

RELATÓRIO DA IMPLEMENTAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA



2019



BANCO DE
PORTUGAL
EUROSISTEMA

RELATÓRIO DA IMPLEMENTAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

2019



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Lisboa, 2020 • www.bportugal.pt

Índice

Sumário executivo | 9

- 1 Enquadramento da política monetária do Eurosistema | 11
- 2 Decisões de política monetária | 14
- 3 Contrapartes de política monetária | 15
- 4 Operações de política monetária | 17
 - 4.1 Operações de mercado aberto | 17
 - 4.2 Facilidades permanentes | 21
 - Caixa 1 • Operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (TLTRO) | 22
- 5 Ativos de garantia para as operações de crédito do Eurosistema | 24
 - 5.1 Ativos elegíveis | 24
 - 5.2 Utilização de ativos de garantia | 25
- 6 Reservas mínimas | 27
 - Caixa 2 • Introdução do sistema de dois níveis (*tiering*) para a remuneração de reservas excedentárias | 29
- 7 Programas de compra de ativos | 31
 - Caixa 3 • Medidas não convencionais: Programas de compra de ativos | 32
 - 7.1 PSPP | 34
 - 7.2 CBPP3 | 36
 - 7.3 CSPP e ABSPP | 37
 - 7.4 Empréstimo de títulos | 37
- 8 Evolução do balanço do Banco de Portugal e do Eurosistema | 38
 - 8.1 Composição do balanço | 38
 - 8.2 Excesso de liquidez | 40
- 9 Desenvolvimentos no mercado monetário | 41
 - 9.1 Atividade em Portugal | 41
 - 9.2 Atividade na área do euro | 42
 - 9.3 Reforma das taxas de referência do euro | 45
 - Caixa 4 • Lançamento da €STR | 48
- 10 Principais alterações do quadro regulamentar | 51

Índice de gráficos

- Gráfico 3.1 • Número de contrapartes elegíveis, no fim do ano, por instrumento de política monetária | Em unidades | **16**
- Gráfico 4.1 • Evolução do saldo das operações de política monetária | Em milhões de euros | **17**
- Gráfico 4.2 • Montantes colocados e número de contrapartes participantes na MRO | Em milhões de euros e em unidades | **18**
- Gráfico 4.3 • Montantes colocados e número de contrapartes participantes na LTRO a 3 meses | Em milhões de euros e em unidades | **18**
- Gráfico 4.4 • Montantes colocados, montantes reembolsados antecipadamente e número de contrapartes participantes na TLTRO-II | Em milhões de euros e em unidades | **19**
- Gráfico 4.5 • Montantes colocados, e número de contrapartes participantes na TLTRO-III | Em milhões de euros e em unidades | **20**
- Gráfico 4.6 • Montantes colocados e número de contrapartes participantes na USD TAF | Em milhões de dólares norte-americanos e em unidades | **20**
- Gráfico 4.7 • Saldos diários das facilidades permanentes | Em milhões de euros | **21**
- Gráfico C1.1 • Evolução do saldo das TLTRO | Em milhões de euros | **23**
- Gráfico 5.1 • Distribuição, por categoria de ativo, dos títulos elegíveis no quarto trimestre de 2019 | Em percentagem | **25**
- Gráfico 5.2 • Distribuição, por categoria de ativo, da utilização de ativos de garantia | Em milhões de euros | **26**
- Gráfico 6.1 • Evolução das reservas mínimas, total dos depósitos e montante isento | Em milhões de euros | **28**
- Gráfico 6.2 • Evolução do cumprimento das reservas mínimas ao longo do período de manutenção em 2019 | Em percentagem | **28**
- Gráfico C2.1 • Distribuição das instituições de crédito residentes em Portugal pela percentagem utilizada do *tiering*, e evolução do custo e da taxa de juro média implícita dos depósitos das instituições de crédito junto do Banco de Portugal | Em milhões de euros e percentagem | **30**
- Gráfico 7.1 • Saldos das compras de ativos nos balanços do Banco de Portugal e do Eurosistema | Em milhões de euros e em percentagem | **31**
- Gráfico C3.1 • Cronologia dos programas de compras e respetivas compras até dezembro de 2019 | **32**
- Gráfico C3.2 • Operações de crédito e programas de compra de ativos no balanço do Eurosistema | Em mil milhões de euros | **33**
- Gráfico C3.3 • Operações de crédito e programas de compra de ativos no balanço do Banco de Portugal | Em mil milhões de euros | **34**
- Gráfico 7.2 • Proporção das compras de títulos do setor público português | Em percentagem | **35**
- Gráfico 7.3 • Aquisições líquidas 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 | **36**

- Gráfico 7.4 • Aquisições líquidas para o CBPP3 pelo Banco de Portugal e Eurosistema, montantes acumulados desde o início do ano | Em milhões de euros | **36**
- Gráfico 7.5 • Montante mensal médio emprestado pelo Banco de Portugal e Eurosistema | Em milhões de euros | **38**
- Gráfico 8.1 • Evolução dos balanços do Banco de Portugal e do Eurosistema | Em mil milhões de euros | **39**
- Gráfico 8.2 • Evolução do excesso de liquidez em Portugal face ao total da área do euro | Em mil milhões de euros e em percentagem | **40**
- Gráfico 9.1 • Volume total e distribuição por segmento de mercado | Em milhões de euros e em percentagem | **41**
- Gráfico 9.2 • Volume de obtenção de liquidez no mercado *wholesale* e interbancário no segmento sem garantia | Em mil milhões de euros | **42**
- Gráfico 9.3 • Taxas do segmento sem garantia, no mercado interbancário com prazo *overnight* | Em percentagem | **43**
- Gráfico 9.4 • Volume no mercado *wholesale* no segmento com garantia | Em mil milhões de euros | **44**
- Gráfico 9.5 • Taxas do segmento com garantia, no mercado *wholesale* com prazo *overnight* | Em percentagem | **44**
- Gráfico 9.6 • Contribuição dos níveis da metodologia híbrida para o cálculo da taxa | Em percentagem | **46**
- Gráfico 9.7 • Evolução da EURIBOR | Em percentagem | **47**
- Gráfico C4.1 • Evolução das taxas da pré-€STR, €STR, EONIA, facilidades permanentes e operações principais de refinanciamento (MRO) | Em percentagem | **48**
- Gráfico C4.2 • Evolução do volume da pré-€STR, €STR e EONIA | Em milhões de euros | **49**
- Gráfico C4.3 • Evolução da participação na €STR | Em unidades e em percentagem | **50**
- Gráfico C4.4 • Evolução do volume e da taxa €STR | Em mil milhões e em percentagem | **50**

Índice de quadros

Quadro 7.1 • 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 | **35**

Quadro 8.1 • Balanço simplificado do Banco de Portugal | Em percentagem do ativo | **39**

Quadro 9.2 • Metodologia de cálculo da EURIBOR e EONIA | **45**

Quadro C4.1 • Metodologia de cálculo da EONIA e €STR | **49**

Índice de figuras

Figura 1.1 • Estratégia de política monetária | **11**

Figura 1.2 • Mecanismo de transmissão da política monetária convencional | **12**

Figura C1.1 • Metodologia de definição do *benchmark* para os participantes na TLTRO-II | **23**

Figura C2.1 • Regime remuneratório das reservas antes e após a introdução do sistema de *tiering* | **29**

Siglas

ABS	Instrumento de dívida titularizado (do inglês <i>asset-backed security</i>)
ABSPP	Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados (do inglês <i>asset-backed securities purchase programme</i>)
AFL	Ativos financeiros líquidos
APP	Programa de compra de ativos alargado (do inglês <i>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>)
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	Iene japonês (do inglês <i>Japanese yen</i>)
LTRO	Operações de refinanciamento de prazo alargado (do inglês <i>longer term refinancing operations</i>)
MRO	Operações principais de refinanciamento (do inglês <i>main refinancing operations</i>)
OMA	Operações de mercado aberto
OMT	Transações monetárias definitivas (do inglês <i>outright monetary transactions</i>)
OTC	Mercado de balcão (do inglês <i>over-the-counter</i>)
PM	Política monetária
PSPP	Programa de compra de ativos do setor público (do inglês <i>public sector purchase programme</i>)
QE	Expansão monetária (do inglês <i>quantitative easing</i>)
RFR	Taxa dos acordos de recompra (do inglês <i>repo funds rate</i>)
SEBC	Sistema Europeu de Bancos Centrais
SLT	Sistema de liquidação de títulos
SMP	Programa dos mercados de títulos de dívida (do inglês <i>securities market programme</i>)
TAF	Operação de cedência de liquidez em moeda estrangeira (do inglês <i>term auction facility</i>)
TARGET	Sistema de Transferências Automáticas Transeuropeias de Liquidação pelos Valores Brutos em Tempo Real (do inglês <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>)

Sumário executivo

Em 2019, o Banco Central Europeu (BCE) reduziu o nível da taxa de juro da facilidade permanente de depósito de -0,40% para -0,50% e manteve em 0% a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento e em 0,25% a taxa de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez. O BCE comunicou ainda, através da divulgação de indicações sobre a orientação futura da política monetária (*forward guidance*), que as taxas de juro oficiais se manterão nos níveis atuais ou inferiores até que as perspetivas de inflação deem sinais de convergência robusta para um nível suficientemente próximo, mas abaixo, de 2% no seu horizonte de projeção e que essa convergência se tenha refletido consistentemente na dinâmica da inflação subjacente.

No final de 2019, as instituições de crédito que acedem às operações de política monetária (contrapartes) obtiveram liquidez cedida através de operações de refinanciamento no valor de 17,3 mil milhões de euros em Portugal e de 624,2 mil milhões de euros na área do euro. Este montante está concentrado, em ambos os casos, quase em exclusivo nas operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (na sigla inglesa, TLTRO – *targeted longer term refinancing operations*).

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 2019, foi, em média, de 52 mil milhões de euros. No Eurosistema, foram entregues ativos de garantia no valor de 1543 mil milhões de euros. Parte deste valor corresponde a ativos que são considerados elegíveis ao abrigo do quadro temporário mais alargado de ativos elegíveis, estabelecido no contexto da crise financeira e das dívidas soberanas.

Entre janeiro e finais de outubro de 2019, o Eurosistema interrompeu as compras líquidas de ativos no âmbito do programa alargado de compra de ativos (na sigla inglesa, APP – *asset purchase programme*), embora anunciando que continuaria, por um longo período, a reinvestir o valor nominal dos títulos que fossem atingindo o vencimento. Esta política foi alterada em novembro, com o reinício das compras líquidas a um ritmo mensal de 20 mil milhões de euros. O Conselho do BCE espera que estas aquisições decorram enquanto forem necessárias para reforçar o impacto acomodatório das taxas oficiais e que cessem pouco antes de começarem a aumentar as taxas de juro oficiais do BCE. No final de 2019, o valor dos ativos adquiridos no âmbito do APP registado no balanço do Banco de Portugal correspondia a 53,3 mil milhões de euros, dos quais 50,1 mil milhões de euros relativos ao programa de compra de ativos do setor público (na sigla inglesa, PSPP – *public sector purchase programme*).

Em 2019, o balanço do Banco de Portugal aumentou ligeiramente, tendo atingido o máximo histórico de cerca de 160 mil milhões de euros no final do ano. No caso do Eurosistema, o balanço reduziu-se ligeiramente face a 2018, tendo totalizado 4673 mil milhões de euros no final do ano. Em termos da composição, verificou-se, tanto em Portugal como no Eurosistema, a manutenção da estrutura do balanço.

A atividade no mercado monetário em Portugal em 2019 continuou a ser caracterizada por uma situação de excesso de liquidez e de alguma fragmentação nos mercados. O montante total transacionado pelas instituições portuguesas seguiu a tendência de decréscimo dos últimos anos. Adicionalmente, assistiu-se a uma diminuição significativa na atividade do mercado sem garantia em relação ao período homólogo. Na área do euro, observou-se um aumento do

montante total transacionado no mercado por grosso (*wholesale*)¹, no segmento sem garantia, motivado principalmente pelo excesso de liquidez existente no sistema bancário. Nos mercados com e sem garantia, a maioria das transações foram realizadas por prazos mais curtos, tanto nas operações de cedência como nas operações de obtenção de liquidez.

No contexto da reforma das principais taxas de referência do euro, o BCE começou a publicar, em outubro de 2019, a 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 dotar o mercado com uma taxa de referência relevante, calculada de forma robusta e com transações efetivas suficientes. Adicionalmente, em novembro de 2019, o European Money Market Institute (EMMI) anunciou estar concluída a transição do apuramento da EURIBOR para a metodologia híbrida, iniciada em abril.

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

1 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)², 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 do Tratado da União Europeia, com vista a promover um elevado nível de emprego e o crescimento económico sustentável.

O Conselho do BCE definiu o conceito de estabilidade de preços como correspondendo ao aumento homólogo do índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC) para a área do euro inferior a 2%. Na prossecução do objetivo de estabilidade de preços, o Conselho pretende manter a taxa de inflação 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 para avaliar os riscos para a estabilidade de preços: (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 e o nível de preços.

Figura 1.1 • Estratégia de política monetária



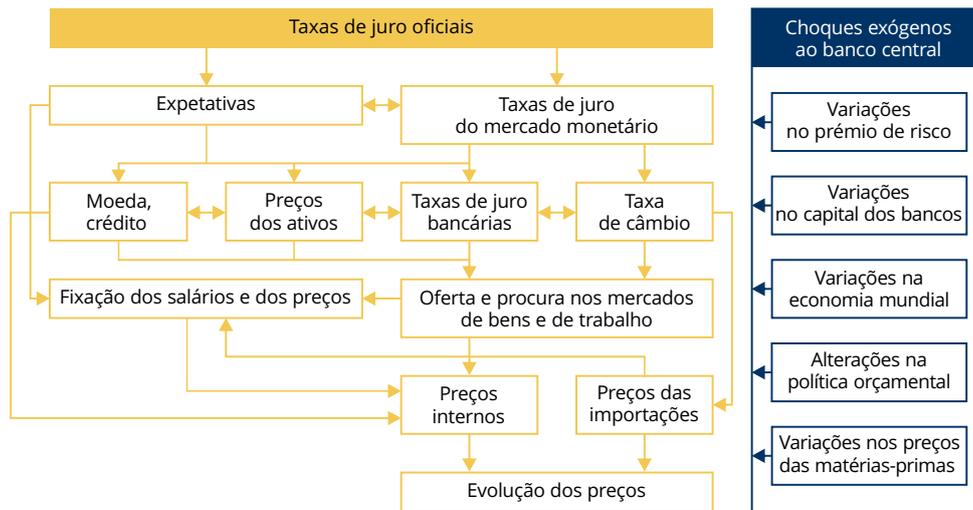
Com base na análise destes dois pilares, o Conselho do BCE³ decide qual o nível das taxas de juro de curto prazo necessário para manter a estabilidade de preços no médio prazo e procura influenciar

2. O Tratado refere-se ao Sistema Europeu de Banco Centrais (SEBC) – o BCE e todos os BCN dos Estados-Membros da União Europeia – e não ao Eurosistema, porque foi elaborado no pressuposto de que todos os Estados-Membros da União Europeia acabariam por adotar o euro.
3. 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.

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.

O processo pelo qual as decisões sobre as taxas de juro oficiais afetam a economia, em geral, e o nível de preços, em particular, constitui o mecanismo de transmissão da política monetária convencional. 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 expetativas dos agentes.

Figura 1.2 • Mecanismo de transmissão da política monetária convencional



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

No âmbito da política monetária, o Eurosistema atua de acordo com o princípio de uma economia de mercado aberto e de livre concorrência, conforme definido no TFUE. O exercício das funções específicas atribuídas ao Eurosistema é norteado por outros princípios, de entre os quais se destacam a eficiência operacional, o tratamento harmonizado das instituições de crédito, a implementação descentralizada da política monetária, a simplicidade e transparência das decisões, a continuidade dos instrumentos e dos procedimentos, a proteção adequada do Eurosistema e a eficiência de custos.

Para controlar as taxas de juro de curto prazo, o Eurosistema dispõe de um conjunto de instrumentos, que constituem o enquadramento de implementação da política monetária. Estes instrumentos incluem as operações de mercado aberto, as facilidades permanentes e as reservas mínimas obrigatórias. Em particular, é através das taxas de juro oficiais do Eurosistema, designadamente as taxas de juro aplicáveis às operações principais de refinanciamento, à facilidade permanente de cedência 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 elegibilidade⁴, e (ii) que todas as operações de cedência de liquidez devem ser adequadamente garantidas⁵, definindo-se, para o efeito, as classes de ativos de garantia aceites e as medidas de mitigação de risco⁶.

