## RELATÓRIO DA IMPLEMENTAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA



## RELATÓRIO DA IMPLEMENTAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

2020



## Índice

1 Sumário executivo   9
2 Enquadramento da política monetária do Eurosistema   11
3 Resposta da política monetária à crise pandémica   13
4 Contrapartes de política monetária   19
5 Operações de política monetária   20 5.1 Operações de mercado aberto   21 Caixa 1 · Operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas – terceira série (TLTRO III)   24 5.2 Facilidades permanentes   27
6 Ativos de garantia para as operações de crédito do Eurosistema   <b>28</b> 6.1 Ativos elegíveis   <b>28</b> 6.2 Utilização de ativos de garantia   <b>29</b>
7 Reservas mínimas e Sistema de <i>Tiering</i>   <b>31</b>
8 Programas de compra de ativos   33 8.1 Compras de títulos do setor público   34 8.2 Compras de obrigações hipotecárias   37 8.3 Compras de dívida empresarial e titularizada   38 8.4 Empréstimo de títulos   39 Caixa 2 · Análise comparativa entre os programas PEPP e APP   40
9 Evolução do balanço do Banco de Portugal e do Eurosistema   42 9.1 Composição do balanço   42 Caixa 3 · Como as notas em circulação condicionam a implementação da política monetária   44 9.2 Excesso de liquidez   47
10 Desenvolvimentos no mercado monetário   <b>47</b> 10.1 Atividade em Portugal   <b>47</b>
10.2 Atividade na área do euro   <b>49</b> 10.2.1 Mercado sem garantia   <b>49</b> 10.2.2 Mercado com garantia   <b>51</b>
11 Principais alterações do quadro regulamentar   52

### Índice de gráficos

Gráfico 3.1 · Saldos das compras de ativos no balanço do Eurosistema | Em milhões de euros e em percentagem | 14 Gráfico 3.2 · Montantes colocados nas operações TLTRO III (total do Eurosistema) | Em milhões de euros | 16 Gráfico 3.3 · Evolução da composição do conjunto de ativos de garantia e do crédito concedido em Portugal | Em milhões de euros | 17 Gráfico 3.4 · Decomposição da variação do total de ativos de garantia entre fevereiro e dezembro de 2020 | Em milhões de euros | 18 Gráfico 4.1 · Número de contrapartes elegíveis, no fim do ano, por instrumento de política monetária | Em unidades | 19 Gráfico 4.2 · Número de instituições de crédito, no fim do ano, em Portugal e no Eurosistema | Em unidades | 20 Gráfico 5.1 · Evolução do saldo das operações de política monetária | Em milhões de euros | 20 Gráfico 5.2 · Montantes colocados e número de contrapartes participantes na MRO | Em milhões de euros e em unidades | 21 Gráfico 5.3 · Montantes colocados e número de contrapartes participantes na LTRO a 3 meses | Em milhões de euros e em unidades | 22 Gráfico 5.4 · Montantes colocados, montantes reembolsados antecipadamente e número de contrapartes participantes na TLTRO II | Em milhões de euros e em unidades | 22 Gráfico 5.5 · Montantes colocados e número de contrapartes participantes na TLTRO III | Em milhões de euros e em unidades | 23 Gráfico 5.6 · Montantes colocados e número de contrapartes participantes na USD TAF | Em milhões de dólares americanos e em unidades | 24 Gráfico 5.7 · Saldos diários das facilidades permanentes | Em milhões de euros | 27 Gráfico 6.1 · Distribuição, por categoria de ativo transacionável, dos títulos elegíveis no final de 2020 | Em percentagem | 28 Gráfico 6.2 · Novas emissões de ativos elegíveis 2020 | Em percentagem | 29 Gráfico 6.3 · Distribuição, por categoria de ativo, da utilização de ativos de garantia | Em milhões de euros | 30 Gráfico 7.1 · Evolução das reservas mínimas, total dos depósitos e montante isento por período de manutenção | Em milhões de euros | 32 Gráfico 7.2 · Evolução da distribuição das reservas excedentárias com e sem isenção por período de manutenção | Em milhões de euros | 32 Gráfico 8.1 · Saldos das compras de ativos nos balanços do Banco de Portugal e do Eurosistema | Em milhões de euros e em percentagem do total do Eurosistema | 34

Gráfico 8.2 · Proporção das compras de títulos do setor público português

| Em percentagem | 35

- Gráfico 8.3 · Aquisições líquidas de títulos do setor público português pelo Eurosistema | Em milhões de euros | **36**
- Gráfico 8.4 · Taxa de juro a 10 anos da dívida pública portuguesa e diferencial para a dívida alemã | Em percentagem e pontos percentuais | 37
- Gráfico 8.5 Aquisições líquidas de obrigações hipotecárias pelo Banco de Portugal e Eurosistema | Em milhões de euros | **38**
- Gráfico 8.6 · Montante mensal médio emprestado pelo Banco de Portugal e Eurosistema | Em milhões de euros | 39
- Gráfico 9.1 Evolução dos balanços do Banco de Portugal e do Eurosistema | Em mil milhões de euros | 43
- Gráfico C3.1 · Evolução das notas em circulação na área do euro | Em mil milhões de euros | 44
- Gráfico C3.2 · Evolução dos levantamentos e depósitos no Banco de Portugal | Em mil milhões de euros | **45**
- Gráfico C3.3 Evolução da emissão líquida de notas em Portugal e na área do euro | Em milhões de euros | **46**
- Gráfico 9.2 Evolução do excesso de liquidez em Portugal face ao total da área do euro | Em mil milhões de euros e em percentagem | 47
- Gráfico 10.1 · Volume total e distribuição por segmento de mercado | Em milhões de euros e em percentagem | 48
- Gráfico 10.2 · Volume de obtenção de liquidez no mercado *wholesale* e interbancário no segmento sem garantia | Em mil milhões de euros | **49**
- Gráfico 10.3 · Taxas do segmento sem garantia com prazo overnight | Em percentagem | 50
- Gráfico 10.4 · Evolução das taxas EURIBOR | Em percentagem | **50**
- Gráfico 10.5 Volume no mercado por grosso no segmento com garantia | Em mil milhões de euros  $\mid$  **51**
- Gráfico 10.6 · Taxas do segmento com garantia, no mercado por grosso com prazo overnight | Em percentagem | 52

## Índice de quadros

Quadro C1.1 • Períodos de referência, objetivos de evolução do crédito líquido elegível e respetivos períodos de taxa de juro especial | 25

Quadro 8.1 • Proporção das compras líquidas acumuladas de títulos de dívida pública no total do PSPP e participação dos BCN no capital do BCE | Valores em percentagem do total do Eurosistema | 35

Quadro 9.1 • Balanço simplificado do Banco de Portugal | Saldos médios anuais em percentagem do ativo | **42** 

## Índice de figuras

- Figura 2.1 · Mecanismo de transmissão da política monetária | 11
- Figura 3.1 Medidas de Política Monetária adotadas em 2020 | 13
- Figura C1.1 · Período de vigência das TLTRO III | 25
- Figura C1.2 · Cenários possíveis para a taxa de juro das TLTRO III | 26

#### Siglas

- ABS Instrumento de dívida titularizado (do inglês asset-backed security)
- ABSPP Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados (do inglês asset-backed securities purchase programme)
  - ACC Direitos de crédito adicionais (do inglês additional credit claims)
  - AFL Ativos financeiros líquidos
  - APP Programa de compra de ativos alargado (do inglês asset purchase programme)
  - BCE Banco Central Europeu
  - BCN Banco central nacional
- CBPP Programa de compras de obrigações hipotecárias (do inglês *covered bond purchase programme*)
- CCP Contrapartes Centrais (do inglês CCP, Central Counterparties)
- CDT Central de depósito de títulos
- CSPP Programa de compras de obrigações de empresas do setor não financeiro (do inglês *corporate sector purchase programme*)
  - DF Facilidade permanente de depósito (do inglês deposit facility)
- EMMI European Money Markets Institute
- EONIA Taxa EONIA (do inglês Euro OverNight Index Average)
- **€STR** Euro Short-Term Rate
- EURIBOR European Interbank Offered Rate
  - EUREP Facilidade de operações de reporte do Eurosistema com bancos centrais (do inglês Eurosystem repo facility for central banks)
    - FRFA Leilões de taxa fixa com satisfação integral da procura (do inglês *fixed-rate full-allotment*)
      - IC Instituição de crédito
  - IGCP Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública
  - IHPC Índice harmonizado de preços no consumidor
  - LTRO Operações de refinanciamento de prazo alargado (do inglês *longer term refinancing operations*)
  - LTRO-A LTRO adicionais
  - MMSR Money market statistical reporting
  - MRO Operações principais de refinanciamento (do inglês main refinancing operations)
  - OMA Operações de mercado aberto
  - OTC Mercado de balcão (do inglês over-the-counter)
  - PELTRO Operações adicionais de refinanciamento de prazo alargado associadas à pandemia (do inglês *pandemic emergency longer-term refinancing operations*)
    - PEPP Programa de compras de ativos privados e públicos, para responder à crise pandémica (do inglês *pandemic emergency purchase programme*)
      - PM Política monetária
    - PSPP Programa de compra de ativos do setor público (do inglês *public sector purchase programme*)
    - SMP Programa dos mercados de títulos de dívida (do inglês securities market programme)
    - SIAC-S Sistema Interno de Avaliação de Crédito para operações de política monetária, gerido pelo Banco de Portugal
      - TAF Operação de cedência de liquidez em moeda estrangeira (do inglês term auction facility)
  - TARGET Sistema de Transferências Automáticas Transeuropeias de Liquidação pelos Valores Brutos em Tempo Real (do inglês *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*)
    - TFUE Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia
  - TLTRO Operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (do inglês targeted longer term refinancing operations)
    - UBB Obrigações bancárias sem garantia (do inglês uncovered bank bonds)
    - UE União Europeia
    - USD Dólar dos Estados Unidos (do inglês United States dollar)

# Sumário executivo

### 1 Sumário executivo

O ano de 2020 foi marcado pela pandemia de COVID-19, com os consequentes impactos económicos e financeiros a determinarem uma pronta reação por parte do Eurosistema. Foi necessário reforçar o caráter acomodatício da política monetária com a introdução de novas medidas, que garantiram condições de financiamento adequadas ao setor financeiro, a provisão de crédito à economia e a estabilização dos mercados financeiros.

As condições de financiamento do setor financeiro beneficiaram da manutenção pelo Banco Central Europeu (BCE) dos níveis das suas taxas de juro oficiais: 0% para a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento (MRO, do inglês *main refinancing operation*); 0,25% a taxa de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez (MLF, do inglês marginal *lending facility*); e -0,50% a taxa de juro da facilidade permanente de depósito (DF, do inglês *deposit facility*).

Para apoiar a concessão de crédito à economia real, foram alteradas as condições da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (TLTRO III) e introduzidas operações adicionais de refinanciamento de prazo alargado associadas à pandemia (PELTRO). Os prazos e as taxas de juros definidos foram mais atrativos que os das operações que estavam disponíveis.

Permitindo o pleno aproveitamento deste conjunto amplo de operações, o Eurosistema introduziu ajustamentos no seu enquadramento de ativos de garantia. Alargou o conjunto de ativos aceites, nomeadamente para incluir empréstimos bancários suportados pelas novas garantias públicas associadas à COVID-19, e reviu as suas medidas de controlo de risco, nomeadamente através da redução de margens de avaliação (haircuts) aplicáveis.

Num contexto de forte instabilidade dos mercados financeiros vivido em março de 2020, o Eurosistema reforçou ainda o programa de compra de títulos em vigor (APP, do inglês asset purchase programme) e lançou um novo programa especificamente desenhado para responder à crise pandémica (PEPP, do inglês pandemic emergency purchase programme), cujo envelope financeiro foi sendo sucessivamente incrementado ao longo do ano. Este programa caracteriza-se pela inexistência de limites por emissão e por uma maior flexibilidade na sua implementação, constituindo uma resposta decisiva do Eurosistema a situações de maior instabilidade em mercados específicos.

As instituições de crédito da área do euro recorreram significativamente às novas operações disponibilizadas pelo Eurosistema, tendo-se verificado no final de 2020 um aumento de 187% do montante das operações de cedência de liquidez por comparação com 2019. Esta realidade também se observou em Portugal, com o valor obtido pelas contrapartes portuguesas junto do Banco de Portugal nas operações de política monetária de cedência de liquidez a atingir 32,2 mil milhões de euros, mais 85% que no final de 2019. As operações TLTRO III são as principais responsáveis pelas flutuações observadas, uma vez que a quase totalidade das operações vivas corresponde a liquidez cedida por prazos alargados.

O aumento do recurso às operações de cedência de liquidez foi acompanhado pelo reforço dos ativos entregues em garantia, facilitado pelas medidas de flexibilização do enquadramento de ativos de garantia. Em Portugal observou-se um aumento dos ativos entregues em garantia em cerca de 15 mil milhões de euros, correspondendo a um acréscimo de 29% face ao ano anterior, enquanto na área do euro este incremento se situou em 68%. As obrigações hipotecárias e a dívida pública continuam a ter um peso significativo no conjunto dos ativos mobilizados na área do euro, ainda que em termos globais os empréstimos bancários constituam agora o ativo predominante.

Também os programas de compra de ativos assumiram uma dimensão significativa, com destaque para a dimensão das compras do PEPP. No âmbito do PEPP, o Eurosistema adquiriu cerca de

757 mil milhões de euros, tendo o Banco de Portugal adquirido cerca de 14 mil milhões de euros, essencialmente de dívida pública portuguesa. A atuação do Eurosistema permitiu contrariar o movimento de forte instabilidade dos mercados registado em março e contribui para a manutenção das taxas em níveis reduzidos. Neste contexto, em 2020, as taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa atingiram um novo mínimo histórico e os indicadores de *stress* financeiro associados à dívida pública registaram, em média, valores inferiores aos observados em 2016.

Adicionalmente, o BCE estabeleceu acordos de cedência de liquidez com outros bancos centrais fora da área do euro com vista a responder a eventuais necessidades de liquidez em euros associadas à pandemia. Quanto à disponibilidade de liquidez em dólares americanos, houve um aumento do fornecimento às contrapartes através de linhas de *swap* concertado entre o BCE, a Reserva Federal e outros bancos centrais.

As medidas não convencionais de política monetária implementadas pelo Eurosistema ao longo dos últimos anos continuaram a contribuir para o crescimento dos balanços dos seus bancos centrais. O balanço do Banco de Portugal atingiu um novo máximo no final de 2020, no valor de 192 mil milhões de euros, o que representa um aumento de 20,5% face ao final de 2019. Destacase a relevância dos programas de compra de ativos, com o balanço do Banco de Portugal a registar, no final de 2020, cerca de 69 mil milhões de euros de títulos, dos quais 54,3 mil milhões de euros no APP (+4% que no ano anterior) e 14,2 mil milhões de euros no PEPP.

## 2 Enquadramento da política monetária do Eurosistema

O Eurosistema é constituído pelo BCE e pelos bancos centrais nacionais (BCN) dos países da área do euro e tem como objetivo primordial a manutenção da estabilidade de preços¹.

Em 1998, o Conselho do BCE definiu quantitativamente o conceito de estabilidade de preços como um aumento homólogo do índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC) para a área do euro inferior a 2%. Em 2003, o Conselho do BCE clarificou que pretendia a manutenção da taxa de inflação num nível inferior mas próximo de 2% no médio prazo. Neste contexto, uma das atribuições fundamentais do Eurosistema é a definição e a execução da política monetária da área do euro² de modo a atingir este objetivo.

