

# RELATÓRIO DA IMPLEMENTAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

2022



BANCO DE  
PORTUGAL  
EUROSISTEMA



# RELATÓRIO DA IMPLEMENTAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

2022



**BANCO DE PORTUGAL**  
EUROSISTEMA

Lisboa, 2023 • [www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)



# Índice

- 1 Sumário executivo | **9**
- 2 Decisões de política monetária | **12**
  - Caixa 1 • Incorporação de considerações climáticas no quadro de implementação da política monetária | **15**
- 3 Contrapartes de política monetária | **17**
- 4 Operações de política monetária | **18**
  - Caixa 2 • A taxa da Facilidade Permanente de Depósito como principal taxa de política monetária | **19**
  - 4.1 Operações de mercado aberto | **21**
    - Caixa 3 • TLTRO: a flexibilidade do instrumento em resposta a diferentes contextos | **23**
  - 4.2 Facilidades permanentes | **25**
- 5 Ativos de garantia para as operações de crédito do Eurosistema | **26**
  - 5.1 Ativos elegíveis | **26**
  - 5.2 Utilização de ativos de garantia | **27**
- 6 Reservas mínimas e Sistema de *Tiering* | **29**
- 7 Programas de compra de ativos | **31**
  - 7.1 Compras de títulos do setor público | **33**
  - 7.2 Compras de obrigações hipotecárias | **35**
  - 7.3 Compras de dívida empresarial e titularizada | **36**
  - Caixa 4 • Instrumento de Proteção da Transmissão (TPI) | **37**
  - 7.4 Empréstimo de títulos | **38**
- 8 Evolução do balanço do Banco de Portugal e do Eurosistema | **39**
  - 8.1 Dimensão e composição do balanço | **39**
  - 8.2 Excesso de liquidez | **41**
- 9 Desenvolvimentos no mercado monetário | **43**
  - 9.1 Atividade em Portugal | **45**

# Índice gráficos

- Gráfico 2.1 • Evolução das taxas de juro diretoras do BCE | Em percentagem | **13**
- Gráfico 3.1 • Número de contrapartes elegíveis por instrumento de política monetária | Em unidades | **17**
- Gráfico 3.2 • Número de instituições de crédito, no fim do ano, em Portugal e no Eurosistema | Em unidades | **18**
- Gráfico C2.1 • Evolução da inflação | Em percentagem | **19**
- Gráfico C2.2 • Evolução do balanço do Eurosistema, EONIA/€STR e taxas oficiais do BCE | Em mil milhões de euros | **20**
- Gráfico 4.1 • Evolução do saldo das operações de política monetária | Em milhões de euros | **21**
- Gráfico 4.2 • Montantes colocados e número de contrapartes participantes na MRO | Em milhões de euros e em unidades | **21**
- Gráfico 4.3 • Montantes colocados e número de contrapartes participantes na LTRO a 3 meses | Em milhões de euros e em unidades | **22**
- Gráfico 4.4 • Saldo das TLTRO III no final de 2022, por operação | Em milhões de euros e em percentagem | **23**
- Gráfico C3.1 • Parâmetros de cálculo da taxa de juro da TLTRO III.4, antes e após recalibração | Em percentagem | **25**
- Gráfico 4.5 • Saldos diários das facilidades permanentes | Em milhões de euros | **25**
- Gráfico 5.1 • Distribuição, por categoria de ativo, dos títulos elegíveis no final de 2022 | Em percentagem | **26**
- Gráfico 5.2 • Número de novas emissões de ativos elegíveis 2022 | Em percentagem | **27**
- Gráfico 5.3 • Distribuição, por categoria de ativo, da utilização de ativos de garantia | Em milhões de euros | **28**
- Gráfico 5.4 • Decomposição da variação da *pool* de ativos de garantia em Portugal | Em milhões de euros | **29**
- Gráfico 6.1 • Evolução das reservas mínimas, total dos depósitos e montante isento por período de manutenção | Em milhões de euros | **30**
- Gráfico 6.2 • Evolução da distribuição das reservas excedentárias com e sem isenção por período de manutenção | Em percentagem | **31**
- Gráfico 7.1 • Saldos das compras de ativos nos balanços do Banco de Portugal e do Eurosistema | Em milhões de euros e em percentagem | **32**
- Gráfico 7.2 • Aquisições mensais líquidas acumuladas de títulos de dívida pública portuguesa pelo Banco de Portugal e pelo BCE e de títulos de dívida pública e supranacional da área do euro pelo Eurosistema | Em milhões de euros | **33**
- Gráfico 7.3 • Proporção das compras de títulos do setor público português | Em percentagem | **34**