As decisões de política monetária focam-se na 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 da área do euro, e beneficia do contributo de todos esses 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 do BCE 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:

- Controla o cumprimento de reservas mínimas das instituições de crédito residentes em Portugal;
- Avalia o estatuto de contraparte das instituições estabelecidas no país;
- Executa as operações de política monetária (cedência e absorção de liquidez) junto das contrapartes nacionais e processa as facilidades permanentes;
- Adquire ativos financeiros no âmbito dos programas de compra de ativos no quadro de medidas não convencionais de política monetária;
- 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, para aceitação desses ativos como garantia nas operações de crédito do Eurosistema⁷;
- Gere os ativos de garantia entregues (em particular, controla a existência de garantias adequadas e suficientes);
- Prevê diariamente as necessidades de liquidez do sistema bancário doméstico.

As regras uniformes relativas à política monetária do Eurosistema constam, nas suas versões atuais, da Orientação (EU) 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/2015/35).

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

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

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

7. 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.

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.

2 Decisões de política monetária

Ao longo do ano, o Conselho do BCE alterou diversas vezes a *forward guidance* relativamente às taxas de juro oficiais. Em julho, o Conselho introduziu a possibilidade de as taxas de juro oficiais se virem a situar em níveis inferiores aos existentes. Num contexto em que as taxas de inflação, tanto observadas como projetadas, se mantinham persistentemente abaixo dos níveis consentâneos com o seu objetivo, o Conselho do BCE sublinhou a necessidade de uma orientação fortemente acomodatória da política monetária durante um período prolongado. Por conseguinte, o Conselho do BCE mostrou-se decidido a agir, em conformidade com o seu compromisso de simetria do objetivo de inflação, se as perspetivas de inflação a médio prazo continuassem a ser inferiores ao seu objetivo. Foi também reafirmado que o Conselho do BCE estaria preparado para ajustar todos os seus instrumentos, consoante apropriado, a fim de assegurar que a inflação continuasse a evoluir de forma sustentada no sentido do seu objetivo.

Em setembro de 2019, o Conselho do BCE reduziu a taxa de juro da facilidade permanente de depósito para -0,50%. Esta foi a primeira alteração de uma taxa diretora do BCE desde março de 2016. As taxas de juro aplicáveis às operações principais de refinanciamento e à facilidade permanente de cedência de liquidez permaneceram em 0% e 0,25%, respetivamente.

Na mesma data, o Conselho anunciou ainda esperar que as taxas de juro oficiais do BCE se mantenham nos níveis atuais ou inferiores até as perspetivas de inflação darem sinais de convergência robusta para um nível suficientemente próximo, mas abaixo, de 2% no seu horizonte de projeção e essa convergência se tenha refletido consistentemente na dinâmica da inflação subjacente. Este anúncio modificou o que tinha sido comunicado no início do ano, ao retirar a referência ao verão de 2019 e assumir um prolongamento do horizonte durante o qual não serão decididos aumentos das taxas de juro oficiais.

Em termos de operações de política monetária, o Conselho do BCE anunciou, em março, para realização a partir de setembro, uma nova série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas, TLTRO-III, com o objetivo de preservar as condições de financiamento bancário e a transmissão da política monetária. Em setembro, os principais parâmetros da TLTRO-III foram modificados para reforçar o caráter acomodatório da política monetária. Estas operações têm um prazo de três anos e incorporam incentivos à concessão de crédito à economia. O Conselho sublinhou que as operações de refinanciamento do Eurosistema continuarão a ser realizadas com taxa fixa e satisfação integral da procura, enquanto for necessário e, pelo menos, até ao final do período de manutenção de reservas com início em março de 2021.

Em setembro, o Conselho do BCE decidiu também reiniciar as compras líquidas de ativos no âmbito do APP, a um ritmo mensal de 20 mil milhões de euros a partir de novembro de 2019 e enquanto for necessário para reforçar o impacto acomodatório das taxas oficiais. Comunicou-se a previsão de que essas compras apenas cessem pouco antes de começar a aumentar as taxas de

juro oficiais. Simultaneamente, reiterou-se o compromisso com o reinvestimento dos pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no âmbito desse programa, na totalidade, durante um período prolongado após a data em que o Conselho do 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.

Por último, a fim de apoiar a transmissão da política monetária assente nas instituições de crédito, também em setembro de 2019, foi anunciada a introdução de um sistema de dois níveis para a remuneração de reservas (*tiering*), no âmbito do qual uma parte da liquidez excedentária das instituições de crédito ficou, a partir de 30 de outubro, isenta da taxa de juro negativa aplicada à facilidade permanente de depósito.

3 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 n.º 3/2015 do Banco de Portugal. Deste modo, são consideradas contrapartes de política monetária as instituições que cumpram o seguinte conjunto de critérios:

- Estão sujeitas ao regime de reservas mínimas;
- Estão sujeitas a um regime de supervisão harmonizada, estabelecida pela União Europeia/Espaço Económico Europeu (EEE), ou de padrão comparável;
- São 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;
- Cumprem todos os requisitos operacionais especificados pelos BCN ou BCE, nomeadamente a subscrição de documentos contratuais relevantes e o acesso aos sistemas de informação de cada jurisdição.

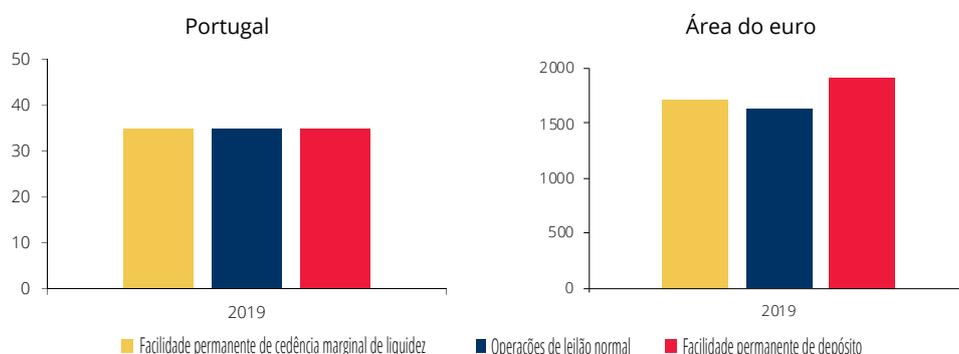
De acordo com a implementação descentralizada da política monetária, a avaliação do cumprimento dos critérios e a aceitação de instituições residentes em Portugal como contrapartes de política monetária são da responsabilidade do Banco de Portugal. Neste contexto, o Banco de Portugal para além da avaliação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

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 a uma determinada instituição, que incluem a limitação, a suspensão e a exclusão do acesso às operações de mercado aberto ou às facilidades permanentes, em caso de incumprimento ou com base em considerações de natureza prudencial. O acesso às operações de política monetária do Eurosistema pode ser reposto após a disponibilização da informação devida e a determinação que a contraparte satisfaz todos os critérios de elegibilidade.

No final de 2019, 35 contrapartes portuguesas cumpriam os critérios de elegibilidade, representando 2% do total de contrapartes do Eurosistema, e todas tinham acesso a todo o tipo de operações. Esta situação divergia da observada no conjunto da área do euro, onde o número de contrapartes a aceder à facilidade permanente de depósito era maior do que às restantes operações.

Gráfico 3.1 • Número de contrapartes elegíveis, no fim do ano, por instrumento de política monetária | Em unidades



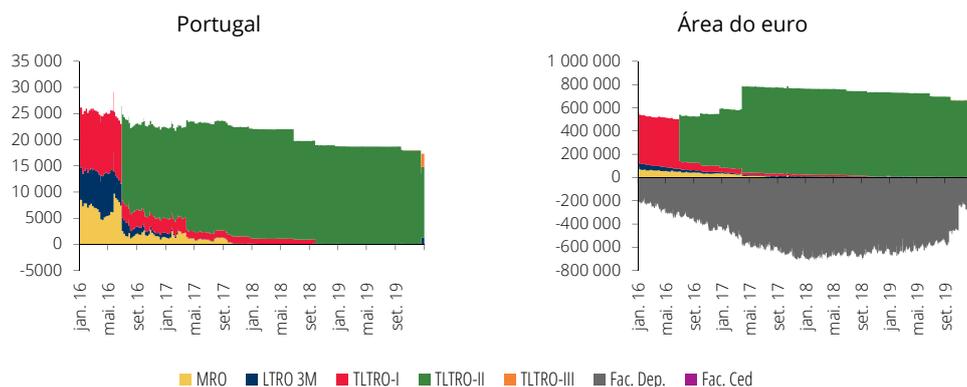
Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

O número de contrapartes em Portugal não tem sofrido alterações significativas nos últimos anos. No final de 2019, eram contrapartes de política monetária 24% das instituições de crédito portuguesas, de um total de 149 instituições. Na área do euro as instituições de crédito que tinham acesso às diferentes operações de política monetária oscilavam em torno dos 40%. No final de 2019, existiam menos 140 instituições de crédito na área do euro, relativamente a 2018, totalizando 4459 instituições.

4 Operações de política monetária

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

Gráfico 4.1 • Evolução do saldo das operações de política monetária | Em milhões de euros



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

No final de 2019, o valor obtido pelas contrapartes portuguesas junto do Banco de Portugal nas operações de política monetária de cedência de liquidez totalizou cerca de 17,3 mil milhões de euros, o que representa uma redução de 7,6% 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 624,2 mil milhões de euros, o que significa uma redução de 15% em relação a 2018. Por sua vez, a cedência líquida foi de 348,5 mil milhões de euros, o que representa um aumento de 214,4% relativamente ao ano anterior. Este aumento muito significativo é justificado pela redução dos saldos das contrapartes na facilidade de depósito e respetiva transferência para as contas de depósito junto dos BCN. Esta transferência foi motivada pela introdução do sistema de isenção de remuneração de reservas excedentárias a 30 de outubro de 2019, dado que a isenção se aplica à liquidez excedentária depositada junto do Eurosistema mas não à liquidez aplicada na facilidade de depósito do BCE. Esta situação não foi observada em Portugal, dado que o valor aplicado pelas contrapartes portuguesas na facilidade de depósito é tradicionalmente muito reduzido.

4.1 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.

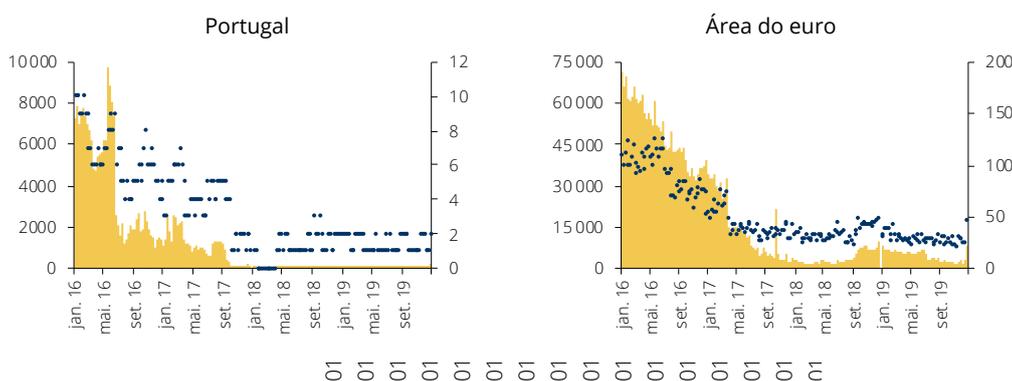
As OMA consistem em: (i) operações de cedência de liquidez às instituições de crédito mediante entrega de garantias sob a forma de ativos elegíveis ou (ii) operações de absorção de liquidez através da constituição de depósitos a prazo fixo junto dos BCN. As OMA são da iniciativa do BCE, uma vez que este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

A Instrução do Banco de Portugal n.º 3/2015 estabelece dois tipos de OMA de cariz regular: as operações principais de refinanciamento (na sigla inglesa, MRO – *main refinancing operations*), com periodicidade e prazo semanais, e as operações de refinanciamento de prazo alargado (na sigla inglesa, LTRO – *long term refinancing operations*), com periodicidade mensal e prazo de 3 meses. No ano de 2019, o Conselho do BCE manteve a taxa que incide sobre estas operações (em 0%), bem como a aplicação de taxa fixa e satisfação integral da procura.

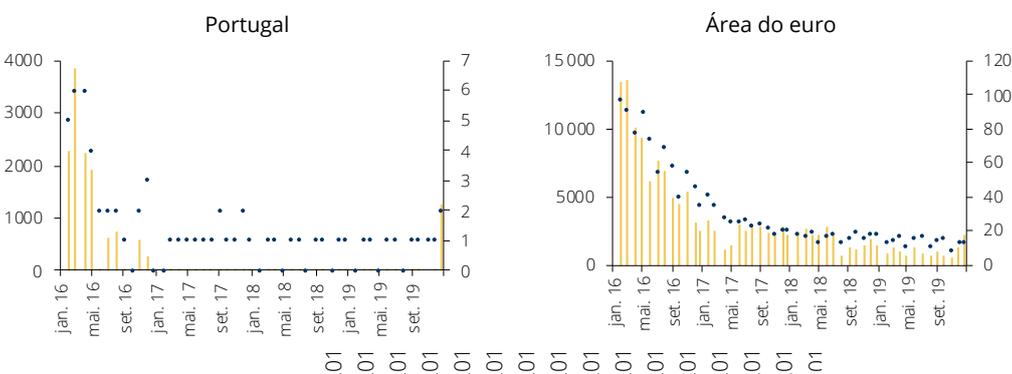
Em 2019, o Eurosistema (incluindo o Banco de Portugal) realizou 52 MRO, com um montante colocado médio de 4,3 mil milhões de euros (3,5 mil milhões de euros em 2018), e 12 LTRO a 3 meses, com um montante colocado médio de 1,1 mil milhões de euros (2,0 mil milhões de euros em 2018). Nestas operações participaram, em média, 30 e 14 instituições, respetivamente. Em Portugal, foram colocados, em média, 25 milhões de euros nas MRO (40 milhões de euros em 2018) e 114 milhões de euros nas LTRO (10 milhões de euros em 2018). Embora as contrapartes residentes em Portugal tenham participado em 95% dessas operações, o número médio de participantes em cada operação foi diminuto (uma contraparte por operação).

Gráfico 4.2 • 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 4.3 • 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. A Instrução n.º 3/2015 define ainda os tipos de instrumentos que podem ser utilizados para a condução de uma OMA, designadamente operações reversíveis, operações definitivas, emissão de certificados de dívida, constituição de depósitos a prazo fixo e swaps cambiais.

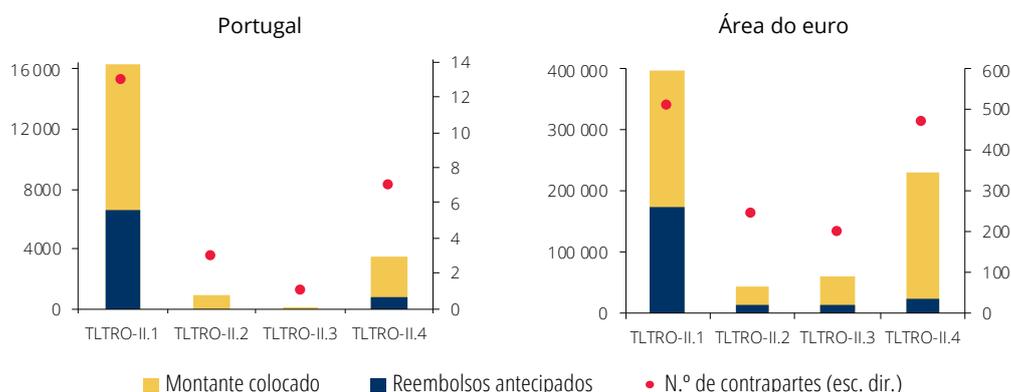
Ao longo do último ano, foi possível observar, em Portugal, um aumento do saldo médio das operações regulares, de 78 para cerca de 95 milhões de euros. Este aumento deveu-se ao maior recurso às LTRO, o qual aumentou, em termos absolutos, 36 milhões de euros. Pelo contrário, o recurso às MRO diminuiu cerca de 19 milhões de euros.

Na área do euro, o saldo médio das MRO e das LTRO a 3 meses, em 2019, foi de 7,8 mil milhões de euros. Esta redução deveu-se ao menor recurso às LTRO a 3 meses, o qual diminuiu 2,9 mil milhões de euros em termos absolutos. Pelo contrário, verificou-se um ligeiro aumento do recurso às MRO, em 0,8 mil milhões de euros. Desde a introdução das TLTRO, tem vindo a observar-se, em Portugal e na área do euro, uma tendência para a concentração do financiamento das instituições em operações de prazos mais longos.