A estratégia de política monetária do BCE integra dois elementos essenciais: a definição quantitativa da estabilidade de preços e os dois pilares, económico e monetário, que sustentam a análise das perspetivas para a inflação e dos riscos para a estabilidade de preços. Com base nestas duas perspetivas analíticas, o Conselho do BCE toma as decisões de política monetária necessárias para manter a estabilidade de preços no médio prazo, procurando influenciar o nível das taxas de juro de curto prazo e as condições no mercado monetário nesse sentido.

O processo pelo qual as decisões de política monetária afetam a economia, em geral, e o nível de preços, em particular, constitui o mecanismo de transmissão da política monetária (Figura 2.1).

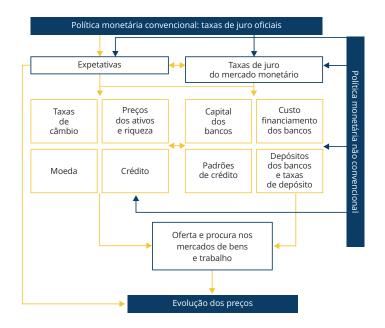


Figura 2.1 • Mecanismo de transmissão da política monetária

Fonte: BCE (2017). "The transmission channels of monetary, macro- and microprudential policies and their interrelations". Occasional Paper Series No 191 | Nota: As setas a amarelo representam o mecanismo tradicional de transmissão das decisões de política monetária, enquanto as setas assinaladas a azul refletem os canais de transmissão das medidas de política monetária não convencionais.

<sup>1.</sup> Conforme artigo 127.º, n.º 1, do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE).

<sup>2.</sup> Nos termos do artigo 127.º, n.º 2 do TFUE.

Tradicionalmente, em tempos normais, é através da gestão das taxas de juro oficiais definidas pelo Conselho do BCE que a política monetária influencia as expectativas dos agentes e as taxas de juro do mercado monetário. A implementação da política monetária é concretizada através de um conjunto de instrumentos onde se incluem as operações de mercado aberto, as facilidades permanentes e as reservas mínimas, sendo através das taxas de juro aplicáveis às operações principais de refinanciamento e às facilidades permanentes que são sinalizadas as orientações de política monetária.

Contudo, em períodos de maior turbulência, as formas tradicionais de transmissão da política monetária podem revelar-se ineficazes, tal como demonstrado pelas crises financeira global e das dívidas soberanas. Num quadro de inflação abaixo do objetivo e com pouca margem para eventuais descidas adicionais da taxa de juro de política monetária, o Conselho do BCE interveio de forma significativa e sem precedentes, implementando medidas não convencionais através da criação de programas de compra de ativos financeiros, da introdução de taxas de juro negativas, da realização de operações de refinanciamento com caraterísticas especiais e de uma comunicação mais clara e prospetiva por parte do banco central.

Desde a última revisão da estratégia de política monetária, em 2003, a economia da área do euro passou por profundas alterações. O baixo crescimento económico e o legado deixado pelas crises económicas e financeiras contribuíram para um ambiente de baixas taxas de juro e inflação, obrigando o BCE a explorar novos instrumentos para além dos considerados convencionais. Também a globalização, a digitalização, o envelhecimento da população e as alterações climáticas colocam desafios ao funcionamento da economia. Neste contexto complexo e de mudança, em janeiro de 2020, o BCE iniciou a revisão da sua estratégia de política monetária com o propósito de garantir que a mesma continua a ser eficaz para o cumprimento do objetivo de estabilidade de preços em tempos normais e em períodos de crise. Concretamente, pretende-se revisitar a definição quantitativa do objetivo primordial, a forma como se analisa a economia para identificar os riscos para a estabilidade de preços, a importância de fatores como o emprego, a estabilidade financeira e as alterações climáticas, a eficácia dos instrumentos utilizados e as práticas de comunicação. Este processo, que se pretende abrangente e aprofundado, realizado com abertura e envolvendo todas as partes interessadas, deverá estar concluído no segundo semestre de 2021³.

As decisões de política monetária encontram-se centralizadas no Conselho do BCE e são suportadas pela análise prévia de diferentes comités. Neste sentido, o Banco de Portugal, a par com os restantes BCN, participa ativamente na discussão dos vários aspetos de política monetária, manifestando as suas posições aos diferentes níveis onde está representado. Adicionalmente, dado que a implementação da política monetária é levada a cabo de forma descentralizada pelos BCN com base em regras e condições comuns a todos os Estados-Membros, o Banco de Portugal é responsável por estabelecer os contactos necessários com as contrapartes residentes em Portugal e por assegurar um amplo conjunto de funções:

- Controlar o cumprimento de reservas mínimas das instituições de crédito residentes em Portugal;
- Avaliar o estatuto de contraparte das instituições estabelecidas no país;
- Executar as operações de política monetária junto das contrapartes nacionais;
- Adquirir ativos financeiros no âmbito dos programas de compra no quadro de medidas não convencionais de política monetária;

Para detalhes adicionais, ver o Tema em destaque "Estratégia de política monetária do Banco Central Europeu: razões para uma nova revisão" que integra o Boletim Económico de junho de 2020.

- Avaliar a elegibilidade dos títulos admitidos à negociação em mercados nacionais e dos ativos não transacionáveis que se regem pela lei portuguesa;
- Gerir os ativos de garantia subjacentes às operações de crédito do Eurosistema, assegurando continuamente a existência de garantias adequadas e suficientes e a aplicação das respetivas medidas de controlo de risco;
- Prever diariamente as necessidades de liquidez do sistema bancário doméstico.

## 3 Resposta da política monetária à crise pandémica

O ano de 2020 ficou marcado pela necessidade de resposta por parte do Eurosistema à crise pandémica provocada pelo surgimento da COVID-19. O BCE adotou a partir de março diversas medidas, desde a introdução de novos instrumentos à recalibração dos existentes e ao ajuste do enquadramento de ativos de garantia em vigor através de uma flexibilização dos critérios de elegibilidade e das medidas de controlo de risco. Este conjunto de medidas teve três objetivos principais:

- estabilizar os mercados financeiros para preservar a transmissão da política monetária,
- sustentar a provisão de crédito à economia, e
- garantir acomodação suficiente para suportar a estabilidade de preços na área do euro no médio prazo.

As medidas mais significativas foram tomadas em março e abril, quando a propagação inicial da doença e as medidas de confinamento geraram tensões nos mercados financeiros e significativas necessidades de liquidez nas empresas. As implicações severas da pandemia para as perspetivas económicas e o prolongamento do período expectável de baixa inflação na área do euro motivaram as decisões tomadas em junho e em dezembro. As medidas adotadas e implementadas encontram-se sistematizadas na figura 3.1.

Figura 3.1 • Medidas de Política Monetária adotadas em 2020



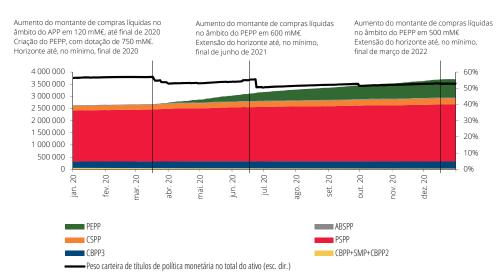
#### Programas de compras de ativos4

Em 2020, o BCE aumentou e flexibilizou as suas compras de ativos. Em março foi decidido aumentar o montante das compras de ativos realizadas no âmbito do APP com um envelope temporário de 120 mil milhões de euros até ao final do ano. Ainda nesse mês, foi criado um novo programa de compra de ativos privados e públicos, designado PEPP, especificamente desenhado para responder à crise pandémica, com o objetivo de mitigar os sérios riscos à transmissão da política monetária.

O envelope e o prazo iniciais do PEPP (750 mil milhões de euros, pelo menos até dezembro de 2020) foram expandidos em junho e, novamente, em dezembro (para um total de 1850 mil milhões de euros, pelo menos até março de 2022).

Os ativos passíveis de serem comprados no âmbito do PEPP são todos os elegíveis para o APP. Para o setor público, o prazo de vencimento mínimo foi reduzido para 70 dias e foram ainda incluídos os títulos emitidos pela administração central da República Helénica. Outra medida importante foi o alargamento do universo de ativos do setor privado, através da redução do prazo de vencimento residual mínimo para 28 dias dos títulos de dívida de curto prazo de empresas não-financeiras, ou seja, papel comercial, que é uma importante forma de financiamento das empresas europeias.

**Gráfico 3.1 •** Saldos das compras de ativos no balanço do Eurosistema | Em milhões de euros e em percentagem



Fontes: BCE e cálculos Banco de Portugal.

O Conselho do BCE decidiu que no PEPP não se aplicam os limites auto-impostos no âmbito de outros programas de compra, nomeadamente a limitação de aquisição máxima de 33% por emissão e emitente de dívida pública. O PEPP pode ser conduzido de forma flexível ao longo do tempo e entre classes de ativos e jurisdições, o que permite ao Eurosistema ajustar as compras de modo a contribuir para a estabilização dos mercados e em função das condições de financiamento. Caso seja necessário, o Eurosistema está preparado para aumentar a dimensão dos seus programas

4. Para mais detalhes sobre os programas de compras de ativos ver Capítulo 8 deste Relatório.

de compra de ativos, ajustar a sua composição e duração e explorar todas as opções para apoiar a economia no contexto deste choque.

O montante de ativos adquirido pelo PEPP em 2020 ascendeu a 757 mil milhões de euros, dos quais mais de 90% dizem respeito a ativos públicos. O Eurosistema adquiriu ativos públicos e privados portugueses no âmbito do PEPP, tendo o Banco de Portugal, em particular, adquirido 14,3 mil milhões de euros, correspondendo na guase totalidade a ativos públicos.

A implementação do PEPP contribuiu, por um lado, para reduzir as taxas de juro de dívida pública da área do euro, situando-se no final do ano em níveis inferiores aos do início do ano, e por outro, para contrariar a subida acentuada nos diferenciais das taxas de juro da dívida pública entre os países da área do euro, que poderiam ter um efeito adverso na transmissão da política monetária. As taxas de juro da dívida pública portuguesa beneficiaram igualmente da implementação do PEPP, tendo atingido ao longo do ano valores mínimos históricos. A dívida a 10 anos de Portugal registou, pela primeira vez, uma taxa de juro negativa, tendo terminado o ano a um nível ligeiramente superior a 0%.

#### Operações de crédito do Eurosistema<sup>5</sup>

O Eurosistema forneceu liquidez em larga escala e em condições muito atrativas para o sistema bancário. Com o objetivo de apoiar a concessão de crédito à economia real, o BCE alterou, em março e abril de 2020, as condições da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas, tornando-as mais favoráveis. Com efeito, criou um período especial de taxa de juro, entre junho de 2020 e junho de 2021, durante o qual os bancos participantes nas TLTRO III podem beneficiar de uma taxa de juro 50 pontos base (pb) inferior à taxa da facilidade de depósito caso mantenham o nível de crédito durante o período da pandemia (entre 1 de março de 2020 e 31 de março de 2021) e aumentou o limite de refinanciamento a que os bancos podem recorrer de 30% para 50% do montante de crédito elegível. Este limite viria a ser novamente aumentado, para 55%, em dezembro de 2020.

As melhorias das condições anunciadas em março e abril foram implementadas a partir da TLTRO III de junho, o que se refletiu num aumento significativo do montante colocado nesta operação (Gráfico 3.1). Previamente, em preparação da operação de junho da TLTRO III e com o objetivo de ceder liquidez a condições mais favoráveis ao sistema financeiro da área do euro até à TLTRO III de junho, o BCE introduziu, em março, as LTRO adicionais (LTRO-A), com frequência semanal e a uma taxa de juro igual à taxa da facilidade de depósito. Os montantes colocados nas TLTRO III em 2020 ascenderam a 1648 mil milhões de euros na área do euro (a operação de junho atingiu o valor mais elevado de sempre numa única operação de cedência de liquidez) e a 30 mil milhões de euros em Portugal.

2 000 000,00 1 800 000,00 1 600 000,00 1 400 000.00 1 200 000.00 1 000 000,00 800 000,00 600 000,00 400 000,00 200 000.00 0.00 dez. 20 set. 19 dez. 19 jun. 20 set. 20 TLTRO III.1 ■ TLTRO III.2 ■ TLTRO III.3 ■ TLTRO III.4 TITRO III.5 ■ TLTRO III.6

**Gráfico 3.2 •** Montantes colocados nas operações TLTRO III (total do Eurosistema) | Em milhões de euros

Fontes: BCE e Banco de Portugal.

Tendo em vista reforçar os apoios de liquidez ao sistema bancário da área do euro e contribuir para preservar o regular funcionamento dos mercados monetários, o BCE anunciou, em abril, uma nova série de sete operações adicionais de refinanciamento de prazo alargado associadas à pandemia, com uma taxa de juro 25 pb base inferior à taxa aplicável às MRO. Estas operações providenciaram suporte adicional após o vencimento das LTRO-A, em junho de 2020. Dado o seu custo mais elevado quando comparado com a TLTRO III, o recurso a estas operações foi pouco significativo, tendo-se fixado em 90 milhões de euros em Portugal e 23 950 milhões de euros no Eurosistema. Em dezembro, foi anunciada uma nova série de PELTRO ao longo de 2021, com prazo de, aproximadamente, um ano, com uma taxa de juro idêntica à taxa aplicada à série inicial.

Ainda em dezembro, o BCE melhorou, mais uma vez, as condições de acesso às TLTRO III, estendendo o período especial de taxa de juro até junho de 2022 para os bancos que consigam manter o nível de crédito entre 1 de outubro de 2020 e 31 de dezembro de 2021. Para além disso, foram anunciadas três novas operações, para além da já prevista operação de março, a realizar em junho, setembro e dezembro de 2021, e o limite de refinanciamento foi aumentado em 5 pontos percentuais, conforme já mencionado acima. Estas medidas têm como objetivo conceder aos bancos um incentivo adicional para manterem o nível de crédito durante a situação pandémica.

#### Provisão de liquidez a bancos centrais fora da área do euro

O BCE estabeleceu acordos de provisão de liquidez com outros bancos centrais fora da área do euro. Em junho, criou um novo mecanismo de financiamento a bancos centrais para responder a necessidades de liquidez em euros fora da área do euro associadas à pandemia (EUREP, na sigla inglesa). Em dezembro, este mecanismo e os acordos temporários foram prolongados até março de 2022.

#### Linhas swap em dólares americanos

No início da crise pandémica, as condições nos mercados de financiamento em dólares americanos deterioraram-se rapidamente, com um aumento do custo dos empréstimos de curto prazo nesta moeda para todos os participantes no mercado, incluindo os pertencentes à área do euro. O BCE, em concertação com a Reserva Federal dos EUA e outros bancos centrais, respondeu aumentando o fornecimento de liquidez em dólares através de linhas de *swap*. O custo desta linha de *swap* foi definido significativamente abaixo das condições de mercado que se

verificavam na altura, tendo contribuído para melhorar o sentimento do mercado e para a queda significativa no custo de financiamento em dólares.