Gráfico 7.4 • Aquisições mensais líquidas acumuladas de obrigações hipotecárias pelo Banco de Portugal e Eurosistema | **35**

Gráfico 7.5 • Montante mensal diário emprestado pelo Banco de Portugal e Eurosistema | Em milhões de euros | **39**

Gráfico 8.1 • Evolução do balanço do Banco de Portugal | Em mil milhões de euros | **39**

Gráfico 8.2 • Principais desenvolvimentos no balanço do Banco de Portugal | Em milhões de euros | **40**

Gráfico 8.3 • Evolução do balanço do Eurosistema | Em mil milhões de euros | **41**

Gráfico 8.4 • Evolução do excesso de liquidez em Portugal e evolução do peso face ao total da área do euro | Em milhares de milhões de euros e em percentagem | **42**

Gráfico 9.1 • Evolução das taxas EURIBOR | Em percentagem | **43**

Gráfico 9.2 • Taxas do segmento sem garantia (esq.) e taxas do segmento com garantia, no mercado por grosso (dir.), com prazo *overnight* | Em percentagem | **44**

Gráfico 9.3 • Volume de obtenção de liquidez no segmento sem garantia (esq.) e volume no segmento com garantia (dir.) | Em milhões de euros | **45**

Gráfico 9.1 • Volume total e distribuição por segmento de mercado | Em milhões de euros e em percentagem | **46**

## Índice quadros

Quadro 4.1 • Reembolso antecipado e vencimento da TLTRO III ao longo de 2022 | Em milhões de euros | **23**

Quadro 7.2 • Compras líquidas anuais de títulos de dívida pública portuguesa no PSPP e no PEPP pelo Banco de Portugal | Em milhões de euros | **34**



## Siglas

ABS	Instrumentos de dívida titularizados (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> )
APP	Programa 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> )
CSPP	Programa de compras de obrigações de empresas do setor não financeiro (do inglês <i>corporate sector purchase programme</i> )
DF	Facilidade permanente de depósito (do inglês <i>deposit facility</i> )
DFR	Taxa da facilidade permanente de depósito (do inglês <i>deposit facility rate</i> )
EONIA	Taxa EONIA (do inglês <i>Euro OverNight Index Average</i> )
FRFA	Leilões de taxa fixa com satisfação integral da procura (do inglês <i>fixed-rate full-allotment</i> )
IC	Instituição de crédito
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> )
MLF	Facilidade permanente de cedência de liquidez (do inglês <i>marginal lending facility</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 compras de ativos privados e públicos, para responder à crise 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 <i>Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system</i> )
TFUE	Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia
TLTRO	Operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (do inglês <i>targeted longer term refinancing operations</i> )



# 1 Sumário executivo

O ano de 2022 foi marcado pelo aumento significativo e generalizado da inflação na área do euro, situação que condicionou de forma determinante a evolução da política monetária do Banco Central Europeu (BCE). Neste contexto, foi anunciado o fim das compras líquidas ao abrigo do programa de compra de ativos (APP, do inglês *asset purchase programme*), bem como a redução gradual dos reinvestimentos, e iniciado o ciclo de subida das taxas de juro oficiais.

O primeiro aumento das taxas diretoras do BCE, em 0,5 pp, teve lugar em julho e pôs fim ao ambiente de taxas de juro negativas que vigorava desde 2014. As taxas de juro oficiais aumentaram nas três reuniões de política monetária seguintes e, no final do ano, a taxa da facilidade permanente de depósito situava-se em 2%, a taxa das operações principais de refinanciamento em 2,5%, e a taxa da facilidade permanente de cedência marginal de liquidez em 2,75%.

Em 2022 foi também criado o Instrumento de Proteção da Transmissão (TPI, do inglês *Transmission Protection Mechanism*), que constitui uma ferramenta contra a fragmentação, em particular no decurso do processo de normalização da política monetária. Com o TPI o Eurosistema poderá efetuar compras no mercado secundário de títulos emitidos em jurisdições que registem uma deterioração não justificada das condições de financiamento que ponha em risco a transmissão da política monetária na área do euro.