Com a crise financeira, e ao longo dos últimos anos, o Eurosistema introduziu várias operações não convencionais de cariz não regular, nomeadamente as TLTRO (Caixa 1), com o objetivo de 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 2019, os reembolsos antecipados da TLTRO-II atingiram um montante total acumulado de 7,4 mil milhões de euros em Portugal e 229,3 mil milhões de euros no Eurosistema, representando cerca de 35% e 31% do montante colocado, respetivamente. No final do ano, o montante vivo na TLTRO-II totalizou 13,5 mil milhões de euros em Portugal e 510,8 mil milhões de euros na área do euro.

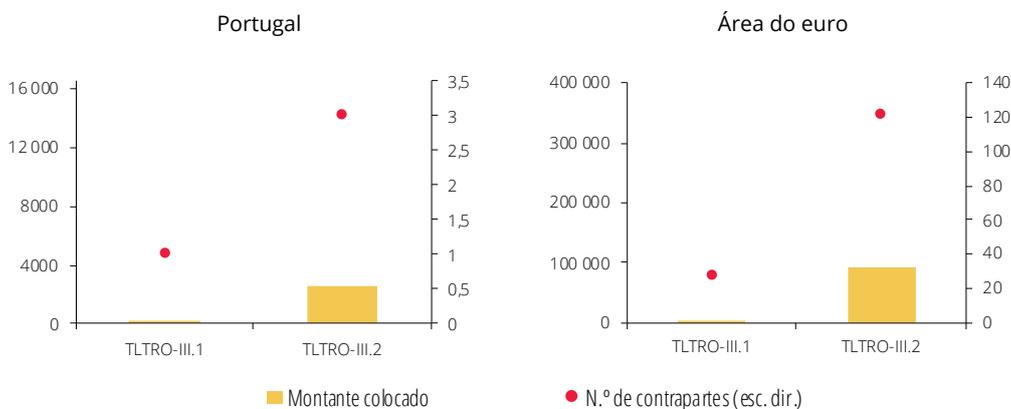
Gráfico 4.4 • Montantes colocados, montantes reembolsados antecipadamente e número de contrapartes participantes na TLTRO-II | Em milhões de euros e em unidades



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

Relativamente à TLTRO-III, em termos agregados, o montante colocado nas duas primeiras operações foi 2,5 mil milhões de euros em Portugal e 101,1 mil milhões de euros na área do euro. Tal como na segunda série de TLTRO, também na terceira série a taxa de juro a ser aplicada a cada contraparte está dependente da evolução do seu crédito líquido concedido às empresas não financeiras e às famílias (excluindo empréstimos para habitação). Considerando que as taxas da MRO e da facilidade de depósito atuais se mantêm, a taxa de juro inicial é de 0%, mas poderá reduzir-se até -0,5%, dependendo da evolução da concessão de crédito entre os períodos de referência.

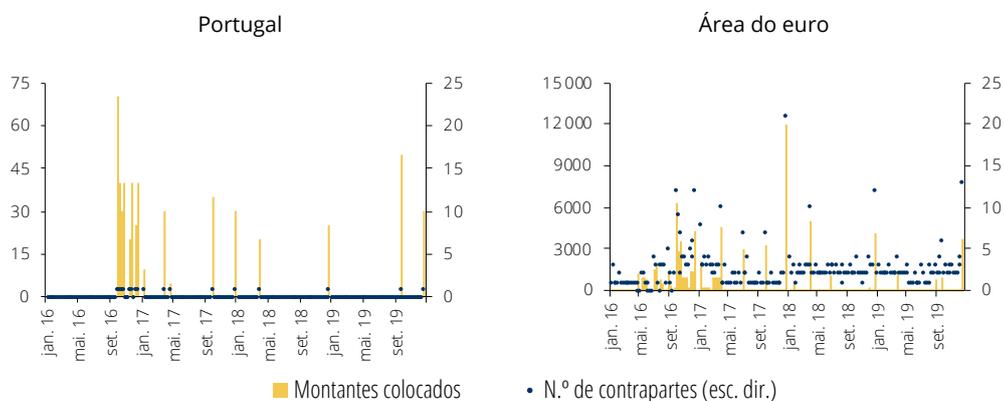
Gráfico 4.5 • Montantes colocados, e número de contrapartes participantes na TLTRO-III
| Em milhões de euros e em unidades



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

Em 2019, realizaram-se 51 operações de cedência de dólares norte-americanos, com um montante colocado médio de 179 mil milhões de dólares norte-americanos (297 mil milhões em 2018) e uma participação média de duas instituições no total da área do euro. As contrapartes portuguesas participaram em duas dessas operações e obtiveram em termos médios 40 milhões de dólares norte-americanos (25 milhões de dólares norte-americanos em 2018).

Gráfico 4.6 • 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.

4.2 Facilidades permanentes

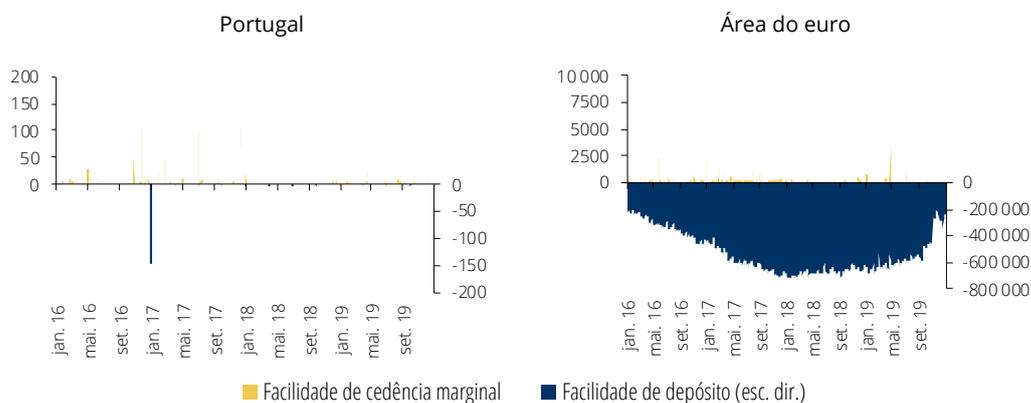
As facilidades permanentes estão continuamente disponíveis para as contrapartes de política monetária, que podem aceder àquelas por iniciativa própria. O Eurosistema oferece diariamente duas facilidades pelo prazo *overnight*: de depósito e de cedência de liquidez. Em setembro de 2019, o Eurosistema reduziu a taxa da facilidade permanente de depósito de -0,40% para -0,50%, mantendo a taxa da facilidade permanente de cedência marginal de liquidez em 0,25%.

Em Portugal, a facilidade de depósito foi utilizada quatro vezes em 2019, com um valor médio por recurso de 5 milhões de euros. Por sua vez a facilidade de cedência marginal foi utilizada 33 vezes, registando um valor médio por recurso de 3,6 milhões de euros.

Na área do euro, houve uma diminuição do saldo médio diário do recurso à facilidade de depósito em 2019, que apresentou um valor médio de 524,9 mil milhões de euros (diminuição de 20% em relação a 2018); no caso da facilidade de cedência, o montante médio foi de 94 milhões de euros (redução de 7% em relação a 2018).

Até à introdução do sistema de *tiering*, em outubro de 2019, a facilidade de depósito e as reservas excedentárias eram remuneradas à mesma taxa. Quando o *tiering* entrou em vigor, ocorreu uma transferência de fundos da facilidade de depósito para as contas de depósito, uma vez que só estas estão abrangidas pelo novo sistema. Este movimento foi visível em países da área do euro que registavam montantes significativos na facilidade de depósito, o que não é o caso de Portugal. Este recurso à facilidade de depósito nalguns países poderá ser explicado por uma preferência das contrapartes em reduzir o refinanciamento líquido junto do Eurosistema evidenciado no balanço, ou mesmo pelo facto de o pagamento da remuneração da facilidade permanente de depósito ser diário, enquanto o das reservas excedentárias ocorrer apenas no final do período de manutenção de reservas mínimas.

Gráfico 4.7 • Saldos diários das facilidades permanentes | Em milhões de euros



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

Caixa 1 • Operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (TLTRO)

Desde o início da crise financeira em 2007, o BCE tem introduzido um conjunto de medidas não convencionais de política monetária, com o objetivo de restaurar o funcionamento adequado dos mercados financeiros e do mecanismo de transmissão da política monetária, suportar o crédito bancário à economia e, numa fase posterior, reforçar o caráter acomodatório da política monetária perante riscos de inflação persistentemente baixa. Entre estas medidas, destacam-se as operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (TLTRO).

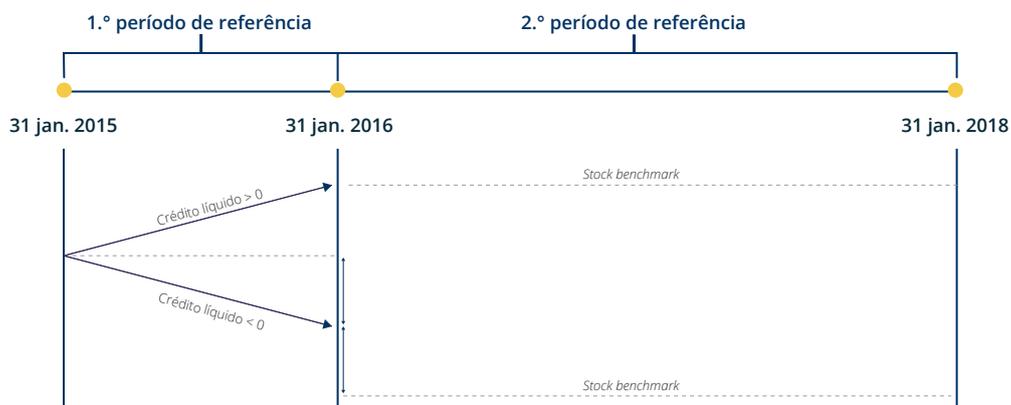
A primeira série de TLTRO foi anunciada em junho de 2014, com o objetivo de apoiar a concessão de crédito pelos bancos à economia real. O limite de crédito a que os bancos podiam recorrer estava diretamente relacionado com o montante de empréstimos concedido às empresas não financeiras e famílias, com exceção de empréstimos à habitação, e a taxa de juro era indexada à taxa da MRO em vigor à data da operação (exceto nas duas primeiras operações em que foi aplicado um *spread* de 10 pontos base sobre a taxa da MRO). A primeira série de TLTRO incluiu oito operações trimestrais, entre setembro de 2014 e junho de 2016. Todas as operações venciam em setembro de 2018.

Em março de 2016, o BCE anunciou a segunda série de TLTRO (TLTRO-II), com o objetivo adicional de reforçar a política monetária acomodatória do Eurosistema e incentivar a concessão de crédito bancário à economia real. Nesta segunda série, a taxa de juro aplicada estava dependente da evolução do crédito concedido. Assim, a taxa de juro variava entre a taxa da MRO e a taxa da facilidade permanente de depósito à data da operação (0% e -0,4%), dependendo da evolução do crédito concedido, o que, na prática, se reflete num incentivo adicional à concessão do mesmo. A TLTRO-II foi desenhada de modo a não penalizar os bancos que se encontravam em desalavancagem, assegurando que um banco que apresentasse uma evolução negativa do crédito líquido concedido no primeiro período de referência, mas que tivesse um montante menos negativo no segundo período de referência, pudesse beneficiar de uma taxa de juro mais favorável. O crédito líquido concedido entre 31 de janeiro de 2015 e 31 de janeiro de 2016 (primeiro período de referência) foi utilizado para definir um valor de referência (*benchmark*):

- no caso de o banco apresentar um valor de crédito líquido positivo no primeiro período de referência, teria de aumentar o *stock* de crédito registado em 31 de janeiro de 2016 em 2,5% até 31 de janeiro de 2018 para beneficiar da taxa da facilidade de depósito;
- no caso de o banco apresentar um valor de crédito líquido negativo no primeiro período de referência, teria de apresentar um aumento do *stock* de crédito registado em 31 de janeiro de 2016, deduzido do montante de crédito líquido durante o primeiro período de referência, de 2,5% para beneficiar da taxa da facilidade de depósito (Figura C1.1).

A TLTRO-II foi implementada através de quatro operações trimestrais, entre junho de 2016 e março de 2017, com maturidade de quatro anos.

Figura C1.1 • Metodologia de definição do *benchmark* para os participantes na TLTRO-II



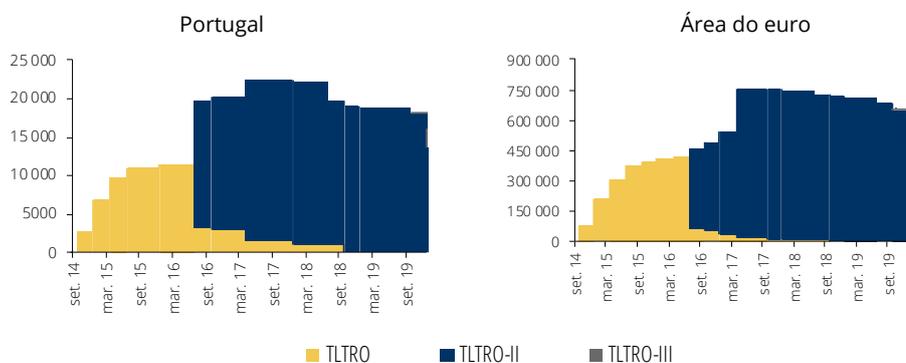
Fonte: Banco de Portugal.

Em março de 2019, o BCE anunciou a terceira série de TLTRO (TLTRO-III), que tem como objetivos preservar as condições favoráveis de concessão de crédito à economia real e a transmissão adequada da política monetária. Em setembro de 2019, os principais parâmetros da TLTRO-III foram modificados para reforçar o caráter acomodatório da política monetária. À semelhança da TLTRO-II, também nesta série a taxa de juro aplicada está dependente da evolução do crédito concedido. A taxa de juro varia entre a taxa de juro média das MRO e a taxa de juro média da facilidade permanente de depósitos ao longo do período de duração de cada operação. A TLTRO III está a ser implementada através de sete operações trimestrais, entre setembro de 2019 e março de 2021, com maturidade de três anos.

Na primeira série de TLTRO, foram colocados 432 mil milhões de euros na área do euro e 12,4 mil milhões de euros em Portugal. Na TLTRO-II, foram colocados 740 mil milhões de euros na área do euro e 20,9 mil milhões de euros em Portugal. Os bancos tiveram a possibilidade de amortizar antecipadamente os montantes obtidos na primeira série antes da maturidade, o que contribuiu para um efeito de substituição entre a TLTRO e a TLTRO-II. Na área do euro, a taxa de juro média ponderada pelos montantes colocados foi de -0,365% e, em Portugal, essa taxa fixou-se em -0,236%.

Nas duas primeiras operações da TLTRO-III, foram colocados 101 mil milhões de euros na área do euro e 2,5 mil milhões de euros em Portugal. Também entre a TLTRO-II e a TLTRO-III se verifica um efeito de substituição, devido à possibilidade de reembolso antecipado dos montantes obtidos na TLTRO-II.

Gráfico C1.1 • Evolução do saldo das TLTRO | Em milhões de euros



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

De acordo com o *Bank Lending Survey*⁹, entre as razões para participarem nas TLTRO, os bancos da área do euro indicaram as condições atrativas destas operações, a redução e/ou prevenção de dificuldades de financiamento no futuro e, em menor grau, o cumprimento de requisitos regulatórios, em particular o rácio de financiamento líquido estável (*net stable funding ratio*). Os bancos referiram também que utilizaram a liquidez obtida através das TLTRO essencialmente para conceder crédito ao setor privado não financeiro e para substituir outro financiamento obtido junto do Eurosistema.

As TLTRO contribuíram para estimular a concessão de crédito à economia real, especialmente no caso da TLTRO-II, embora seja difícil destrinçar os efeitos das duas séries de operações. A evidência aponta para um maior crescimento do crédito nos bancos que participaram na TLTRO-II, em relação ao passado e aos bancos que não participaram. Este crescimento foi mais significativo para os bancos localizados nos países considerados vulneráveis^{10,11}.

9. O *Bank Lending Survey* é um inquérito aos maiores bancos da área do euro, conduzido trimestralmente pelo Eurosistema, o qual tem como objetivo complementar a informação estatística existente, nomeadamente no que respeita à procura e oferta dos empréstimos a empresas e famílias.