#### Flexibilização do enquadramento de ativos de garantia

De forma a aumentar a disponibilidade de ativos e, assim, potenciar o acesso das contrapartes às operações de crédito do Eurosistema, o Conselho do BCE adotou, no início de abril, as seguintes medidas:

- redução (temporária) em 20% dos haircuts aplicados a todos os ativos de garantia e redução adicional (permanente) de 20%, em média, dos haircuts aplicados a ativos não transacionáveis;
- aumento do limite de concentração das *pools* em instrumentos de dívida sem garantia emitidos por instituições de crédito (*Uncovered Bank Bonds* UBBs);
- aceitação de títulos de dívida pública grega através de waiver ao requisito de rating em vigor;
- manutenção da aceitação dos ativos transacionáveis elegíveis a 7 de abril que observem downgrades até BB (ou até BB+ para ABS) após esta data, mediante a aplicação de haircuts específicos ("rating freezing").

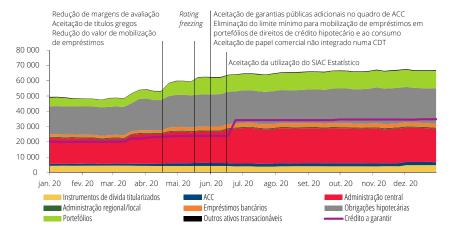
O Conselho do BCE permitiu ainda que cada BCN criasse, ou expandisse, o seu quadro de empréstimos bancários adicionais (*Additional Credit Claims* – ACC), mediante propostas apresentadas por estes. Em Portugal, o enquadramento de ACC em vigor desde 2012 foi estendido com (i) a aceitação de empréstimos bancários individuais concedidos ao abrigo do esquema de garantias públicas COVID-19; (ii) a utilização do SIAC Estatístico (SIAC-S) como fonte de avaliação de crédito para empréstimos bancários; e (iii) a aceitação de papel comercial não cotado e não registado numa Central de Depósito de Títulos (CDT) como ACC individual.

Adicionalmente, o Banco de Portugal reduziu o valor mínimo para aceitação de empréstimos bancários e eliminou o valor mínimo para mobilização de empréstimos em portefólios de crédito à habitação e a empresas.

Estas medidas foram efetivamente implementadas entre abril e junho de 2020 e manter-se-ão em vigor até, pelo menos, junho de 2022 de forma a assegurar a possibilidade de participação das contrapartes nas operações TLTRO III.

No seu conjunto, as medidas adotadas refletiram-se na evolução dos ativos entregues em garantia pelas contrapartes portuguesas ao longo do ano, conforme ilustrado pelo gráfico 3.3.

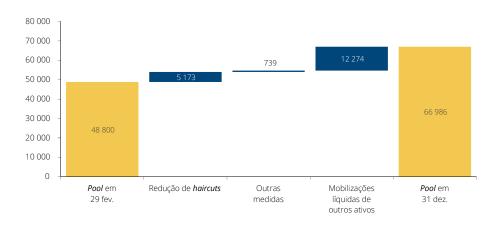
**Gráfico 3.3** • Evolução da composição do conjunto de ativos de garantia e do crédito concedido em Portugal | Em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal.

Analisando a evolução do total de ativos de garantia mobilizados pelas contrapartes da área do euro, no final de 2020, este ascendia a cerca de 2600 mil milhões de euros, refletindo uma variação aproximada de 69% face ao final de fevereiro. Em Portugal, no mesmo período, registou-se um acréscimo de cerca de 37% do valor total de ativos entregues em garantia pelas contrapartes portuguesas. De acordo com o gráfico 3.3, a 31 de dezembro, o valor total de ativos de garantia ascendia a 67 mil milhões de euros, montante que excedia o total do crédito concedido, na mesma data, em 32 200 milhões de euros, ou seja, 48.1% do valor de ativos de garantia estavam desonerados.

**Gráfico 3.4 •** Decomposição da variação do total de ativos de garantia entre fevereiro e dezembro de 2020 | Em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal.

Das medidas acimas elencadas, a redução de *haircuts* foi a que contribuiu de forma mais expressiva e generalizada ao traduzir-se num reforço imediato do total de ativos de garantia de cerca de 5 mil milhões de euros. A destacar o facto do *haircut* médio aplicado aos ativos não transacionáveis ter passado de 49% para 27%.

No seu conjunto, as restantes medidas, agregadas no gráfico 3.4 em "outras medidas", permitiram o reforço do total de ativos de garantia das contrapartes portuguesas no montante global de 739 milhões de euros.

#### Resiliência operacional

Para além do reforço da orientação acomodatícia da política monetária, a crise pandémica introduziu também alterações operacionais não negligenciáveis nos bancos centrais. No Banco de Portugal, todas as atividades e interações relacionadas com a implementação da política monetária, tanto internas, como com as contrapartes e os bancos centrais, passaram a realizar-se remotamente sem que ocorresse qualquer disrupção de funções.

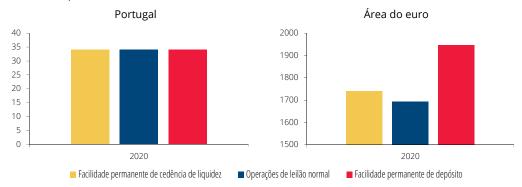
# Contrapartes de política monetária

## 4 Contrapartes de política monetária

As contrapartes de política monetária são de importância primordial para o cumprimento do objetivo da estabilidade de preços. O enquadramento das contrapartes assegura que as instituições financeiras consideradas relevantes para a transmissão das decisões de política monetária à economia real são elegíveis como contrapartes de política monetária. Os critérios de elegibilidade foram definidos de forma transversal, 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 e têm em consideração, entre outros, aspetos de natureza prudencial (sujeição a supervisão harmonizada e cumprimento de requisitos regulatórios), operacional (acesso a sistemas de informação) e de tipologia (sujeição ao regime de reservas mínimas)<sup>6</sup>.

No final de 2020, existiam 34 contrapartes elegíveis em Portugal, que representam 2% do total de contrapartes do Eurosistema (Gráfico 4.1). As contrapartes residentes em Portugal têm acesso a todos os tipos de operações de política monetária. Esta situação é diversa no conjunto da área do euro, em que algumas contrapartes apenas acedem à facilidade permanente de depósito.

**Gráfico 4.1** • Número de contrapartes elegíveis, no fim do ano, por instrumento de política monetária | Em unidades



Fontes: BCE (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

São contrapartes de política monetária 24% das instituições de crédito portuguesas, de um total de 144 instituições. Por comparação, na área do euro as instituições de crédito que têm acesso às diferentes operações de política monetária perfaziam 1947, ou seja cerca de 40% do total. No fim de 2020 existiam 4338 instituições de crédito na área do euro, menos 121 do que em 2019 (Gráfico 4.2).

Total do Eurosistema (esc. dir.) Portugal (esc. esq.)

**Gráfico 4.2** • Número de instituições de crédito, no fim do ano, em Portugal e no Eurosistema | Em unidades

Fontes: BCE (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

## 5 Operações de política monetária

As operações de política monetária incluem as operações de mercado aberto e as facilidades permanentes. Podem ser utilizadas para ceder liquidez ao sistema bancário e para absorver a liquidez excedentária, por iniciativa do Eurosistema (operações de mercado aberto) ou das próprias contrapartes (facilidades permanentes).

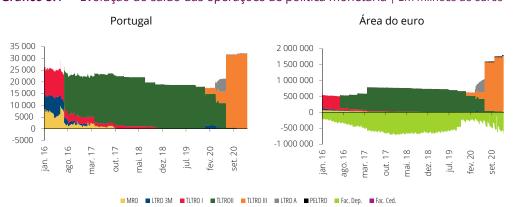


Gráfico 5.1 • Evolução do saldo das operações de política monetária | Em milhões de euros

Fontes: BCE (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal. | Nota: Saldo das operações de política monetária excluindo os programas de compras de ativos.

No final de 2020, o valor obtido pelas contrapartes portuguesas junto do Banco de Portugal nas operações de política monetária de cedência de liquidez atingia 32,2 mil milhões de euros,

7. Para mais informações sobre as operações de política monetária consulte o *site* do Banco de Portugal.

Operações de política monetária

o que representa um aumento de 85% face ao ano anterior (Gráfico 5.1). Dado que o recurso às operações de absorção (facilidade de depósito) se mantém residual, o saldo da cedência líquida foi de magnitude semelhante. Na mesma data, na área do euro, o valor das operações de política monetária de cedência de liquidez foi de 1793,1 mil milhões de euros, o que significa um aumento de 187% face a 2019. Por sua vez, a cedência líquida foi de 1130,2 mil milhões de euros, o que representa um aumento de 201% face ao ano anterior. Em ambos os casos, esta evolução é justificada pelo recurso das instituições de crédito às operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (TLTRO), que foram alvo de várias calibrações ao longo do ano, por forma a incentivar a sua utilização pelas contrapartes, em particular com a redução da taxa de juro.

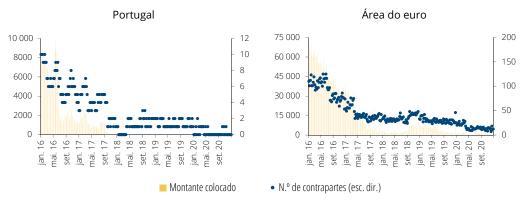
#### **5.1** Operações de mercado aberto

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

Em 2020, o Conselho do BCE manteve em 0% as taxas que incidem sobre a operação principal de refinanciamento e a operação de refinanciamento de prazo alargado (LTRO) a 3 meses, bem como a aplicação do procedimento de leilão de taxa fixa com satisfação integral da procura (FRFA).

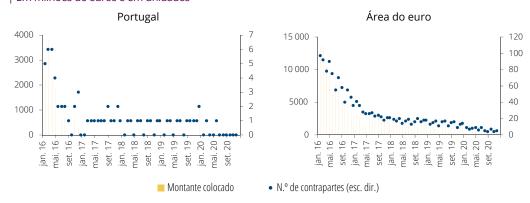
Não obstante o facto da grande proporção da liquidez cedida pelo Eurosistema se concentrar nas TLTRO, realizaram-se no ano 53 MRO, com um montante colocado médio de 909 milhões de euros (4,2 mil milhões de euros em 2019) e 11 LTRO a 3 meses, com um montante colocado médio de 529 milhões de euros (1,1 mil milhões de euros em 2019) (Gráficos 5.2.e 5.3). Nestas operações participaram, em média, 16 e 7 instituições, respetivamente. Em Portugal, foram colocados, em média, 56 milhões de euros nas MRO (25 milhões de euros em 2019) e 10 milhões de euros nas LTRO (171 milhões de euros em 2019). As contrapartes residentes em Portugal participaram em 25% dessas operações e o número de participantes em cada operação nunca excedeu 2 contrapartes.

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



Fontes: BCE (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

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



Fontes: BCE (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

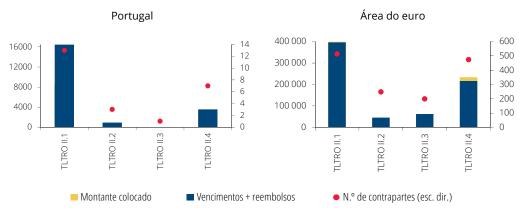
Ao longo de 2020, em Portugal, o saldo médio das operações regulares foi de 453 milhões de euros, correspondendo a um aumento de 377% face a 2019. Este valor é influenciado pelo recurso à LTRO em dezembro de 2019, cuja operação venceu em março de 2020.

Na área do euro, o saldo médio da MRO e da LTRO a 3 meses, em 2020, foi de 6,3 mil milhões de euros, o que representa uma diminuição de 19% em relação a 2019. Esta redução deveu-se ao menor recurso à MRO, o qual diminuiu 3,5 mil milhões de euros em termos absolutos. Pelo contrário, o recurso à LTRO a 3 meses aumentou em 1,9 mil milhões de euros.

A partir do anúncio, a 30 de abril, da flexibilização das condições das operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas, na sequência da crise pandémica, as instituições de crédito reforçaram a sua opção pelo financiamento junto do Eurosistema através destas operações não convencionais.

Em 2020, venceram-se as TLTRO II.1, TLTRO II.2 e TLTRO II.3 no montante total de 7,8 mil milhões euros em Portugal e 171,4 mil milhões de euros na área do euro, representando cerca de 63% e 74% do montante colocado, respetivamente (Gráfico 5.4). No final do ano, o montante vivo na TLTRO II totalizou 9,5 mil milhões de euros em Portugal e 15,7 mil milhões de euros na área do euro.

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



Fontes: BCE (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

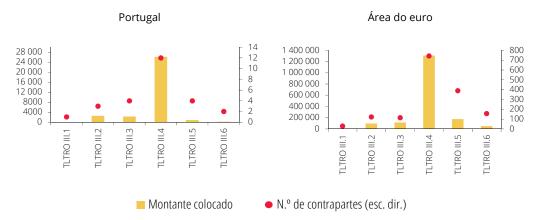
Devido à crise pandémica e seus efeitos na economia, o Eurosistema introduziu, ao longo de 2020, várias calibrações nas condições das TLTRO III e realizou, de forma temporária, LTRO-A e PELTRO<sup>8</sup>.

Relativamente à TLTRO III, em termos acumulados, o montante colocado foi 32,1 mil milhões de euros em Portugal e 1749,4 mil milhões de euros na área do euro. Estas operações passaram a representar 98% do total do refinanciamento do Eurosistema (Gráfico 5.5). 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). Admitindo 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 1,0 %, dependendo da evolução da concessão de crédito entre os períodos de referência.

No que respeita à LTRO-A, participaram, no total, 8 contrapartes portuguesas que se financiaram, em termos acumulados, em 5,4 mil milhões de euros. Na área do euro o saldo acumulado nestas operações totalizou 388,8 mil milhões de euros.

As PELTRO contaram com a participação de 3 contrapartes portuguesas que registaram um saldo acumulado total de 90 milhões de euros. Na área do euro este saldo foi de 26,6 mil milhões de euros.

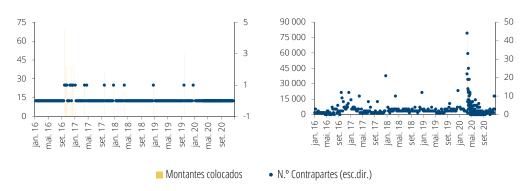
**Gráfico 5.5 •** Montantes colocados e número de contrapartes participantes na TLTRO III | Em milhões de euros e em unidades



Fontes: BCE (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

Em 2020, realizaram-se 158 operações de cedência de dólares norte-americanos, com um montante colocado médio de 1,7 mil milhões de dólares (179 mil milhões em 2019) e uma participação média de 3 instituições no total da área do euro (participação máxima de 44 instituições em março) (Gráfico 5.6). As contrapartes portuguesas não participaram em nenhuma destas operações.

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



Fontes: BCE (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

## **Caixa 1 •** Operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas – terceira série (TLTRO III)

A terceira série de TLTRO (TLTRO III) foi anunciada a 7 de março de 2019, tendo sido entretanto comunicadas várias alterações às suas condições. A primeira alteração aconteceu a 12 de setembro de 2019 e as restantes ao longo de 2020 (12 de março, 30 de abril e 10 de dezembro), em resultado da resposta do Eurosistema à crise pandémica.

