induzida pela Instrução n.º 8/2018, que regulamenta o Sistema de Compensação Interbancária (SICOL).

Ainda em 2018, iniciou-se o novo processo de revisão anual das orientações que estabelecem as regras e procedimentos aplicáveis à política monetária do Eurosistema, cuja entrada em vigor deverá ocorrer no segundo semestre de 2019.

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>) |
| ACC | Empréstimos bancários adicionais (do inglês <i>additional credit claims</i>) |
| AFL | Ativos financeiros líquidos |
| APP | Programa de compra de ativos alargado (do inglês <i>asset purchase programme</i>) |
| BCE | Banco Central Europeu |
| BCN | Banco central nacional |
| CBPP | Programa de compras 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 compras de obrigações de empresas do setor não financeiro (do inglês <i>corporate sector purchase programme</i>) |
| DFR | Taxa da facilidade de depósito do Eurosistema (do inglês <i>Deposit Facility Rate</i>) |
| EEE | Espaço Económico Europeu |
| EONIA | Taxa EONIA (do inglês <i>Euro OverNight Index Average</i>) |
| FRFA | Leilões de taxa fixa com satisfação integral da procura (do inglês <i>fixed-rate full-allotment</i>) |
| GBP | Libra esterlina (do inglês <i>Great Britain Pound</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 | Yene 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 purchase programme</i>) |
| RFR | Taxa dos acordos de recompra (do inglês <i>repo funds rate</i>) |
| RM | Reservas Mínimas (do inglês <i>Minimum Reserves</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 <i>Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system</i>) |
| 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>) |