10. Os países vulneráveis são Portugal, Espanha, Itália, Grécia, Irlanda, Chipre e Eslovénia.

11. Ver Caixa 2 "Operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas: caracterização e impactos no mercado de crédito bancário", *Boletim Económico* de outubro de 2017, Banco de Portugal.

5 Ativos de garantia para as operações de crédito do Eurosistema

5.1 Ativos elegíveis

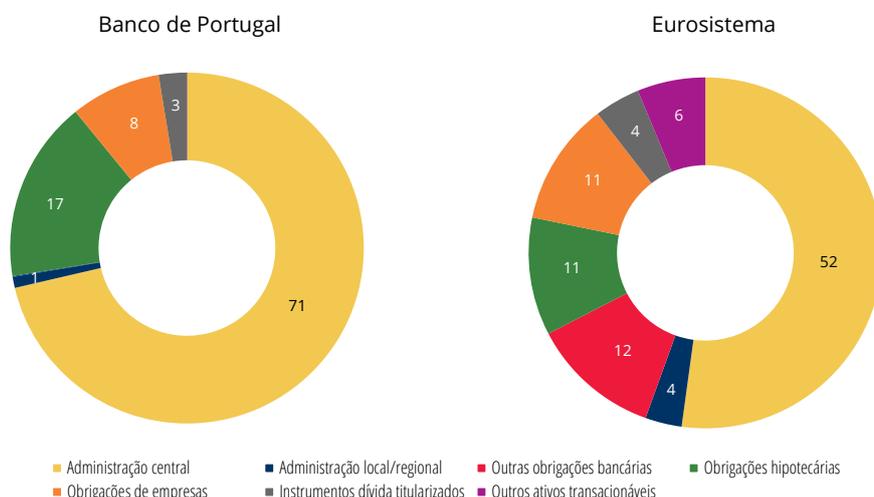
De acordo com o artigo 18.º dos Estatutos do SEBC e do BCE, as operações de crédito do Eurosistema (operações de política monetária e crédito intradiário) têm de ser adequadamente garantidas por forma a proteger o Eurosistema de possíveis perdas no caso de incumprimento de uma contraparte.

O Eurosistema avalia a elegibilidade dos ativos, transacionáveis e não transacionáveis, que as suas contrapartes podem utilizar como garantia nas operações de crédito. Os critérios de elegibilidade 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 do Banco de Portugal n.º 3/2015 e na Instrução n.º 7/2012.

A avaliação da elegibilidade dos ativos transacionáveis cabe ao BCN do país onde os títulos são negociados. Diariamente, os BCN reportam ao BCE novos títulos considerados elegíveis e eventuais alterações que tenham ocorrido em títulos previamente reportados (por exemplo, alterações da taxa de cupão, de valor nominal vivo, de avaliações da qualidade de crédito). Tendo em consideração a informação comunicada pelos BCN, o BCE publica diariamente no seu site a lista única de ativos transacionáveis elegíveis.

Ao longo do ano de 2019, o Banco de Portugal comunicou ao BCE 30 novos ativos transacionáveis e efetuou 853 atualizações dos ativos na lista única do Eurosistema.

Gráfico 5.1 • Distribuição, por categoria de ativo, dos títulos elegíveis no quarto trimestre de 2019 | Em percentagem



Fonte: Banco Central Europeu (cálculos do 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 2019.

No final de 2019, a lista de títulos elegíveis do Eurosistema contava com 26 411 títulos, dos quais 119 eram da responsabilidade do Banco de Portugal.

Ao longo dos últimos anos, não se têm observado alterações significativas na distribuição de títulos elegíveis por categoria de ativo, tanto no Banco de Portugal como no Eurosistema. Dos ativos elegíveis reportados pelo Banco de Portugal destacam-se os títulos emitidos por administrações centrais (71%) e as obrigações hipotecárias (17%). No caso do Eurosistema existe uma menor concentração na distribuição por categoria de ativo. Em 2019, as principais categorias de ativos elegíveis foram os títulos emitidos pelas administrações centrais (52%), outras obrigações bancárias (12%), obrigações hipotecárias (11%) e obrigações de empresas (11%).

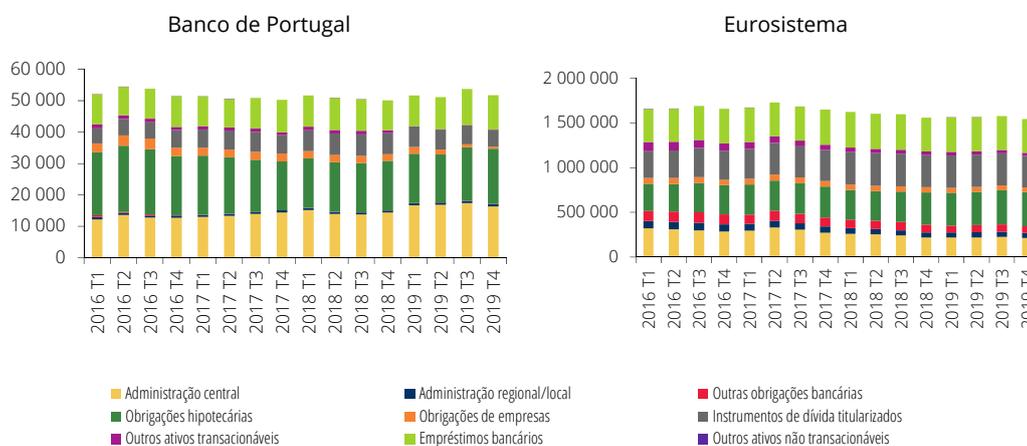
Relativamente aos ativos não transacionáveis, não existe uma lista pública com a discriminação dos ativos elegíveis. Isto deve-se ao facto de a análise de elegibilidade dos ativos não transacionáveis ser realizada apenas quando as contrapartes requerem a sua utilização como garantia. À semelhança dos anos anteriores, a categoria de ativos não transacionáveis com maior representatividade são os direitos de crédito sob a forma de empréstimos bancários.

5.2 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 desse BCN. 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*).

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

Gráfico 5.2 • 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 na área do euro, calculado através da média do valor total no final dos meses relativos a cada trimestre.

No Eurosistema, em termos agregados, tem-se verificado uma ligeira redução do valor das *pools* de ativos de garantia utilizadas pelas contrapartes. No último trimestre de 2019, o montante total de ativos de garantia foi, em média, de 1543 mil milhões de euros, o que representa um decréscimo de 1% face ao último trimestre de 2018.

No que respeita à valorização das *pools* de ativos de garantia das contrapartes nacionais, observou-se em 2019 uma variação contrária à tendência do Eurosistema. No último trimestre do ano, o valor total dos ativos de garantia entregues ao Banco de Portugal ascendeu, em média, a 52 mil milhões de euros, o que constitui um aumento de 3% em relação ao período homólogo.

Ao longo dos últimos anos, a composição das *pools* de ativos de garantia não tem, de forma agregada, sofrido alterações significativas, tanto em Portugal como no Eurosistema (Gráfico 5.2).

No último trimestre de 2019, à semelhança dos trimestres anteriores, as contrapartes nacionais utilizaram maioritariamente obrigações hipotecárias (34%), títulos emitidos pela administração central (32%) e empréstimos bancários (21%).

No que diz respeito ao Eurosistema, as categorias de ativos mais utilizadas pelas contrapartes de política monetária foram as obrigações hipotecárias (25%), os empréstimos bancários (24%) e os instrumentos de dívida titularizados (23%).

6 Reservas mínimas

O regime de reservas mínimas do BCE tem como principais objetivos (i) a estabilização das taxas de juro do mercado monetário, nomeadamente da taxa *overnight*, perante alterações nas condições de liquidez e (ii) a criação ou aumento do défice estrutural de liquidez, de modo a melhorar a eficiência do Eurosistema enquanto cedente de liquidez. O segundo objetivo perdeu relevo nos últimos anos, devido aos elevados níveis de excesso de liquidez que caracterizam o sistema bancário da área do euro desde 2012.

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 localizam. 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 montante devido pelas instituições, nessas contas, em excesso do nível estabelecido pelo regime de reservas mínimas, é denominado “reservas excedentárias”.

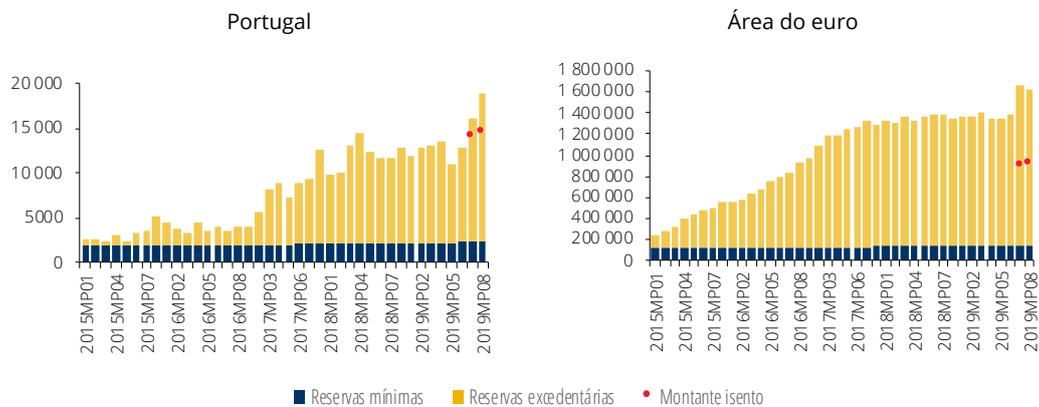
O valor a cumprir por cada instituição resulta da aplicação dos rácios de reservas a rubricas do passivo do respetivo balanço, em final de mês/trimestre, às quais se aplicam coeficientes de reservas de 0% ou de 1%, em função da sua tipologia e prazo de vencimento. O valor de reservas mínimas a cumprir registou variações muito pequenas durante o ano de 2019. Neste sentido, e comparativamente com 2018, o valor médio de reservas mínimas aumentou 129 milhões de euros em Portugal e 5,5 mil milhões de euros na área do euro. No final do ano, as reservas mínimas a cumprir atingiram o valor máximo registado durante o ano, cerca de 2,2 mil milhões de euros em Portugal e 134 mil milhões de euros na área do euro, o que reflete uma tendência de crescimento nos passivos dos bancos sujeitos ao regime.

As reservas mínimas são remuneradas à taxa da MRO (atualmente 0%) e às reservas excedentárias é aplicada a taxa da facilidade permanente de depósito (atualmente -0,50%) ou 0%, na sequência da introdução, a 30 de outubro de 2019, do sistema de *tiering*, no âmbito do qual parte das reservas excedentárias das instituições de crédito fica isenta da taxa de juro negativa aplicada à facilidade permanente de depósito.

No último período de manutenção de 2019, o valor médio dos depósitos das instituições de crédito no Eurosistema variou, em termos homólogos, 51% em Portugal e 22% na área do euro. Esta evolução é explicada, quase em absoluto, pelo aumento substancial do valor das reservas excedentárias e resulta da implementação de medidas não convencionais de política monetária e, em particular, do sistema de *tiering*.

Os montantes isentos de taxa de juro negativa depositados junto do Eurosistema pelas instituições de crédito, ou seja, efetivamente remunerados à taxa de juro de 0%, totalizaram 14,6 mil milhões de euros em Portugal e 911,4 mil milhões de euros na área do euro.

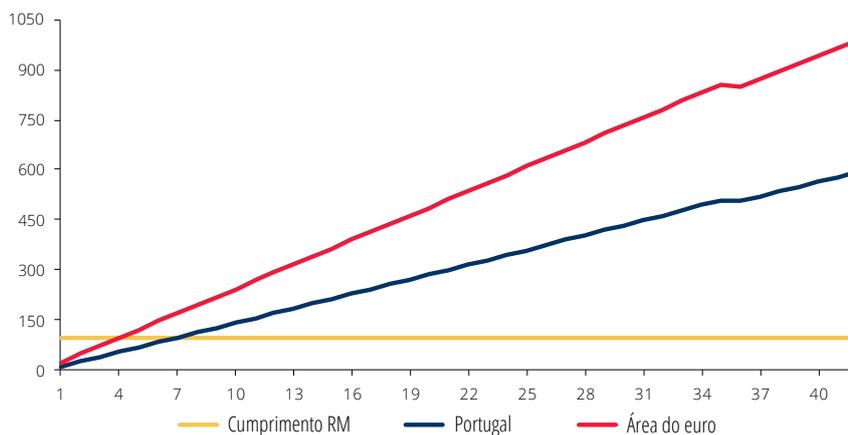
Gráfico 6.1 • Evolução das reservas mínimas, total dos depósitos e montante isento
| Em milhões de euros



Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal. | Nota: As reservas excedentárias são calculadas através da diferença entre o saldo médio das contas de depósito junto do Eurosistema, durante o período de manutenção de reservas mínimas, e o valor das reservas mínimas. Os períodos de manutenção são estabelecidos pelo BCE em função das reuniões do Conselho do BCE nas quais é definida a orientação da política monetária. O montante isento da aplicação de remuneração negativa apresentado no gráfico corresponde ao valor agregado das reservas mínimas e do montante isento das reservas excedentárias ao abrigo do sistema de *tiering*.

Em 2019, o montante de reservas mínimas obrigatórias em Portugal foi atingido, em média, no sétimo dia do período de manutenção, o mesmo que em 2018. Na área do euro, as reservas mínimas foram satisfeitas, em média, no quarto dia do período de manutenção, tal como em 2018. O reduzido número de dias necessários para o cumprimento das reservas mínimas evidencia o ambiente atual de elevado excesso de liquidez do sistema bancário da área do euro.

Gráfico 6.2 • Evolução do cumprimento das reservas mínimas ao longo do período de manutenção em 2019 | Em percentagem



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

Caixa 2 • Introdução do sistema de dois níveis (*tiering*) para a remuneração de reservas excedentárias

Em setembro de 2019, o Conselho do BCE anunciou a introdução de um sistema de dois níveis para a remuneração de reservas excedentárias (*tiering*), com o objetivo de apoiar a transmissão da política monetária através dos bancos e, assim, salvaguardar o contributo positivo das taxas de juro negativas para a orientação acomodatória da política monetária. Este sistema isenta parte das reservas excedentárias depositadas pelas instituições de crédito junto do banco central da remuneração negativa associada à taxa da facilidade de depósito. Deste modo, todas as instituições de crédito sujeitas ao regime de reservas mínimas dispõem de um limite de reservas excedentárias que é efetivamente remunerado à taxa de 0%. Este limite é baseado num múltiplo de seis aplicado ao valor das reservas mínimas a cumprir, adotado sob decisão do Conselho do BCE. O sistema de *tiering* entrou em vigor a 30 de outubro.

Figura C2.1 • Regime remuneratório das reservas antes e após a introdução do sistema de *tiering*



Fonte: Banco de Portugal.

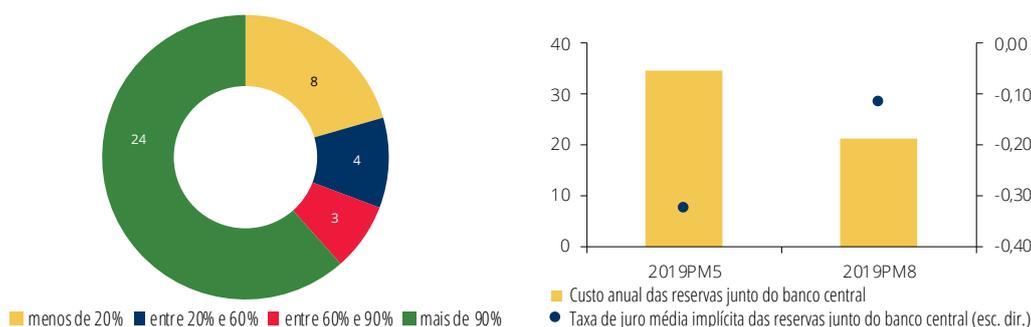
A calibração do sistema, e em particular a definição do múltiplo aplicado ao valor de reservas mínimas a cumprir (que é igual para todas as instituições), visa apoiar a transmissão das taxas de juro oficiais às taxas de juro praticadas pelos bancos ao mitigar alguns dos impactos adversos das taxas de juro negativas sobre a rentabilidade dos bancos. Como o benefício financeiro do *tiering* é proporcional ao nível de reservas mínimas, as instituições de crédito com modelo de negócio assente na captação de depósitos gozam de limites de isenção relativamente maiores. Deste modo, a associação do sistema de *tiering* ao valor das reservas mínimas a cumprir indica que o sistema se foca nas instituições que são as principais fontes de crédito à economia real. Simultaneamente, a calibração adotada procura assegurar que as taxas de juro *overnight* do mercado monetário do euro permanecem próximas dos níveis consentâneos com a orientação da política monetária.