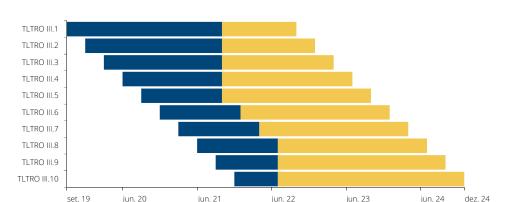
Esta série tem como objetivos preservar as condições de financiamento bancário favoráveis e estimular o crédito bancário à economia, assegurar a transmissão regular da política monetária e continuar a apoiar a orientação acomodatícia da política monetária.

As TLTRO III consistem em operações de refinanciamento trimestrais com prazo de três anos. Inicialmente constituída por sete operações, esta série conta agora com mais três operações em 2021 (junho, setembro e dezembro).

O limite de crédito que as contrapartes do Eurosistema podem obter nas TLTRO III corresponde a 55% do total de empréstimos elegíveis a 28 de fevereiro de 2019. Inicialmente o limite foi fixado em 30%, mas foi aumentado para 50% em março e para 55% em dezembro de 2020.

Para as primeiras sete operações (TLTRO III.1 à TLTRO III.7) existe a possibilidade de reembolso antecipado a partir de setembro de 2021 e, desde que tenha passado um ano (aproximadamente) da colocação (Figura C1.1). Para as novas três operações (TLTRO III.8 à TLTRO III.10) será possível reembolsar antecipadamente a partir de junho de 2022.

Operações de política monetária



■ TLTRO III até ao reembolso antecipado

Figura C1.1 • Período de vigência das TLTRO III

Fontes: BCE e Banco de Portugal.

A taxa de juro a aplicar aos bancos depende da evolução do crédito concedido (crédito líquido elegível) a sociedades não financeiras e famílias, excluindo empréstimos para habitação, durante determinados períodos de referência.

■ TLTRO III até à maturidade

O valor de referência corresponde ao montante de crédito elegível, no início de cada período de referência, que os bancos têm que atingir ou exceder para beneficiar de uma taxa de juro mais favorável. No caso dos bancos que se encontravam em processo de redução do crédito concedido ("desalavancagem") durante o primeiro período de referência (1 de abril de 2018 a 31 de março de 2019), mas que consigam apresentar uma evolução menos negativa no segundo período de referência ou nos períodos de referência especiais, podem ainda assim beneficiar de uma taxa de juro mais favorável (Quadro C1.1).

Após as últimas alterações anunciadas a 10 de dezembro de 2020, passaram a existir dois períodos de referência especiais, e três critérios de desempenho da concessão de crédito, o que implica dez cenários de taxa de juro para os bancos (Figura C1.2).

**Quadro C1.1** • Períodos de referência, objetivos de evolução do crédito líquido elegível e respetivos períodos de taxa de juro especial

		Período de referência	Critério de desempenho da concessão de crédito
2PR	Segundo período de referência	1 de abril de 2019 a 31 de março de 2021	1,15%
PR especial	Período de referência especial	1 de março 2020 a 31 de março de 2021	0%
PR especial-A	Período de referência especial adicional	1 de outubro de 2020 a 31 de dezembro de 2021	0%

Fontes: Banco Central Europeu e Banco de Portugal.

As taxas aplicadas às TLTRO III podem variar entre a taxa de juro média aplicada às operações principais de refinanciamento – MRO (atualmente 0%) e a taxa de juro média da facilidade permanente de depósito – DF (atualmente -0,5%), deduzida de 50 pb e em nenhum caso superior a -1% (em qualquer das situações aplica-se a taxa de juro média prevalecente ao longo do período de duração da operação).

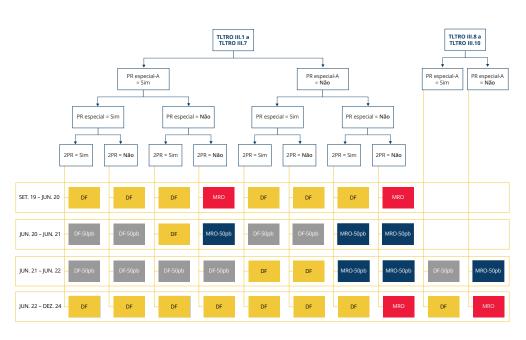


Figura C1.2 • Cenários possíveis para a taxa de juro das TLTRO III

- Se os bancos participantes atingirem os objetivos de crescimento do crédito durante o PR especial e o PR especial-A, a taxa de juro aplicada entre 24 de junho de 2021 e 23 de junho de 2022 corresponderá à média da taxa de juro da DF, deduzida de 50 pb, mas nunca superior a -1%. Fora deste período, a taxa aplicada será igual à média da taxa de juro da DF ao longo do período de duração da respetiva TLTRO III;
- Se os bancos participantes não atingirem os objetivos de crescimento do crédito no PR especial e no PR especial-A, mas atingirem o objetivo definido para o 2PR, a taxa de juro aplicada apenas poderá ser tão baixa quanto o nível médio da taxa de juro da DF;
- Se os bancos participantes atingirem o objetivo de crescimento do crédito do PR especial, o 2PR é irrelevante;
- Relativamente à participação nas últimas três operações TLTRO III (TLTRO III.8, TLTRO III.9, e TLTRO III.10), apenas é considerado o PR especial-A;
- Se os bancos participantes não atingirem os objetivos de crescimento do crédito em nenhum dos períodos de referência, a taxa de juro aplicada às TLTRO III corresponderá à média da taxa de juro da MRO durante o período de duração da TLTRO III correspondente, exceto entre 24 de junho de 2020 e 23 de junho de 2022, durante o qual a taxa de juro será igual à média da taxa de juro da MRO deduzida de 50 pb.

# Operações de política monetária

#### **5.2** Facilidades permanentes

As facilidades permanentes, de depósito e de cedência de liquidez, estão continuamente disponíveis para as contrapartes de política monetária, às quais podem aceder por iniciativa própria. Em 2020, o Eurosistema manteve inalteradas as taxas de juro destas operações em -0,50% e 0,25%, respetivamente.

Em Portugal, a facilidade de depósito foi utilizada 4 vezes em 2020, com um valor médio por recurso de 6 milhões de euros. Por sua vez, a facilidade de cedência marginal foi utilizada 3 vezes, registando um valor médio por recurso de 3 milhões de euros (Gráfico 5.7).

Na área do euro, o recurso à facilidade de depósito registou um valor médio de 370,8 mil milhões de euros em 2020 (diminuição de 29% em relação a 2019); no caso da facilidade de cedência, o montante médio foi de 13 milhões de euros (redução de 87% em relação a 2019).

Até à introdução do sistema de isenção parcial de remuneração negativa das reservas excedentárias (*tiering*), em outubro de 2019, a facilidade de depósito e as reservas excedentárias eram remuneradas à mesma taxa. Desde que o *tiering* entrou em vigor, tem-se registado uma redução das aplicações na facilidade de depósito e a concentração dos fundos nas contas de depósito das instituições, uma vez que só estas estão abrangidas pelo *tiering*.

Portugal Área do euro 200 200 10 000 150 150 7500 100 100 5000 50 50 2500 Ω 0 0 0 -50 -200 000 -100 -400 000 -150 -600 000 -200 -800 000 16 16 17 17 17 17 17 17 18 18 19 19 20 20 20 jan.
mai.
jan.
mai.
jan.
mai.
jan.
mai.
jan.
mai.
jan.
set. jan. nai., jan. jan. jan. nai. Facilidade de cedência marginal ■ Facilidade de depósito (esc. dir.)

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

Fonte: BCE (cálculos Banco de Portugal).

## **6** Ativos de garantia para as operações de crédito do Eurosistema

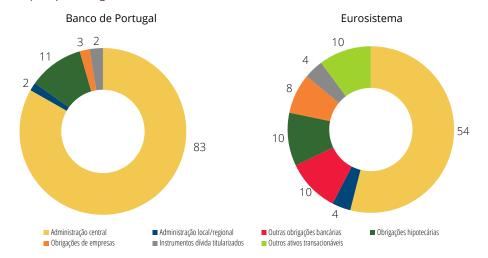
#### 6.1 Ativos elegíveis

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. São aceites como garantia ativos transacionáveis e ativos não transacionáveis, cuja elegibilidade é avaliada pelos BCN de acordo com regras pré-estabelecidas9.

No final de 2020, a lista de títulos elegíveis do Eurosistema contava com 27 299 títulos, dos quais 117 são da responsabilidade de atualização do Banco de Portugal.

Em 2020, o Banco de Portugal comunicou ao BCE 21 novos ativos transacionáveis e efetuou 839 atualizações a ativos constantes da lista única do BCE.

**Gráfico 6.1 •** Distribuição, por categoria de ativo transacionável, dos títulos elegíveis no final de 2020 | Em percentagem



Fontes: BCE (cálculos do Banco de Portugal) e Banco de Portugal. | Nota: Montante nominal total dos títulos analisados pelo Banco de Portugal e pelo Eurosistema a 31 de dezembro de 2020.

Ao longo dos últimos anos, não se têm observado alterações significativas na distribuição de títulos elegíveis por categoria de ativo, tanto nos avaliados pelo Banco de Portugal como pela generalidade do Eurosistema (Gráfico 6.1).

Dos ativos elegíveis reportados pelo Banco de Portugal continuam a destacar-se os títulos emitidos por Administrações Centrais (83%) e as obrigações hipotecárias (11%), tendo a primeira categoria reforçado a sua importância em 2020 (face a 71% em 2019).

Para mais informações sobre o enquadramento de ativos de garantia para as operações de crédito do Eurosistema consulte o site do Banco de Portugal.

No caso do Eurosistema, mantém-se a menor concentração na distribuição por categoria de ativo. Em 2020, as principais categorias de ativos elegíveis corresponderam aos títulos emitidos pelas Administrações Centrais (54%), obrigações hipotecárias (10%), outras obrigações bancárias (10%), e outros ativos transacionáveis (10%) emitidos por instituições supranacionais, agências que não instituições de crédito e instituições financeiras.

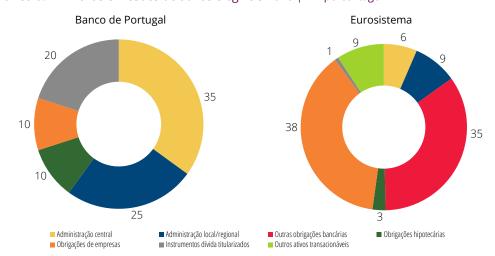


Gráfico 6.2 • Novas emissões de ativos elegíveis 2020 | Em percentagem

Fontes: BCE (cálculos do Banco de Portugal) e Banco de Portugal. | Nota: (a) Número de títulos elegíveis emitidos entre 12 de março de 2020 e 31 de dezembro de 2020.

Em 2020 verificou-se um aumento de novas emissões de ativos face ao ano anterior. Foram emitidos mais 1318 ativos elegíveis do que em 2019. Esta variação foi principalmente notória após 12 de março, data em que começaram a ser anunciadas novas medidas de política monetária para fazer face à pandemia de COVID-19, o que poderá refletir algum impacto das medidas adotadas na atividade dos mercados financeiros. Neste período foram emitidos 16 425 novos ativos elegíveis, com valor nominal total de 11 982 mil milhões de euros. O Banco de Portugal comunicou 20 novas emissões, com o valor nominal total de 19 966 milhões de euros.

Tal como representado no gráfico 6.2, no Eurosistema, as novas emissões foram essencialmente de obrigações de empresas (38%) e outras obrigações bancárias (35%). Em Portugal, destacam-se as novas emissões de títulos de dívida pública (35%).

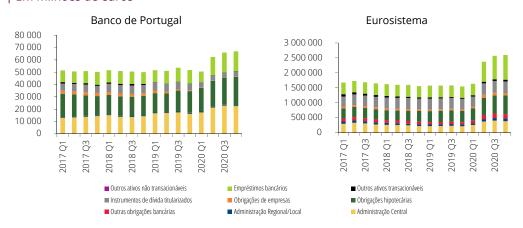
#### **6.2** Utilização de ativos de garantia

As instituições que pretendam aceder às operações de crédito do Eurosistema têm de estabelecer, previamente, uma garantia válida a favor do BCN do país em que se encontram localizadas. Para tal, são compostas *pools* de ativos de garantia, mediante atribuição de uma valorização adequada (preço de mercado ou teórico) e aplicação de medidas de controlo de risco (*haircuts*)<sup>10</sup>, sobre as quais é constituído penhor financeiro a favor desse BCN.

<sup>10.</sup> Os *haircuts* ou margens de avaliação são a principal medida de controlo de risco aplicada aos ativos de garantia e visam cobrir os riscos de liquidez e de mercado em caso de necessidade de realização do ativo pelo Eurosistema.

Num ano marcado pelo reforço da orientação acomodatícia da política monetária, que incluiu medidas de flexibilização do quadro de ativos de garantia (Capítulo 3), o montante total<sup>11</sup> de ativos utilizados pelas contrapartes portuguesas para garantia das operações de crédito do Eurosistema aumentou cerca de 15 176 milhões de euros (+29%) entre o último trimestre de 2019 e o mesmo período de 2020. No final do ano, a *pool* total de ativos de garantia ascendia, assim, em média, a 66 889 milhões de euros (Gráfico 6.3)., 10.4% dos quais respeitantes a ativos transacionáveis emitidos após 12 de março.

**Gráfico 6.3 •** Distribuição, por categoria de ativo, da utilização de ativos de garantia | Em milhões de euros



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

A tendência de reforço das *pools* verificou-se também, e de forma mais acentuada, ao nível do Eurosistema. No último trimestre de 2020 o valor total de ativos de garantia mobilizados pelas contrapartes da área do euro totalizava, em média, 2595 mil milhões de euros, traduzindo um acréscimo de cerca de 1052 mil milhões de euros (+68%) face ao período homólogo de 2019.

No que respeita à composição da *pool* total por categoria de ativo em Portugal, em 2020, as contrapartes continuaram a mobilizar principalmente obrigações hipotecárias (35%), títulos emitidos pela administração central (34%) e empréstimos bancários (24%). Embora não tenham sido registadas alterações significativas na distribuição por categoria de ativo, verificou-se um reforço da utilização de empréstimos bancários e de títulos emitidos pela administração central.

No conjunto do Eurosistema, assistiu-se a uma certa recomposição da *pool* total no que se refere às categorias de ativos mais utilizadas pelas contrapartes de política monetária. Os empréstimos bancários tornaram-se a classe dominante (32%), seguidos das obrigações hipotecárias (24%), dívida pública (15%) e instrumentos de dívida titularizados (15%). Em termos de representatividade, destaca-se, face a 2019, a subida dos empréstimos bancários (+8 pp) e a menor relevância dos instrumentos de dívida titularizados (-8 pp).

<sup>11.</sup> Todos 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*.

## 7 Reservas mínimas e Sistema de Tiering

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. Estes objetivos perderam relevo nos últimos anos, devido aos elevados níveis de excesso de liquidez que caracterizam o sistema bancário da área do euro desde 2012<sup>12</sup>.

O valor depositado pelas instituições de crédito, nas suas contas junto dos BCN, acima do valor das reservas mínimas a cumprir constitui as reservas excedentárias. O sistema de dois níveis para a remuneração de reservas excedentárias (*tiering*) tem como objetivo apoiar a transmissão da política monetária através dos bancos e, assim, salvaguardar o contributo positivo das taxas de juro negativas para a orientação acomodatícia da política monetária<sup>13</sup>.

As reservas mínimas são remuneradas à taxa da MRO (atualmente 0%) e às reservas excedentárias é aplicado um sistema de dois níveis com a taxa de 0% até um determinado limite (montante isento atualmente até seis vezes o valor de reservas mínimas) e a taxa da facilidade permanente de depósito (atualmente -0,50%) ao montante que excede o limite.

