

RELATÓRIO DA IMPLEMENTAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

2021



BANCO DE
PORTUGAL
EUROSISTEMA

RELATÓRIO DA IMPLEMENTAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

2021



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Lisboa, 2022 • www.bportugal.pt

Índice

1 Sumário executivo	9
2 Decisões de política monetária	10
Caixa 1 • Revisão da estratégia de política monetária	10
3 Contrapartes de política monetária	13
4 Operações de política monetária	14
4.1 Operações de mercado aberto	15
Caixa 2 • TLTRO III e concessão do crédito à Economia	17
4.2 Facilidades permanentes	19
5 Ativos de garantia para as operações de crédito do Eurosistema	20
5.1 Ativos elegíveis	20
5.2 Utilização de ativos de garantia	22
6 Reservas mínimas e Sistema de <i>Tiering</i>	24
7 Programas de compra de ativos	26
7.1 Compras de títulos do setor público	27
7.2 Compras de obrigações hipotecárias	29
7.3 Compras de dívida empresarial e titularizada	30
Caixa 3 • A utilização da flexibilidade no quadro do PEPP	31
7.4 Empréstimo de títulos	34
8 Evolução do balanço do Banco de Portugal e do Eurosistema	35
8.1 Composição do balanço	35
Caixa 4 • A evolução do balanço do Banco de Portugal ao longo das últimas duas décadas	37
8.2 Excesso de liquidez	39
9 Desenvolvimentos no mercado monetário	40
9.1 Atividade em Portugal	40
9.2 Atividade na área do euro	41
9.2.1 Mercado sem garantia	41
9.2.2 Mercado com garantia	43

Índice de gráficos

Gráfico 3.1 • Número de contrapartes elegíveis, no fim do ano, por instrumento de política monetária | Em unidades | **13**

Gráfico 3.2 • Número de instituições de crédito, no fim do ano, em Portugal e no Eurosistema | Em unidades | **14**

Gráfico 4.1 • Evolução do saldo das operações de política monetária | Em milhões de euros | **14**

Gráfico 4.2 • Montantes colocados e número de contrapartes participantes na MRO | Em milhões de euros e em unidades | **15**

Gráfico 4.3 • Montantes colocados e número de contrapartes participantes na LTRO a 3 meses | Em milhões de euros e em unidades | **16**

Gráfico 4.4 • Montantes colocados e número de contrapartes participantes na TLTRO III em 2021 | Em milhões de euros e em unidades | **16**

Gráfico C2.1 • Colocação na TLTRO III, por operação | Em milhões de euros e n.º de contrapartes participantes | **17**

Gráfico C2.2 • Evolução da concessão de crédito pelos bancos portugueses | Base a 31 de março de 2019, 1 de março de 2020 e 1 de outubro de 2020 | **18**

Gráfico 4.5 • Montantes colocados e número de contrapartes participantes na USD TAF | Em milhões de dólares americanos e em unidades | **19**

Gráfico 4.6 • Saldos diários das facilidades permanentes | Em milhões de euros | **20**

Gráfico 5.1 • Distribuição, por categoria de ativo, dos títulos elegíveis no final de 2021 | Em percentagem | **21**

Gráfico 5.2 • Número de novas emissões de ativos elegíveis 2021 | Em percentagem | **21**

Gráfico 5.3 • Distribuição, por categoria de ativo, da utilização de ativos de garantia | Em milhões de euros | **22**

Gráfico 5.4 • Alargamento dos ativos de garantia em reposta à pandemia – decomposição da variação dos ativos entregues em garantia em Portugal | Em milhões de euros | **23**

Gráfico 6.1 • Evolução das reservas mínimas, total dos depósitos e montante isento por período de manutenção | Em milhões de euros | **25**

Gráfico 6.2 • Evolução da distribuição das reservas excedentárias com e sem isenção por período de manutenção | Em percentagem | **25**

Gráfico 7.1 • Saldos das compras de ativos nos balanços do Banco de Portugal e do Eurosistema | Em milhões de euros e em percentagem do total do balanço | **27**

Gráfico 7.2 • Aquisições mensais líquidas acumuladas de títulos de dívida pública portuguesa pelo Banco de Portugal e de títulos de dívida pública e supranacional da área do euro pelo Eurosistema | Em milhões de euros | **28**

Gráfico 7.3 • Proporção das compras de títulos do setor público português | Em percentagem | **28**

Gráfico 7.4 • Aquisições mensais líquidas acumuladas de obrigações hipotecárias pelo Banco de Portugal e Eurosistema | Em milhões de euros | **30**

Gráfico C3.1 • Montante mensal de compras líquidas no PEPP | Em milhões de euros | **31**

Gráfico C3.2 • Diferencial de taxa de juro a 10 anos de Portugal, Espanha e Itália, face à média dos países da área do euro ponderado pelo PIB | Em pontos base | **32**

Gráfico C3.3 • Desvio do montante de compras bimestrais de dívida pública no PEPP em relação à chave de capital | Em percentagem | **32**

Gráfico C3.4 • Compras bimestrais no PEPP, por classe de ativos | Em milhões de euros | **33**

Gráfico 7.5 • Montante mensal diário emprestado pelo Banco de Portugal e Eurosistema | Em milhões de euros | **34**

Gráfico 8.1 • Evolução dos balanços do Banco de Portugal e do Eurosistema | Em milhões de euros | **36**

Gráfico C4.1 • Evolução do balanço do Banco de Portugal | Em milhões de euros | **37**

Gráfico C4.2 • Evolução dos fatores autónomos do balanço do Banco de Portugal | Em milhões de euros | **38**

Gráfico 8.2 • Evolução do excesso de liquidez em Portugal face ao total da área do euro | Em milhões de euros e em percentagem | **39**

Gráfico 9.1 • Volume total e distribuição por segmento de mercado | Em milhões de euros e em percentagem | **40**

Gráfico 9.2 • Volume de obtenção de liquidez no mercado por grosso e interbancário no segmento sem garantia | Em milhões de euros | **41**

Gráfico 9.3 • Taxas do segmento sem garantia com prazo *overnight* | Em percentagem | **42**

Gráfico 9.4 • Evolução das taxas EURIBOR | Em percentagem | **43**

Gráfico 9.5 • Volume no mercado por grosso no segmento com garantia | Em milhões de euros | **43**

Gráfico 9.6 • Taxas do segmento com garantia, no mercado por grosso com prazo *overnight* | Em percentagem | **44**

Índice de quadros

Quadro 7.1 • Compras líquidas anuais de títulos de dívida pública portuguesa no PSPP e no PEPP pelo Banco de Portugal | Valores em milhões de euros | **29**

Quadro 8.1 • Balanço simplificado do Banco de Portugal | Em percentagem do ativo | **35**

Siglas

ABS	Instrumento de dívida titularizado (do inglês <i>asset-backed security</i>)
ABSPP	Programa de compra de dívida titularizada (do inglês <i>asset-backed securities purchase programme</i>)
ACC	Direitos de crédito adicionais (do inglês <i>additional credit claims</i>)
AFL	Ativos financeiros líquidos
APP	Programa alargado de compra de ativos (do inglês <i>asset purchase programme</i>)
BCE	Banco Central Europeu
BCN	Banco Central Nacional
CBPP	Programa de compra de obrigações hipotecárias (do inglês <i>covered bonds purchase programme</i>)
CDT	Central de depósito de títulos
CSPP	Programa de compra de obrigações de empresas do setor não financeiro (do inglês <i>corporate sector purchase programme</i>)
EONIA	Taxa EONIA (do inglês Euro OverNight Index Average)
FRFA	Leilões de taxa fixa com satisfação integral da procura (do inglês <i>fixed-rate full-allotment</i>)
IC	Instituição de crédito
IHPC	Índice harmonizado de preços no consumidor
LTRO	Operações de refinanciamento de prazo alargado (do inglês <i>longer term refinancing operations</i>)
MRO	Operações principais de refinanciamento (do inglês <i>main refinancing operations</i>)
OMA	Operações de mercado aberto
OTC	Mercado de balcão (do inglês <i>over-the-counter</i>)
PELTRO	Operações de refinanciamento de prazo alargado de emergência pandémica (do inglês <i>pandemic emergency longer-term refinancing operations</i>)
PEPP	Programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (do inglês <i>pandemic emergency purchase programme</i>)
PM	Política monetária
PSPP	Programa de compra de ativos do setor público (do inglês <i>public sector purchase programme</i>)
SIAC	Sistema Interno de Avaliação de Crédito
SMP	Programa dos mercados de títulos de dívida (do inglês <i>securities market programme</i>)
TAF	Operação de cedência de liquidez em moeda estrangeira (do inglês <i>term auction facility</i>)
TARGET	Sistema de Transferências Automáticas Transeuropeias de Liquidação pelos Valores Brutos em Tempo Real (do inglês Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)
TFUE	Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia
TLTRO	Operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (do inglês <i>targeted longer term refinancing operations</i>)
UE	União Europeia
USD	Dólar dos Estados Unidos (do inglês <i>United States dollar</i>)

1 Sumário executivo

Em 2021 continuaram a sentir-se os efeitos da pandemia de COVID-19 sobre a economia e os mercados financeiros europeus, ainda sem pressões inflacionistas relevantes. Neste contexto, a política monetária da área do euro manteve uma orientação acomodatória, tendo em vista a convergência da inflação para o objetivo de médio prazo (2%) e o propósito de apoiar a concessão de crédito à economia e preservar a transmissão da política monetária aos agentes económicos.

O Conselho do Banco Central Europeu (BCE) manteve inalteradas as taxas de juro oficiais em vigor desde setembro de 2019: -0,50% para a facilidade permanente de depósito; 0% para as operações principais de refinanciamento; e 0,25% para a facilidade permanente de cedência de liquidez.

Permaneceram em vigor os instrumentos de política monetária adotados em resposta à pandemia e foram implementadas as decisões tomadas pelo Conselho do BCE em dezembro de 2020, com destaque para o lançamento de uma nova série de operações de refinanciamento de prazo alargado associadas à pandemia (PELTRO, do inglês *pandemic emergency longer term refinancing operations*) e para a alteração das condições da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (TLTRO III, do inglês *targeted longer term refinancing operations*).

As alterações às TLTRO traduziram-se em condições mais favoráveis no acesso a esta linha de liquidez, a par da introdução de três novas operações. Foram, ainda, mantidas em vigor todas as medidas que permitiram o alargamento do quadro de ativos de garantia aceites pelo Eurosistema, por forma a facilitar o acesso a estas operações de cedência de liquidez.

No que respeita aos programas de compra de ativos, o Conselho do BCE considerou que, a partir de outubro, seria possível manter as condições de financiamento favoráveis com um ritmo menor de aquisições líquidas de ativos ao abrigo do programa criado para a emergência pandémica (PEPP, do inglês *pandemic emergency purchase programme*). Adicionalmente, em dezembro, o Conselho do BCE confirmou que as compras líquidas ao abrigo do PEPP cessariam em março de 2022, com o horizonte de reinvestimentos a ser prolongado até 2024. Na mesma data, o BCE anunciou aumentos das compras ao abrigo do programa de compra de ativos existente antes da pandemia (APP, do inglês *asset purchase program*), medida que foi revista em março de 2022.

No final de 2021, o valor obtido pelas contrapartes portuguesas junto do Banco de Portugal nas operações de política monetária de cedência de liquidez atingiu 41,8 mil milhões de euros, relativo na sua quase totalidade a TLTRO, o que constitui um crescimento de 30% face ao ano anterior (20% no Eurosistema). Os ativos entregues em garantia para este efeito atingiram o valor de 73,7 mil milhões de euros, mais 10% do que em 2020, reforçando-se a margem de segurança das contrapartes portuguesas para eventuais necessidades adicionais de liquidez. Os ativos entregues em garantia são essencialmente obrigações hipotecárias, títulos emitidos pela administração central e empréstimos bancários.

No final de 2021, os títulos adquiridos para fins de política monetária registados no balanço do Banco de Portugal ascendiam a 86,2 mil milhões de euros, sendo 96,5% dívida pública e dívida emitida por entidades supranacionais. Os títulos de dívida pública portuguesa representavam 2,2% e 2,4% no total dos títulos de dívida pública detidos pelo Eurosistema no PSPP e no PEPP, valores que se situam próximos da percentagem da chave de capital do Banco de Portugal no Eurosistema (2,3%).

A manutenção do carácter fortemente acomodatório da política monetária do Eurosistema fez com que a dimensão dos balanços do BCE e dos bancos centrais nacionais atingisse novos máximos históricos. No caso do Banco de Portugal, no final de 2021, o total do seu balanço

ascendeu a 219 mil milhões de euros, o que representa um aumento de 14% face ao final de 2020, inferior ao crescimento de 23% observado para a totalidade do Eurosistema.

O ano de 2021 ficou também marcado pela entrada em vigor da nova estratégia de política monetária do BCE, da qual se destaca o estabelecimento de uma meta simétrica de 2% para a inflação no médio prazo, em substituição do anterior objetivo de manutenção da inflação em taxas abaixo, mas próximas de 2%, e o reconhecimento da inclusão das medidas adotadas em resposta às crises no conjunto de instrumentos do BCE e da estabilidade financeira como precondição para a estabilidade de preços.

2 Decisões de política monetária

Em 2021 o Conselho do BCE aprovou a nova estratégia de política monetária, que adota um objetivo simétrico de 2% para a inflação a médio prazo.

A definição de estabilidade de preços tem evoluído desde a introdução do euro. 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 abaixo, mas próximo de 2% no médio prazo.

O IHPC permanece como a medida de preços adequada e foi recomendada a inclusão, com o tempo, dos custos com a habitação ocupada pelo proprietário. Paralelamente, foi aprovado um plano de ação ambicioso em matéria de ações climáticas. A nova estratégia é o resultado de uma reanálise aprofundada que teve início em janeiro de 2020.

Caixa 1 • Revisão da estratégia de política monetária

Em julho de 2021, o BCE concluiu a revisão da sua estratégia de política monetária, iniciado em janeiro de 2020. O objetivo da revisão consistiu em assegurar que a estratégia de política monetária permanece adequada perante as profundas mudanças estruturais ocorridas na economia da área do euro e mundial desde a revisão anterior, em 2003. A diminuição do crescimento potencial, que pode ser associada a um crescimento mais lento da produtividade e a fatores demográficos, e o legado das crises dos últimos anos fizeram baixar as taxas de juro reais de equilíbrio. Por outro lado, a globalização, a digitalização, as alterações climáticas e as medidas para as contrariar têm efeitos na forma como a economia funciona e, logo, no contexto em que a política monetária opera.

O anúncio da nova estratégia encerrou um processo de 18 meses de interação e análise. O Banco de Portugal participou nesta revisão através dos vários comités especializados do Eurosistema e de grupos de trabalho criados para analisar os temas mais importantes. As reflexões e os trabalhos analíticos desenvolvidos pelo Banco informaram as posições do Governador no Conselho do BCE e foram publicadas num *e-book* intitulado *Perspetivas sobre a revisão da estratégia de política*

monetária do BCE¹. As análises realizadas pelos grupos de trabalho em que o Banco participou foram publicadas na série de *ECB Occasional Papers*².