A entrada em vigor do novo sistema incentivou as instituições com níveis de excesso de liquidez inferiores ao seu respetivo limite de isenção a procurarem fundos para depositar junto do banco central. Nesse sentido, as instituições de crédito adotaram várias estratégias para preencherem esses limites, nomeadamente através de transferências de fundos intragrupo, venda de ativos e transações domésticas e *cross-border* no mercado monetário, sobretudo no mercado *repo*.

Em Portugal, no último período de manutenção de 2019, os depósitos das instituições de crédito residentes ascendiam a 18,9 mil milhões de euros, dos quais 2,1 mil milhões de euros afetos ao cumprimento das reservas mínimas e 16,7 mil milhões de euros correspondentes a reservas excedentárias. Neste período, as instituições de crédito residentes em Portugal utilizaram 96% do limite de isenção disponível. Individualmente, 24 instituições de crédito utilizaram mais de 90% do seu respetivo limite. A dissonância entre o valor de utilização agregado e o número de instituições de crédito no patamar superior de utilização advém da relativa concentração do excesso de liquidez em algumas instituições do sistema bancário português.

Antes da introdução do *tiering*, as reservas excedentárias junto do Banco de Portugal representavam um custo anual próximo dos 35 milhões de euros para as instituições de crédito residentes em Portugal. Após a introdução do sistema, e tendo em conta a descida da taxa da facilidade de depósito de -0,40% para -0,50%, estima-se que o custo anual das reservas excedentárias diminua para, aproximadamente, 21,5 milhões de euros¹². A taxa de juro média implícita dos depósitos das instituições de crédito portuguesas junto do Banco de Portugal tornou-se menos negativa com a introdução deste sistema, passando de -0,32% para -0,11%.

Gráfico C2.1 • Distribuição das instituições de crédito residentes em Portugal pela percentagem utilizada do *tiering*, e evolução do custo e da taxa de juro média implícita dos depósitos das instituições de crédito junto do Banco de Portugal | Em milhões de euros e percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: 2019MP5 corresponde ao período de manutenção com início a 31 de julho de 2019 e fim a 17 de setembro de 2019 e 2019MP8 corresponde ao período de manutenção com início a 18 de dezembro de 2019 e fim a 28 de janeiro de 2020. Consideram-se apenas as instituições de crédito residentes em Portugal com valor de reservas mínimas a cumprir não nulo.

12. Com base nos valores do último período de manutenção de 2019.

7 Programas de compra de ativos

Em janeiro de 2019, iniciou-se a fase exclusiva de reinvestimento do APP, visando manter o saldo de compras acumulado atingido no final do ano anterior, fase essa que durou até outubro de 2019.

A partir de novembro, reiniciaram-se as aquisições líquidas de ativos, no montante de 20 mil milhões de euros mensais, tendo sido anunciado que estas decorrerão enquanto forem necessárias para reforçar o impacto acomodatório da política monetária e que cessarão pouco antes de o BCE decidir começar a aumentar as taxas de juro oficiais.

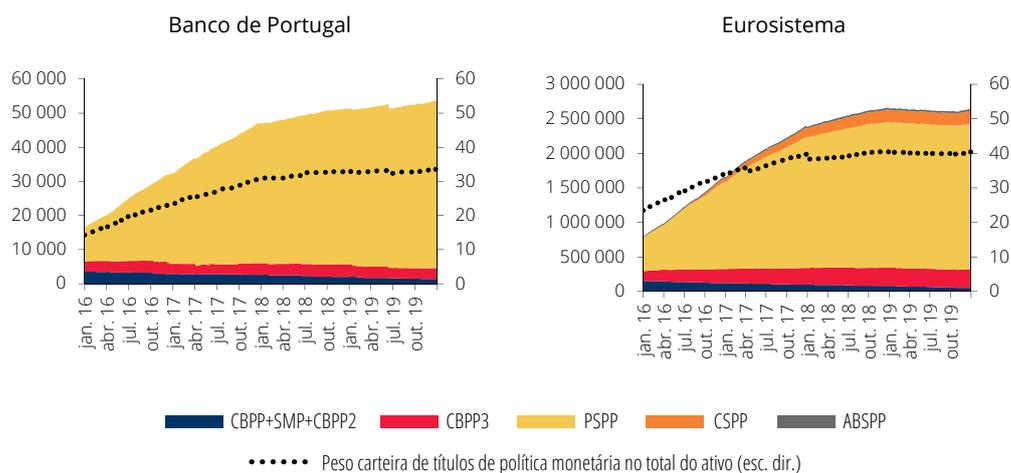
O reinvestimento do valor nominal dos títulos do APP, por seu turno, prosseguirá simultaneamente com as aquisições líquidas de ativos e estender-se-á por um longo período de tempo para além do início do aumento das taxas de juro oficiais do BCE e enquanto for necessário para manter condições favoráveis de liquidez e um amplo grau de acomodação monetária. Os juros recebidos dos títulos não são reinvestidos.

Na execução dos programas, o Eurosistema mantém o princípio da neutralidade de mercado, através da implementação suave e flexível dos mesmos, com vista a preservar o normal funcionamento dos mercados.

O Banco de Portugal, em particular, tem estado envolvido, desde o início, nas compras associadas ao PSPP e ao terceiro programa de compra de obrigações hipotecárias (na sigla inglesa, CBPP – *covered bonds purchase programme*) executando compras em mercado secundário, no primeiro caso, e em primário e secundário, no segundo.

No final de 2019, a carteira de títulos adquiridos no âmbito do APP registados no balanço do Banco de Portugal representava cerca de 53,3 mil milhões de euros (dos quais 50,1 mil milhões de euros correspondiam ao programa PSPP e 3,2 mil milhões de euros ao CBPP3). Adicionalmente, no final de 2019, os programas CBPP, CBPP2 e o programa dos mercados de títulos de dívida (SMP – *securities markets programme*) totalizavam 1,3 mil milhões de euros.

Gráfico 7.1 • Saldos das compras de ativos nos balanços do Banco de Portugal e do Eurosistema | Em milhões de euros e em percentagem



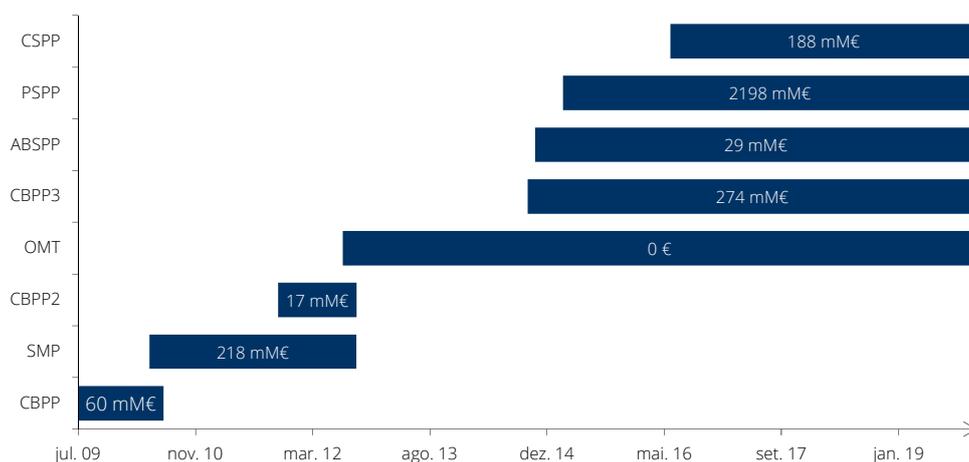
Fontes: Banco Central Europeu (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

Caixa 3 • Medidas não convencionais: Programas de compra de ativos

Perante as graves perturbações nos mercados financeiros, a recessão económica e os níveis de inflação persistentemente baixos da área do euro que se seguiram à crise financeira espoletada em 2007 e à crise das dívidas soberanas em 2010, o Eurosistema adotou diversas medidas de política monetária significativamente diferentes daquelas que tinha implementado até então. Estas medidas, designadas de “não convencionais”, tiveram como objetivo restaurar o funcionamento adequado dos mercados financeiros e do mecanismo de transmissão da política monetária e apoiar a concessão de crédito à economia já que, ao garantirem um fluxo de crédito adequado e em condições acessíveis para as empresas e famílias, incentivam o investimento e o consumo, o que contribui, em última instância, para o objetivo de convergência das taxas de inflação para valores abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo.

De entre as medidas não convencionais implementadas¹³, destaca-se o lançamento dos primeiros programas de compra de ativos em mercados disfuncionais entre 2009 e 2012 e, a partir de 2015, a realização de um programa alargado de compra de ativos (APP) com o objetivo de proporcionar um maior estímulo monetário à economia da área do euro.

Gráfico C3.1 • Cronologia dos programas de compras e respetivas compras até dezembro de 2019



Fonte: Banco Central Europeu (cálculos do Banco de Portugal) e Banco de Portugal. | Nota: os valores de compras apresentados para os programas CBPP3, ABSPP, PSPP e CSPP dizem respeito a valores líquidos do vencimento de títulos.

O primeiro programa de compra de ativos, o CBPP, teve como principal objetivo revitalizar o mercado de obrigações hipotecárias, considerada uma das principais fontes de financiamento de mercado dos bancos em vários países da área do euro. O CBPP, com duração de um ano, foi iniciado em julho de 2009 e permitiu adquirir 60 mil milhões de euros de obrigações hipotecárias. Em outubro de 2011, após o surgimento de novas tensões neste segmento de mercado, o BCE anunciou um segundo programa de compra de obrigações hipotecárias (CBPP2) com a mesma duração, no âmbito do qual adquiriu cerca de 17 mil milhões de euros.

No início de 2010, a crise das dívidas soberanas introduziu novos desafios na área do euro. Dado o papel de referência da dívida pública na fixação dos custos de financiamento do setor privado, bem como a sua importância no balanço e na gestão da liquidez dos bancos, considerou-se que os desenvolvimentos neste mercado tinham um impacto negativo na transmissão da política

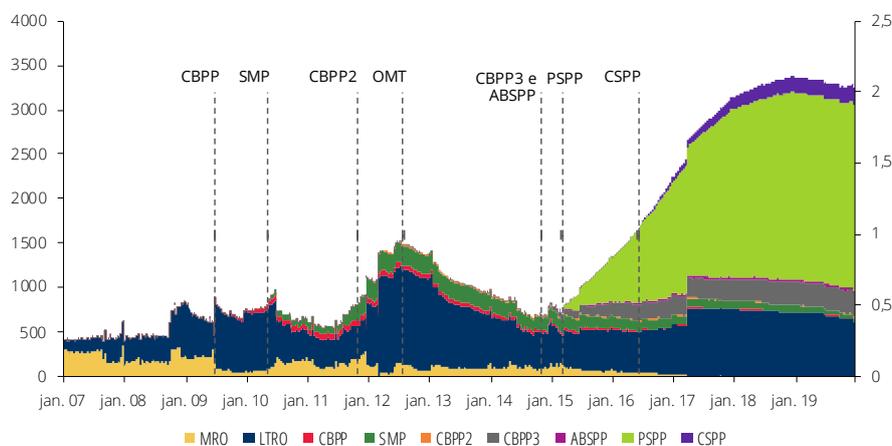
13. Para mais detalhes sobre as medidas não convencionais, ver Tema em destaque “Política monetária não convencional do BCE: o que foi feito e que impacto teve?”, *Boletim Económico* de junho de 2015, Banco de Portugal.

monetária à economia real. Neste sentido, em maio de 2010, o BCE anunciou um programa de compra de ativos nos mercados de dívida pública e privada (SMP) com o objetivo de restaurar a liquidez e assegurar o funcionamento adequado de alguns segmentos de mercado. Com o SMP, foram adquiridos cerca de 218 mil milhões de euros de ativos emitidos pelos Estados soberanos da Espanha, Grécia, Itália, Irlanda e Portugal, não tendo existido compras de dívida privada. O programa terminou em setembro de 2012, quando, após sinais de fragmentação financeira crescente, instabilidade nos mercados de dívida soberana e alguma especulação quanto à viabilidade do euro, o BCE anunciou a disponibilidade para realizar transações monetárias definitivas (na sigla inglesa, OMT – *outright monetary transactions*) nos mercados secundários de dívida pública de Estados-Membros sujeitos a um programa de ajustamento económico e financeiro. Apesar de o OMT não ter sido ativado, assistiu-se a uma redução significativa das tensões nos mercados financeiros na sequência do seu anúncio.

Atualmente, no âmbito do APP, estão em curso quatro programas de compra de ativos para fazer face a um período prolongado de baixos níveis de inflação. Numa primeira fase, o terceiro programa de compra de obrigações hipotecárias (CBPP3) e o programa de instrumentos de dívida titularizados (na sigla inglesa, ABSPP – *asset-backed securities purchase programme*) surgiram de forma independente. Com início a 20 de outubro e a 21 de novembro de 2014, respetivamente, tinham como objetivo melhorar a transmissão da política monetária, facilitar a concessão de crédito à economia na área do euro e, desta forma, contribuir para a convergência das taxas de inflação para níveis mais próximos de 2%. Em março de 2015, o BCE decidiu iniciar um programa de compra de dívida pública e de entidades supranacionais da área do euro (PSPP), criando em conjunto com o CBPP3 e o ABSPP, o APP, sinalizando, desta forma, o seu empenho em cumprir o mandato de manter a estabilidade de preços, num cenário económico e financeiro sem precedentes. Em março de 2016, com a finalidade de melhorar ainda mais as condições de financiamento da economia real e, em última instância, influenciar a trajetória da inflação na área do euro, foi anunciado o programa de compra de títulos de dívida de empresas do setor não financeiro da área do euro (na sigla inglesa, CSPP – *corporate sector purchase programme*).

Até 2015, a dimensão do balanço do Eurosistema era determinada pela procura de liquidez pelo setor bancário. A partir de 2015, o APP passou a constituir o principal instrumento de política monetária quando avaliada a estrutura do balanço, tendo conduzido a uma expansão histórica do mesmo.

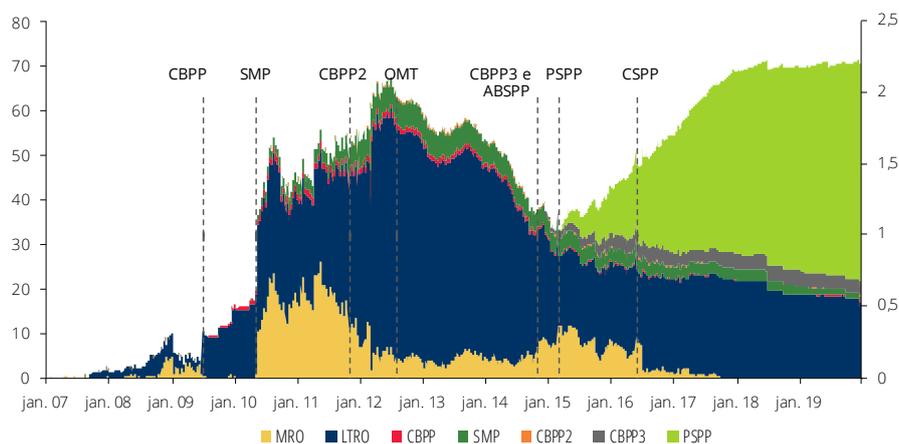
Gráfico C3.2 • Operações de crédito e programas de compra de ativos no balanço do Eurosistema | Em mil milhões de euros



Fonte: Banco Central Europeu (cálculos do Banco de Portugal) e Banco de Portugal. | Nota: neste gráfico, as LTRO incluem as LTRO e as TLTRO.

Conforme o Gráfico C3.2, no final de 2019, a carteira de títulos adquiridos pelo Eurosistema no âmbito dos programas de compras totalizava 2632 mil milhões de euros, dos quais cerca de 80% correspondiam ao PSPP, 10% ao CBPP3 e 7% ao CSPP. O ABSPP e os programas cujas compras já terminaram (CBPP, CBPP2 e SMP) representavam apenas 1% e 2% da carteira, respetivamente.

Gráfico C3.3 • Operações de crédito e programas de compra de ativos no balanço do Banco de Portugal | Em mil milhões de euros



Fonte: Banco Central Europeu (cálculos do Banco de Portugal) e Banco de Portugal. | Nota: neste gráfico, as LTRO incluem as LTRO e as TLTRO.