O valor de reservas mínimas a cumprir aumentou 142 milhões de euros (6,8% face a 2019) em Portugal e 9,3 mil milhões de euros (7,1% face a 2019) na área do euro. No final do ano, as reservas mínimas a cumprir atingiram o valor máximo registado durante o ano, cerca de 2,3 mil milhões de euros em Portugal e 146 mil milhões de euros na área do euro, o que reflete uma tendência de crescimento nos passivos (e essencialmente dos depósitos dos particulares e empresas) nos bancos sujeitos ao regime.

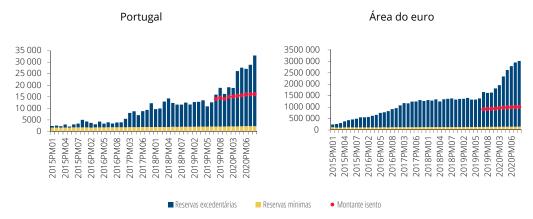
Em 2020, o montante de reservas mínimas obrigatórias em Portugal foi atingido, em média, no quinto dia do período de manutenção, menos dois dias face a 2019. Na área do euro, as reservas mínimas foram satisfeitas, em média, no terceiro dia do período de manutenção, um dia mais cedo face ao ano anterior. 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.

Em Portugal, no último período de manutenção de 2020, os depósitos das instituições de crédito residentes ascenderam a 33 mil milhões de euros, dos quais 2,3 mil milhões de euros afetos ao cumprimento das reservas mínimas e 30,6 mil milhões de euros correspondentes a reservas excedentárias (Gráfico 7.1). Neste período, as instituições utilizaram 99% do limite de isenção disponível, enquanto o montante de reservas excedentárias não isentas ascendeu a 16,8 mil milhões de euros e o montante de isenção por utilizar a 192 milhões de euros. Em Portugal, 76% das instituições de crédito residentes apresenta reservas excedentárias em valor igual ou superior ao seu limite de isenção, usufruindo assim do sistema de *tiering* na sua plenitude (taxa de utilização igual a 100%).

<sup>12.</sup> Para mais informações sobre o regime de reservas mínimas consulte o *site* do Banco de Portugal.

<sup>13.</sup> Para mais informações sobre o sistema de tiering consulte o site do Banco de Portugal.

**Gráfico 7.1** • Evolução das reservas mínimas, total dos depósitos e montante isento por período de manutenção | Em milhões de euros

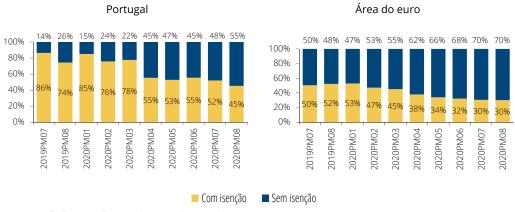


Fontes: BCE (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal. | Nota: As reservas excedentárias são calculadas através da diferença entre o saldo médio das contas de depósito junto do Eurosistema, durante o período de manutenção de reservas mínimas, e o valor das reservas mínimas. O montante isento da 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*.

No último período de manutenção de 2020, os depósitos das instituições de crédito da área do euro ascenderam a 3017 mil milhões de euros, dos quais 145 mil milhões de euros afetos ao cumprimento das reservas mínimas e 2872 mil milhões de euros correspondentes a reservas excedentárias.

A proporção dos montantes isentos da taxa de juro negativa face ao total das reservas excedentárias tem-se reduzido substancialmente devido ao aumento do excesso de liquidez (Capítulo 9). Em Portugal, no último período de manutenção de 2020, 45% das reservas excedentárias beneficiaram desta isenção (face a 86% logo após a introdução do sistema de *tiering*). Na área do euro o montante isento correspondeu a 30% das reservas excedentárias (Gráfico 7.2).

**Gráfico 7.2** • Evolução da distribuição das reservas excedentárias com e sem isenção por período de manutenção | Em milhões de euros



Fontes: BCE (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

O incremento do excesso de liquidez e consequente aumento do montante de reservas excedentárias sem isenção resultou numa redução gradual da remuneração média das reservas

excedentárias, fixando-se no último período de manutenção de 2020 em -0,27% (face a -0,06% logo após a introdução do sistema de *tiering*).

Antes da introdução do sistema de *tiering*, as reservas excedentárias representavam um custo anual próximo dos 35 milhões de euros para as instituições de crédito residentes em Portugal. Em 2020, o custo anual das reservas excedentárias aumentou para, aproximadamente, 39 milhões de euros. Tendo em conta o aumento do excesso de liquidez ao longo do ano, a anualização do custo das reservas excedentárias relativo ao último período de manutenção de 2020 levaria a uma remuneração negativa de 84 milhões de euros.

## 8 Programas de compra de ativos

Os programas de compra de ativos continuaram a ser um instrumento não convencional de política monetária fundamental na prossecução do objetivo de estabilidade de preços do BCE e de suporte ao adequado funcionamento do mecanismo de transmissão.

O APP constitui um destes programas e inclui uma componente pública, o PSPP, que engloba dívida pública e supranacional, e uma componente privada, composta por CBPP3 – obrigações hipotecárias, ABSPP – dívida titularizada, e CSPP – dívida empresarial. Em novembro de 2019, tinham-se reiniciado as aquisições líquidas de ativos no APP, na altura a um ritmo de 20 mil milhões de euros mensais, tendo sido anunciado que iriam decorrer enquanto fosse necessário para reforçar o impacto acomodatício da política monetária e cessariam pouco antes do BCE decidir aumentar as taxas de juro oficiais.

Este programa foi reforçado em março de 2020 com um valor de 120 mil milhões de euros para serem usados ao longo do ano, contribuindo para assegurar condições favoráveis de financiamento à economia real perante a elevada incerteza suscitada pela da crise pandémica.

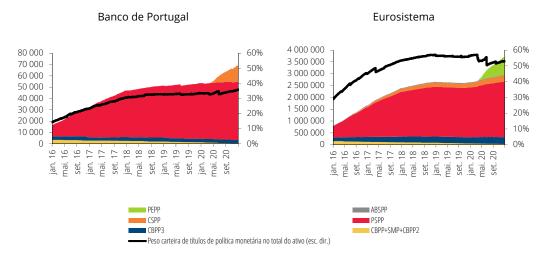
Ainda em março, deu-se início às compras no âmbito do novo PEPP, que abrange as mesmas classes de ativos do programa APP, com um envelope financeiro inicial de 750 mil milhões de euros, aumentado em junho em 600 mil milhões de euros e em dezembro em 500 mil milhões de euros, totalizando um envelope de 1850 mil milhões de euros que poderão ser usados até março de 2022 ou além, caso o Conselho do BCE julgue necessário para combater as consequências económicas da crise pandémica.

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 de títulos de dívida do setor público e nas compras de obrigações hipotecárias, tanto no âmbito do APP como no âmbito do PEPP. Enquanto na componente pública as compras são feitas apenas em mercado secundário, na componente privada, estas são executadas tanto em mercado primário como em secundário.

No final de 2020, o montante total de títulos adquiridos no âmbito do APP registados no balanço do Banco de Portugal representava cerca de 54,3 mil milhões de euros, dos quais 51,4 mil milhões de euros correspondiam ao programa PSPP e 2,9 mil milhões de euros ao CBPP3. No PEPP, esse montante totalizou 14,2 mil milhões de euros. O Banco de Portugal detinha ainda ativos de programas já terminados, o CBPP2 e o *securities markets programme* (SMP), no valor de 0,52 mil milhões de euros (Gráfico 8.1).

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



Fontes: BCE (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

#### 8.1 Compras de títulos do setor público

As compras para o PSPP e PEPP são executadas de forma descentralizada, pelo BCE e pelos BCN, cabendo a estes, de forma não exclusiva, a compra de dívida pública da respetiva jurisdição, e de dívida emitida por entidades supranacionais.

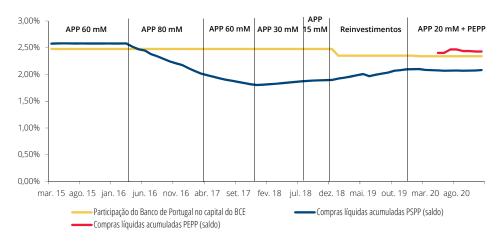
A proporção de compras de dívida pública de uma jurisdição face ao total das compras do Eurosistema é calculada em função da chave de capital<sup>14</sup> do respetivo BCN no capital subscrito do BCE, sendo esta atualmente de 2,34% no caso do Banco de Portugal (2,35% em 2019).

Em Portugal, as compras do setor público incluem títulos de dívida soberana, títulos emitidos pelas regiões autónomas dos Açores e da Madeira e também de agências públicas.

No final de 2020, a proporção acumulada das compras líquidas de títulos públicos portugueses pelo Eurosistema no PSPP cifrou-se em 2,1% (Quadro 8.1), em linha com o valor registado no ano anterior e abaixo da referida chave de capital, o que representa uma estagnação da convergência desta proporção para a chave de capital iniciada em 2018 (Gráfico 8.2). Essa estagnação temporária é explicada pelo facto do Conselho do BCE ter anunciado em março de 2020 um reforço do APP em 120 mil milhões de euros, o que condicionou a capacidade do Eurosistema em manter a referida convergência, dada a disponibilidade reduzida de dívida pública portuguesa elegível.

<sup>14.</sup> A 1 de fevereiro de 2020, o BCE efetuou o ajustamento da tabela de repartição para subscrição do seu capital na sequência da saída do Reino Unido da UE. 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. A chave de capital indicada é ajustada tendo em conta apenas os bancos centrais dos países da área do euro.

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



Fontes: BCE (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

As compras efetuadas ao abrigo do PEPP pelo Banco de Portugal abrangeram todos os prazos dos títulos de dívida pública portuguesa, incluindo os bilhetes do Tesouro. No seu início, a flexibilidade permitida no âmbito deste programa foi particularmente utilizada, quando se assistiu a uma subida marcada das taxas de rendibilidade de alguns países, motivada pelo impacto da crise pandémica. Esta flexibilidade permitiu que ao longo de 2020 a proporção acumulada das compras de títulos portugueses pelo Eurosistema no PEPP atingisse os 2,5%. No entanto, este valor cifrou-se em 2,4% no final do ano, atendendo à estabilização das condições de mercado, o que pressupôs uma maior neutralidade na atuação do Eurosistema.

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

	AT	BE	CY	DE	EE	ES	FI	FR	GR	ΙE	IT	LV	LU	LT	MT	NL	PT	SI	SK
Participação no capital do BCE	2,93	3,64	0,22	26,36	0,28	11,92	1,84	20,42	2,47	1,69	16,99	0,39	0,33	0,58	0,10	5,86	2,34	0,48	1,15
Compras líquidas acumuladas no total do PSPP (final de 2019)	3,03	3,80	0,10	26,85	0,00	13,18	1,72	21,64	0,00	1,67	18,51	0,12	0,14	0,19	0,06	5,84	2,10	0,42	0,64
Compras líquidas acumuladas no total do PSPP (final de 2020)	3,09	3,92	0,15	26,32	0,01	13,29	1,63	22,17	0,00	1,70	18,65	0,13	0,14	0,21	0,06	5,38	2,08	0,41	0,66

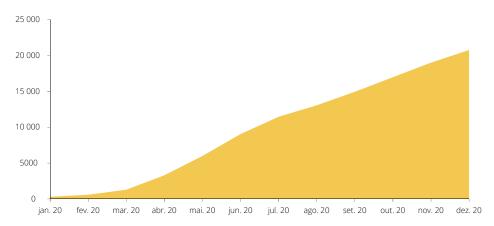
Em 2020, o Banco de Portugal adquiriu 18,5 mil milhões de euros de títulos de dívida pública portuguesa, dos quais 4,2 mil milhões ao abrigo do PSPP e 14,3 mil milhões no âmbito do PEPP (Gráfico 8.3). Estes valores são líquidos dos montantes vencidos em carteira.

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

O Banco de Portugal efetuou 2101 transações de títulos do setor público ao longo do ano, com 26 instituições financeiras, das quais cinco são portuguesas.

No final do ano, o prazo de vencimento médio ponderado das carteiras de dívida pública portuguesa do PSPP e o PEPP situou-se em 7 anos, próximo do prazo de vencimento médio ponderado de toda a dívida pública portuguesa elegível.

**Gráfico 8.3** • Aquisições líquidas de títulos do setor público português pelo Eurosistema | Em milhões de euros



Fontes: BCE (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

Em 2020 a evolução das taxas de juro da dívida pública portuguesa ficou marcada pelo início da crise pandémica e pela resposta do Eurosistema a esta, designadamente a criação do PEPP. No pico da crise pandémica a taxa de juro a 10 anos da dívida pública portuguesa atingiu o valor máximo no ano, próximo de 1,45%, tendo iniciado uma trajetória descendente imediatamente após o anúncio da criação do PEPP no dia 18 de março. Ao longo do ano, a dívida a 10 anos de Portugal registou pela primeira vez uma taxa de juro negativa, tendo terminado o ano a um nível ligeiramente superior a 0%.

No que diz respeito à evolução do diferencial entre as taxas de juro a 10 anos de Portugal e Alemanha, verificou-se um comportamento similar ao registado pelo nível de taxas de juro de Portugal. O valor mais elevado deste diferencial em 2020 foi de 170 pb, tendo vindo a diminuir até final do ano e estabilizado em níveis similares aos registados no início de 2020. Ao longo do ano, este diferencial registou o valor mais baixo desde 2009, próximo dos 55 pb.

Programas de compra de ativos

1,8 1,8 1.6 1.6 1,4 1,2 1,2 0.8 0.8 0,6 0.4 0.4 0.2 0.2 0 fev. 20 mar. 20 abr. 20 mai. 20 jun. 20 jul. 20 ago. 20 set. 20 out. 20 nov. 20 dez. 20 —Taxa de juro a 10 anos de Portugal ■ Diferencial das taxas de juro a 10 anos de Portugal e Alemanha (e.d.)

**Gráfico 8.4** • Taxa de juro a 10 anos da dívida pública portuguesa e diferencial para a dívida alemã | Em percentagem e pontos percentuais

Fontes: BCE (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

## 8.2 Compras de obrigações hipotecárias

Em 2020, o montante adquirido pelo Banco de Portugal de obrigações hipotecárias portuguesas, para ambos os programas, não foi suficiente para compensar o montante total de títulos que se venceram no seu balanço, ao longo do ano, tendo as compras em termos líquidos apresentado um saldo de -291 milhões de euros. Esta variação negativa deveu-se à reduzida liquidez dos títulos negociados no mercado português, agravada pela ausência de novas emissões elegíveis. Foram realizadas 216 operações, todas em mercado secundário.

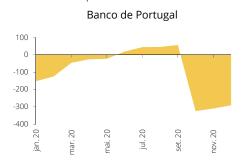
No âmbito dos programas de compra de ativos, o Banco de Portugal detém no seu balanço obrigações hipotecárias portuguesas emitidas pela Caixa Geral de Depósitos, Banco Comercial Português, Banco BPI, Banco Santander Totta e Caixa Económica Montepio Geral.