Houve também vários eventos de interação com as partes interessadas nos 19 países da área do euro. Para envolver os cidadãos portugueses na revisão da estratégia, o Banco de Portugal realizou três eventos de auscultação, entre dezembro de 2020 e janeiro de 2021: um deles dedicado à academia, que contou com 245 participantes de 19 escolas de Economia e Gestão localizadas em Portugal; um segundo dirigido a organizações da sociedade civil, incluindo sindicatos, organizações de consumidores e ambientais, associações empresariais e fundações; e um terceiro, com jornalistas. Foi criada uma área dedicada no *site* institucional para divulgar informação sobre a revisão da estratégia³. Foram ainda publicados dois temas em destaque dedicados à nova estratégia no *Boletim Económico*⁴ – “A nova estratégia de política monetária do BCE” e “Alterações climáticas e economia”.

A nova estratégia foi vertida pelo BCE em três documentos: a “Declaração sobre a estratégia de política monetária do BCE”⁵, que concentra a essência da nova estratégia; a “Síntese da estratégia de política monetária”⁶, que desenvolve a reflexão subjacente; e o “Plano de ação para incluir considerações sobre as alterações climáticas na sua estratégia de política monetária”⁷. Neles podemos encontrar elementos novos em relação à estratégia de política monetária precedente, com destaque para:

- uma meta simétrica de 2% para a inflação no médio prazo, que substituiu o anterior objetivo de manter a inflação em taxas abaixo, mas próximas de 2%;
- a inclusão, no futuro, dos custos com a habitação própria na medida de inflação;
- o reconhecimento de que as indicações sobre a orientação futura da política monetária, as compras de ativos e as operações de refinanciamento de prazo alargado continuarão a ser parte integrante do conjunto de instrumentos do BCE, para além das taxas de juro diretoras do BCE, que constituem o principal instrumento de política monetária;
- o reconhecimento da estabilidade financeira como condição para a estabilidade de preços;
- o compromisso de contribuir para mitigar o impacto das alterações climáticas;
- o reforço da comunicação com os cidadãos europeus.

A nova estratégia preserva, simultaneamente, aspetos importantes da anterior, nomeadamente:

- o compromisso para com o mandato do BCE e para com o objetivo primordial de preservação da estabilidade de preços na área do euro;
- a orientação de médio prazo da política monetária, ou seja, a reafirmação de que o BCE procurará atingir a sua meta para a inflação no médio prazo, de modo que sejam acomodados os choques económicos e o tempo de atuação da política monetária;
- os dois pilares de análise na sustentação das decisões — uma análise económica, dedicada aos desenvolvimentos da procura e da oferta nos vários mercados da economia, e uma análise monetária e financeira, centrada na procura e oferta de ativos que desempenham o papel de moeda e nos setores que financiam os agentes económicos, ainda que este último tenha agora um âmbito mais abrangente.

1. *Perspetivas sobre a revisão da estratégia de política monetária do BCE* (bportugal.pt).

2. *Strategy review* (europa.eu).

3. Revisão da estratégia de política monetária do Banco Central Europeu | Banco de Portugal (bportugal.pt).

4. Para detalhes adicionais, ver o *Boletim Económico - Outubro 2021* (bportugal.pt).

5. Declaração sobre a estratégia de política monetária do BCE.

6. *An overview of the ECB's monetary policy strategy* (europa.eu).

7. BCE apresenta plano de ação para incluir considerações sobre as alterações climáticas na sua estratégia de política monetária.

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 bancos centrais nacionais (BCN), participa ativamente na discussão dos vários aspetos da política monetária, manifestando as suas posições aos diferentes níveis onde está representado. 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 interagir com as contrapartes residentes em Portugal e por assegurar um amplo conjunto de funções⁸.

Em julho de 2021, em reflexo da revisão da estratégia de política monetária, o Conselho do BCE adaptou as suas indicações sobre a trajetória futura das taxas de juro oficiais, reforçando a manutenção de uma orientação de política monetária persistentemente acomodatória. O Conselho indicou que apenas ponderará uma subida de taxas quando (i) observar que a inflação atinge 2% muito antes do final do horizonte de projeção (ii) e de forma durável durante o resto do horizonte de projeção, e (iii) a evolução da inflação subjacente for coerente com uma estabilização da inflação global em 2% no médio prazo.

Julho marcou também o período a partir do qual as operações de cedência de liquidez em dólares dos EUA com prazo de 84 dias cessaram, tendo-se mantido as operações a 7 dias.

O ritmo de aquisições ao abrigo do PEPP acelerou progressivamente até final do terceiro trimestre, tendo em conta a avaliação conjunta das condições de financiamento e das perspetivas de inflação. A partir do início do último trimestre, o Conselho do BCE considerou que seria possível manter as condições de financiamento favoráveis com um ritmo menor de aquisições líquidas de ativos ao abrigo do PEPP.

Em dezembro, o Conselho do BCE confirmou que as compras líquidas ao abrigo do PEPP cessariam em março de 2022, mas o horizonte de reinvestimentos seria prolongado por um ano, até 2024. Em contrapartida, o BCE aumentaria as compras ao abrigo do APP para 40 mil milhões de euros no 2.º trimestre de 2022 e para 30 mil milhões de euros no 3.º trimestre do mesmo ano, retomando no 4.º trimestre o montante de 20 mil milhões de euros de compras mensais. Estes montantes de compras ao abrigo do APP vieram, no entanto, a ser revistos em março de 2022⁹. O Conselho do BCE salientou ainda que, em caso de uma nova fragmentação do mercado relacionada com a pandemia, os reinvestimentos do PEPP poderiam, a qualquer momento, ser ajustados de forma flexível ao longo do tempo, por classes de ativos e entre jurisdições.

Na última reunião do ano, foi ainda reafirmado que as condições especiais de taxas de juro das TLTRO III cessam em junho de 2022 e o Conselho do BCE mostrou-se disponível para avaliar, se necessário, o sistema de dois níveis de remuneração das reservas excedentárias.

As taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de depósito, às operações principais de refinanciamento e à facilidade permanente de cedência de liquidez permaneceram inalteradas em -0,5%, 0% e 0,25%, respetivamente.

8. Mais informação em <https://www.bportugal.pt/page/o-que-e-e-como-funciona?mlid=878>

9. Com base na sua avaliação de março de 2022, o Conselho do BCE procedeu à revisão do calendário de aquisições ao abrigo do APP para os meses subsequentes, tendo sido estabelecido que as aquisições líquidas mensais ascenderiam a 40 mil milhões de euros em abril, 30 mil milhões de euros em maio e 20 mil milhões de euros em junho.

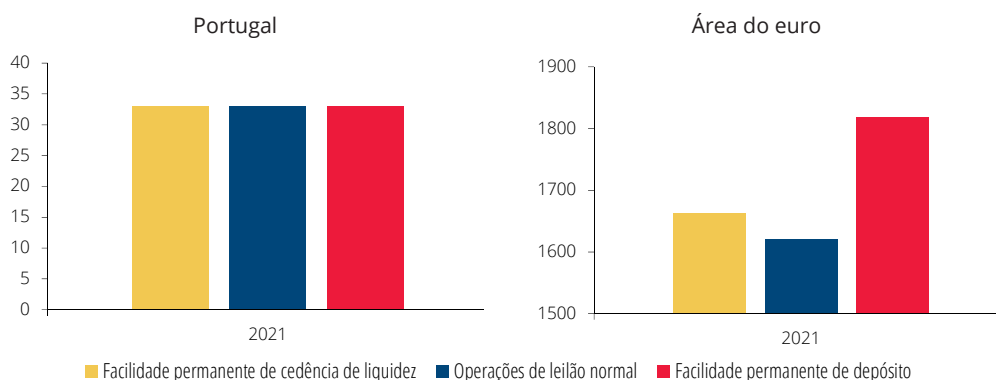
3 Contrapartes de política monetária

As contrapartes de política monetária são de importância primordial para o cumprimento do objetivo da estabilidade de preços, tendo em conta o seu papel enquanto canal de transmissão da orientação da política monetária para os agentes económicos, nomeadamente através dos níveis de taxas de juro de crédito e depósitos. 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.

Os critérios de elegibilidade encontram-se estabelecidos nos artigos 55.º e 55.º-a da Instrução n.º 3/2015 do Banco de Portugal e incluem, 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)¹⁰. A partir de julho de 2021, os requisitos regulatórios passaram a incluir a obrigatoriedade de cumprimento do Rácio de Alavancagem (LR, do inglês *Leverage Ratio*), para além de restantes rácios de capitais prudenciais já aplicáveis¹¹.

No final de 2021, existiam 33 contrapartes elegíveis em Portugal, menos uma que no final de 2020, e que representavam cerca de 2% do total das contrapartes do Eurosistema. 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 o acesso pode diferir por tipo de operação. Neste caso, algumas contrapartes apenas acedem à facilidade permanente de depósito.

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



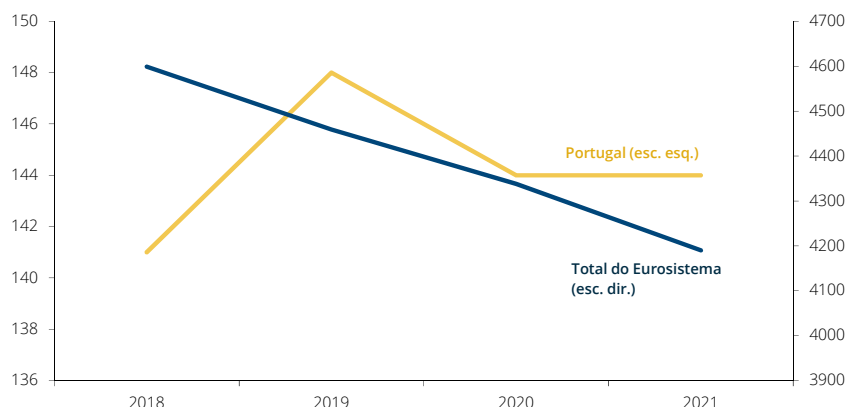
Fontes: Banco Central Europeu (cálculos do Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

10. Mais informação em: <https://www.bportugal.pt/page/contrapartes-pol-mon>

11. É exigível o cumprimento dos requisitos de capital de Pilar I, ou seja: CET 1 $\geq$ 4,5%, Tier 1 $\geq$ 6%, Total capital ratio $\geq$ 8% e LR $\geq$ 3%.

São contrapartes de política monetária 23% das instituições de crédito portuguesas, de um total de 144 instituições. Na área do euro, 40% das instituições de crédito têm acesso às diferentes operações de política monetária. No fim de 2021 existiam 4190 instituições de crédito na área do euro, menos 148 do que no fim de 2020.

Gráfico 3.2 • Número de instituições de crédito, no fim do ano, em Portugal e no Eurosistema | Em unidades

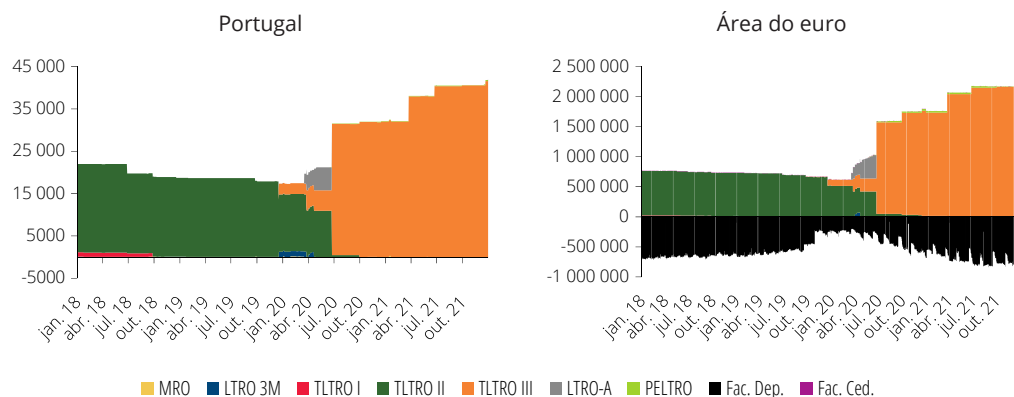


Fontes: BCE (cálculos do Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

4 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 4.1 • Evolução do saldo das operações de política monetária | Em milhões de euros



Fontes: BCE (cálculos do Banco de Portugal) e Banco de Portugal. | Nota: Saldo das operações de política monetária excluindo o programa de compra de ativos.

No final de 2021, o valor obtido pelas contrapartes portuguesas junto do Banco de Portugal nas operações de política monetária de cedência de liquidez atingia 41,8 mil milhões de euros, mais 30% do que no ano anterior. 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 2160,3 mil milhões de euros, mais 20% do que em 2020. Por sua vez, a cedência líquida foi de 1381,7 mil milhões de euros, o que representa um aumento de 22% face ao ano anterior. Quer em Portugal quer na área do euro, esta evolução é justificada pelo recurso das instituições de crédito às operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (TLTRO).

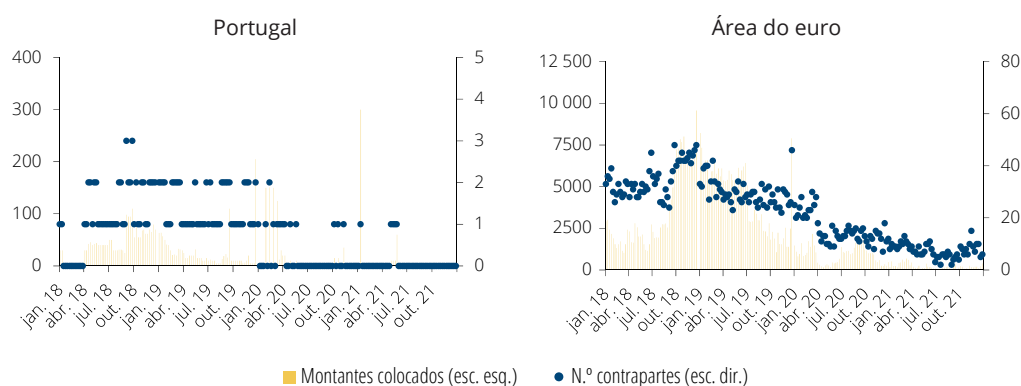
4.1 Operações de mercado aberto

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

Em 2021, o Conselho do BCE manteve em 0% as taxas que incidem sobre a operação principal de refinanciamento a 7 dias (MRO, do inglês *main refinancing operation*) e a operação de refinanciamento de prazo alargado (LTRO, do inglês *longer term refinancing operation*) a 3 meses, bem como a aplicação do procedimento de leilão de taxa fixa com satisfação integral da procura.