Também o balanço do Banco de Portugal atingiu o seu valor máximo no final de 2019, refletindo as compras realizadas no âmbito dos diferentes programas de compra de ativos. De acordo com o Gráfico C3.3, as compras de ativos registadas no balanço do Banco de Portugal a 31 de dezembro ascendiam a cerca de 53 mil milhões de euros, distribuídos maioritariamente pelo PSPP e pelo CBPP3, que representavam, respetivamente, cerca de 91% e 5,9% do total dos ativos adquiridos ao abrigo dos programas de compra. Refira-se que o ABSPP e o CSPP não se encontram registados no balanço do Banco de Portugal, já que a compra dos títulos de emissores portugueses no âmbito destes programas são da responsabilidade do Banco de França e do Banco Central da Bélgica, respetivamente.

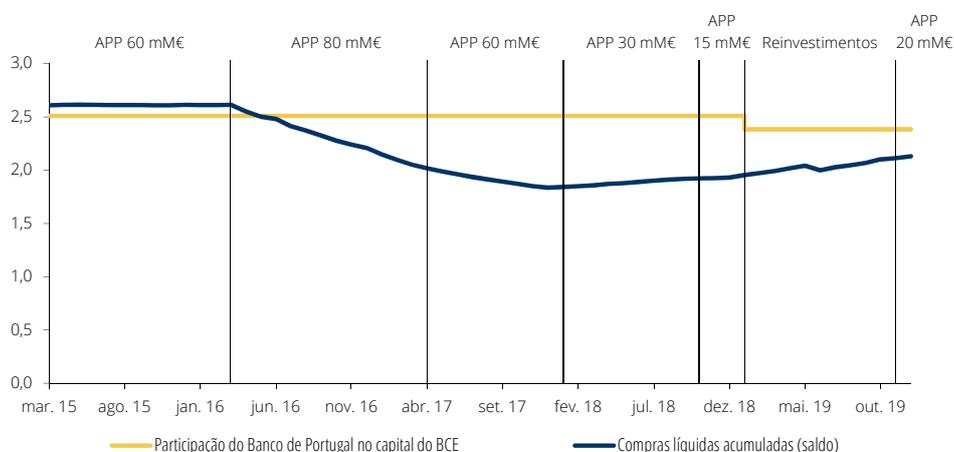
7.1 PSPP

As compras do PSPP são executadas em função da chave de capital¹⁴ de cada BCN no capital subscrito do BCE. No caso do Banco de Portugal, a chave de capital era 2,35% em 2019 (2,48% em 2018).

No final de 2019, a proporção acumulada das compras de títulos portugueses no PSPP cifrava-se em 2,1%, abaixo, portanto, da referida chave de capital. Não obstante, ao longo de 2019, esta proporção continuou a convergir para a chave de capital do Banco de Portugal no BCE, tendo-se aproximado 0,2 pp em relação ao valor verificado no final de 2018 (Quadro 7.1).

14. A 1 de janeiro de 2019, o BCE efetuou o ajustamento quinquenal da tabela de repartição para subscrição do seu capital. A chave de capital reflete a participação de cada banco central nacional no capital do BCE e é determinada em função da quota do respetivo país no total da população e do produto interno bruto da União Europeia.

Gráfico 7.2 • Proporção das compras de títulos do setor público português
| Em percentagem



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

Quadro 7.1 • 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

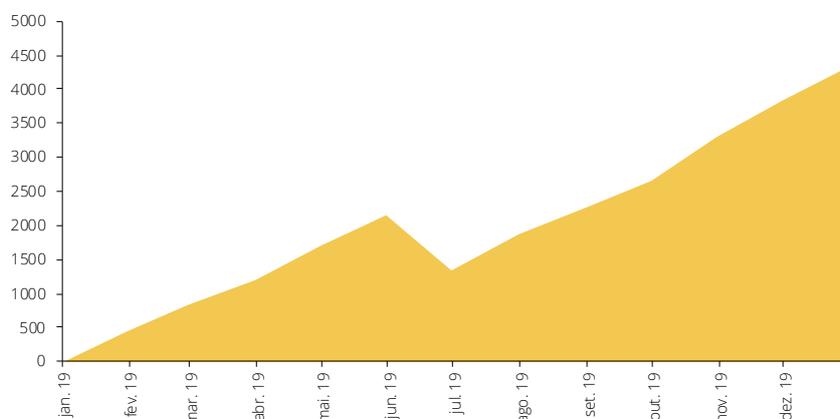
	AT	BE	CY	DE	EE	ES	FI	FR	GR	IE	IT	LV	LU	LT	MT	NL	PT	SI	SK
Participação no capital do BCE	2,9	3,6	0,2	26,4	0,3	12,0	1,8	20,4	2,5	1,7	17,0	0,6	0,3	0,4	0,1	5,8	2,4	0,5	1,1
Compras líquidas acumuladas no total do PSPP (final de 2018)	3,0	3,8	0,0	26,7	0,0	13,4	1,7	21,7	0,0	1,6	18,8	0,2	0,1	0,1	0,1	5,9	1,9	0,4	0,6
Compras líquidas acumuladas no total do PSPP (final de 2019)	3,0	3,8	0,1	26,9	0,0	13,2	1,7	21,6	0,0	1,7	18,5	0,2	0,1	0,1	0,1	5,8	2,1	0,4	0,6

Em 2019, o Banco de Portugal apenas adquiriu títulos do setor público português no âmbito do PSPP, não tendo, tal como no ano anterior, adquirido dívida emitida por entidades supranacionais. Dentro do setor público português, foram adquiridos também títulos emitidos pelas regiões autónomas dos Açores e da Madeira, bem como de agências públicas.

Em 2019, o Eurosistema adquiriu 4,3 mil milhões de euros de títulos de dívida pública portuguesa. Este valor é já líquido dos montantes vencidos em carteira. O Banco de Portugal efetuou 669 operações no PSPP em 2019 com instituições financeiras portuguesas e estrangeiras.

Ao longo do ano, foram efetuadas algumas operações de venda de títulos em carteira de modo a repor os limites por emissão (33%) do Eurosistema, que foram quebrados, de forma automática, no seguimento de operações do IGCP de troca de dívida (operações de amortização antecipada de obrigações com um prazo de vencimento próximo, por contrapartida da emissão de obrigações com prazo para o vencimento superior).

Gráfico 7.3 • Aquisições líquidas 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.

7.2 CBPP3

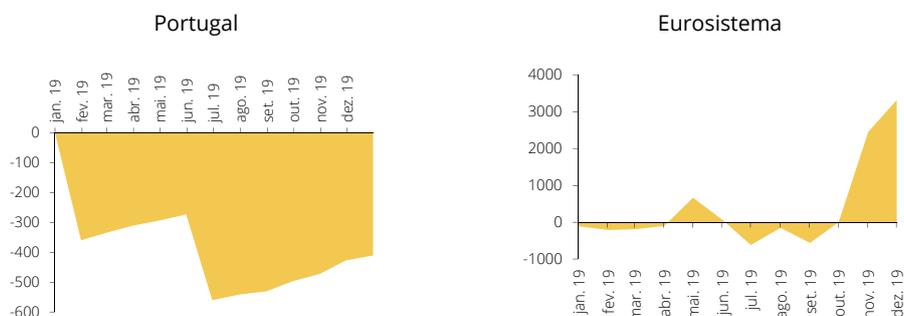
São elegíveis para compra no âmbito do terceiro programa de compra de obrigações hipotecárias em vigor (CBPP3) os títulos desta tipologia que sejam aceites como garantia de operações de crédito do Eurosistema. Não são aplicadas quaisquer limitações em termos de prazo para o vencimento ou montante mínimo 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/emiteente.

Em 2019, o Banco de Portugal não reinvestiu integralmente os títulos vencidos devido à reduzida dimensão e disponibilidade dos títulos negociados no mercado português. As compras líquidas apresentaram um saldo de -410 milhões de euros. Foram realizadas 209 operações e, ao contrário do que se verificou no ano anterior, houve aquisições para este programa em mercado primário.

No caso do Eurosistema, realizaram-se compras líquidas no montante de 3,3 mil milhões de euros.

Desde o início do CBPP3, o Eurosistema realizou, em média, 39% das compras de ativos em mercado primário e 61% em mercado secundário.

Gráfico 7.4 • Aquisições líquidas para o CBPP3 pelo Banco de Portugal e Eurosistema, montantes acumulados desde o início do ano | Em milhões de euros



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

7.3 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 ficou responsável por implementar o CSPP em nove jurisdições, entre as quais se inclui o mercado português.

Em 2019, o Eurosistema efetuou compras líquidas para o programa no montante de 7,7 mil milhões de euros. Durante o ano foi realizada uma emissão de ativos elegíveis para o CSPP por um emitente nacional.

A partir de novembro, o Eurosistema reiniciou a participação em operações de mercado primário de empresas não financeiras no CSPP. Desde o início deste programa, o Eurosistema realizou, em média, 18% das compras de ativos em mercado primário e 82% em mercado secundário.

De forma análoga, a execução do programa de compras de dívida titularizada (ABSPP) é realizada por um conjunto restrito de BCN, estando o Banco de França responsável pela compra dos títulos em cinco jurisdições, nas quais se incluem os instrumentos de dívida titularizados (na sigla inglesa, ABS – *asset-backed securities*) com ativos subjacentes portugueses.

Em 2019, o Eurosistema realizou compras líquidas ao abrigo deste programa no montante de 917 milhões de euros.

7.4 Empréstimo de títulos

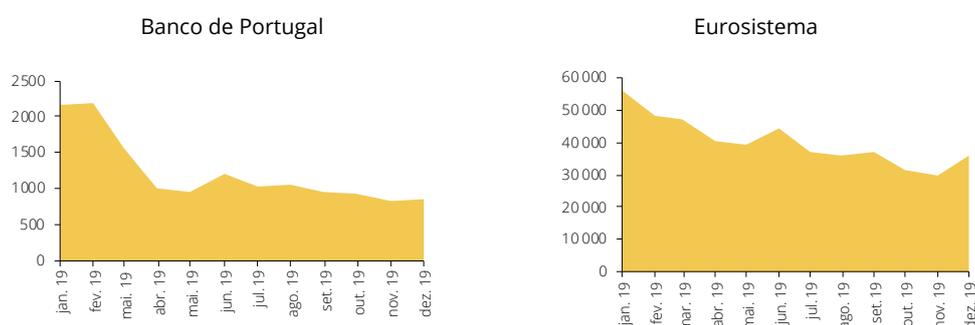
De modo a garantir condições de liquidez adequadas nos mercados de títulos e de operações de reporte, os títulos adquiridos pelo Eurosistema no âmbito do PSPP e CSPP estão disponíveis para operações de empréstimo (*securities lending*), realizadas de forma descentralizada pelos bancos centrais. Os principais 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.

Adicionalmente, cada BCN pode disponibilizar para empréstimo os títulos adquiridos no âmbito do CBPP3 e ABSPP.

Os títulos adquiridos pelo Banco de Portugal no âmbito do PSPP e CBPP3 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 2019 pelo Banco de Portugal atingiu a média mensal de 1,2 mil milhões de euros. Os títulos de dívida pública representaram em média cerca de 76% deste montante; o remanescente diz respeito a títulos supranacionais e obrigações hipotecárias.

Gráfico 7.5 • Montante mensal médio emprestado pelo Banco de Portugal e Eurosistema | Em milhões de euros



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

8 Evolução do balanço do Banco de Portugal e do Eurosistema

8.1 Composição do balanço

Em 2019, a composição do balanço do Banco de Portugal manteve-se em linha com a observada no ano anterior (Quadro 8.1).

Do lado do ativo, a rubrica com maior peso (33%) 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 7). A rubrica de “Financiamento de política monetária às instituições de crédito”, que reflete a forma convencional de o Banco de Portugal ceder liquidez, ou seja, através de operações de política monetária reversíveis (ou seja, não definitivas) reduziu ligeiramente o seu peso no total do ativo (de 13% para 12%), em parte devido ao decréscimo do montante vivo neste tipo de operações (Capítulo 4). A rubrica de “Ativos sobre o Eurosistema” continuou a apresentar, tal como em 2018, um peso relevante no total do balanço do Banco de Portugal (30%). Esta rubrica inclui, na sua maioria, os ajustamentos às notas em circulação, ou seja, a diferença entre o montante de notas em circulação que o Banco de Portugal regista 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 2019, 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 perante o BCE resultante da realização de pagamentos transfronteiriços em euros através do sistema de pagamentos TARGET2. Tal como verificado no ano anterior, em 2019, 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, em ambos os casos, 16% do total, em 2019. Estes agregados incluem, entre outros, alguns 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 8.1. 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 8.1 • Balanço simplificado do Banco de Portugal | Em percentagem do ativo

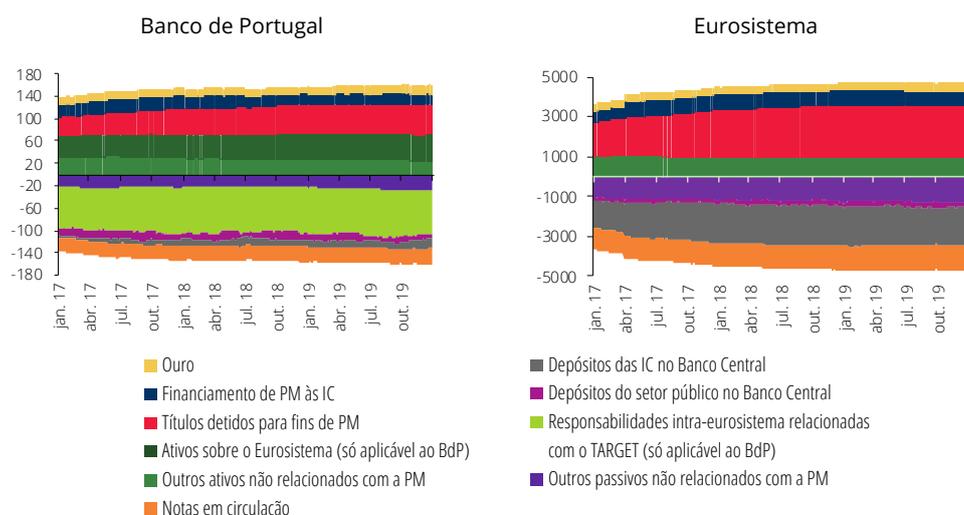
Ativo			Passivo		
	2018	2019		2018	2019
Ouro	9%	9%	Notas em circulação	17%	17%
Financiamento de PM às IC	13%	12%	Depósitos das IC no Banco Central	8%	8%
Títulos detidos para fins de PM	32%	33%	Depósitos do setor público no Banco Central	8%	7%
Ativos sobre o Eurosistema	29%	30%	Responsabilidades para com o Eurosistema (TARGET)	53%	52%
Outros ativos não relacionados com a PM	17%	16%	Outros passivos não relacionados com a PM	14%	16%

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: As percentagens apresentadas foram calculadas tendo por base os saldos médios diários por ano.

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 BCE¹⁵. Todos os fatores autónomos, à exceção das notas em circulação, contam para o valor dos AFL. Em 2019, o saldo médio de AFL do Banco de Portugal foi de cerca de 4,9 mil milhões de euros, valor que compara com 6,4 mil milhões de euros em 2018.

A evolução dos balanços do Banco de Portugal e do Eurosistema é apresentada no Gráfico 8.1. No final de 2019, o balanço do Banco de Portugal ascendeu a cerca de 160 mil milhões de euros, valor que corresponde ao máximo histórico verificado e que representa um aumento de aproximadamente 1% relativamente ao final de 2018. No caso do Eurosistema, o valor do balanço reduziu-se ligeiramente face a 2018, fechando o ano em 4673 mil milhões de euros, perto do valor máximo histórico, registado também em dezembro de 2018 (4719 mil milhões de euros).

Gráfico 8.1 • 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.

15. Para mais informação sobre este Acordo, consultar https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/anfa_qa.pt.html.

Tal como observado para Portugal, também ao nível do Eurosistema a composição do balanço praticamente não se alterou em 2019. Do lado do ativo, a rubrica “Títulos detidos para fins de Política Monetária” continua a ser a mais expressiva, representando, no final de 2019, cerca de 56% dos ativos do Eurosistema. No lado do passivo, a estrutura manteve-se semelhante à de 2018. Ao nível do Eurosistema, a rubrica “Depósitos de instituições de crédito no Banco Central”, na qual se incluem as contas correntes dos bancos junto dos BCN e o recurso à facilidade permanente de depósito, continuou a ser a mais representativa.