A taxa a aplicar às TLTRO III (do inglês *Targeted Longer Term Refinancing Operations*) e a remuneração das reservas mínimas das instituições de crédito e dos depósitos dos Estados junto do Eurosistema foram também revisitadas, à medida que continuou o processo de normalização da política monetária e que as taxas de juro entraram em território positivo.

Em março de 2022, o BCE anunciou ainda a eliminação gradual, entre julho de 2022 e março de 2024, das medidas temporárias de flexibilização do quadro de ativos de garantia e de controlo de risco adotadas durante a crise pandémica.

Em linha com a orientação mais restritiva de política monetária, o valor obtido pelas contrapartes portuguesas junto do Banco de Portugal nas operações de política monetária de cedência de liquidez reduziu-se consideravelmente. No final de 2022, esse valor era de 16 mil milhões de euros, na sua quase totalidade referente a TLTRO, que compara com 41.8 mil milhões de euros no fim do ano anterior. Tal como o movimento observado no crédito concedido, os ativos entregues em garantia para este efeito registaram uma redução, particularmente notória no final do ano, tanto em Portugal como na área do euro. Em Portugal, no final de 2022, o valor total dos ativos de garantia mobilizados totalizava 61 mil milhões de euros, representando um decréscimo de 12 mil milhões de euros (-17%) face ao final de 2021. Apesar desta diminuição, os ativos de garantia livres aumentaram consideravelmente, dada a redução muito superior do crédito concedido.

A utilização da facilidade de depósito aumentou significativamente, tanto junto do Banco de Portugal como no Eurosistema, motivada pela sua remuneração positiva e pelo contexto de excesso de liquidez, tendo-se observado, nos últimos meses do ano, a transferência da quase totalidade das reservas excedentárias para esta facilidade.

No final de 2022, os títulos adquiridos para fins de política monetária registados no balanço do Banco de Portugal ascendiam a 86 mil milhões de euros, dos quais 98% correspondiam a dívida pública e dívida emitida por entidades supranacionais. Os títulos de dívida pública portuguesa representavam 2,2% e 2,3% no total dos títulos de dívida pública detidos pelo Eurosistema no PSPP e no PEPP, respetivamente, valores que se situam próximos da percentagem da chave de capital do Banco de Portugal relativa ao Eurosistema (2,34%).

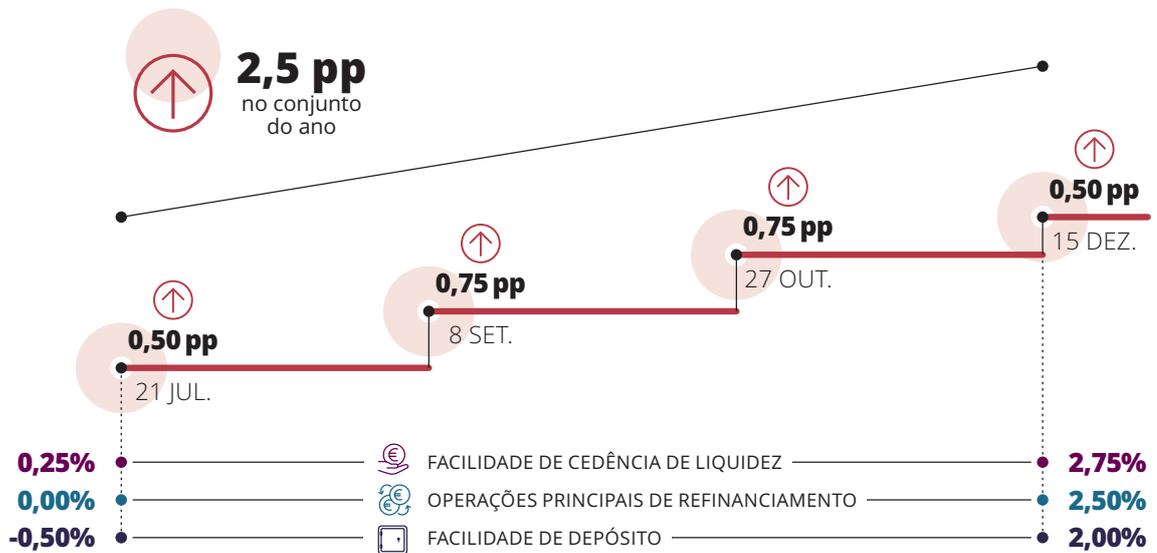
O contexto de normalização da política monetária refletiu-se no Balanço do Banco de Portugal por via da redução da sua dimensão, essencialmente devido à diminuição do financiamento às instituições de crédito por via dos reembolsos antecipados das TLTRO III. No final de 2022, o valor do Balanço ascendia a 198 mil milhões de euros face a 219 mil milhões de euros no final de 2021.