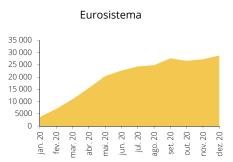
Em termos agregados, o Eurosistema realizou compras líquidas no montante de 25,7 mil milhões de euros para o CBPP3 ao longo de 2020 e 3,1 mil milhões para o PEPP até final de novembro¹5.

Desde o início do CBPP3, o Eurosistema realizou, em média, 36% das compras de ativos em mercado primário e 64% em mercado secundário.

<sup>15.</sup> No PEPP, a divulgação de informação desagregada por classe de ativo e jurisdição é feita bimensalmente, pelo que não são públicos os dados relativos ao mês de dezembro.

**Gráfico 8.5 •** Aquisições líquidas de obrigações hipotecárias pelo Banco de Portugal e Eurosistema | Em milhões de euros





Fontes: BCE (cálculos do Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

# 8.3 Compras de dívida empresarial e titularizada

Em março de 2020, o Conselho do BCE anunciou, no âmbito das medidas de combate à pandemia, o alargamento do universo elegível de papel comercial de empresas não-financeiras, reduzindo as limitações em termos de prazo de vencimento.

Em 2020, o Eurosistema, através de um conjunto restrito de BCN¹6, efetuou compras líquidas para o CSPP no montante de 67,2 mil milhões de euros. Desde o início deste programa, o Eurosistema realizou, em média, 18% das compras de ativos em mercado primário e 82% em mercado secundário. No caso do PEPP, o montante de compras líquidas, até novembro de 2020, totalizou 45 mil milhões de euros, nos quais se inclui a aquisição de 24,4 mil milhões de euros em papel comercial.

No final de 2020, a proporção acumulada de dívida empresarial emitida por instituições portuguesas na carteira do CSPP era de 1%, similar à proporção que o mercado português tem no total do universo elegível do CSPP.

Atualmente o Eurosistema detém no seu balanço dívida empresarial portuguesa emitida pela EDP – Energias de Portugal, EDP Finance BV, REN Finance BV, Brisa, NOS SGPS, Metropolitano de Lisboa e CP – Comboios de Portugal.

Durante o ano apenas foi realizada uma nova emissão de ativos elegíveis para o CSPP por um emitente nacional, a EDP – Energias de Portugal S. A.

A implementação das compras de dívida empresarial é realizada de acordo com a proporção da capitalização de mercado de cada jurisdição.

A execução do ABSPP é também realizada por um conjunto restrito de BCN¹7, tendo em 2020 o Eurosistema realizado compras líquidas no montante de 980 milhões de euros para este programa, não tendo sido realizadas compras de dívida titularizada ao abrigo do PEPP.

No final de 2020, a proporção acumulada de dívida titularizada emitida por instituições portuguesas na carteira do ABSPP era de 2%. Esta proporção está ligeiramente abaixo da proporção que o mercado português representa no total do universo elegível do ABSPP. A diferença é justificada sobretudo pela reduzida liquidez do mercado português e acentuada pelo facto das instituições financeiras portuguesas terem retido nos seus balanços grande parte da dívida titularizada.

<sup>16.</sup> O Banco Central da Bélgica é o responsável pela implementação no mercado português. Para mais detalhes ver site do Banco.

<sup>17.</sup> O Banco de França é o responsável pela implementação no mercado português. Para mais detalhes ver *site* do Banco.

### 8.4 Empréstimo de títulos

De forma a contribuir para o normal funcionamento dos mercados financeiros e minimizar os eventuais impactos negativos associados à menor disponibilidade de títulos em mercado em consequência dos programas de compra de ativos, o Eurosistema, e como tal o Banco de Portugal, disponibilizam para empréstimo os títulos adquiridos no âmbito do PSPP, CSPP e, mais recentemente, do PEPP, uma prática conhecida por *securities lending*, fazendo-o de forma descentralizada.

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.

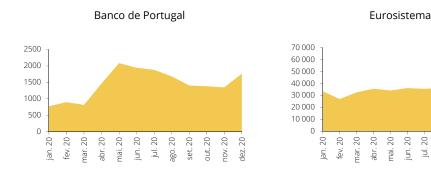
Adicionalmente, cada BCN pode, de modo facultativo, disponibilizar para empréstimo os títulos adquiridos no âmbito do CBPP3 e ABSPP. Os títulos adquiridos pelo Banco de Portugal no âmbito do PEPP, PSPP e CBPP3 estão disponíveis para empréstimo em centrais de depósito de títulos internacionais, através das plataformas da Euroclear Bank S. A. e Clearstream Banking S. A.

Em novembro, o Eurosistema decidiu rever o preço mínimo exigido às instituições financeiras nas facilidades de empréstimo dos títulos, ajustando-as ao atual contexto de mercado, de forma a estas continuarem a suportar a liquidez do mercado de obrigações e de *repos*.

No caso dos empréstimos em que o ativo de garantia aceite pelo Eurosistema também são títulos, aplica-se o preço mais alto, entre 5 pb ou aquele que estiver a ser praticado pelo mercado. Quando o ativo de garantia aceite é dinheiro, aplica-se a taxa mais baixa, entre a taxa de juro da facilidade de depósito menos 20 pb ou a taxa *repo* que estiver a ser praticada pelo mercado.

O volume de títulos emprestados em 2020 pelo Banco de Portugal atingiu uma média mensal de 1,5 mil milhões de euros, mais 211 milhões de euros que a média registada no ano anterior (Gráfico 8.6). Os títulos de dívida pública foram os mais procurados, representado em média cerca de 75% do montante total, complementado pelos títulos supranacionais e obrigações hipotecárias.

**Gráfico 8.6 •** Montante mensal médio emprestado pelo Banco de Portugal e Eurosistema | Em milhões de euros



Fontes: BCE (cálculos do Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

ago. set. δ.

### Caixa 2 • Análise comparativa entre os programas PEPP e APP

O BCE também procurou responder à crise pandémica através dos seus programas de compra de ativos. Criou o PEPP, um programa temporário que tem por objetivo responder às circunstâncias económicas e financeiras excecionais associadas à crise pandémica, procurando dar resposta a uma crise económica específica, extraordinária e grave que poderia comprometer o funcionamento adequado do mecanismo de transmissão da política monetária e a economia da área do euro. O PEPP conta com um envelope financeiro de 1850 mil milhões de euros que poderão ser usados até, pelo menos, março de 2022, caso o Conselho do BCE o considere necessário. As aquisições são efetuadas de forma flexível de acordo com as condições de mercado e a fim de evitar um aumento da restritividade das condições de financiamento comprometa a trajetória projetada da inflação. Este programa é adicional ao APP, criado em 2015 com o objetivo de combater um cenário económico e financeiro sem precedentes que aumentava o risco de deflação e sinalizava, desta forma, o empenho do BCE em cumprir o mandato de manter a estabilidade de preços e de retomar uma taxa de inflação inferior, mas próxima, de 2%. As compras líquidas no âmbito do APP não têm data de fim, ou seja, decorrerão enquanto for necessário e irão cessar pouco antes do BCE começar a aumentar as taxas de juro diretoras.

Estes programas possuem características semelhantes, decorrendo a implementação do PEPP em conformidade com os quadros existentes estabelecidos para o APP, salvo em algumas normas específicas.

O universo de ativos passíveis de serem comprados ao abrigo do PEPP inclui todos os que são elegíveis para o APP, bem como os títulos de dívida pública de curto prazo com um prazo de vencimento superior a 70 dias, os títulos emitidos pela administração central da República Helénica e o papel comercial de empresas não financeiras, que é uma das fontes importantes de financiamento das empresas europeias.

Os títulos de dívida pública adquiridos no APP estão sujeitos a um limite máximo de 33% por emissão e por emitente, enquanto nos títulos emitidos por instituições internacionais ou supranacionais localizadas na área do euro esse limite é de 50%. No caso do PEPP, o Conselho do BCE decidiu que estes limites não se aplicam e que pode rever, na medida do necessário, os limites autoimpostos no âmbito de outros programas de compra, para garantir o cumprimento do seu mandato. Note-se que os títulos do setor público adquiridos no PEPP não contam para os limites do APP.

O mecanismo de partilha de risco (e rendimento) nos títulos do setor público adquiridos ao abrigo do PEPP é idêntico ao aplicado no APP, ou seja, em 20% dos ativos públicos adquiridos o risco é partilhado por todo o Eurosistema e nos restantes 80% o risco é suportado pelo BCN que os adquiriu.

As compras são realizadas de forma descentralizada pelos BCN do Eurosistema e pelo BCE e, para os ativos do setor público, são feitas em montantes proporcionais à chave de capital de cada BCN no capital do BCE.

No entanto, ao contrário do APP, as compras ao abrigo do PEPP podem ser conduzidas de forma flexível, o que permite uma maior flutuação na distribuição dos fluxos de compras ao longo do tempo, entre classes de ativos e entre jurisdições.

Esta flexibilidade contribui para que os programas possuam um ritmo mensal significativamente diferenciado. No âmbito do APP são adquiridos atualmente 20 mil milhões de euros mensais, enquanto que no caso do PEPP não existe um montante mensal fixo, tendo sido adquiridos, em média, 76 mil milhões de euros mensais em 2020.

No final de 2020, o Eurosistema detinha, em termos líquidos, 2909 mil milhões de euros de ativos no APP e 757 mil milhões de euros no PEPP. Caso seja possível manter condições de financiamento

favoráveis para os emitentes com um ritmo de compras que não esgote a dotação no horizonte de aquisições líquidas, o envelope total do PEPP poderá não ser utilizado na íntegra. De igual modo, a dotação pode ser recalibrada, se necessário, para manter condições de financiamento favoráveis, a fim de ajudar a contrariar o choque negativo provocado pela pandemia na trajetória da inflação.

O reinvestimento do valor nominal dos títulos vencidos, em ambos os programas, decorre simultaneamente com as aquisições líquidas de ativos. Os juros recebidos dos títulos em carteira não são reinvestidos. No APP este irá estender-se por um longo período de tempo para além da data de 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. No PEPP o período de reinvestimento prolongar-se-á, pelo menos, até ao final de dezembro de 2023.

Em ambos os programas, no que respeita à dívida pública, não são efetuadas compras em mercado primário, por não serem permitidas ao abrigo do artigo 123.º do TFEU e caso seja necessário podem ser adquiridos títulos com taxa de juro inferior à taxa da facilidade de depósito do BCE, atualmente em -0,50%.

O Eurosistema divulga a composição das compras líquidas acumuladas efetuadas no APP com uma frequência mensal e no caso do PEPP, com uma frequência bimensal.

	APP	PEPP						
Objetivo	Reestabelecer a inflação em níveis compatíveis com o objetivo do BCE	Contrariar os efeitos adversos da pandemia e criar condições de financiamento favoráveis						
Início	Outubro de 2014	Março de 2020						
Fim	Pouco antes do aumento das taxas de juro oficiais	Pelo menos até março de 2022						
Fase de reinvestimento	Durante um longo período após o aumento das taxas de juro oficiais	Pelo menos até dezembro de 2023						
Universo elegível	Componente pública: Obrigações de administrações centrais/regionais/locais, agências e supranacionais da área do euro Componente privada:Obrigações hipotecárias, dívida de empresas não-financeiras e dívida titularizada	Todo o do APP e ainda as obrigações emitidas pela administração central da República Helénica						
	Componente pública:	Componente pública:						
	Prazo Mínimo: 1 ano	Prazo Mínimo: 70 dias						
	Prazo Máximo: 30 anos e 364 dias	Prazo Máximo: 30 anos e 364 dias						
	Dívida de empresas não-financeiras: Mínimo: 6 meses ou 28 dias no caso de instrumentos com prazo de vencimento inicial inferior a 1 ano. Máximo: 30 anos e 364 dias							
Limites	Dívida de governos e agências: 33% por emissão/ emitente Dívida supranacional: 50% por emissão/emitente Componente privada: 70% por emissão	Os limites autoimpostos no APP não se aplicam e podem ser revistos na medida do necessário						
Montantes adquiridos	Componente pública: Em função da chave de capital dos BCN no capital do BCE	Componente pública: Em função da chave de capital dos BCN no capital do BCE, podendo ser conduzidas de forma flexível ao longo do tempo e entre classes de ativos e jurisdições						
	Componente privada: De acordo com a capitalização de mercado de cada jurisdição							
Partilha de risco e rendimento	Componente pública: Em 20% dos ativos são partilhados pelo Eurosistema; em 80% dos ativos são suportados pelo BCN que os adquiriu Componente privada: A totalidade do risco e do rendimento são partilhados pelo Eurosistema							

# **9** Evolução do balanço do Banco de Portugal e do Eurosistema

## 9.1 Composição do balanço

As principais alterações à composição do balanço do Banco de Portugal durante 2020 (Quadro 9.1) foram sobretudo uma consequência das medidas tomadas em resposta à crise pandémica.

**Quadro 9.1 •** Balanço simplificado do Banco de Portugal | Saldos médios anuais em percentagem do ativo

Ativo	2019	2020	Passivo	2019	2020
Ouro	9%	10%	Notas em circulação	17%	17%
Financiamento de PM às IC	12%	14%	Depósitos das IC no Banco Central	8%	13%
Títulos detidos para fins de PM	33%	34%	Depósitos do setor público no Banco Central	7%	8%
Ativos sobre o Eurosistema	30%	29%	Responsabilidades para com o Eurosistema (TARGET)	52%	44%
Outros ativos não relacionados com a PM	16%	12%	Outros passivos não relacionados com a PM	16%	18%

Fonte: Banco de Portugal.

Do lado do ativo, a rubrica com maior peso (34%) é a de "Títulos detidos para fins de política monetária", que reflete as aquisições efetuadas pelo Banco de Portugal no âmbito dos diferentes programas do Eurosistema de compra definitiva de títulos (Capítulo 8). A rubrica de "Financiamento de política monetária às instituições de crédito", que reflete as operações de política monetária reversíveis, aumentou o seu peso no total do ativo (de 12% para 14%), principalmente em resultado das operações TLTRO III (Capítulos 3 e 5). A rubrica de "Ativos sobre o Eurosistema" continuou a apresentar, tal como em 2019, um peso relevante no total do balanço do Banco de Portugal (29%). 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 o seu peso 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 2020 a rubrica com maior peso continuou a ser a das "Responsabilidades para com o Eurosistema (TARGET)", apesar da redução significativa verificada em termos relativos (de 52% para 44%). Esta rubrica reflete a responsabilidade do Banco de Portugal face ao BCE resultante da realização de pagamentos transfronteiriços em euros através do sistema de pagamentos TARGET2. Em 2020, os depósitos das IC no Banco de Portugal cresceram expressivamente (de 8% para 13%), resultado do aumento do excesso de liquidez no sistema bancário. As notas em circulação mantiveram a proporção de peso no total (17%).

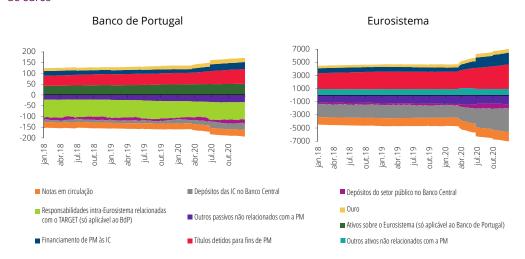
Por sua vez, os agregados de "outros ativos/passivos não relacionados com a política monetária" apresentam relevância quer do lado do ativo, quer do lado do passivo do balanço do Banco de Portugal. Contudo, em 2020, a sua evolução divergiu, tendo o agregado ativo diminuído (de 16% para 12%) e o agregado passivo aumentado (de 16% para 18%). Estes agregados incluem, entre outros, alguns dos chamados fatores autónomos de liquidez, ou seja, itens não diretamente relacionados com a política monetária, mas que afetam a posição de liquidez do sistema bancário.