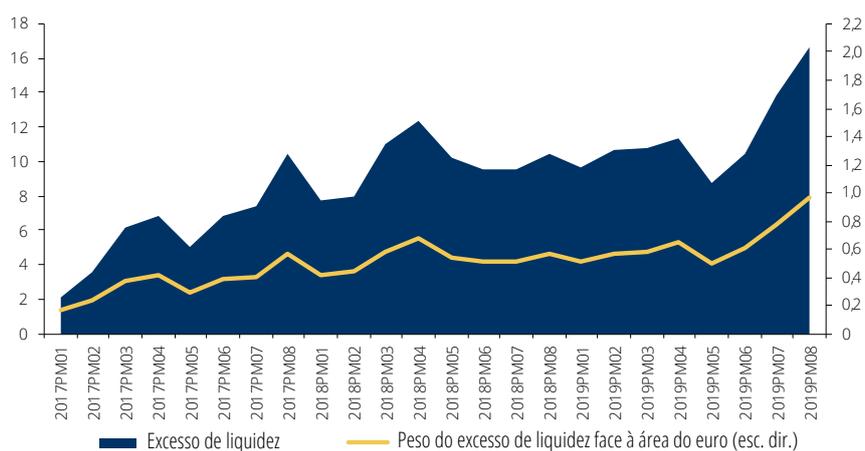
8.2 Excesso de liquidez

O excesso de liquidez é definido como a soma das reservas excedentárias (ou seja, o 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, o excesso de liquidez no Eurosistema aumentou consideravelmente a partir de 2015.

Em 2019, a média do excesso de liquidez em Portugal ascendeu a cerca de 11,5 mil milhões de euros, acima dos 10 mil milhões verificados, em média, durante o ano de 2018. No entanto, salienta-se que o excesso de liquidez no último período de manutenção de 2019 foi de 16,7 mil milhões de euros, um valor significativamente superior ao verificado em 2018 e à média de 2019, sendo ainda máximo histórico. A forte subida verificada no excesso de liquidez após o sexto período de manutenção está intimamente relacionada com a introdução do *tiering*¹⁶, que entrou em vigor no sétimo período de manutenção de 2019 (Caixa 2).

O peso do excesso de liquidez em Portugal face ao conjunto da área do euro foi, em média, de 0,64% em 2019 (o que compara com 0,53% em 2018), tendo, no entanto, terminado o ano de 2019 nos 0,96%, subida esta verificada já após a introdução do *tiering*.

Gráfico 8.2 • Evolução do excesso de liquidez em Portugal face ao total da área do euro
| Em mil milhões de euros e em percentagem



Fonte: Banco Central Europeu (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Valores médios por período de manutenção de reservas mínimas.

16. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.pr190912_2~a0b47cd62a.en.html.

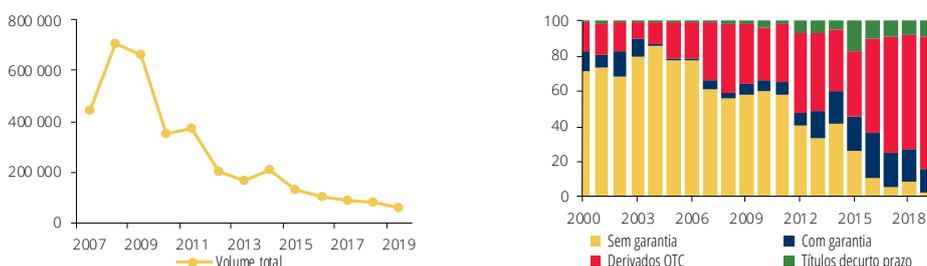
9 Desenvolvimentos no mercado monetário

9.1 Atividade em Portugal

O Banco de Portugal realiza anualmente um inquérito aos principais bancos nacionais sobre a atividade no mercado monetário no segundo trimestre do ano, tendo em vista a recolha de todas as suas transações em euros no mercado interbancário e que estejam registadas no próprio balanço¹⁷.

A evolução do mercado monetário em Portugal em 2019 continuou a ser caracterizada por uma situação de generalizado excesso de liquidez. Durante o segundo trimestre do ano, o montante total transacionado pelas instituições portuguesas¹⁸ seguiu a tendência de decréscimo dos últimos anos, atingindo um novo mínimo no período em análise. Registou-se um decréscimo da atividade em todos os segmentos, mais acentuado nos mercados sem garantia e com garantia. O segmento de derivados *over-the-counter* (OTC) continua a ser o segmento preferido pelas instituições portuguesas. Adicionalmente, verificou-se uma diminuição do montante transacionado com contrapartes fora da área euro em operações com e sem garantia.

Gráfico 9.1 • 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 fixou-se em 1,2 mil milhões de euros, correspondente a uma redução de 81,8% face ao mesmo período do ano anterior. Esta redução deveu-se fundamentalmente à diminuição do montante de cedência de liquidez, cujas operações representaram 65% do total do segmento sem garantia em 2019 e diminuíram 86,7% relativamente a igual período do ano anterior. No que diz respeito à estrutura por maturidades, é de realçar a diminuição significativa do montante transacionado pelo prazo *overnight*, cujo peso no total das transações sem garantia se reduziu de 75% para 26%. Em sentido inverso, a quota de transações nos prazos entre um mês e um ano aumentou para 56%.

Em relação ao segmento com garantia, o volume total ascendeu a 8,2 mil milhões de euros em 2019. As operações de obtenção de liquidez continuavam a ser as que mais pesavam no segmento com garantia, representando 97% deste tipo de transações, embora o seu volume tenha diminuído em

17. Neste inquérito para o segmento com garantia também são consideradas as transações conduzidas com contrapartes centrais (na sigla inglesa, CCP – *central counterparties*).

18. 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.

relação ao ano anterior. As maturidades das operações estão agora mais diversificadas. Em 2019, observou-se um aumento das operações realizadas com maturidades superiores a seis meses, de níveis aproximadamente nulos para cerca de 12%. As transações com prazos até um mês, no entanto, continuavam a representar mais de 70% do total. Salienta-se a reduzida atividade entre instituições portuguesas no mercado com garantia.

O volume total do segmento de derivados OTC ascendeu a 46 mil milhões de euros em 2019, sobretudo através do recurso a *FX swaps* (36 mil milhões de euros) e *interest rate swaps* (9,7 mil milhões de euros). À semelhança do que tem vindo a acontecer desde 2015, nenhuma instituição reportou *forward rate agreements* e os volumes de *cross-currency swaps* e de *overnight index swaps* são residuais.

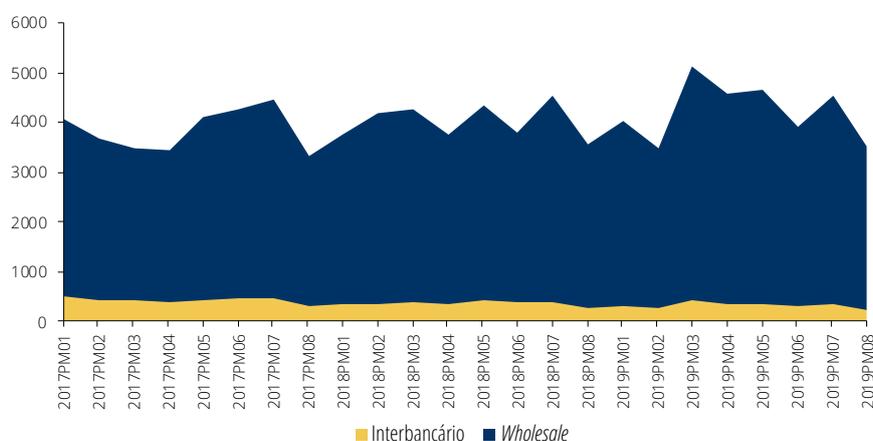
A atividade do segmento de mercado de títulos de curto-prazo concentrou-se totalmente no mercado secundário (operações *outright*). O montante transacionado nestas operações totalizou cerca de 5,9 mil milhões de euros em 2019, correspondendo na quase totalidade a títulos de dívida pública.

9.2 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*, aumentou durante o ano de 2019. Ainda que cerca de metade do montante de obtenção de fundos no mercado wholesale seja feita nos prazos mais curtos (*overnight, tom-next, spot next*), esta percentagem tem vindo a reduzir-se nos últimos períodos de manutenção.

No mercado interbancário, no segmento sem garantia, observou-se uma ligeira diminuição dos montantes totais reportados, motivada principalmente pelo excesso de liquidez existente no sistema bancário da área do euro. Durante o início do ano de 2019, e em linha com os anos anteriores, o montante nas operações de obtenção de liquidez no mercado interbancário representava mais de metade do total das transações realizadas neste mercado. A partir do sexto período de manutenção de 2019, a tendência inverteu-se, assistindo-se a um aumento considerável do peso das operações de cedência de liquidez no mercado interbancário, as quais, no último período de manutenção, representavam 73% do total das transações realizadas neste mercado. No que diz respeito à estrutura por maturidades, observa-se que as transações com prazos mais curtos têm uma importância primordial; este peso aumentou nos últimos períodos de manutenção de 2019.

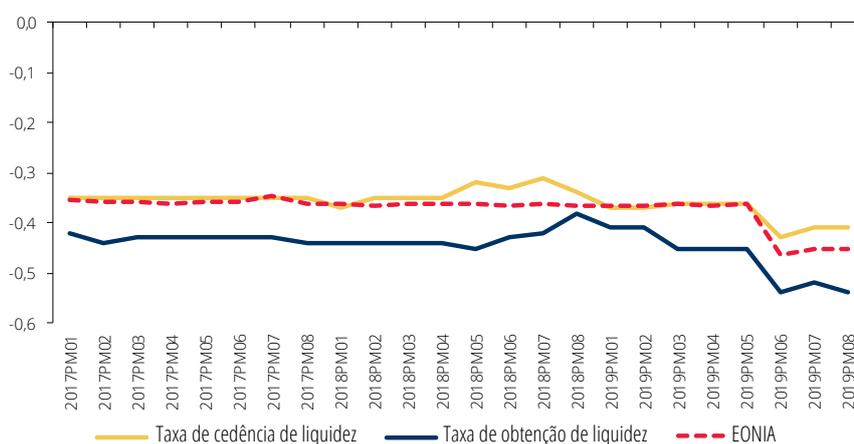
Gráfico 9.2 • Volume de obtenção de liquidez no mercado *wholesale* e interbancário no segmento sem garantia | Em mil milhões de euros



Fonte: Banco Central Europeu.

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 2019 no segmento sem garantia no mercado interbancário. Ao contrário do ano anterior, no último período de manutenção de 2019, que compreende o efeito de final do ano, assistiu-se a um alargamento 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. Nos últimos períodos de manutenção, este *spread* aumentou, o que poderá estar relacionado com a alteração da metodologia de cálculo da EONIA (Capítulo 9.3). 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 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.

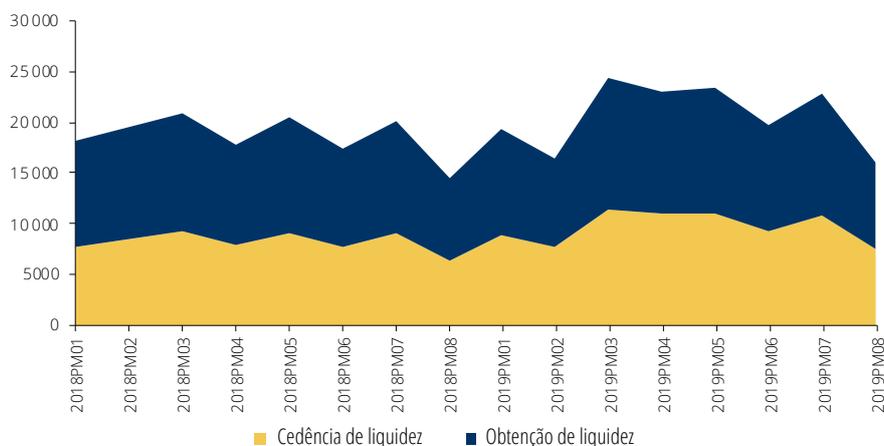
Gráfico 9.3 • Taxas do segmento sem garantia, no mercado interbancário com prazo *overnight* | Em percentagem



Fonte: Banco Central Europeu.

Os montantes reportados com contrapartes *wholesale* no segmento com garantia são superiores aos do segmento sem garantia, considerando tanto as transações de cedência de liquidez como as de obtenção de liquidez. Em 2019, verificou-se um aumento dos montantes reportados, apesar da diminuição ocorrida no último período de manutenção 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, facto que condiciona a atividade no mercado monetário nos últimos dias do ano. No último período de manutenção de 2019 e ao longo de todo o ano, a maioria das transações do mercado com garantia reportadas pelos bancos do MMSR foram de obtenção de liquidez (cerca de 52%). Tal como acontece com o mercado sem garantia, a maioria das transações no mercado com garantia são realizadas por prazos mais curtos, tanto nas operações de cedência como nas operações de obtenção de liquidez.

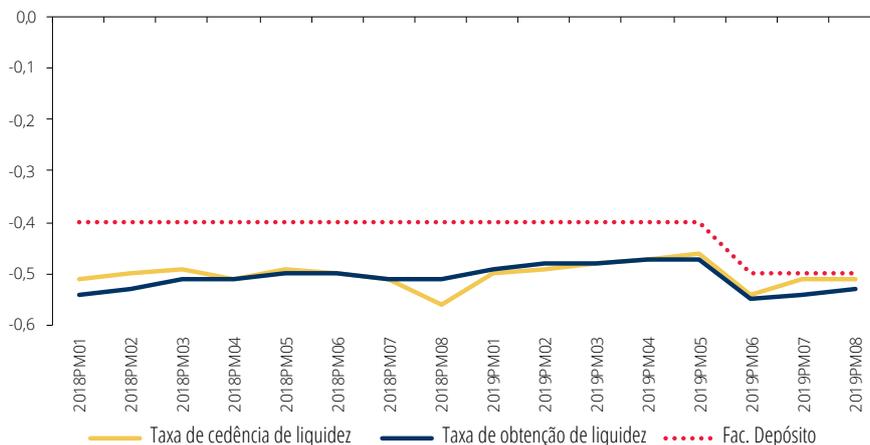
Gráfico 9.4 • Volume no mercado *wholesale* no segmento com garantia
| Em mil milhões de euros



Fonte: Banco Central Europeu.

As taxas no segmento com garantia foram, em 2019, em média, inferiores à taxa da facilidade de depósito, evidenciando que este segmento de mercado é motivado principalmente pela procura dos ativos de garantia (*collateral-driven*) e não por questões de necessidade de financiamento. É possível observar-se um aumento das taxas de obtenção e de cedência de liquidez ao longo de 2019, apesar do ajustamento à redução da taxa da facilidade de depósito após o quinto período de manutenção.

Gráfico 9.5 • Taxas do segmento com garantia, no mercado *wholesale* com prazo *overnight*
| Em percentagem



Fonte: Banco Central Europeu.

9.3 Reforma das taxas de referência do euro

As taxas de juro de referência do euro são relevantes essencialmente pelo papel que desempenham em quatro domínios:

- 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, pequenas e médias empresas (PME);
- Mercado de retalho, como taxa de referência para os empréstimos hipotecários, com particular relevância para Portugal;
- Política monetária, no âmbito da qual 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:

Quadro 9.2 • Metodologia de cálculo da EURIBOR e EONIA

	EURIBOR (<i>Euro Interbank Offered Rate</i>)		EONIA (<i>Euro Overnight Index Average</i>)
Até abril de 2019	Mercado monetário interbancário sem garantia	Até outubro de 2019	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 ¹⁹		Calculada pelo BCE
Nova metodologia ²⁰	Mercado monetário <i>wholesale</i> sem garantia	Nova metodologia ²¹	Mercado monetário <i>wholesale</i> sem garantia
	Metodologia híbrida: Transações efetivas de obtenção de fundos Interpolação com transações de dias anteriores e/ou com prazo adjacente Transações em mercados correlacionados, modelização e <i>expert's judgment</i>		Indexada à €STR (+ 8.5 pb), a nova taxa de juro sem risco do euro que reflete os custos de obtenção de fundos dos bancos da área do euro no mercado monetário <i>wholesale</i> no segmento sem garantia usando um painel de 50 bancos
	Painel de 18 bancos		
	Prazos: 1s, 1m, 3m, 6m e 12m		Prazo: <i>Overnight</i>
	Calculadas pela GRSS		Calculada pelo BCE

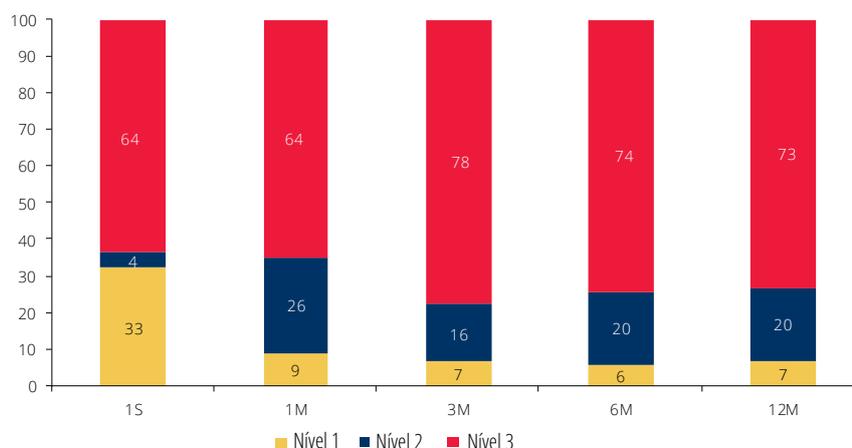
19. Global Rate Set Systems: <https://globalrateset.com/>.