# Implementação da política monetária **2022**

## DECISÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA



### Aumento das taxas diretoras do Banco Central Europeu



O aumento da inflação na área do euro condicionou de forma determinante a evolução da política monetária do BCE. Em 2022, o BCE deu continuidade ao processo de normalização da política monetária iniciado no final de 2021, tendo aumentado as taxas de juro diretoras em 2,5 pp no conjunto do ano.



# IMPLEMENTAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA EM PORTUGAL

## Contrapartes de política monetária



Das contrapartes existentes no final de 2022, 11 tinham operações de cedência de liquidez vivas, menos quatro do que em 2021.

## Cedência de liquidez



O montante de operações de cedência de liquidez era na sua maioria referente a TLTRO. A redução relativamente a 2021 foi sobretudo devida ao reembolso antecipado daquelas operações.

## Ativos de garantia



As obrigações hipotecárias e os empréstimos bancários são as categorias de ativos mais utilizadas pelas contrapartes portuguesas.

## Saldo de títulos adquiridos nos programas de compras



Deste montante, 98% correspondiam a dívida pública portuguesa e dívida emitida por entidades supranacionais.

## Compras líquidas de dívida pública portuguesa



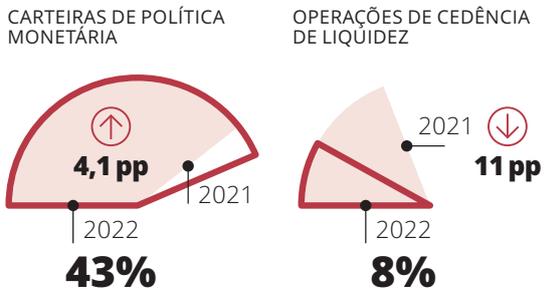
O valor de títulos de dívida pública adquiridos, em termos líquidos, pelo Banco de Portugal diminuiu em relação aos anos anteriores, refletindo o fim das compras líquidas de ativos.

## Balanço do Banco de Portugal



A redução observada é sobretudo explicada pela diminuição do financiamento de longo prazo às instituições de crédito, designadamente pelos reembolsos antecipados das TLTRO.

## Peso das carteiras de política monetária e das operações de cedência de liquidez no ativo do Banco de Portugal



No seu conjunto, as duas rubricas representavam cerca de 52% do ativo do Banco de Portugal (59% em 2021).

## Saldo médio da facilidade permanente depósito



A utilização deste instrumento passou de ocasional em 2021 para valores consideravelmente superiores a partir de 14 de setembro de 2022, data em que a sua taxa de juro se tornou positiva.

## Excesso de liquidez no sistema bancário português



A redução do excesso de liquidez médio do sistema bancário reflete a utilização de parte do excesso de liquidez das instituições de crédito para reembolsar antecipadamente operações TLTRO III.

## 2 Decisões de política monetária

As decisões de política monetária encontram-se centralizadas no Conselho do BCE e são suportadas por análise técnica prévia efetuada em diferentes comités. Neste quadro, o Banco de Portugal, a par com os restantes bancos centrais nacionais (BCN), participa ativamente na discussão dos vários aspetos da política monetária que tem lugar a diferentes níveis. 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 assegurar um amplo conjunto de funções, o que inclui a interação com as instituições de crédito autorizadas a participar nas operações de política monetária (contrapartes) residentes em Portugal<sup>1</sup>.

O conflito na Ucrânia e os dados económicos e financeiros divulgados ao longo de 2022 contribuíram para que o Conselho do BCE avaliasse como provável que a inflação se mantivesse elevada durante mais tempo do que o anteriormente esperado. Assim, para fazer face ao aumento significativo e generalizado da inflação na área do euro, o BCE iniciou o processo de subida das taxas de juro diretoras. O ano foi ainda marcado pelo fim das compras líquidas de ativos ao abrigo do PEPP e do APP.