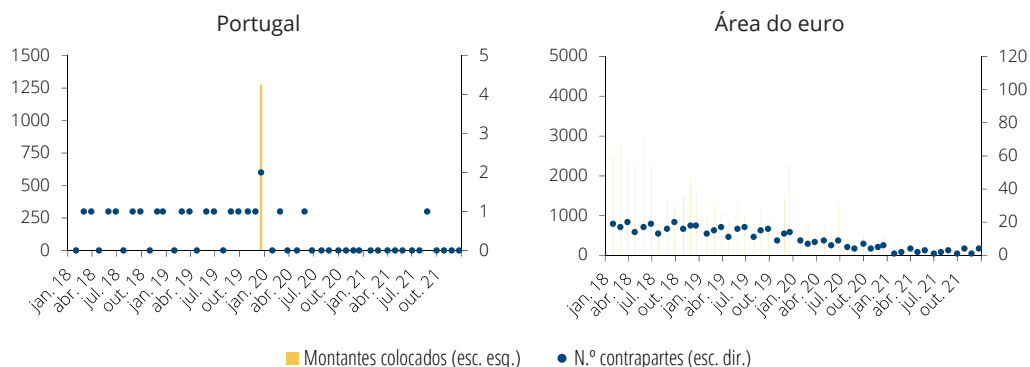
Não obstante o facto da grande proporção da liquidez cedida pelo Eurosistema se concentrar nas LTRO, foi colocado um montante médio de 222 milhões de euros (909 milhões de euros em 2020) nas MRO e de 28 milhões de euros na LTRO a 3 meses (529 milhões de euros em 2020). Nestas operações participaram, em média, 8 e 2 instituições, respetivamente. Em Portugal, as contrapartes participaram em apenas 5 MRO, com colocação média de 78 milhões de euros (14 MRO em 2020, com colocação média de 56 milhões de euros). Relativamente às LTRO, as contrapartes portuguesas participaram em um leilão, com colocação de 10 milhões de euros (duas LTRO em 2020, com valor médio de 10 milhões de euros). Desta forma, as contrapartes residentes em Portugal participaram em 10% das operações MRO e LTRO.

Gráfico 4.2 • Montantes colocados e número de contrapartes participantes na MRO | Em milhões de euros e em unidades



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

Gráfico 4.3 • Montantes colocados e número de contrapartes participantes na LTRO a 3 meses
| Em milhões de euros e em unidades



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

A TLTRO II.4 venceu-se em 2021, no montante total de 9,5 milhões euros em Portugal e 15,7 mil milhões euros na área do euro. Este foi o último vencimento da segunda série de TLTRO, pelo que a partir de 24 de março de 2021 deixaram de existir saldos vivos nesta operação.

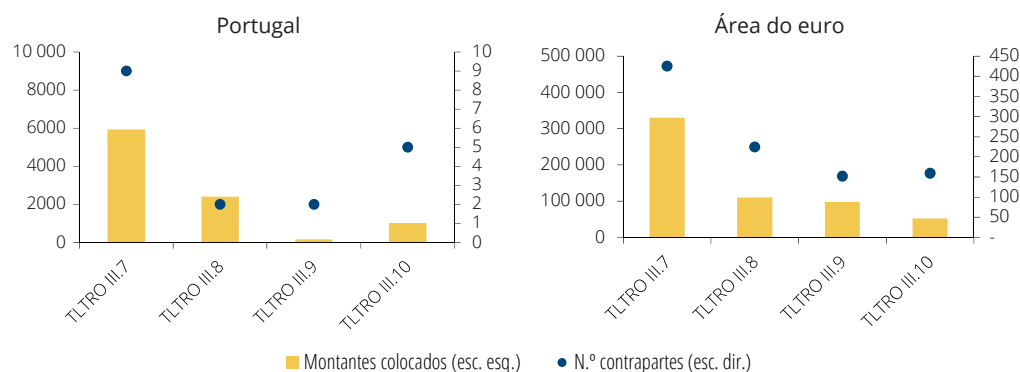
Mantiveram-se em vigor os instrumentos de política monetária adotados em resposta à pandemia e foram implementadas as decisões que haviam sido tomadas em dezembro de 2020 pelo Conselho do BCE no sentido de:

- lançar uma nova série de PELTRO, com prazo de um ano e taxa de juro 25 pontos base (pb) mais baixa do que a taxa de juro média das operações principais de refinanciamento prevalecente ao longo de cada operação;
- tornar mais favoráveis as condições da TLTRO III.

As PELTRO contaram com uma participação reduzida de contrapartes portuguesas e registaram um saldo no final de 2021 de 250 milhões de euros. Na área do euro este saldo foi de 3,4 mil milhões de euros.

Relativamente à TLTRO III, o montante vivo no final de 2021 ascendia a 41,6 mil milhões de euros em Portugal (aumento de 9,5 mil milhões de euros face ao final de 2020) e 2156,5 mil milhões de euros na área do euro (aumento de 406 milhões de euros face ao final de 2020). Nenhuma contraparte portuguesa participou nas operações de reembolso antecipado em setembro (TLTRO III.1 à TLTRO-III.5) e dezembro de 2021 (TLTRO III.1 à TLTRO III.6). Estas operações passaram a representar 99% do total do refinanciamento junto do Eurosistema.

Gráfico 4.4 • Montantes colocados e número de contrapartes participantes na TLTRO III em 2021
| Em milhões de euros e em unidades



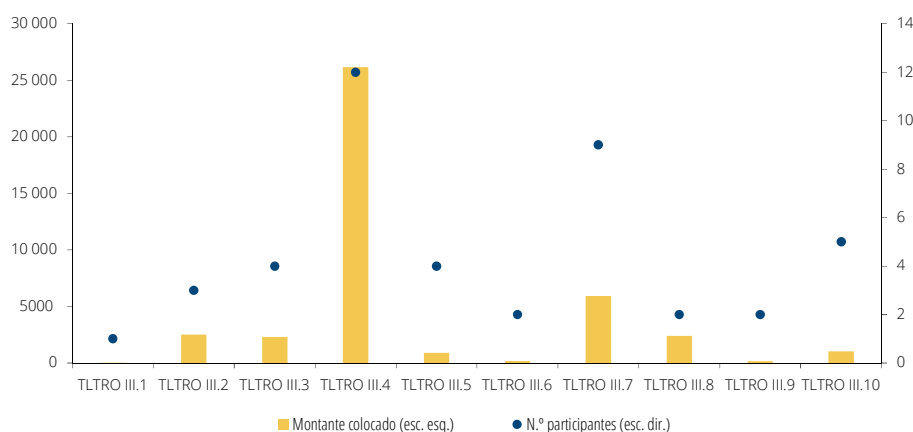
Fontes: BCE (cálculos do Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

Caixa 2 • TLTRO III e concessão do crédito à Economia

As TLTRO III são operações de política monetária do Eurosistema através das quais é concedido financiamento de longo-prazo a instituições de crédito. As TLTRO têm como objetivo principal estimular a concessão de crédito à economia real com condições favoráveis. Desta forma, reforçam a atual orientação acomodatória da política monetária do BCE e fortalecem o mecanismo de transmissão da política monetária.

A terceira série de TLTRO (TLTRO III) englobou dez operações, com início em setembro de 2019, frequência trimestral e prazo de três anos. A operação com maior participação por parte dos bancos portugueses foi a TLTRO III em junho de 2020 (26,2 mil milhões, 63% da colocação na totalidade das operações). A atratividade da taxa de juro, a par com o aumento do limite para recurso às operações e o fim do limite por proposta, introduzidos pelas alterações anunciadas pelo Conselho do BCE em março e abril de 2020, terão justificado o elevado montante colocado nesta operação (Gráfico C2.1).

Gráfico C2.1 • Colocação na TLTRO III, por operação | Em milhões de euros e n.º de contrapartes participantes



Fonte: 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.

A taxa de juro de cada operação pode ser:

- durante o período de 24 de junho de 2020 a 23 de junho de 2022, tão baixa quanto 50 pb abaixo da taxa de juro média da facilidade permanente de depósito ao longo da vida da operação; e
- durante o restante período, tão baixa quanto a média da facilidade permanente de depósito ao longo da vida da operação.¹²

Existem três períodos de referência a partir dos quais se avalia o desempenho da concessão de crédito dos bancos. Se os bancos participantes atingirem os objetivos de crescimento do crédito durante o período de referência especial (1 de março de 2020 a 31 de março de 2021) e o período de referência especial adicional (1 de outubro de 2020 a 31 de dezembro de 2021), obterão a taxa

12. Para mais detalhe sobre as condições da terceira série das TLTRO, ver Caixa 1 – “Operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas – terceira série (TLTRO III)” do *Relatório da Implementação da Política Monetária 2020*.

de juro mais favorável no período entre 24 de junho de 2020 e 23 de junho de 2022. Caso não atinjam os objetivos definidos em qualquer destes períodos, mas os cumpram no segundo período de referência (1 de abril de 2019 a 31 de março de 2021), obterão a taxa de juro equivalente ao nível médio da taxa de juro da facilidade de depósito.

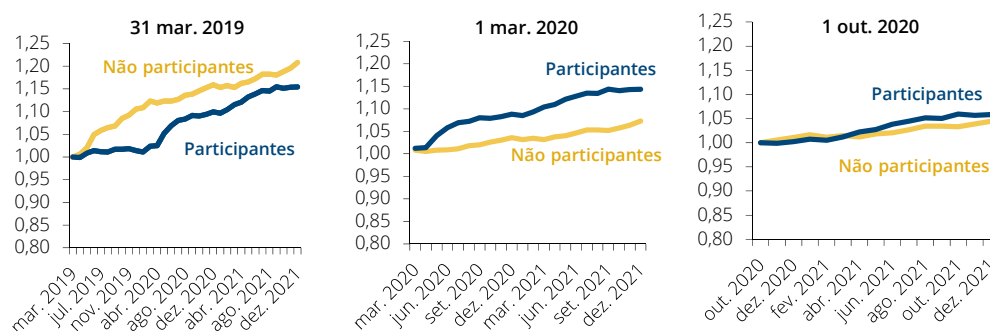
O cumprimento dos objetivos de crescimento do crédito para o segundo período de referência e período de referência especial foi apurado e comunicado aos participantes a 10 de setembro de 2021. Todos os participantes em Portugal e 92% dos participantes na área do euro obtiveram a taxa de juro mais favorável no período até junho de 2021, uma vez que conseguiram atingir o objetivo de concessão de crédito elegível.

O cumprimento dos objetivos de crescimento do crédito para o período de referência especial adicional será apurado e comunicado aos participantes a 10 de junho de 2022.

O gráfico C2.2 mostra a evolução do *stock* de crédito concedido pelos bancos portugueses participantes e não participantes nas TLTRO III, tendo por base o início do segundo período de referência, período de referência especial e período de referência especial adicional, respetivamente.

A evolução positiva do crédito elegível dos bancos participantes em Portugal na TLTRO III tem sido impulsionada, sobretudo, pela concessão de crédito às sociedades não financeiras. Em particular, a partir de março de 2020, assistiu-se a um aumento do crédito às sociedades não financeiras no âmbito das linhas de crédito COVID de apoio à economia garantidas pelo Estado.

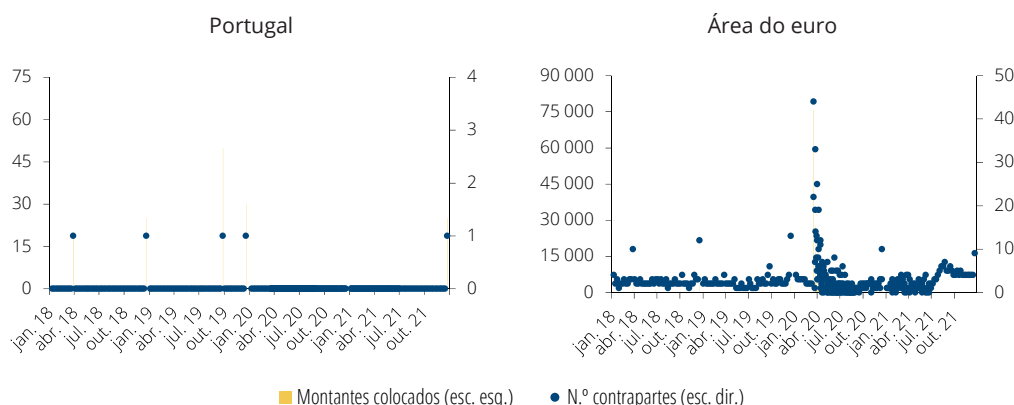
Gráfico C2.2 • Evolução da concessão de crédito pelos bancos portugueses | Base a 31 de março de 2019, 1 de março de 2020 e 1 de outubro de 2020



Fonte: Banco de Portugal.

Em 2021, realizaram-se 85 operações de cedência de dólares norte-americanos, com um montante colocado médio de 127 milhões de dólares (1142 milhões em 2020) e uma participação média de 3 instituições no total da área do euro. As contrapartes portuguesas participaram em apenas uma destas operações, com um montante de 25 milhões de euros.

Gráfico 4.5 • Montantes colocados e número de contrapartes participantes na USD TAF |
Em milhões de dólares americanos e em unidades



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

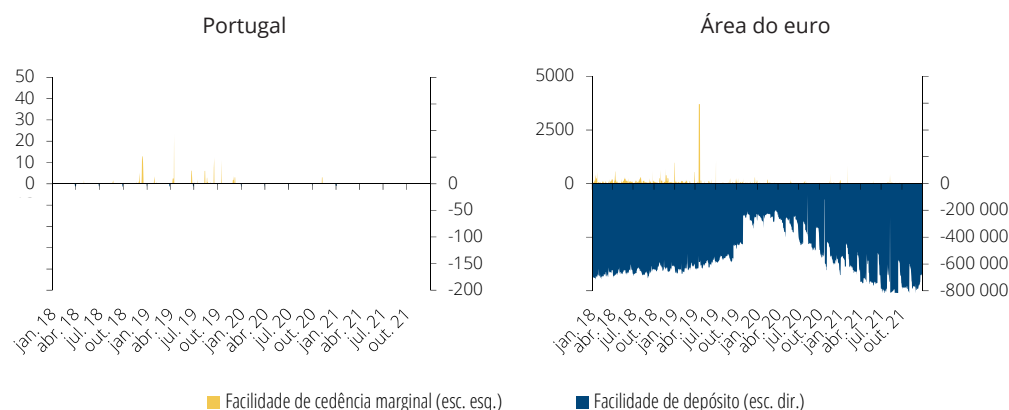
4.2 Facilidades permanentes

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 2021, o Eurosistema manteve inalteradas as taxas destas operações em -0,50% e 0,25%, respetivamente.

Em Portugal, a facilidade de depósito foi utilizada 5 vezes em 2021, com um valor médio por recurso de 4,2 milhões de euros, enquanto a facilidade de cedência marginal teve uma utilização ainda menor. Na área do euro, o recurso à facilidade de depósito registou um valor médio de 700 mil milhões de euros em 2021 (aumento de 89% em relação a 2020); no caso da facilidade de cedência, o montante médio foi de 8,5 milhões de euros (redução de 53% em relação a 2019).