20. Consultar nova metodologia de cálculo da EURIBOR.

21. Consultar nova metodologia de cálculo da EONIA.

Como a EURIBOR, tal como se apresentava anteriormente, deixaria de cumprir o requerido na BMR²² a partir de 1 de janeiro de 2020, o seu administrador, o European Money Market Institute (EMMI), procurou reformar a sua metodologia de cálculo. Para tal, apresentou uma proposta de uma metodologia híbrida para o cálculo da EURIBOR que consiste em três níveis. Num primeiro nível, consideram-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 espetro de 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*.

Gráfico 9.6 • Contribuição dos níveis da metodologia híbrida para o cálculo da taxa²³
| Em percentagem



Fonte: EMMI.

Em 2019, o EMMI foi autorizado pela Autoridade de Mercados e Serviços Financeiros da Bélgica a administrar a EURIBOR, seguindo a nova metodologia, a 2 julho, e encontra-se registado na lista de administradores de taxas de juro de referência da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados desde 4 de julho. Em novembro de 2019, o EMMI anunciou que tinha sido concluída com sucesso a transição do apuramento da EURIBOR para a nova metodologia que se tinha iniciado em abril de 2019. Uma vez que com a adoção da nova metodologia, a EURIBOR foi considerada uma taxa de referência no âmbito do EU Benchmark Regulation, os riscos de transição para outra taxa de referência encontram-se, em grande medida, mitigados

22. Em junho de 2016, a EU Benchmark Regulation 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 consumidores e investidores. 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 cumprem com este regulamento poderão ser utilizadas em novos contratos ou instrumentos financeiros após janeiro de 2022.

23. Consultar [Indicadores de Transparência da EURIBOR](#).

Gráfico 9.7 • Evolução da EURIBOR | Em percentagem



Fonte: EMMI.

À semelhança da EURIBOR, também a EONIA carecia de uma reforma aprofundada. Neste contexto, o BCE anunciou, em 2017, o desenvolvimento de uma nova taxa de juro de referência do euro, designada por €STR que, em 2018, foi recomendada pelo Working Group on Risk Free Rates²⁴ como sendo a nova taxa de juro sem risco da área do euro e substituta da EONIA. A €STR começou a ser publicada diariamente a 2 de outubro de 2019.

Após uma consulta pública, o EMMI decidiu adotar a proposta do Working Group on Risk Free Rates e, a partir de outubro de 2019, a EONIA passou a ser calculada com um *spread* de 8,5 pontos base²⁵ sobre a €STR. Tal implicou que o momento de publicação da EONIA passasse para as 9:15h CET do dia TARGET posterior ao qual a taxa reflete a atividade do mercado. A publicação da EONIA será descontinuada a 3 de janeiro de 2022²⁶.

24. Este grupo é constituído por diversas instituições de crédito da área do euro, com o apoio do BCE, da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, da Autoridade de Mercados e Serviços Financeiros da Bélgica e da Comissão Europeia.

25. Anunciado pelo BCE a 31 de maio de 2019 e calculado com base em recomendações do Working Group on Risk Free Rates, entrou em vigor no âmbito da nova metodologia de cálculo da EONIA a 2 de outubro de 2019.

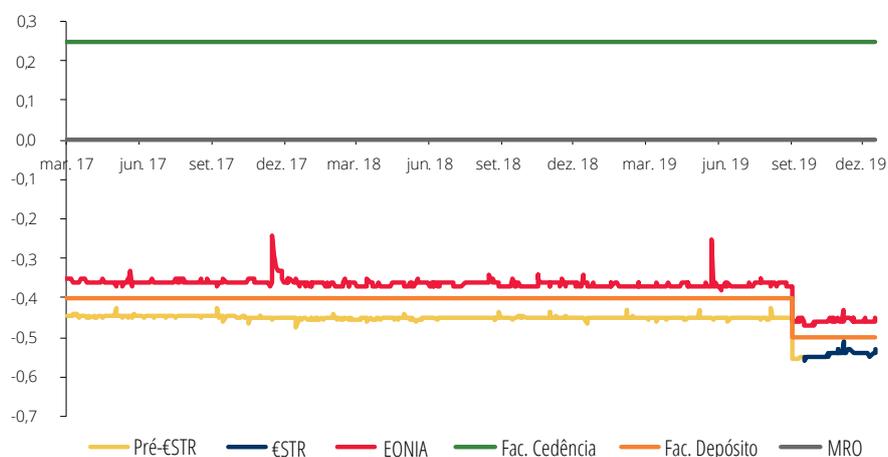
26. Em julho de 2019, o Working Group on Risk Free Rates emitiu [recomendações para a transição da EONIA para a €STR](#).

Caixa 4 • Lançamento da €STR

O BCE anunciou, em setembro de 2017, o desenvolvimento de uma nova taxa de juro de referência do euro, designada por €STR, com o objetivo de dotar o mercado com uma taxa de referência calculada de forma robusta e com transações efetivas suficientes²⁷. Durante o processo de desenho da €STR foram discutidas várias possibilidades, tendo o BCE efetuado duas consultas públicas²⁸ com o intuito de reunir a opinião dos diferentes participantes do mercado financeiro sobre as características e a metodologia de cálculo desta nova taxa.

A €STR começou a ser publicada diariamente a 2 de outubro de 2019. Esta nova taxa é 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.

Gráfico C4.1 • Evolução das taxas da pré-€STR, €STR, EONIA, facilidades permanentes e operações principais de refinanciamento (MRO) | Em percentagem



Fontes: Banco Central Europeu e EMMI.

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 e sociedades gestoras de ativos.

Este alargamento do leque de entidades explica o posicionamento da €STR abaixo da taxa da facilidade de depósito, uma vez que reflete operações de obtenção de fundos com entidades que não têm acesso a operações de política monetária, nomeadamente à facilidade de depósito, num ambiente de excesso de liquidez.

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

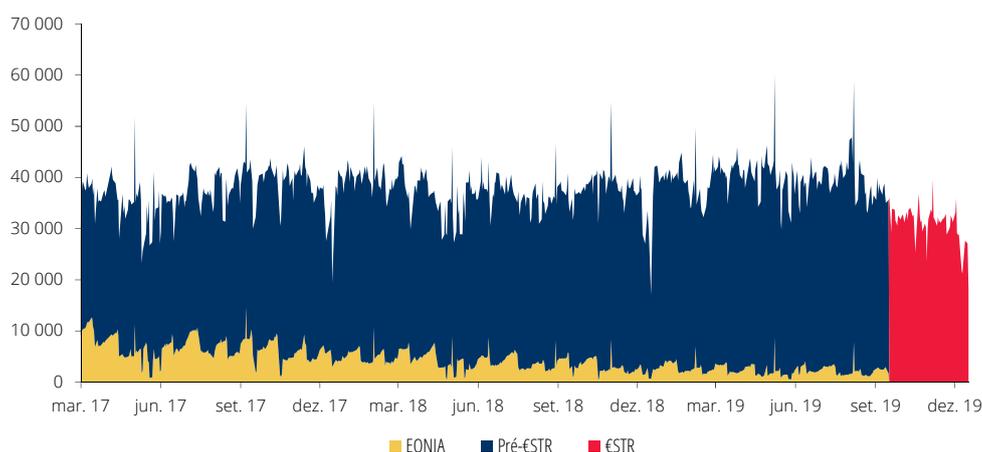
28. Consultar primeira consulta pública e segunda consulta pública.

Quadro C4.1 • Metodologia de cálculo da EONIA e €STR

Caraterísticas	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>
N.º 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

Com esta alteração foi possível aumentar de forma significativa o volume reportado, e neste sentido, refletir de forma mais fidedigna as reais condições de financiamento dos bancos que reportam no âmbito do MMSR. Em resultado do aumento do leque de entidades e do número de bancos a fornecer informações sobre as suas transações, a €STR apresenta uma menor volatilidade do que a EONIA, tanto em termos de volume transacionado como de nível de taxas.

Gráfico C4.2 • Evolução do volume da pré-€STR, €STR e EONIA | Em milhões de euros

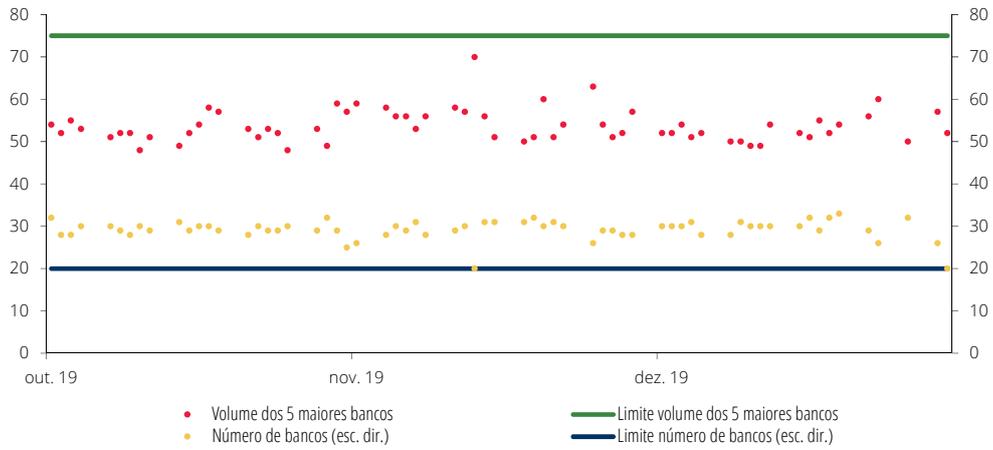


Fontes: Banco Central Europeu e EMMI.

A metodologia da €STR garante a representatividade da dinâmica do mercado, exigindo um mínimo de participação em cada dia de 20 instituições do painel de bancos objeto de reporte no âmbito do MMSR. O peso dos cinco maiores bancos participantes em cada dia não poderá ultrapassar os 75% do montante total transacionado. No caso de, pelo menos, um destes critérios ser ultrapassado, é ativado um plano de contingência que passa pela republicação da taxa do dia útil (TARGET) anterior²⁹. Desde o início da publicação da €STR, em outubro, até ao final do ano, a produção diária da €STR não recorreu ao plano de contingência, o que demonstra a solidez e a fiabilidade da nova taxa.

29. Tal como definido na metodologia apresentada pelo BCE.

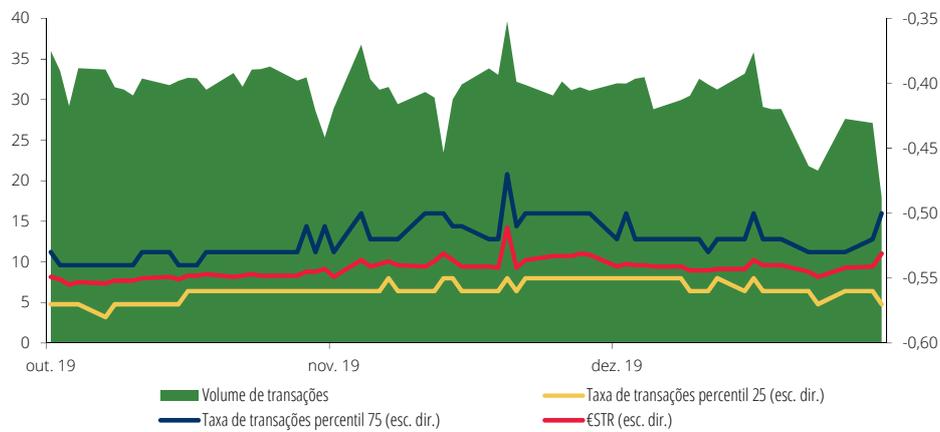
Gráfico C4.3 • Evolução da participação na €STR | Em unidades e em percentagem



Fonte: Banco Central Europeu.

A €STR é calculada através de uma média aparada a 25%, excluindo as transações com maiores e menores taxas, reduzindo a influência de transações atípicas.

Gráfico C4.4 • Evolução do volume e da taxa €STR | Em mil milhões e em percentagem



Fonte: Banco Central Europeu.

10 Principais alterações do quadro regulamentar

O enquadramento da política monetária do Eurosistema é definido pelo Conselho do BCE, através da aprovação de orientações que posteriormente são implementadas a nível nacional pelos respetivos BCN, sendo objeto de ajustamentos anuais.

A 10 de maio de 2019, o Conselho do BCE aprovou a Orientação (UE) 2019/1032, que altera a Orientação (UE) 2015/510 do Banco Central Europeu relativa ao enquadramento para a implementação da política monetária do Eurosistema (BCE/2019/11); a Orientação (UE) 2019/1033, que altera a Orientação (UE) 2016/65 relativa às margens de avaliação a aplicar na implementação da política monetária do Eurosistema (BCE/2019/12); e a Orientação (UE) 2019/1034, que altera a Orientação BCE/2014/31 relativa a medidas adicionais temporárias respeitantes às operações de refinanciamento do Eurosistema e à elegibilidade dos ativos de garantia (BCE/2019/13).

As revisões introduzidas foram refletidas e implementadas, a nível nacional, pelas Instruções do Banco de Portugal n.ºs 15/2019 e 14/2019, de 29 de julho de 2019, que alteraram as Instruções n.ºs 3/2015 e 7/2012, relativas, respetivamente, à implementação da política monetária do Eurosistema e às respetivas medidas adicionais temporárias e que consubstanciam o enquadramento da política monetária a nível nacional.

Com entrada em vigor a 5 de agosto de 2019, destacam-se, entre outras, as seguintes alterações à:

- **Instrução n.º 3/2015:**
 - Clarificação da definição de agências como emitentes ou garantes de instrumentos de dívida no quadro dos ativos de garantia do Eurosistema;
 - No âmbito da implementação do Regulamento (EU) 2017/2402, que estabelece o regime geral da titularização, a incorporação de disposições no quadro dos ativos de garantia (i) sobre os requisitos de divulgação relativamente aos dados sobre a qualidade de crédito e ao desempenho dos ativos subjacentes, e (ii) em matéria de registo de repositórios de titularizações junto da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados;
 - Descontinuação da aceitação das ferramentas de notação de crédito como fonte de avaliação de crédito;
 - Alteração dos critérios de elegibilidade dos direitos de crédito, nomeadamente da estrutura de taxa de juro e dos critérios para a determinação de margens de avaliação;
 - Obrigatoriedade da existência de notação de emissão, para a utilização de obrigações hipotecárias emitidas ou garantidas pela contraparte ou por uma entidade com a qual tenha uma relação estreita;
 - Clarificação de que nos ativos não transacionáveis a atribuição de valor tem por base (exclusiva) o montante em dívida;
 - Inserção de um conjunto de validações adicionais, a realizar pelos auditores externos, no âmbito dos procedimentos para a utilização de direitos de crédito como ativos de garantia nas operações de crédito do Eurosistema.

- **Instrução n.º 7/2012:**
 - Descontinuação da aceitação da ferramenta de notação de crédito IGNIOS como fonte de avaliação de crédito;
 - Alterações ao (i) contrato de concessão em garantia de direitos de crédito adicionais agregados (empréstimos a habitação/consumo/empresas) garantidos por hipoteca na forma de empréstimos bancários para operações de política monetária e ao (ii) contrato de concessão em garantia de direitos de crédito adicionais agregados (empréstimos ao consumo/empresas) na forma de empréstimos bancários para operações de política monetária;
 - Inserção de um conjunto de validações adicionais, a realizar pelos auditores externos, no âmbito dos procedimentos para a utilização de direitos de crédito adicionais como ativos de garantia nas operações de crédito do Eurosistema.