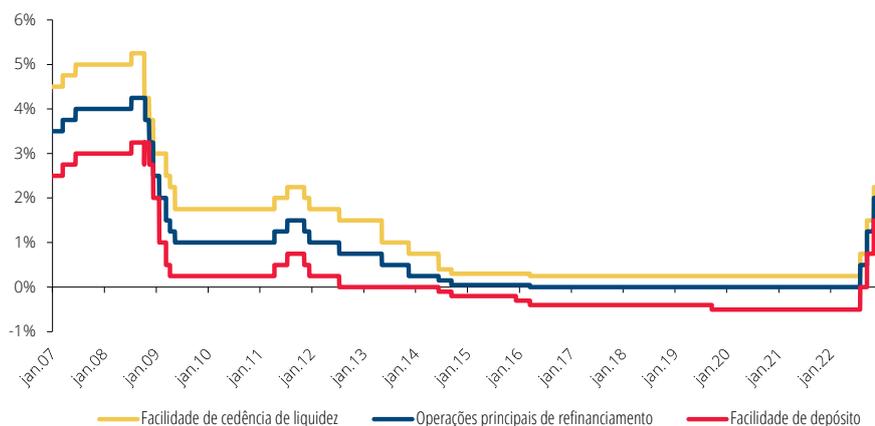
Relativamente aos programas de compra de ativos, tal como tinha sido anunciado no final de 2021, o ritmo de compras líquidas ao abrigo do PEPP diminuiu progressivamente até ao seu término, no final de março. O Eurosistema pretende reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vincendos no contexto deste programa até, pelo menos, ao final de 2024.

No que diz respeito ao APP, os dados económicos disponibilizados ao longo do primeiro semestre de 2022 foram reforçando a expectativa do Conselho do BCE de concluir as aquisições líquidas de ativos ao abrigo deste programa. Esta decisão foi tomada na reunião de política monetária de junho, com efeitos a partir de 1 de julho. Nesta reunião e à semelhança do sucedido no PEPP, o BCE manifestou a intenção de reinvestir integralmente o montante dos títulos vincendos, durante um período alargado após a data de início do aumento das taxas de juro diretoras e, em qualquer caso, enquanto fosse necessário para manter amplas condições de liquidez e uma adequada orientação de política monetária. Na reunião de política monetária de dezembro o BCE decidiu reduzir a carteira do APP a um ritmo comedido e previsível a partir de março de 2023. A redução, implementada através do reinvestimento apenas parcial dos pagamentos dos títulos vincendos, ascende, em média, a 15 mil milhões de euros por mês, a partir do início de março e até ao final do segundo trimestre de 2023, com o seu ritmo subsequente a ser determinado ao longo do tempo.

Ainda em junho, na sequência de uma considerável revisão em alta das projeções de referência para a inflação, o Conselho do BCE sinalizou a intenção de aumentar as taxas de juro diretoras nas reuniões de política monetária seguintes. Em julho, o BCE procedeu ao primeiro aumento destas taxas, em 0,5 pp, pondo fim ao ambiente de taxas de juro negativas que vigorava desde 2014 (Gráfico 2.1). Também alterou a *forward guidance* ao assinalar que passaria a seguir uma abordagem reunião a reunião nas decisões sobre as taxas de juro.

1. Mais informação em <https://www.bportugal.pt/page/o-que-e-e-para-que-serve-politica-monetaria?mlid=878>.

**Gráfico 2.1 • Evolução das taxas de juro diretoras do BCE | Em percentagem**



Fonte: BCE.

As taxas de juro diretoras aumentaram consecutivamente nas três reuniões de política monetária seguintes (0,75 pp em setembro e outubro e 0,5 pp em dezembro), tendo registado um aumento cumulativo de 2,5 pp no conjunto do ano. No final do ano, a taxa da facilidade permanente de depósito situava-se em 2%, a taxa das operações principais de refinanciamento em 2,5%, e a taxa da facilidade permanente de cedência marginal de liquidez em 2,75%.