No contexto de taxas de juro negativas, a facilidade de depósito é remunerada à mesma taxa das reservas excedentárias, pelo que, em termos de remuneração, é indiferente para as contrapartes de política monetária deter as reservas excedentárias na facilidade de depósito ou nas contas de depósito junto do Banco de Portugal. Contudo, a utilização da facilidade de depósito pelas contrapartes portuguesas é praticamente nula, ao contrário do que se verifica para a área do euro. Este recurso significativo à facilidade de depósito em alguns países da área do euro poderá ser explicado por uma preferência das contrapartes em reduzir o refinanciamento líquido junto do Eurosistema registado no balanço, ou pelo facto de o pagamento da remuneração da facilidade de depósito ser diário, enquanto o das reservas excedentárias ocorrer apenas no final do período de manutenção de reservas mínimas. Com a introdução do sistema de *tiering* em outubro de 2019, verifica-se uma redução do recurso à facilidade de depósito na área do euro, explicado pela transferência de fundos da facilidade de depósito para as contas de depósito, uma vez que apenas as reservas excedentárias estão abrangidas pelo sistema de *tiering*.

Gráfico 4.6 • Saldos diários das facilidades permanentes | Em milhões de euros



Fonte: BCE (cálculos do Banco de Portugal).

5 Ativos de garantia para as operações de crédito do Eurosistema

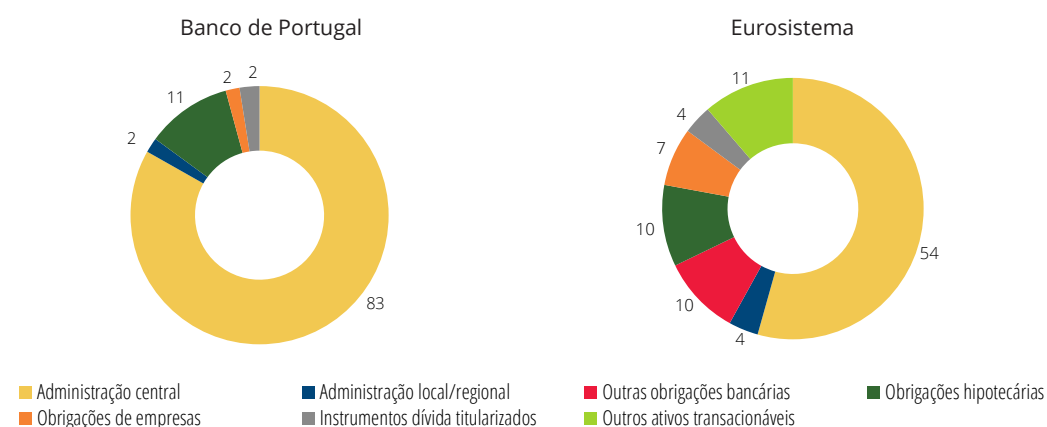
5.1 Ativos elegíveis

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-estabelecidas¹³.

No final de 2021, a lista de ativos transacionáveis elegíveis do Eurosistema contava com 27 505 títulos, dos quais 112 são da responsabilidade do Banco de Portugal, que assegura a avaliação e a comunicação para esta lista dos títulos negociados em Portugal. No decorrer do ano, o Banco enviou ao BCE 23 novos ativos e 778 atualizações a ativos constantes da lista.

13. Para mais informações sobre o enquadramento de ativos de garantia para as operações de crédito do Eurosistema consulte o [site do Banco de Portugal](#).

Gráfico 5.1 • Distribuição, por categoria de ativo, dos títulos elegíveis no final de 2021 | Em percentagem



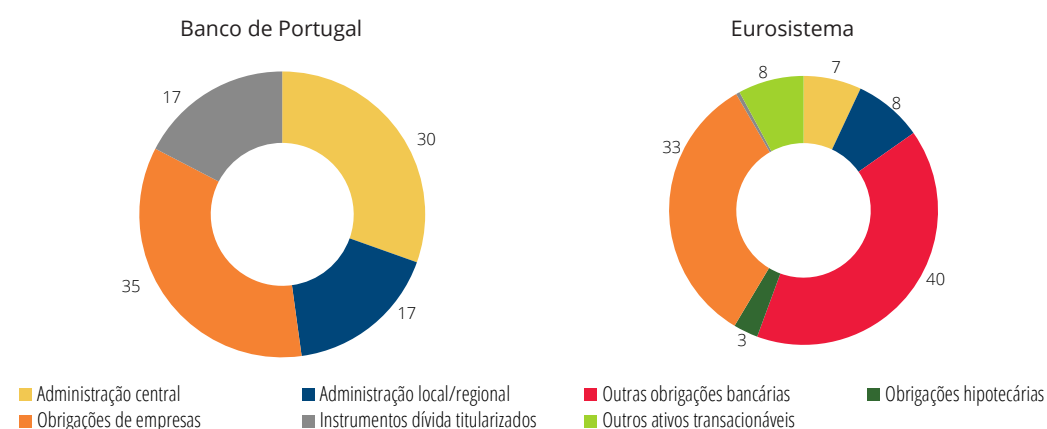
Fontes: BCE (cálculos do Banco de Portugal) e Banco de Portugal. | Nota: Montante nominal total dos títulos analisados pelo Banco de Portugal e pelo Eurosistema a 31 de dezembro de 2021.

Ao longo dos últimos anos, a distribuição de títulos elegíveis por categoria de ativo não tem registado alterações significativas, quer no que respeita a ativos avaliados pelo Banco de Portugal quer na generalidade do Eurosistema (Gráfico 5.1).

Quanto aos ativos elegíveis da responsabilidade do Banco de Portugal, destacam-se os títulos emitidos por Administrações Centrais (83%) e as obrigações hipotecárias (11%), que continuam a ser as categorias de ativos com maior representatividade.

Ao nível do Eurosistema, a distribuição por categoria de ativo apresentou uma menor concentração. Em 2021, 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 emitidos por instituições supranacionais, agências que não instituições de crédito e instituições financeiras (11%).

Gráfico 5.2 • Número de novas emissões de ativos elegíveis 2021 | Em percentagem



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

Em 2021 foram emitidos 16 985 ativos considerados elegíveis, com valor nominal total de 11 622 mil milhões de euros. Este número representa um ligeiro aumento de novas emissões face ao ano anterior (mais 569 ativos elegíveis). As emissões no âmbito da responsabilidade de comunicação do Banco de Portugal foram 23 em 2021, com o valor nominal total de 14 445 milhões de euros.

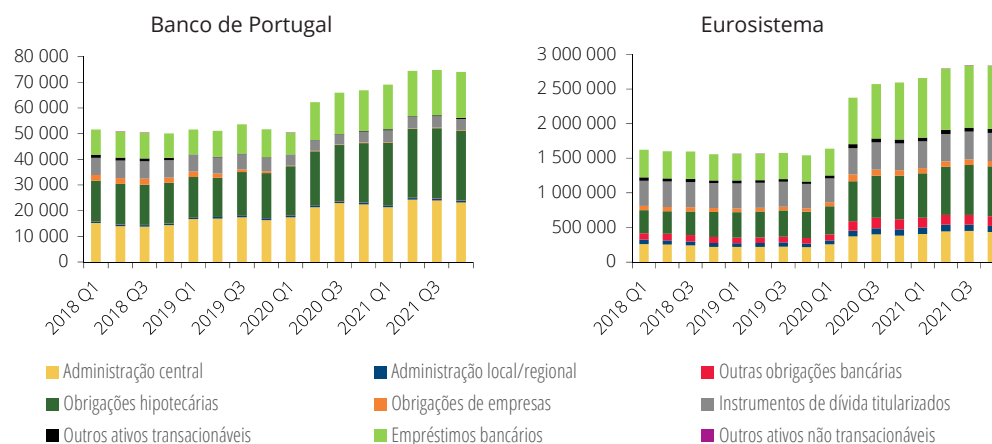
Conforme representado no gráfico 5.2, no Eurosistema, as novas emissões foram essencialmente de obrigações bancárias (40%) e obrigações de empresas (33%). Em Portugal, destacam-se as emissões de obrigações de empresas (35%) e de títulos de dívida pública (30%).

5.2 Utilização de ativos de garantia

As instituições que pretendam aceder a operações de crédito do Eurosistema têm de estabelecer, previamente, uma garantia válida a favor do BCN do país no qual 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*)¹⁴, sobre as quais é constituído penhor financeiro a favor desse BCN.

Na globalidade do Eurosistema, observou-se um aumento do valor das *pools* de ativos de garantia, que acentuou a tendência verificada em 2020, na sequência das medidas de política monetária de resposta à pandemia de COVID-19. O montante total¹⁵ de ativos entregues em garantia pelas contrapartes do Eurosistema para garantia das operações de crédito aumentou 243 mil milhões de euros (+9%) entre o último trimestre de 2020 e o mesmo período de 2021. No final do ano, a *pool* total de ativos de garantia ascendia assim, em média, a 2838 mil milhões de euros (Gráfico 5.3).

Gráfico 5.3 • Distribuição, por categoria de ativo, da utilização de ativos de garantia |
Em milhões de euros



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

14. 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.

15. 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*.

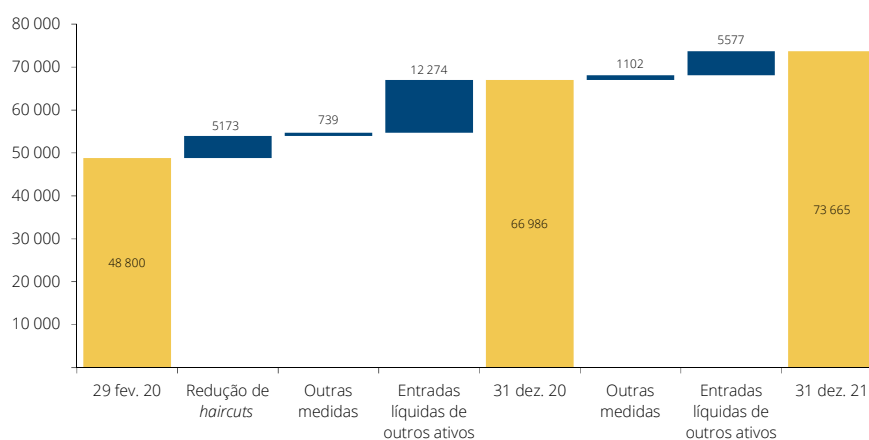
No que respeita a contrapartes portuguesas, verificou-se também um reforço das *pools* de ativos de garantia. No último trimestre de 2021, o valor total de ativos entregues em garantia pelas contrapartes portuguesas totalizava, em média, 74 045 milhões de euros, o que constitui um aumento de 7156 milhões de euros (+11%) face ao período homólogo de 2020. No final do ano, este valor ascendia a 73 665 milhões de euros.

No que concerne à composição da *pool* por categoria de ativo, não se verificaram alterações significativas em Portugal e no Eurosistema face à situação de 2020. Em termos agregados, as categorias com maior representatividade nas *pools* das contrapartes do Eurosistema foram os empréstimos bancários (32%), as obrigações hipotecárias (25%) e os títulos emitidos pela administração central (15%). Em Portugal, as contrapartes continuaram a mobilizar principalmente obrigações hipotecárias (37%), títulos emitidos pela administração central (31%) e empréstimos bancários (24%).

A evolução dos ativos entregues em garantia acompanhou a evolução do crédito concedido ao longo do ano (Capítulo 4), nomeadamente através das operações TLTRO III, permitindo, apesar do reforço do crédito concedido, a manutenção na globalidade de valores bastante confortáveis de ativos livres (*buffer* de ativos de garantia)¹⁶. Efetivamente, no final de 2021 o *buffer* de ativos de garantia ascendia a 70% do crédito concedido em Portugal e a 29% na área do euro.

As medidas adotadas pelo Conselho do BCE durante a pandemia, que tiveram como objetivo aumentar a disponibilidade de ativos de garantia e, assim, potenciar o acesso das contrapartes às operações de crédito do Eurosistema, continuaram a ter, em 2021, um papel relevante no reforço das *pools* de ativos das contrapartes portuguesas.

Gráfico 5.4 • Alargamento dos ativos de garantia em reposta à pandemia – decomposição da variação dos ativos entregues em garantia em Portugal | Em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal.

No seu conjunto, para a globalidade das contrapartes portuguesas, estas medidas permitiram em 2021 um acréscimo de 1102 milhões de euros dos ativos entregues em garantia (Gráfico 5.4). Para além da medida de redução de *haircuts* contribuíram para esta evolução a aceitação da utilização do SIAC (Sistema Interno de Avaliação de Crédito) Estatístico do Banco de Portugal como fonte de avaliação de crédito de empréstimos bancários, a aceitação de títulos de dívida pública grega e de papel comercial não cotado e não registado numa Central de Depósito de Títulos.

16. Ativos entregues em garantia em excesso face ao valor de crédito a garantir.

6 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 significado nos últimos anos, devido aos elevados níveis de excesso de liquidez que caracterizam o sistema bancário da área do euro desde 2012¹⁷.

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 das taxas de juro negativas para a orientação acomodatória da política monetária¹⁸, reduzindo os seus efeitos na rentabilidade dos bancos.

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 202 milhões de euros (9% face a 2020) em Portugal e 9,8 mil milhões de euros (7% face a 2020) na área do euro. No final do ano, as reservas mínimas a cumprir atingiram o valor máximo registado durante o ano, cerca de 2,6 mil milhões de euros em Portugal e 155 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.

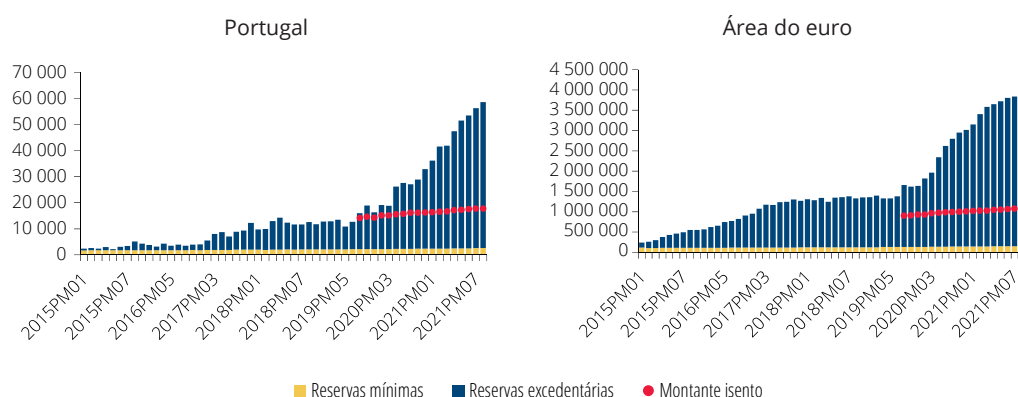
Em 2021, o montante de reservas mínimas obrigatórias em Portugal foi atingido, em média, no terceiro dia do período de manutenção, menos dois dias face a 2020. Na área do euro, as reservas mínimas foram satisfeitas, em média, no segundo dia do período de manutenção, um dia mais cedo face ao ano anterior. 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 2021, os depósitos das instituições de crédito residentes ascenderam a 59 mil milhões de euros, dos quais 2,6 mil milhões de euros afetos ao cumprimento das reservas mínimas e 56,1 mil milhões de euros correspondentes a reservas excedentárias (Gráfico 6.1). Neste período, as instituições utilizaram 99% do limite de isenção disponível, enquanto o montante de reservas excedentárias não isentas ascendeu a 40,9 mil milhões de euros (aumentando 144% face ao último período de manutenção de 2020) e o montante de isenção por utilizar a 190 milhões de euros. Em Portugal, 80% 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%).