Os fatores autónomos distribuem-se por vários dos agregados de balanço apresentados no Quadro 9.1: (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.

A detenção pelo Banco de Portugal de ativos financeiros não relacionados com a política monetária está condicionada ao limite estabelecido no Acordo sobre Ativos Financeiros Líquidos (AFL) celebrado entre os BCN da área do euro e o BCE. Todos os fatores autónomos, à exceção das notas em circulação, contam para o valor dos AFL. Em 2020, o saldo médio de AFL do Banco de Portugal foi de -5 mil milhões de euros, valor que compara com 4,9 mil milhões de euros em 2019. O valor negativo observado em 2020 resulta principalmente da evolução das componentes passivas incluídas no cálculo de AFL.

A evolução dos balanços do Banco de Portugal e do Eurosistema é apresentada no gráfico 9.1. No final de 2020, o balanço do Banco de Portugal ascendeu a 192 mil milhões de euros, valor que corresponde ao máximo histórico verificado e que representa um aumento de 20,5% face ao final de 2019. No caso do Eurosistema, em dezembro de 2020, foi atingido o máximo histórico de 6800 mil milhões de euros, o que representa um aumento de 45%.

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



Fontes: BCE (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

Tal como observado para Portugal, também ao nível do Eurosistema a composição do balanço sofreu alterações em 2020. Do lado do ativo, a rubrica "Financiamento de Política Monetária às Instituições de Crédito" cresceu significativamente (de 15% para 21%). No entanto, a rubrica "Títulos detidos para fins de Política Monetária" continua a ser a mais expressiva, representando, em final de 2020, cerca de 53% dos ativos do Eurosistema. No lado do passivo, a rubrica "Depósitos de instituições de crédito no Banco Central", onde se incluem as contas correntes dos bancos junto dos BCN e o recurso à facilidade permanente de depósito, continuou a ser a mais representativa (45%).

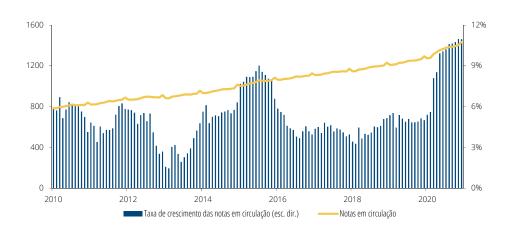
# Caixa 3 • Como as notas em circulação condicionam a implementação da política monetária

As notas em circulação são um fator autónomo de liquidez, dado que, apesar de não serem diretamente influenciadas pela implementação da política monetária, afetam a posição de liquidez do sistema bancário. As notas em circulação são um fator de absorção de liquidez, uma vez que quando os bancos levantam notas junto do Banco de Portugal, as suas contas de depósito junto do Banco de Portugal diminuem, retirando assim liquidez ao sistema bancário, assumindo como inalterado o restante balanço dos bancos. Neste contexto, o levantamento de notas pelos bancos poderá requerer o recurso às operações de política monetária, no caso de os fundos disponíveis na conta de depósito junto do Banco de Portugal não serem suficientes.

Devido à incerteza quanto à evolução das notas em circulação na avaliação das necessidades de liquidez do sistema bancário, estas são previstas numa base diária pelo Banco de Portugal e pelo Eurosistema. Num contexto em que o Eurosistema determina o montante a colocar nas operações de política monetária, é necessário monitorizar as notas em circulação no momento de apuramento das necessidades de liquidez do sistema bancário, para assegurar o nível apropriado de liquidez interbancária. Esta situação assume menos relevância no atual contexto de excesso de liquidez.

Apesar da evolução da tecnologia que pôs à disposição dos agentes económicos novos meios de pagamento cada vez mais digitais e inovadores, o numerário é tradicionalmente o meio de pagamento mais utilizado em Portugal, sendo utilizado em cerca de 60% do número de transações<sup>18</sup>. Seria de esperar que, com o desenvolvimento dos sistemas de pagamentos nos últimos anos, as notas em circulação diminuíssem, mas o que se verifica é que têm aumentado, quer em Portugal, quer na área do euro, tendência que se intensificou durante a crise pandémica (Gráfico C3.1).

Gráfico C3.1 • Evolução das notas em circulação na área do euro | Em mil milhões de euros



Fontes: BCE e cálculos do Banco de Portugal.

As notas em circulação, no entanto, não são utilizadas apenas como meio de transação. São utilizadas também para satisfazer a procura externa por notas denominadas em euros (i.e. de fora da área do euro) e como meio de reserva de valor. É a dinâmica agregada de todas estas finalidades

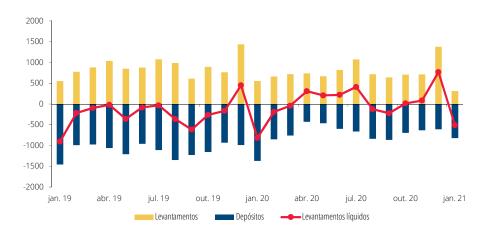
18. Ver Relatório de custos sociais dos instrumentos de pagamento de retalho em Portugal, 2019, Banco de Portugal.

que explica o seu aumento ao longo dos anos. De facto, estima-se que apenas 20% a 22% das notas colocadas em circulação se destinem a transações domésticas. A grande maioria é detida por entidades de fora da área do euro (entre 30% e 50%) ou usada como reserva de valor (entre 28% e 50%)<sup>19</sup>. Estas estimativas indicam que grande parte das notas em circulação são detidas pelos agentes económicos apenas como meio de reserva de valor, em vez de estarem depositadas nos bancos.

Os países da área do euro têm particularidades no que respeita ao padrão das notas em circulação. Portugal é historicamente um país "importador" de notas, o que significa que o valor das notas recolhidas pelo Banco de Portugal é superior ao valor das notas que saem do Banco de Portugal, i.e. a emissão líquida de notas é tradicionalmente negativa²º. Isto deve-se ao facto de Portugal ser um destino de turismo e dos turistas viajarem com notas que levantam nos países de origem, que acabam por ser depositadas pelos prestadores dos serviços em Portugal. A Alemanha e a Áustria, pelo contrário, são países "exportadores" de notas, pelo efeito turístico e ainda devido à procura por notas por parte dos países de fora da área do euro, explicada provavelmente pela localização geográfica destes países.

A evolução dos levantamentos e depósitos no Banco de Portugal apresenta um padrão sazonal, tanto semanal como ao longo do ano. Verifica-se normalmente um aumento dos levantamentos à sexta-feira e dos depósitos à segunda-feira, e um aumento dos levantamentos em dezembro e dos depósitos em janeiro, resultado do Natal. Com a crise pandémica, os depósitos de notas diminuíram, devido à redução do turismo. Este movimento foi particularmente significativo em março e abril, no início da pandemia, e a partir de outubro, com o agravamento da crise pandémica em Portugal (Gráfico C3.2).

**Gráfico C3.2** • Evolução dos levantamentos e depósitos no Banco de Portugal | Em mil milhões de euros



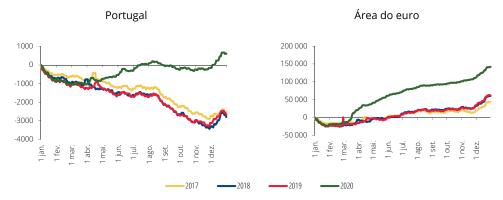
Fonte: Banco de Portugal.

<sup>19.</sup> Ver caixa "The paradox of banknotes: understanding the demand for cash beyond transactional use", *Boletim Económico* de março de 2021, Banco Central Europeu.

<sup>20.</sup> No final de cada mês, é apurada a diferença entre o valor de notas de euro atribuídas a cada BCN de acordo com a chave de capital e a diferença do valor das notas que saem do BCN e das recolhidas por esse BCN, o que dá origem a posições em relação ao Eurosistema no balanço dos BCN. No caso do Banco de Portugal, o valor da emissão líquida de notas é superior ao valor atribuído pela chave de capital, pelo que se regista um ativo em relação ao Eurosistema.

Em 2020, as notas em circulação aumentaram 10% em Portugal e 11% na área do euro, que compara com 5% em 2019, tanto para Portugal como para a área do euro. Este padrão de crescimento muito significativo em 2020 verificou-se na maioria dos países da área do euro, devido à crise pandémica. Apesar de se ter registado uma diminuição dos levantamentos, a diminuição do retorno das notas ao banco central foi significativamente superior (Gráfico C3.3).

**Gráfico C3.3** • Evolução da emissão líquida de notas em Portugal e na área do euro | Em milhões de euros



Fonte: BCE.

Este aumento das notas em circulação parece ter sido justificado por motivos de reserva de valor, possivelmente como precaução durante a pandemia, uma vez que diminuíram os pagamentos com numerário e aumentaram as compras através de meios de pagamentos alternativos (i.e., *online, contactless*).

A evolução das notas em circulação destinadas a reserva de valor é particularmente relevante para a política monetária. Com a passagem da taxa da facilidade de depósito para terreno negativo, ficou evidente que uma taxa de juro nominal de 0% (zero lower bound) não corresponde ao limite natural na implementação de uma política monetária acomodatícia. A existência de custos associados ao armazenamento e transporte das notas traduz-se num limite efetivo (effective lower bound) em valores negativos para taxa de juro nominal definida pelo banco central<sup>21</sup>. O effective lower bound é o limite da taxa de juro nominal a partir do qual é mais vantajoso para os agentes económicos deter notas em vez de depósitos bancários. A existência deste limiar às taxas de juro, mais ou menos explícito, aliado ao facto de em alguns países, como é o caso de Portugal, os bancos não poderem aplicar taxas de juro negativas nos depósitos, limita a capacidade dos bancos em transmitir os impulsos de política monetária às taxas de juro aplicadas nos depósitos bancários, o que pode ter efeitos negativos sobre a rendibilidade dos bancos e, consequentemente, sobre a sua capacidade de intermediação financeira. Adicionalmente, algumas medidas introduzidas pelo BCE, como por exemplo a introdução do sistema de tiering<sup>22</sup>, procuram mitigar os potenciais efeitos negativos do ambiente prolongado de taxas de juro negativas.

<sup>21.</sup> O valor exato do *effective lower bound* não é consensual e estima-se que poderá ser diferente entre jurisdições, de acordo com vários fatores, como por exemplo as expectativas dos agentes económicos.

<sup>22.</sup> A introdução do sistema de *tiering* teve como objetivo principal apoiar a transmissão da política monetária através dos bancos e preservar a contribuição negativa das taxas de juro negativas para a orientação acomodatícia da política monetária e continuar a convergência sustentada para o objetivo de inflação do BCE.

# Desenvolvimentos no mercado monetário

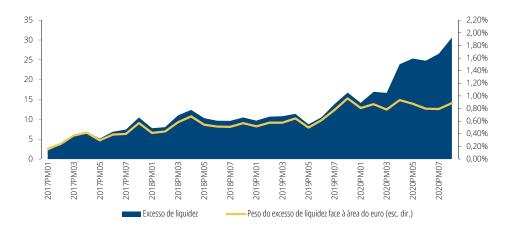
### 9.2 Excesso de liquidez

O excesso de liquidez é definido como a soma das reservas excedentárias e do recurso à facilidade permanente de depósito líquido do recurso à facilidade permanente de cedência de liquidez.

Em 2020, a média do excesso de liquidez em Portugal ascendeu a 22,4 mil milhões de euros, acima dos 11,5 mil milhões verificados em 2019 (Gráfico 9.2). No entanto, salienta-se que o excesso de liquidez no último período de manutenção de 2020 foi de 30,6 mil milhões de euros, um valor superior à média de 2020, e indicativo da tendência assumida no ano. A forte subida do excesso de liquidez está relacionada com as medidas não convencionais de política monetária adotadas em resposta à crise pandémica, como as TLTRO III e os programas de compras APP e PEPP.

O peso do excesso de liquidez em Portugal face ao conjunto da área do euro foi, em média, de 0,84% em 2020 (o que compara com 0,65% em 2019), tendo, no entanto, terminado o ano de 2020 nos 0.89%.

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



Fonte: BCE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Valores médios por período de manutenção de reservas mínimas.

# 10 Desenvolvimentos no mercado monetário

### 10.1 Atividade em Portugal

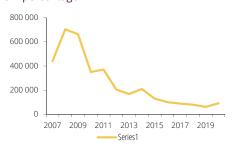
O Banco de Portugal realiza anualmente um inquérito aos principais bancos nacionais sobre a atividade no mercado monetário no segundo trimestre do ano, tendo em vista a recolha de todas as suas transações em euros no mercado interbancário e que estejam registadas no próprio balanço<sup>23</sup>.

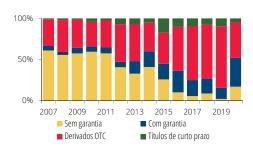
<sup>23.</sup> Neste inquérito para o segmento com garantia também são consideradas as transações conduzidas com Contrapartes Centrais (na sigla inglesa CCP, *Central Counterparties*).

A evolução do mercado monetário em Portugal em 2020 continuou a ser caracterizada por uma situação de generalizado excesso de liquidez. Durante o segundo trimestre do ano, o montante total transacionado pelas instituições portuguesas<sup>24</sup> inverteu a tendência decrescente dos últimos anos, fixando-se em 91,2 mil milhões de euros. Registou-se um aumento da atividade nos segmentos com e sem garantia, ao contrário dos segmentos de derivados *Over-The-Counter* (OTC) e títulos de curto-prazo (Gráfico 10.1). Ainda assim, o segmento de derivados OTC continua a ser o mais representativo em termos de *turnover* total.

O aumento observado nos segmentos com e sem garantia é resultado: (i) do ambiente de excesso de (oferta de) liquidez em que as instituições financeiras operam, o que as leva a procurar oportunidades de investimento no mercado monetário; (ii) da introdução do sistema de *tiering*, que conduziu a uma maior atividade, em especial no mercado interbancário sem garantia; (iii) dos efeitos da crise pandémica, em particular durante o segundo trimestre de 2020, na medida em que se verificou uma maior apetência para a captação de fundos com prazos superiores a 1 semana no mercado interbancário. Não obstante, os níveis atuais mantêm-se substancialmente abaixo dos observados ao longo da primeira década de existência do euro.

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





Fonte: Banco de Portugal.

O volume total do segmento sem garantia fixou-se em 15,3 mil milhões de euros, o que compara com 1,2 mil milhões de euros no mesmo período do ano anterior. O aumento do volume negociado neste segmento verificou-se simultaneamente nas operações de cedência e de obtenção de liquidez. No que diz respeito à estrutura por maturidades, o montante transacionado pelo prazo *overnight* destaca-se em 2020 com um peso no total das transações sem garantia de 85%.

Em relação ao segmento com garantia, o volume total ascendeu a 32 mil milhões de euros em 2020, o que compara com 8,2 mil milhões de euros no período homólogo. Em linha com o segmento sem garantia, o aumento do volume negociado neste segmento repartiu-se entre operações de cedência e de obtenção de liquidez. As maturidades das operações continuam concentradas nos prazos mais curtos, sendo que 93% das transações foram realizadas com maturidades até um mês.