17. Para mais informações sobre o regime de reservas mínimas consulte o [site do Banco de Portugal](#).

18. Para mais informações sobre o sistema de *tiering* consulte o [site do Banco de Portugal](#).

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

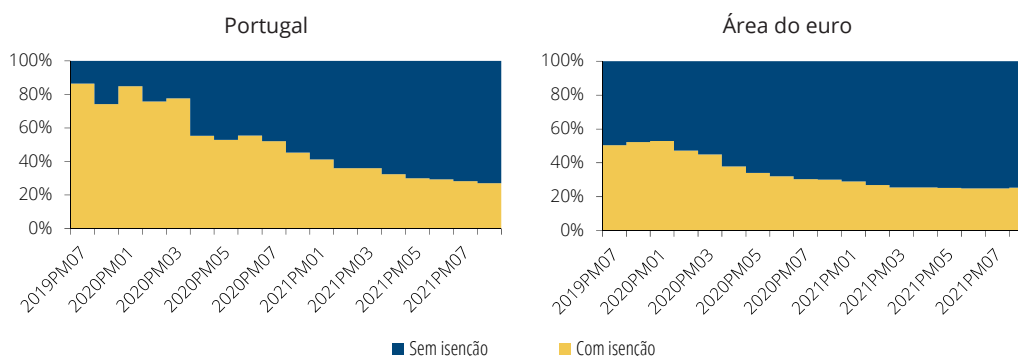


Fontes: BCE (cálculos do Banco de Portugal) e Banco de Portugal. | Nota: As reservas excedentárias são calculadas através da diferença entre o saldo médio das contas de depósito junto do Eurosistema, durante o período de manutenção de reservas mínimas, e o valor das reservas mínimas. O montante isento 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 2021, os depósitos das instituições de crédito da área do euro ascenderam a 3807 mil milhões de euros, dos quais 155 mil milhões de euros afetos ao cumprimento das reservas mínimas e 3651 mil milhões de euros correspondentes a reservas excedentárias.

A proporção dos montantes isentos da taxa de juro negativa face ao total das reservas excedentárias diminuiu ao longo de 2021, em linha com o aumento do excesso de liquidez (Capítulo 8). Em Portugal, no último período de manutenção de 2021, 27% das reservas excedentárias beneficiaram desta isenção (face a 45% no último período de manutenção de 2020 e a 86% logo após a introdução do sistema de *tiering*). Na área do euro o montante isento correspondeu a 25% das reservas excedentárias (Gráfico 6.2).

Gráfico 6.2 • Evolução da distribuição das reservas excedentárias com e sem isenção por período de manutenção | Em percentagem



Fontes: BCE (cálculos do 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 das instituições de crédito residentes em Portugal, fixando-se no último período de

manutenção de 2021 em -0,36% (face a -0,27% no último período de manutenção de 2020 e a -0,07% 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 2021, o custo anual das reservas excedentárias aumentou para, aproximadamente, 147 milhões de euros.

7 Programas de compra de ativos

A compra de ativos a título definitivo tem sido, desde o início da crise financeira global, uma medida de política monetária fundamental na prossecução do objetivo de estabilidade de preços do BCE e no suporte ao adequado funcionamento do mecanismo de transmissão.

O APP, criado em meados de 2014, é um exemplo deste tipo de intervenção, sendo o programa com maior dimensão no balanço do Eurosistema e que está ativo há mais tempo, apesar de não ser o mais antigo. Inclui uma componente pública, que engloba compra de dívida pública nacional e supranacional¹⁹ (PSPP), e uma componente privada, composta por compra de obrigações hipotecárias (CBPP3, do inglês *covered bond purchase programme*), compra de dívida titularizada (ABSPP, do inglês *asset-backed securities purchase programme*) e compra de dívida empresarial (CSPP, do inglês *corporate sector purchase programme*).

Com o emergir da crise pandémica, em março de 2020, foi criado um novo programa, mais abrangente e mais flexível, denominado programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (PEPP, na sigla inglesa), com o propósito específico de combater os riscos graves para a estabilidade dos preços, para o mecanismo de transmissão da política monetária e para o financiamento das economias na área do euro resultantes do surto de COVID-19.

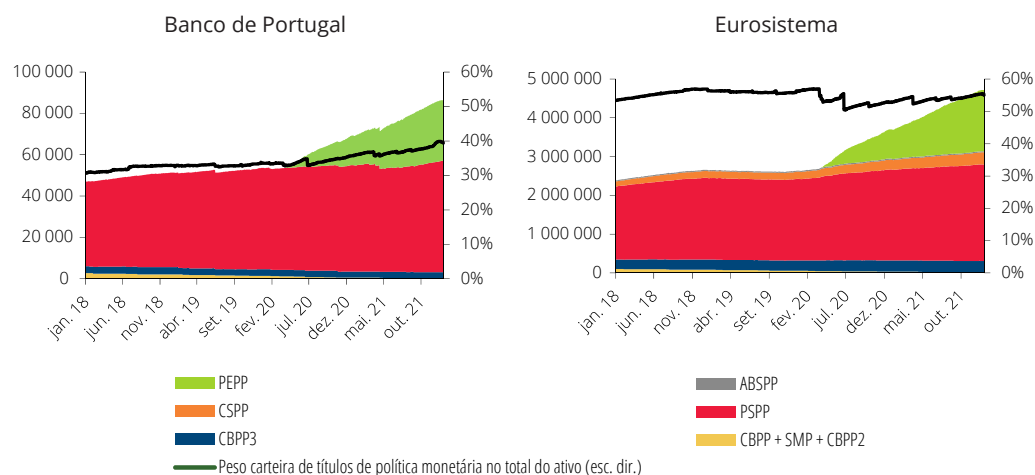
Na operacionalização dos programas, o Eurosistema mantém o princípio da neutralidade de mercado, através da implementação suave e flexível dos mesmos, com vista a preservar o normal funcionamento dos mercados.

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. Na componente privada, as compras são feitas em mercado primário e secundário; enquanto na componente pública, devido à proibição nos termos do artigo 123.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, estas são executadas apenas em mercado secundário.

No final de 2021, o montante total de títulos adquiridos para fins de política monetária registados no balanço do Banco de Portugal representava cerca de 86,2 mil milhões de euros, dos quais 83,2 mil milhões de euros correspondiam a títulos de dívida pública e supranacional e 3 mil milhões de euros a títulos de dívida privada.

19. As entidades supranacionais elegíveis incluem o Banco Europeu de Investimento, a União Europeia, o Fundo Europeu de Estabilização Financeira, entre outras. A lista completa pode ser consultada no [site do BCE](#).

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



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

7.1 Compras de títulos do setor público

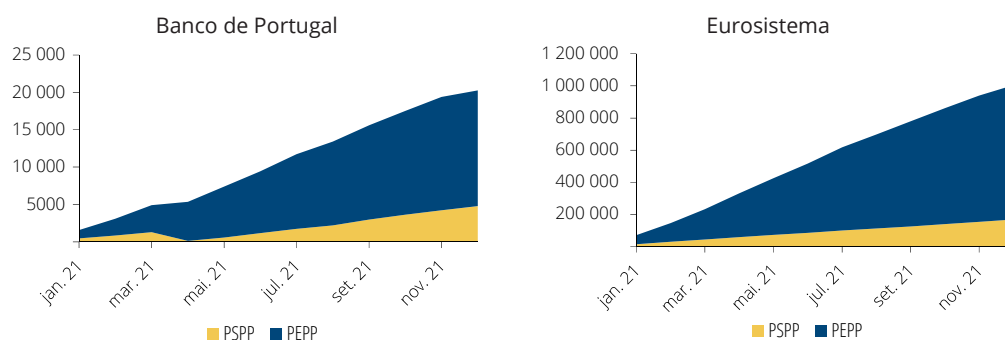
As compras de títulos do setor público, tanto para o PSPP como para o PEPP, são executadas de forma descentralizada, pelo BCE e pelos BCN, cabendo aos últimos, de forma não exclusiva, a compra de dívida pública da respetiva jurisdição, e de dívida emitida por entidades supranacionais.

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 as compras não seriam contabilizadas na detenção consolidada de títulos do Eurosistema e para cumprimento dos limites acima referidos.

O universo de ativos do setor público passíveis de serem comprados no âmbito do PSPP e PEPP inclui, a generalidade dos títulos transacionáveis emitidos pelas administrações centrais, governos regionais e agências públicas, que sejam elegíveis para as operações de crédito do Eurosistema e que tenham um prazo de vencimento residual entre 1 e 30 anos. No PEPP, esse universo é maior, dado que o prazo de vencimento residual mínimo é de 70 dias e inclui os títulos emitidos pela administração central da República Helénica.

Em 2021, o Eurosistema adquiriu, em termos agregados, 1022,0 mil milhões de euros de títulos de dívida pública e supranacional da área do euro (Gráfico 7.2). O montante líquido total de dívida pública portuguesa adquirido pelo Banco de Portugal e pelo BCE ascendeu a 22,6 mil milhões de euros, dos quais 5,1 mil milhões de euros no âmbito do PSPP e 17,5 mil milhões de euros no âmbito do PEPP.

Gráfico 7.2 • Aquisições mensais líquidas acumuladas de títulos de dívida pública portuguesa pelo Banco de Portugal e de títulos de dívida pública e supranacional da área do euro pelo Eurosistema | Em milhões de euros



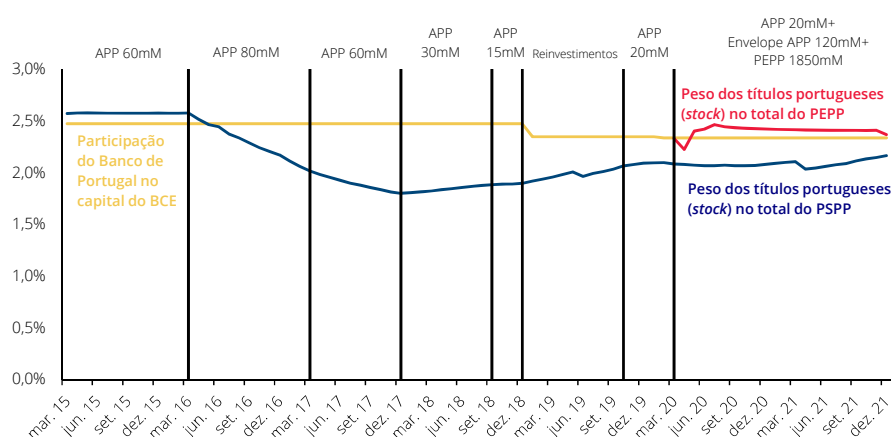
Fontes: BCE (cálculos do Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

A proporção de compras de dívida pública de uma jurisdição face ao total das compras do Eurosistema é calculada em função da chave de capital²⁰ do respetivo BCN no capital subscrito do BCE, sendo esta atualmente de 2,3% no caso do Banco de Portugal. No entanto, no PEPP, essa orientação possui um caráter flexível permitindo maior flutuação na distribuição dos fluxos de compras ao longo do tempo.

No final de 2021, a proporção acumulada das compras líquidas de títulos públicos portugueses pelo Eurosistema no PSPP atingiu 2,2%, ligeiramente superior ao valor registado no ano anterior, mas ainda abaixo da referida chave de capital. As reduções pontuais ocorridas em junho de 2019 e abril de 2021 devem-se ao facto dos vencimentos que ocorrem no ano serem reinvestidos de forma suavizada ao longo de todos os meses, originando oscilações mensais nas proporções de títulos do setor público em todas as jurisdições (Gráfico 7.3).

As compras efetuadas ao abrigo do PEPP abrangeram todos os prazos dos títulos de dívida pública portuguesa, incluindo os bilhetes do Tesouro. A proporção acumulada das compras de títulos portugueses pelo Eurosistema no PEPP cifrou-se em 2,4% no final do ano, marginalmente inferior ao registado no ano anterior, mas ainda assim acima da referida chave de capital.

Gráfico 7.3 • Proporção das compras de títulos do setor público português | Em percentagem



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

20. 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.

Em 2021, o Banco de Portugal adquiriu 20,3 mil milhões de euros de títulos de dívida pública portuguesa, dos quais 4,8 mil milhões ao abrigo do PSPP e 15,5 mil milhões no âmbito do PEPP (Quadro 7.1 e Gráfico 7.2). Estes valores são líquidos dos montantes vencidos em carteira.

Quadro 7.1 • Compras líquidas anuais de títulos de dívida pública portuguesa no PSPP e no PEPP pelo Banco de Portugal | Valores em milhões de euros

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
PSPP	10 175	11 472	4763	5211	4384	4162	4774
PEPP	–	–	–	–	–	14 347	15 497
Total						18 510	20 271

O Banco de Portugal efetuou 2994 transações de títulos do setor público ao longo do ano, com 26 instituições financeiras, das quais cinco portuguesas.

Ao longo do ano, foram ainda 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 mecânica, no seguimento de operações de recompra (amortização antecipada de obrigações) e de troca de dívida pelo IGCP (amortização antecipada de obrigações com um prazo de vencimento próximo, por contrapartida da emissão de obrigações com prazo de vencimento superior).

No final do ano, o prazo de vencimento médio ponderado da carteira de dívida pública portuguesa situou-se em 7,5 anos no PSPP e 6,8²¹ anos no PEPP, próximos do prazo de vencimento médio ponderado de toda a dívida pública portuguesa elegível de cada programa.

7.2 Compras de obrigações hipotecárias

Em 2021 o Eurosistema realizou compras líquidas de obrigações hipotecárias no montante de 12,1 mil milhões de euros para o CBPP3 e 3,0 mil milhões de euros para o PEPP²². No final do ano, 36% da carteira do CBPP3 dizia respeito a obrigações hipotecárias adquiridas em mercado primário, enquanto no PEPP a proporção de compras de obrigações hipotecárias em mercado primário fixou-se em 21%.

O Banco de Portugal efetuou compras de obrigações hipotecárias portuguesas, exclusivamente para o CBPP3, no montante de 95 milhões de euros, num total de 109 operações, números inferiores ao ano anterior tendo em conta a ausência de novas emissões elegíveis e a reduzida liquidez dos títulos negociados no mercado português.

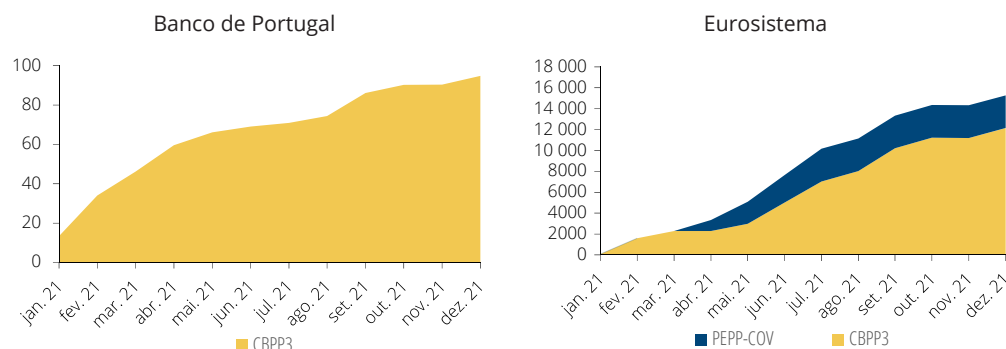
No final de 2021, a proporção acumulada de obrigações hipotecárias portuguesas na carteira do CBPP3 era de 1%, similar à proporção que o mercado português tem no total do universo elegível do CBPP3.

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.

21. Valor referente a novembro de 2021.

22. No PEPP, a divulgação de informação desagregada por classe de ativo e jurisdição é feita bimestralmente, pelo que os valores dizem respeito ao período de novembro 2020 a novembro 2021.

Gráfico 7.4 • Aquisições mensais líquidas acumuladas de obrigações hipotecárias pelo Banco de Portugal e Eurosistema | Em milhões de euros



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

7.3 Compras de dívida empresarial e titularizada

A execução dos programas de compra de dívida empresarial é realizada por um conjunto especializado de seis BCN²³ que atuam em representação do Eurosistema. Em 2021, as compras líquidas para o CSPP ascenderam a 60,6 mil milhões de euros. No caso do PEPP, o montante de compras líquidas, até novembro de 2021, foi negativo em 1,1 mil milhões de euros devido ao efeito da componente de papel comercial, cujos montantes vencidos superaram as compras ocorridas no ano.

A implementação das compras de dívida empresarial, à semelhança dos restantes programas de compra de dívida privada, é realizada de acordo com a proporção da capitalização de mercado de cada jurisdição. No final de 2021, 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.

No final do ano, o Eurosistema detinha no seu balanço dívida empresarial portuguesa emitida pela EDP – Energias de Portugal, EDP Finance BV, REN Finance BV, Brisa, NOS SGPS e Metropolitano de Lisboa. Em termos agregados, 23% da carteira do CSPP dizia respeito a compras em mercado primário e 77% em mercado secundário.

As compras de dívida titularizada são também realizadas por um conjunto restrito de seis BCN²⁴. Em 2021 as compras realizadas pelo Eurosistema, deduzidas dos vencimentos dos títulos em carteira, registaram um valor negativo de 883 milhões de euros no ABSPP, devido ao efeito dominante dos vencimentos ocorridos no ano. No final do ano, 66% da carteira do ABSPP dizia respeito a compras em mercado primário e 34% em mercado secundário.

Ao longo do ano, efetuaram-se três emissões de ativos elegíveis por originadores residentes em Portugal, aumentando desta forma a oferta e liquidez no mercado nacional e contribuindo para que a proporção acumulada de dívida titularizada originada por instituições residentes em Portugal detida pelo Eurosistema aumentasse para 2% no final do ano, em linha com a proporção que o mercado português representa no total do universo elegível do ABSPP.

Em 2021, à semelhança do ano anterior, não foram realizadas compras de dívida titularizada ao abrigo do PEPP.

23. O Banco Central da Bélgica é o responsável pela implementação no mercado português. Para mais detalhes ver [site do Banco](#).

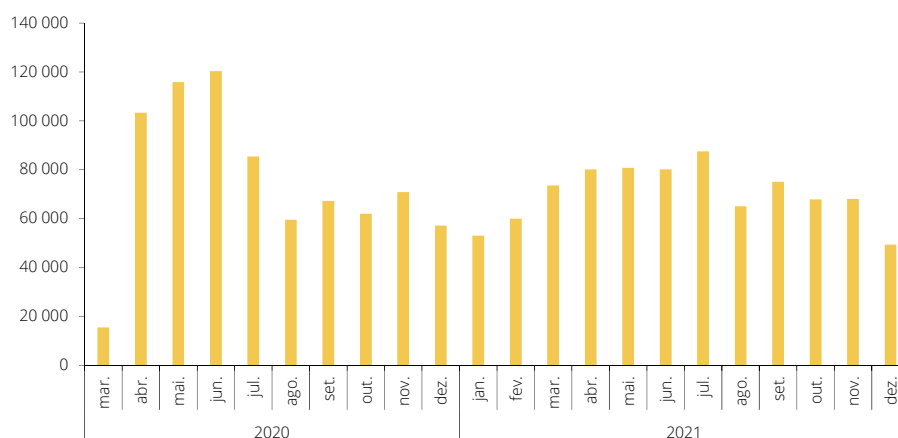
24. O Banco de França é o responsável pela implementação no mercado português. Para mais detalhes ver [site do Banco](#).

Caixa 3 • A utilização da flexibilidade no quadro do PEPP

Num contexto de uma crise pandémica e de forte instabilidade dos mercados financeiros, o Eurosistema criou o PEPP em março de 2020, especificamente desenhado para responder aos efeitos indesejados da pandemia e salvaguardar a transmissão adequada da política monetária a toda a área do euro. Este programa contou com um envelope financeiro de 1850 mil milhões de euros para ser usado até março de 2022. A sua importância advém, não apenas da sua dimensão, mas também da inexistência de limites por emissão e da maior flexibilidade na sua implementação.

A flexibilidade do PEPP engloba três dimensões: temporal, relativa a jurisdições e relativa a classes de ativos. A flexibilidade temporal foi fulcral para responder em diferentes momentos, na proporção necessária, aos choques negativos provocados pela pandemia cuja evolução não foi linear. O ritmo de compras médio mensal entre abril e julho de 2020 foi superior a 100 mil milhões de euros, revelando uma resposta imediata aos riscos iminentes para a economia e para os mercados financeiros resultantes da propagação da pandemia. Em março de 2021, a flexibilidade no tempo foi novamente ativada, através de um aumento do ritmo de compras nos 2.º e 3.º trimestres, com o objetivo de manter condições de financiamento favoráveis e contrariar o impacto descendente da pandemia na trajetória da inflação.

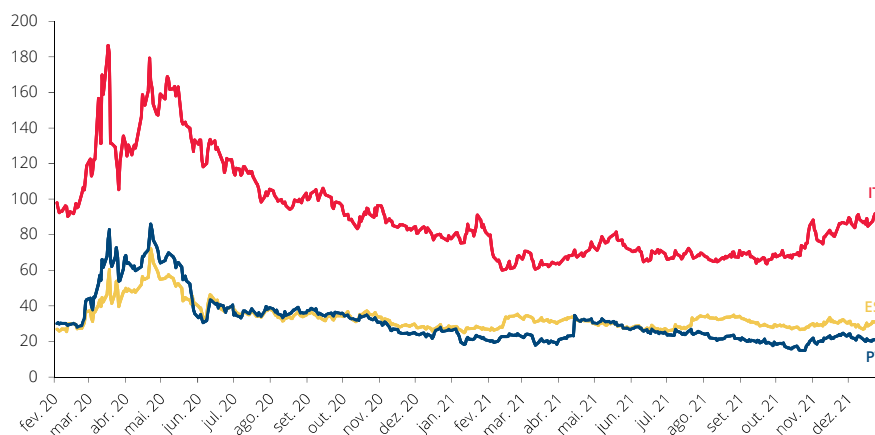
Gráfico C3.1 • Montante mensal de compras líquidas no PEPP | Em milhões de euros



Fontes: BCE e cálculos Banco de Portugal.

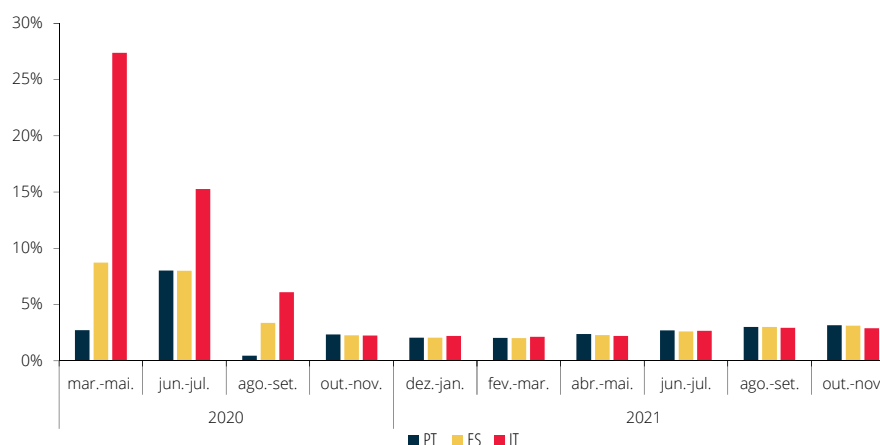
O impacto nos mercados não foi homogêneo nos diferentes países da área do euro. O PEPP, munido da flexibilidade entre jurisdições, conseguiu responder de forma adaptada logo desde o início por via de aquisição, em maior proporção, de títulos de dívida de países mais afetados pela crise pandémica. Deste modo, tem contribuído para a contenção dos diferenciais de taxas de juro da dívida pública entre os países da área do euro e para assegurar a transmissão da política monetária à economia real. As compras de títulos de dívida pública nos primeiros meses do PEPP incidiram em maior proporção em Itália, Espanha e Portugal, onde se observava um alargamento dos diferenciais de taxas de juro da dívida pública dos países da área do euro (Gráfico C3.2).

Gráfico C3.2 • Diferencial de taxa de juro a 10 anos de Portugal, Espanha e Itália, face à média dos países da área do euro ponderado pelo PIB | Em pontos base



Fontes: Bloomberg, BCE e cálculos Banco de Portugal.

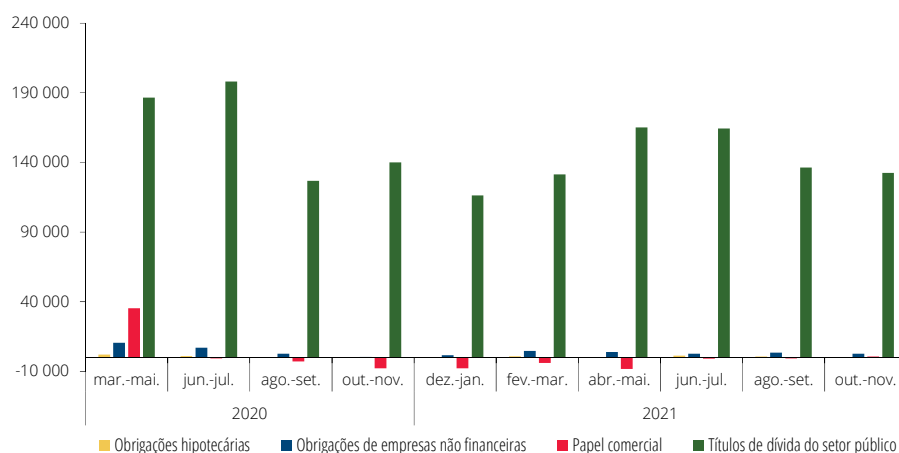
Gráfico C3.3 • Desvio do montante de compras bimestrais de dívida pública no PEPP em relação à chave de capital | Em percentagem



Fontes: BCE e cálculos Banco de Portugal.

A flexibilidade relativa a classes de ativos permitiu adaptar a distribuição dos montantes a comprar entre dívida pública e privada, entre dívida soberana e supranacional, entre títulos de curto prazo e de médio/longo prazo, permitindo assim atender às condicionantes de mercado, nomeadamente à estrutura temporal da dívida disponível, à liquidez e às novas emissões. Desta forma, foi possível adaptar as compras do PEPP ao longo do tempo e salvaguardar a neutralidade de mercado. Por exemplo, a proporção de referência de 10% de dívida supranacional na componente pública, que orienta as compras do PEPP, nem sempre foi atingida devido à reduzida liquidez nesta classe de ativos. Contudo, recentemente, tem sido possível promover uma convergência para essa referência, tendo em conta a maior oferta, suportada em grande parte pelas emissões de dívida da União Europeia no âmbito do programa NextGenerationEU.

Gráfico C3.4 • Compras bimestrais no PEPP, por classe de ativos | Em milhões de euros



Fonte: BCE e cálculos Banco de Portugal.

Embora os programas de compra de ativos do Eurosistema tenham como objetivo, numa primeira instância, influenciar os preços dos ativos financeiros, a neutralidade de mercado continua a ser um dos princípios na sua implementação e a flexibilidade, nas suas várias dimensões, uma ferramenta para garantir tal princípio. As compras devem ser executadas de modo a evitar distorções na liquidez de mercado e preservar o mecanismo de formação dos preços nativo do próprio mercado. Por um lado, as regras e parâmetros operacionais previamente comunicados ao mercado e a divulgação regular de informação sobre os montantes comprados são medidas que contribuem para o correto funcionamento do mecanismo de formação dos preços, na medida em que aumentam a transparência da implementação dos programas. Por outro lado, a flexibilidade na implementação do PEPP quer através da definição de objetivos mensais, em vez de diários, ou de ajustes aos montantes em reação a eventos de mercado ou devido à sazonalidade da liquidez (por exemplo, menores compras em agosto e dezembro), ou ajustamentos aos títulos comprados devido a alteração dos títulos *cheapest to deliver* (CTD) nos contratos de futuros, conjuntamente, ajudam a mitigar os riscos de distorções na liquidez de mercado causados pelos programas de compra de ativos.

Em dezembro de 2021 o Conselho do BCE decidiu prolongar a fase de reinvestimentos do PEPP até, pelo menos, o fim de 2024, enfatizando a utilização da flexibilidade do PEPP, igualmente durante essa fase, no tempo, entre jurisdições e entre classes de ativos, para combater eventuais riscos de fragmentação de mercado que possam ameaçar a adequada transmissão da política monetária.

7.4 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 causada pelos programas de compra de ativos, o Eurosistema disponibiliza 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, pelo BCE e pelos bancos centrais nacionais. Adicionalmente, cada BCN pode, de modo facultativo, disponibilizar para empréstimo os títulos adquiridos no âmbito do CBPP3 e ABSPP.

Os principais destinatários destas operações são as instituições financeiras que atuam como intermediárias na colocação dos títulos de dívida no mercado e que asseguram as condições de liquidez dos mesmos.

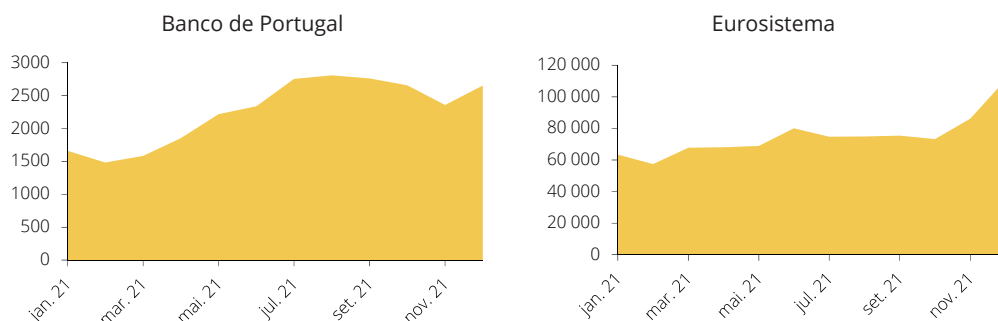
O preço mínimo é definido de modo a apoiar a liquidez dos títulos e do mercado monetário com garantia e é comum a todo o Eurosistema. No caso dos empréstimos em que os ativos de garantia aceites pelo Eurosistema também são títulos, aplica-se o preço mais alto, entre 5 pontos base ou aquele valor que estiver a ser praticado pelo mercado. Quando o ativo de garantia aceite é moeda de banco central, aplica-se a taxa mais baixa, entre a taxa da facilidade de depósito menos 20 pontos base ou a taxa *repo* que estiver a ser praticada pelo mercado.