O volume total do segmento de derivados OTC fixou-se em 39,4 mil milhões de euros em 2020, sobretudo através do recurso a FX Swaps (30,6 mil milhões de euros) e Interest Rate Swaps (8,4 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 total transacionado nestas operações totalizou 4,5 mil milhões de euros em 2020, correspondendo na quase totalidade a títulos de dívida pública.

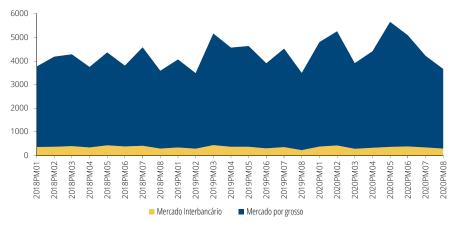
<sup>24.</sup> Painel constituído pelas instituições Caixa Económica Montepio Geral, Banco Comercial Português, Novo Banco, Banco BPI, Banco BIC Português, Banco Santander Totta, Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo, Caixa Geral de Depósitos e Banco Finantia.

### **10.2** Atividade na área do euro

#### 10.2.1 Mercado sem garantia

Considerando os dados do *Money Market Statistical Reporting* (MMSR) reportados por bancos da área do euro, o segmento por grosso<sup>25</sup> do mercado sem garantia apresenta valores muito superiores ao segmento interbancário, tendência observada há vários anos e principalmente motivada pelo amplo nível de excesso de liquidez no sistema bancário (Gráfico 10.2). Com efeito, o montante total transacionado pelos bancos da área do euro nas operações de obtenção de liquidez, com contrapartes do mercado por grosso, aumentou durante o ano de 2020. No mercado interbancário, observou-se um ligeiro aumento dos montantes totais reportados nos primeiros meses de 2020, período em que o espoletar da pandemia gerou necessidades de liquidez acrescidas. No entanto, a resposta do Eurosistema, que resultou em níveis de excesso de liquidez superiores, inverteu esta tendência. No que diz respeito à estrutura por maturidades, observa-se que as transações com prazos mais curtos (*Overnight, Tom-Next, Spot Next*) continuam a ser as mais representativas, em ambos segmentos.

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



Fonte: BCE. | Nota: Volume total transacionado por período de manutenção de reservas mínimas.

Ao longo do período analisado, considerando apenas o prazo *overnight*, as transações de obtenção de liquidez no segmento por grosso apresentam, em geral, uma taxa média ponderada em níveis inferiores à taxa da facilidade de depósito, perto dos níveis observados para a *Euro Short-Term Rate* (€STR) (Gráfico 10.3). A €STR é uma taxa de obtenção de liquidez no segmento por grosso, que também se tem posicionado abaixo da taxa da facilidade de depósito, uma vez que reflete transações com entidades que não têm acesso a operações de política monetária, nomeadamente a facilidade de depósito, num ambiente de excesso de liquidez.

Relativamente às transações de obtenção de liquidez no segmento interbancário, verifica-se que a taxa média ponderada também se situou em níveis inferiores à taxa da facilidade de depósito. Esta situação poderá ser explicada, entre outros fatores, pelo facto de se estarem a considerar bancos de fora da área do euro que não têm acesso à facilidade de depósito do Eurosistema e obrigações contratuais face a clientes que requerem que as instituições de crédito façam depósitos noutras instituições de crédito noutro país da área do euro, mesmo com taxas mais penalizadoras.

<sup>25.</sup> O mercado por grosso (*wholesale*, em inglês) corresponde a transações com contrapartes de todos os sectores de atividade, exceto particulares e instituições sem fins lucrativos ao serviço dos particulares.

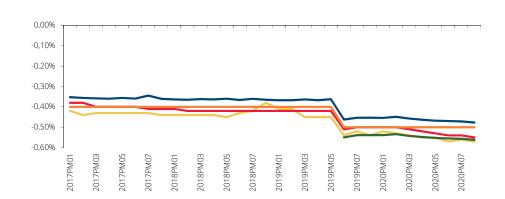


Gráfico 10.3 • Taxas do segmento sem garantia com prazo overnight | Em percentagem

Fonte: BCE. | Nota: Discrepâncias entre a taxa de obtenção de liquidez no mercado por grosso e a €STR devem-se às especificidades do cálculo da €STR. Taxa média ponderada por período de manutenção de reservas mínimas.

Taxa de obtenção de liquidez (por grosso)

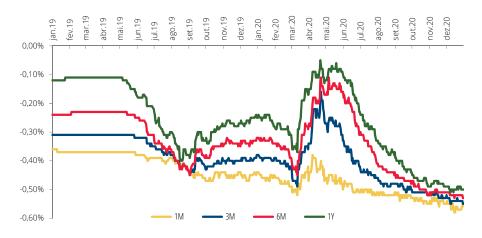
**-**€STR •

EONIA -

Taxa de obtenção de liquidez (interbancário)

Em março, as taxas EURIBOR registaram um aumento significativo em todos os prazos, embora se tenha notado um agravamento acentuado nos prazos mais longos (Gráfico 10.4). Esta discriminação entre maturidades resultou principalmente da incerteza introduzida no mercado pela crise sanitária que levou a uma redução da atividade nos prazos mais longos. O movimento foi posteriormente invertido, após o anúncio de medidas de política monetária e orçamental e à medida que as tensões nos mercados de financiamento, em particular de papel comercial, se foram atenuando. Deste modo, as taxas desceram a níveis historicamente baixos devido ao crescente excesso de liquidez e às expetativas de manutenção de taxas de juro por um período prolongado. O *spread* entre maturidades diminuiu gradualmente.

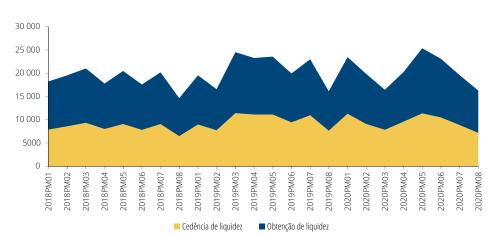
Gráfico 10.4 • Evolução das taxas EURIBOR | Em percentagem



Fonte: European Money Markets Institute (EMMI).

### 10.2.2 Mercado com garantia

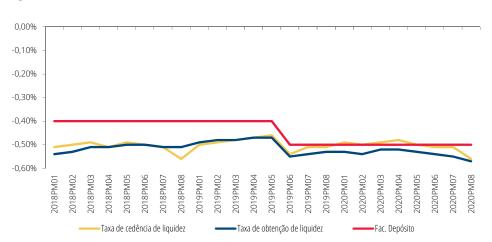
Os montantes reportados com contrapartes no segmento com garantia são superiores aos do segmento sem garantia, considerando tanto as transações de cedência de liquidez como as de obtenção de liquidez. Em 2020 não se verificou uma alteração substancial no volume de mercado, em termos médios, embora se tenha observado um aumento acentuado no início do período de pandemia. Tal como acontece com o mercado sem garantia, no mercado com garantia a maioria das transações são realizadas por prazos mais curtos, tanto nas operações de cedência como nas operações de obtenção de liquidez (Gráfico 10.5).



**Gráfico 10.5** • Volume no mercado por grosso no segmento com garantia | Em mil milhões de euros

Fonte: BCE. | Nota: Volume total transacionado por período de manutenção de reservas mínimas.

As taxas no segmento com garantia foram, em 2020, 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 (*liquidity-driven*). É possível observar-se, numa primeira fase da pandemia, um aumento das taxas de obtenção e de cedência de liquidez. Contudo, as medidas de política monetária adotadas contribuíram para a redução das taxas do mercado com garantia através do aumento do excesso de liquidez, por um lado, e da redução dos ativos disponíveis para negócio induzido pelas operações de crédito e programas de compras de ativos, por outro.



**Gráfico 10.6** • Taxas do segmento com garantia, no mercado por grosso com prazo overnight | Em percentagem

Fonte: BCE. | Nota: Taxa média ponderada por período de manutenção de reservas mínimas.

# 11 Principais alterações do quadro regulamentar

As regras da política monetária convencional do Eurosistema constam da Orientação (UE) 2015/510, relativa ao enquadramento para a implementação da política monetária do Eurosistema (BCE/2014/60), e da Orientação (UE) 2016/65, que estabelece as margens de avaliação a aplicar na implementação da política monetária do Eurosistema (BCE/2015/35). Acresce às anteriores a Orientação BCE/2014/31 sobre as 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, o que é efetuado, em Portugal, pela Instrução n.º 3/2015 e pela Instrução n.º 7/2012 que estabelecem, respetivamente, as regras aplicáveis às operações de política monetária do Eurosistema e às medidas adicionais temporárias.

As Instruções mencionadas acima são, por regra, revistas anualmente. Em 2020, para além da revisão periódica, foram ainda efetuadas quatro alterações no âmbito da resposta à pandemia de COVID-19. Neste contexto, o Conselho do BCE aprovou a 7 de abril de 2020, várias medidas de flexibilização do quadro de ativos de garantia aceites e das respetivas medidas de controlo de risco, para permitir que as contrapartes do Eurosistema possam participar em todas as operações de cedência de liquidez, nomeadamente:

- A Orientação (UE) 2020/515 do Banco Central Europeu, 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/2020/21);
- A Orientação BCE/2020/NP13, que altera a Orientação BCE/2013/NP15, que estabelece a elegibilidade mínima e o controle de risco padrão para os direitos de crédito adicionais elegíveis no âmbito das medidas temporárias;

- A Decisão 2020/506/BCE, que altera a Orientação (UE) 2015/510 relativa ao enquadramento da política monetária do Eurosistema; e
- A Orientação (UE) 2016/65, relativa às margens de avaliação a aplicar na implementação da política monetária do Eurosistema (BCE/2020/20).

A 7 de maio de 2020, o Conselho do BCE aprovou a Orientação (UE) 2020/634 do Banco Central Europeu, 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/2020/29).

A 15 de maio e 8 de junho de 2020, o Conselho do BCE aprovou, em duas fases, a extensão das medidas adicionais temporárias respeitantes às operações de refinanciamento do Eurosistema e à elegibilidade dos ativos de garantia proposta pelo Banco de Portugal, as quais se inserem no âmbito das medidas de flexibilização dos ativos de garantia adotadas em 7 de abril de 2020.

Estas medidas foram implementadas pelas Instruções n.ºs 11/2020, de 20 de abril, 12/2020, de 18 de maio, 14/2020, de 1 de junho e 16/2020, de 23 de junho, que introduziram alterações à Instrução n.º 7/2012, e pelas Instruções n.ºs 10/2020, de 20 de abril e 17/2020 de 23 de junho, que alteraram a Instrução n.º 3/2015. O conteúdo destas alterações consta do capítulo 3.

No âmbito da revisão anual das Orientações de política monetária, o Conselho do Banco Central Europeu aprovou, a 25 de setembro de 2020 a Orientação (UE) 2020/1690, que altera a Orientação (UE) 2015/510 relativa ao enquadramento para a implementação da política monetária do Eurosistema (BCE/2020/45), a Orientação (UE) 2020/1692, que altera a Orientação (UE) 2016/65 relativa às margens de avaliação a aplicar na implementação da política monetária do Eurosistema (BCE/2020/46) e a Orientação (UE) 2020/1691, 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/2020/47).

As duas primeiras orientações foram implementadas pela Instrução 34/2020, que alterou a Instrução n.º 3/2015 e a terceira orientação pela Instrução 33/2020, que alterou a Instrução n.º 7/2012, ambas de 31 de dezembro e com entrada em vigor a 1 de janeiro de 2021.

Destacam-se as seguintes alterações:

#### • Instrução n.º 3/2015

- Especificação do regime jurídico aplicável à remuneração das reservas mínimas e das reservas excedentárias;
- Restrição dos tipos de obrigações com ativos subjacentes elegíveis às obrigações com ativos subjacentes legislativas e às multicédulas;
- Não aceitação de ativos transacionáveis com garantia, que não sejam instrumentos de dívida titularizados nem obrigações com ativos subjacentes;
- Aceitação de determinados instrumentos de dívida transacionáveis com estruturas de cupão associadas ao cumprimento, pelo emitente, de objetivos de sustentabilidade predefinidos;
- Não aceitação, após um período de transição, dos instrumentos de dívida transacionáveis emitidos ou garantidos por sociedades não financeiras, para os quais não esteja disponível uma avaliação de crédito externa;
- Ajustamento dos requisitos de reporte de dados referentes aos empréstimos subjacentes a instrumentos de dívida titularizados nos casos em que o referido reporte seja efetuado nos termos do Regulamento (UE) 2017/2402 do Parlamento Europeu e do Conselho;

- Introdução de uma verificação regular dos procedimentos e sistemas utilizados para a apresentação de direitos de crédito;
- Ajustamento da sanção pecuniária aplicável às infrações relativas à utilização de ativos elegíveis como ativos de garantia do Eurosistema;
- Clarificação dos critérios gerais de aceitação das instituições externas de avaliação do crédito (IEAC) no quadro de avaliação do crédito do Eurosistema (ECAF);
- Clarificação dos aspetos relativos à duração do período de carência aplicável às contrapartes que não cumpram os requisitos mínimos de fundos próprios;

#### • Instrução n.º 7/2012

- Perda de elegibilidade dos instrumentos de dívida titularizados cujos ativos subjacentes incluam créditos hipotecários residenciais ou empréstimos a pequenas e médias empresas, ou ambos, e que não cumpram determinados requisitos especificados no artigo 15.º, n.º 2, da Instrução n.º 7/2012, dado que esta categoria de ativos nunca foi utilizada;
- Alteração do método de cálculo das sanções pecuniárias a aplicar aos direitos de crédito que não cumpram os requisitos do artigo 149.º, n.º 1, alínea c), da Instrução n.º 3/2015, nos termos do anexo VII da mesma instrução, passando a ser tido em conta a soma dos valores de todos os direitos de crédito que violam tais obrigações incluídos no conjunto de direitos de crédito.

No que se refere às TLTRO III, a Decisão (UE) 2019/1311, do Banco Central Europeu, de 22 de Julho de 2019, relativa a uma terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (BCE/2019/21) foi objeto de alteração em 2020, pela Decisão 2020/407, do Banco Central Europeu, de 16 de março de 2020 (BCE/2020/13) e pela Decisão 2020/614, do Banco Central Europeu, de 30 de abril de 2020 (BCE/2020/25).

Relativamente ao programa de compras de ativos do Banco Central Europeu (APP), foram publicados os seguintes atos legais em 2020:

- Decisão (UE) 2020/187, do Banco Central Europeu, de 3 de fevereiro de 2020, relativa à implementação do terceiro programa de compras de obrigações com ativos subjacentes (covered bonds) (BCE/2020/8) (reformulação), a qual foi alterada pela Decisão (UE) 2020/1690, do Banco Central Europeu, de 25 de fevereiro de 2020, (BCE/2020/45);
- Decisão (UE) 2020/188, de 3 de fevereiro de 2020, relativa a um programa de compra de ativos do setor público em mercado secundário (reformulação) (BCE/2020/9);
- Decisão (UE) 2020/441, de 24 de março de 2020, que altera a Decisão (UE) 2016/948, relativa à implementação do programa de compras de ativos do setor empresarial (BCE/2020/18).

Ainda no âmbito do combate à pandemia de COVID-19, foi criado um novo programa de compras pela Decisão (UE) 2020/440, de 24 de março, relativa a um programa temporário de compras de emergência por pandemia (BCE/2020/17), alterada pela Decisão (UE) 2020/1143, de 28 de julho (BCE/2020/36).