Em novembro, o Conselho do BCE reviu para 150 mil milhões de euros o montante máximo de empréstimo de títulos contra moeda de banco central, duplicando o montante até então em vigor, refletindo, entre outros fatores, o aumento do montante de títulos no balanço do Eurosistema.

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.

O volume de títulos emprestados em 2021 pelo Banco de Portugal atingiu uma média diária de 2,3 mil milhões de euros, um aumento de 51% relativamente ao ano anterior (Gráfico 7.5). Os títulos de dívida pública foram os mais procurados, representado em média cerca de 90% do montante total, complementado pelos títulos supranacionais e obrigações hipotecárias. Em termos agregados, o Eurosistema emprestou diariamente, em média, 75 mil milhões de euros em títulos, o que representa o dobro do valor verificado no ano anterior.

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



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

8 Evolução do balanço do Banco de Portugal e do Eurosistema

8.1 Composição do balanço

As principais alterações à composição do balanço do Banco de Portugal durante 2021 (Quadro 8.1) foram sobretudo consequência das medidas tomadas em resposta à crise pandémica.

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

Ativo	2020	2021	Passivo	2020	2021
Ouro	11%	9%	Notas em circulação	17%	15%
Financiamento de PM às IC	14%	18%	Depósitos das IC no Banco Central	13%	22%
Títulos detidos para fins de PM	34%	37%	Depósitos do setor público no Banco Central	8%	7%
Ativos sobre o Eurosistema	29%	25%	Responsabilidades para com o Eurosistema (TARGET)	44%	39%
Outros ativos não relacionados com a PM	12%	11%	Outros passivos não relacionados com a PM	18%	17%

Fonte: Banco de Portugal.

Do lado do ativo, a rubrica com maior peso (37%) é a de “Títulos detidos para fins de política monetária”, que reflete as aquisições efetuadas pelo Banco de Portugal no âmbito dos diferentes programas do Eurosistema de compra definitiva de títulos (Capítulo 7). A rubrica de “Financiamento de política monetária às instituições de crédito”, que reflete as operações de política monetária reversíveis, aumentou o seu peso no total do ativo (de 14% para 18%), principalmente em resultado das operações TLTRO III (Capítulos 2 e 4). A rubrica de “Ativos sobre o Eurosistema” continuou a apresentar um peso relevante no total do balanço do Banco de Portugal (25%) tendo, no entanto, diminuído cerca de 4 pontos percentuais em relação a 2020. 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, a rubrica com maior peso continuou a ser a das “Responsabilidades para com o Eurosistema (TARGET)”, apesar da redução verificada em termos relativos (de 44% para 39%) comparativamente com o ano anterior. 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 2021, os depósitos das IC no Banco de Portugal cresceram expressivamente (de 13% para 22%), resultado do aumento do excesso de liquidez no sistema bancário. As notas em circulação reduziram ligeiramente a sua proporção de peso no total do passivo (de 17% para 15%).

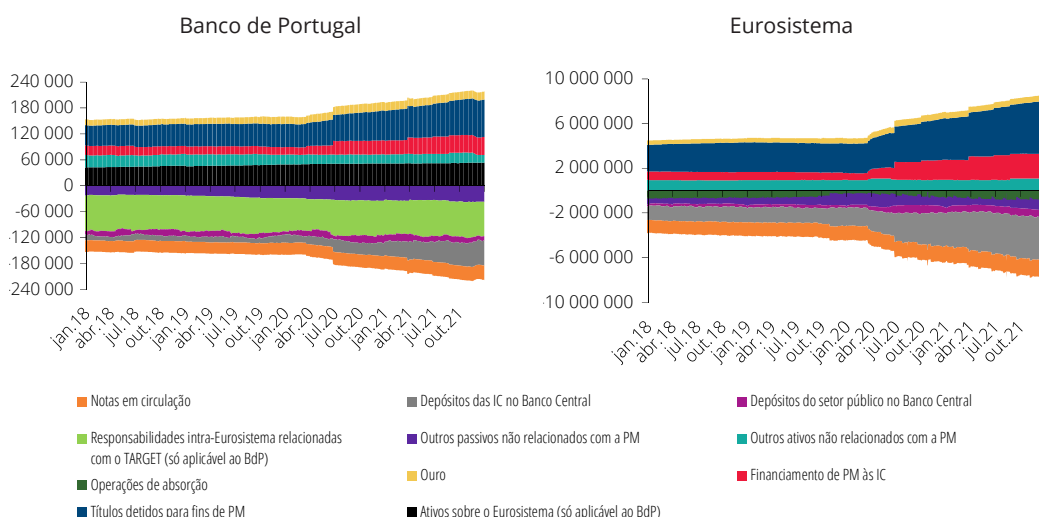
Por sua vez, os agregados de “outros ativos/passivos não relacionados com a política monetária” continuam a apresentar relevância em ambos os lados do balanço. Em 2021, a evolução destes agregados teve a mesma tendência, tendo ambos diminuído um ponto percentual. Estes agregados incluem, entre outros, 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: (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, são contabilizados para a determinação do valor dos AFL. Em 2021, o saldo médio de AFL do Banco de Portugal foi de -7,6 mil milhões de euros, valor que compara com -5 mil milhões de euros em 2020. O valor negativo observado em 2021 resulta, tal como em 2020, sobretudo da evolução das componentes passivas incluídas no cálculo de AFL.

No final de 2021, o balanço do Banco de Portugal ascendeu a 219 mil milhões de euros, valor que corresponde ao máximo histórico verificado e que representa um aumento de 14% face ao final de 2020. No caso do Eurosistema, em dezembro de 2021, foi atingido o máximo histórico de cerca de 8600 mil milhões de euros, o que representa um aumento de 23% face ao final de 2020 (Gráfico 8.1).

Gráfico 8.1 • Evolução dos balanços do Banco de Portugal e do Eurosistema | Em milhões de euros



Fontes: BCE (cálculos do Banco de Portugal) e Banco de Portugal. | Nota: As rubricas do ativo do balanço estão representadas acima do eixo do x, enquanto as rubricas do passivo estão representadas abaixo do eixo.

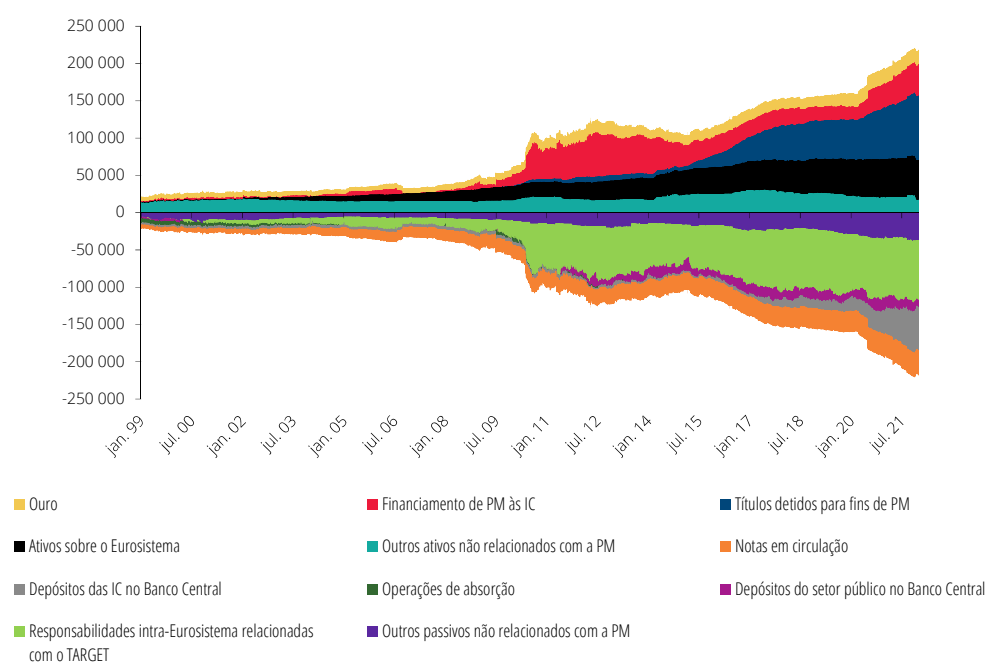
Ao nível do Eurosistema, a composição do balanço manteve-se relativamente constante em 2021. No ativo, a rubrica “Títulos detidos para fins de Política Monetária” continua a ser a mais expressiva, representando, no final do ano, cerca de 55%. No lado do passivo, a rubrica “Depósitos de instituições de crédito no Banco Central”, onde se incluem as contas correntes dos bancos junto dos BCN, continuou a ser a mais representativa (41%).

Caixa 4 • A evolução do balanço do Banco de Portugal ao longo das últimas duas décadas

A estrutura e a evolução do balanço do Banco Central são cruciais para perceber não só a orientação da sua política monetária, como também a sua eficácia em atingir os objetivos de política monetária.

O balanço do Banco de Portugal aumentou de forma significativa desde o eclodir da crise financeira global em 2008, seguindo uma tendência semelhante à observada a nível do Eurosistema. Esta evolução resulta das várias medidas de política monetária não convencionais implementadas pelo BCE ao longo dos anos.

Gráfico C4.1 • Evolução do balanço do Banco de Portugal | Em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: As rubricas do ativo do balanço estão representadas acima do eixo do x, enquanto as rubricas do passivo estão representadas abaixo do eixo.

Globalmente, desde 1999, a expansão do balanço foi, do lado do ativo, principalmente impulsionada pela condução de compras de títulos para fins de política monetária, pelo aumento do financiamento de política monetária e pelos ativos sobre o Eurosistema, sendo este último agregado explicado pelo influxo de notas relacionadas com a atividade turística em Portugal. De facto, 89% da expansão observada no total do ativo desde 1999 é explicada por estes três agregados. Do lado do passivo, as responsabilidades intra-Eurosistema relacionadas com o TARGET e os depósitos junto do Banco de Portugal explicam 69% da expansão total, refletindo a liquidez proporcionada através de operações de política monetária, que foi depositada no banco central ou transferida para bancos da área do euro fora de Portugal.

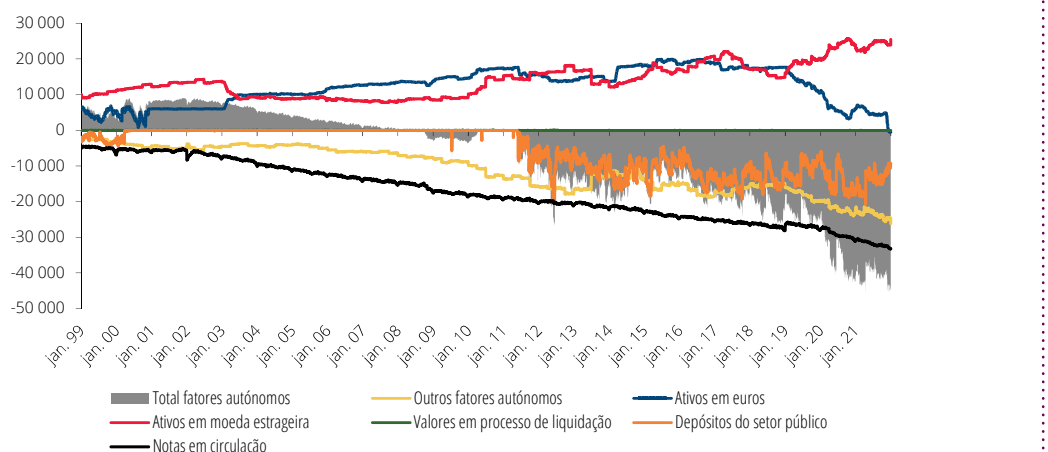
Entre 1999 e meados de 2007, o balanço do Banco de Portugal aumentou mais de 60%. Desde 2008 até ao final de 2021, este aumento intensificou-se, com o total do ativo a atingir um valor mais de seis vezes superior aos níveis observados em meados de 2007. As medidas não convencionais de política monetária, em particular as compras de títulos e as operações de refinanciamento de prazo alargado, foram as principais responsáveis por esta evolução.

De 2008 a 2014, o crescimento do balanço foi inicialmente impulsionado por um aumento do passivo, uma vez que a procura por parte das instituições financeiras por reservas de banco

central aumentou devido a uma significativa deterioração no mercado interbancário. Do lado ativo, as operações de refinanciamento desempenharam também um papel importante durante este período. A partir de 2015, as decisões de política monetária relativas ao lado do ativo do balanço (compras de títulos) ganharam relevância.

Se, por um lado, as operações de política monetária, em particular as compras de títulos para fins de política monetária e as operações de refinanciamento de prazo alargado, contribuíram para um aumento significativo do balanço do Banco de Portugal, por outro, observamos uma tendência de aumento dos fatores autónomos do balanço.

Gráfico C4.2 • Evolução dos fatores autónomos do balanço do Banco de Portugal |
Em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: As rubricas do ativo do balanço estão representadas acima do eixo do x, enquanto as rubricas do passivo estão representadas abaixo do eixo.

Os fatores autónomos de liquidez²⁵ afetam a posição de liquidez do sistema bancário e, no caso do Banco de Portugal, a sua soma representa um passivo desde o início da crise financeira, o que significa que os fatores autónomos absorvem parte da liquidez que é injetada através das operações de política monetária. Ou seja, o aumento do total dos fatores autónomos representado no passivo significa uma redução do nível de liquidez no sistema bancário.

As notas em circulação constituem um dos fatores autónomos de absorção de liquidez mais importante, cuja tendência crescente reflete o aumento da procura por numerário pelos agentes económicos, seja para efeitos de pagamento, seja para acumulação por motivos de precaução perante incerteza. A par deste agregado, e com um significativo efeito de absorção, estão os depósitos do setor público que, em meados de 2011, aumentaram para níveis historicamente elevados em resultado do programa de assistência económica e financeira (PAEF) acordado entre as autoridades portuguesas, a União Europeia e o FMI. Apesar do PAEF ter terminado em 2014, o saldo deste fator autónomo manteve-se relativamente elevado até à atualidade. Finalmente,

25. Os fatores autónomos de liquidez interbancária são agregados de rubricas do balanço do banco central, não diretamente relacionados com a política monetária, mas que afetam a posição de liquidez do sistema bancário. Estes incluem as notas em circulação, os depósitos do setor público, os ativos em euros e moeda estrangeira, os valores em processo de liquidação, e outros fatores autónomos.

os outros fatores autónomos²⁶ acompanharam a tendência crescente dos dois agregados anteriores, reforçando o seu efeito de absorção de liquidez e contrariando o efeito de injeção de liquidez resultante da compra de ativos para a carteira própria do banco.

Note-se que, a partir de 2019, se verificou uma redução significativa da carteira de ativos em euros, devido à sua baixa rentabilidade, em prol de um ligeiro aumento da carteira de ativos em moeda estrangeira. A redução líquida da carteira de ativos, em conjunto com o aumento dos agregados referidos anteriormente, exacerbaram o efeito de absorção de liquidez do conjunto de fatores autónomos de liquidez, que é atualmente o mais pronunciado das duas últimas décadas.

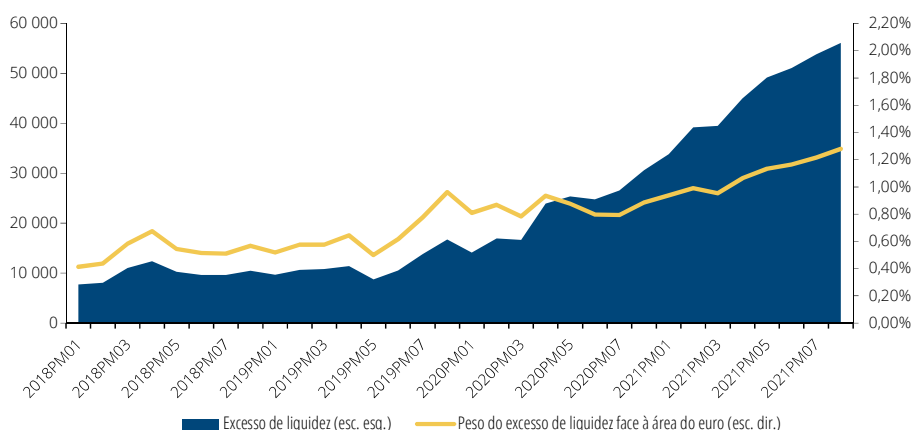
8.2 Excesso de liquidez

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

Em 2021, a média do excesso de liquidez em Portugal ascendeu a 46 mil milhões de euros, acima dos 22,4 mil milhões verificados em 2020. Salienta-se que o excesso de liquidez no último período de manutenção de 2021 foi de 56,1 mil milhões de euros, um valor superior à média de 2021, 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 1,09% em 2021 (o que compara com 0,84% em 2020), tendo, no entanto, terminado o ano de 2021 nos 1,28%.

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



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

26. Os outros fatores autónomos incluem créditos relacionados com valor de cobertura adicional, outros ativos internos em euros, dívida pública denominada em euros, moeda metálica, diferenças de reavaliação do exercício, diversos depósitos por ajustamento colateral em operações de cedência, outras responsabilidades para com IC da área do euro em euros, outras responsabilidades internas para com outras entidades em euros, outras responsabilidades, provisões, contas de reavaliação e capital e reservas.

9 Desenvolvimentos no mercado monetário

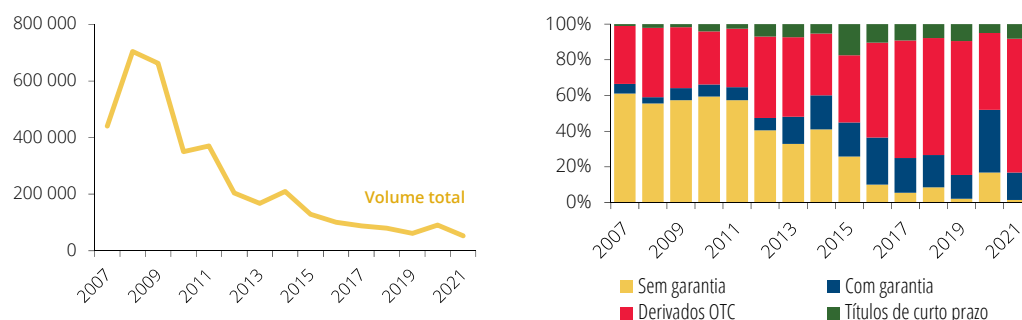
9.1 Atividade em Portugal

O Banco de Portugal realiza anualmente um inquérito aos principais bancos nacionais sobre a atividade no mercado monetário no segundo trimestre do ano, tendo em vista a recolha de todas as suas transações em euros no mercado interbancário e que estejam registadas no próprio balanço²⁷.

A evolução do mercado monetário em Portugal em 2021 continuou a ser caracterizada por um generalizado excesso de liquidez. Durante o segundo trimestre do ano, o montante total transacionado pelas instituições portuguesas²⁸ fixou-se em 52,9 mil milhões de euros, diminuindo 42% face a 2020. Registou-se uma diminuição da atividade nos segmentos com e sem garantia e de títulos de curto-prazo, ao contrário do segmento de derivados *over-the-counter* (OTC), que continua a ser o mais representativo em termos de turnover total (Gráfico 9.1).

O ambiente de excesso de liquidez, resultado das medidas de política monetária adotadas, continua a ser o principal motivador da reduzida atividade nos diversos segmentos do mercado monetário. As instituições portuguesas não têm necessidade de procurar financiamento junto do mercado, participando esporadicamente em caso de oportunidade favorável e para colmatar necessidades pontuais de liquidez de curto prazo. Como resultado, os níveis atuais mantêm-se substancialmente abaixo dos observados ao longo da primeira década de existência do euro.

Gráfico 9.1 • Volume total e distribuição por segmento de mercado | Em milhões de euros e em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

O volume total do segmento sem garantia fixou-se em 690 milhões de euros, o que compara com 15,3 mil milhões de euros no mesmo período do ano anterior. A forte diminuição 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, a quota de transações nos prazos entre um mês e um ano representou 65% do montante transacionado.

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

28. 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.

Em relação ao segmento com garantia, o volume total fixou-se em 8,2 mil milhões de euros em 2021, o que compara com 32 mil milhões de euros no período homólogo. À semelhança do segmento sem garantia, a diminuição do volume negociado neste segmento ocorreu tanto nas operações de cedência como nas 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 39,7 mil milhões de euros em 2021, sobretudo através do recurso a *FX Swaps* (20,8 mil milhões de euros) e *Interest Rate Swaps* (18,6 mil milhões de euros).

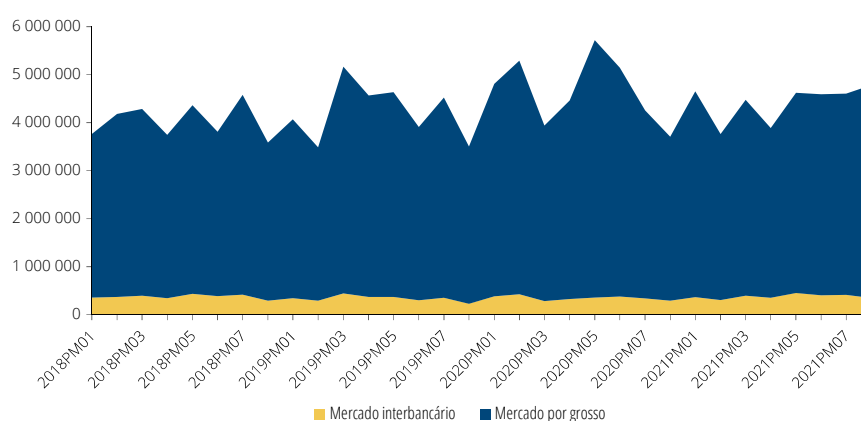
A atividade do segmento de mercado de títulos de curto-prazo concentrou-se totalmente no mercado secundário (operações *outright*). O montante total transacionado nestas operações totalizou 4,4 mil milhões de euros em 2021, correspondendo na quase totalidade a títulos de dívida pública.

9.2 Atividade na área do euro

9.2.1 Mercado sem garantia

Considerando os dados do *money market statistical reporting* (MMSR) reportados por bancos da área do euro, o segmento por grosso²⁹ do mercado sem garantia apresenta valores muito superiores ao segmento interbancário, tendência observada há vários anos e motivada principalmente pelo elevado nível de excesso de liquidez no sistema bancário (Gráfico 9.2). O montante transacionado pelos bancos da área do euro nas operações de obtenção de liquidez, com contrapartes do mercado por grosso, estabilizou durante o ano de 2021, apesar de no total ter diminuído face ao ano anterior, marcado pela pandemia. No mercado interbancário, verificou-se um crescimento gradual dos montantes reportados, parcialmente revertido no final do ano, resultando num montante total reportado superior ao observado em 2020. 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 9.2 • Volume de obtenção de liquidez no mercado por grosso e interbancário no segmento sem garantia | Em milhões de euros



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

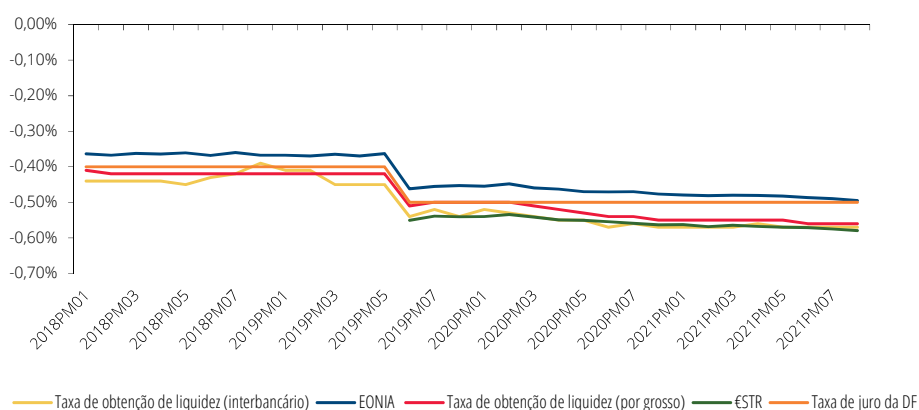
29. O mercado por grosso (*wholesale*, em inglês) corresponde a transações com contrapartes de todos os sectores de atividade, exceto particulares e instituições sem fins lucrativos ao serviço dos particulares.

Ao longo do período analisado, e considerando apenas o prazo *overnight*, as transações de obtenção de liquidez no segmento por grosso apresentaram 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 9.3). A €STR é uma taxa de obtenção de liquidez no segmento por grosso, que também se situa abaixo da taxa da facilidade de depósito, uma vez que reflete transações com entidades que não têm acesso a operações de política monetária, nomeadamente à 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.

A EONIA foi descontinuada a 3 de janeiro de 2022, após um período de transição que vigorava desde outubro de 2019, durante o qual era calculada com um *spread* de 8,5 pb sobre a €STR.

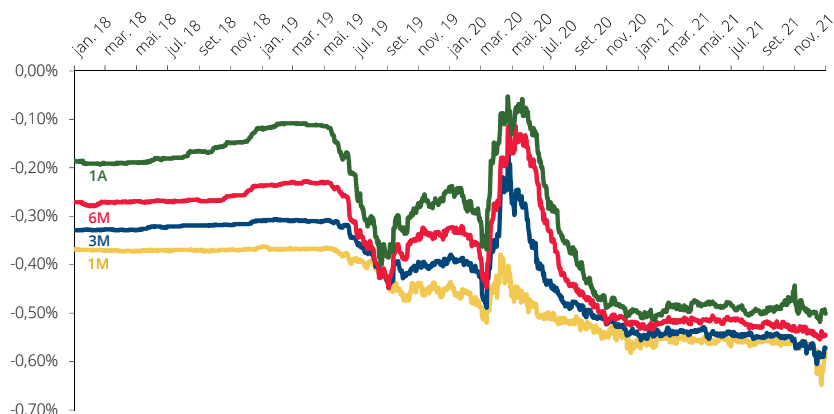
Gráfico 9.3 • Taxas do segmento sem garantia com prazo *overnight* | Em percentagem



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.

As taxas EURIBOR evidenciaram uma grande estabilidade em 2021, mantendo-se em níveis historicamente baixos devido ao elevado excesso de liquidez e às expectativas de manutenção da política acomodatória do BCE (Gráfico 9.4). O *spread* entre maturidades aumentou, porém, no final do ano com a intensificação de receios inflacionistas e consequente alteração de expectativas face à manutenção da política monetária em vigor.

Gráfico 9.4 • Evolução das taxas EURIBOR | Em percentagem

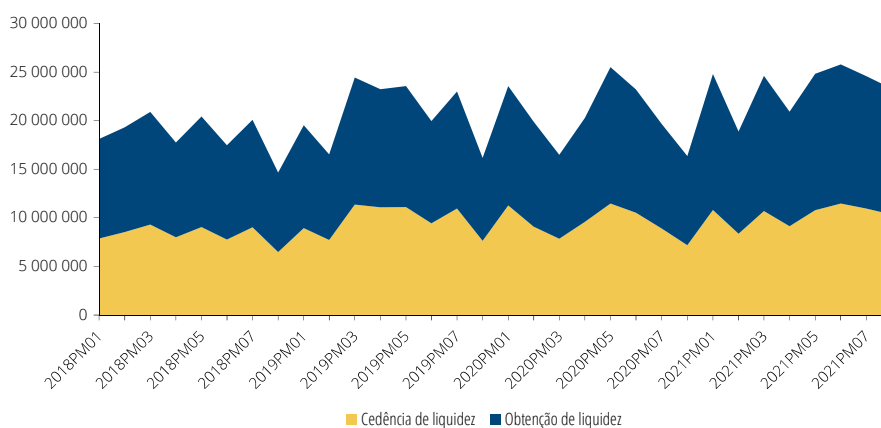


Fonte: European Money Markets Institute (EMMI).

9.2.2 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 2021 verificou-se um aumento gradual do volume de mercado, em termos médios, nas transações de obtenção e de cedência de liquidez (Gráfico 9.5). 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.

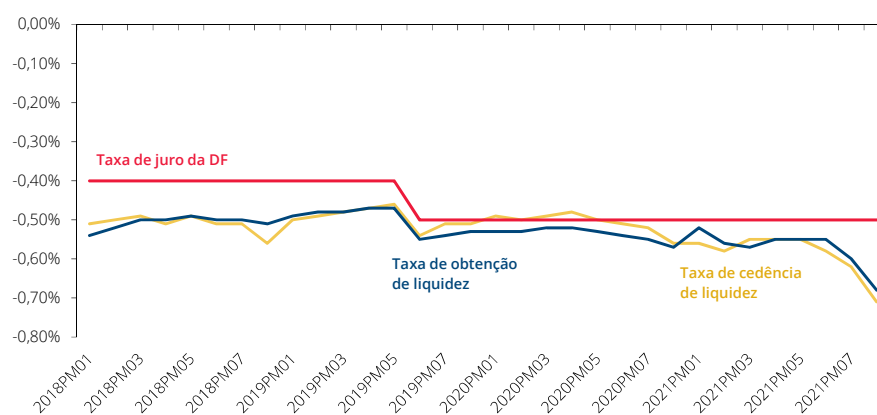
Gráfico 9.5 • Volume no mercado por grosso no segmento com garantia | Em milhões de euros



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

As taxas no segmento com garantia, em 2021, situaram-se abaixo da taxa da facilidade de depósito, evidenciando que este segmento de mercado é motivado principalmente pela procura de ativos de garantia (*collateral-driven*) e não por questões de necessidade de financiamento (*liquidity-driven*).

Gráfico 9.6 • 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.