Em julho, o Conselho do BCE aprovou ainda um novo instrumento contra a fragmentação, o Instrumento de Proteção da Transmissão (TPI, na sigla inglesa), o qual não foi ativado até ao momento. O TPI pretende assegurar uma transmissão eficaz e uniforme da orientação da política monetária em todos os países da área do euro, em particular no decurso da sua normalização. Esta unicidade da política monetária é considerada uma pré-condição para que o BCE possa cumprir o seu mandato de manutenção da estabilidade de preços. Ao abrigo deste instrumento e desde que sejam cumpridos determinados critérios orçamentais e macroeconómicos, o Eurosistema poderá efetuar compras no mercado secundário de títulos, essencialmente de dívida pública, emitidos em jurisdições que registem uma deterioração das condições de financiamento não justificadas pelos fundamentos específicos de cada país. O BCE indicou ainda que a flexibilidade nos reinvestimentos dos reembolsos previstos no âmbito do PEPP permaneceria a primeira linha de defesa contra riscos para o mecanismo de transmissão relacionados com a pandemia.

Na sequência do aumento da taxa da facilidade de depósito para 0% em julho, o sistema de dois níveis para a remuneração de reservas excedentárias tornou-se redundante. O sistema foi suspenso na reunião de política monetária de setembro, tendo o Conselho do BCE fixado o multiplicador em zero.

Tendo em conta a evolução e as projeções para a inflação, em outubro, o Conselho do BCE decidiu alterar as condições associadas à terceira série de TLTRO para conciliar este instrumento com o processo geral de normalização da política monetária e reforçar a transmissão dos aumentos das taxas diretoras às condições de financiamento bancário. Com esta recalibração, o BCE pretendia eliminar os desincentivos à amortização destes fundos, contribuindo desta forma para a redução do balanço do Eurosistema e para a normalização da política monetária. A partir de 23 de novembro de 2022, a taxa de juro das operações TLTRO III vivas passou a estar indexada à evolução das taxas de juro diretoras a partir dessa data, alterando-se assim o período de referência para a aferição da taxa. Estas operações tornaram-se assim menos atrativas, ao reduzir-se o benefício que seria acumulado pelas instituições de crédito caso não existissem alterações às suas condições.

Em setembro, com o objetivo de preservar a eficácia da transmissão da política monetária num contexto de normalização, o Conselho do BCE decidiu remover temporariamente, até 30 de abril de 2023, o limite máximo da taxa de remuneração aplicável aos depósitos do setor público<sup>2</sup> junto do Eurosistema, o qual se situava em 0%. Este limite máximo foi fixado no valor mais baixo entre a taxa de juro da facilidade permanente de depósito e a taxa de juro de curto prazo do euro (€STR), tornando a remuneração daqueles depósitos mais atrativa, num contexto de taxas de juro positivas. Com esta medida, pretendeu-se evitar uma saída abrupta de fundos para o mercado e minimizar a materialização de efeitos adversos ao seu bom funcionamento, numa altura em que existiam evidências de escassez de ativos em alguns segmentos dos mercados *repo* da área do euro.

Em outubro, o BCE ajustou a taxa de remuneração das reservas mínimas, passando a aplicar a taxa de juro da facilidade permanente de depósito, em substituição da taxa das operações principais de refinanciamento. Tendo em conta as condições de mercado e de liquidez vigentes, o BCE considerou que a taxa de juro da facilidade permanente de depósito reflete melhor as taxas aplicáveis no mercado monetário aos fundos investidos e aos empréstimos contraídos, nomeadamente para cumprimento de reservas mínimas (Caixa 2 – A taxa da Facilidade Permanente de Depósito como principal taxa de política monetária). A alteração entrou em vigor a 21 de dezembro, data de início do último período de manutenção de reservas de 2022.

No que diz respeito ao quadro de ativos de garantia das operações de crédito do Eurosistema, em março de 2022, o BCE anunciou a intenção de eliminar gradualmente as medidas temporárias de flexibilização adotadas durante a crise pandémica, em 3 fases, entre julho de 2022 e março de 2024. A 8 de julho de 2022 ocorreu a reversão parcial da redução dos *haircuts* aplicados a todos os ativos de garantia, tendo a redução inicial de 20% sido ajustada para 10%. Adicionalmente, o BCE deixou de assegurar a elegibilidade dos ativos transacionáveis que cumpriam os requisitos mínimos de qualidade de crédito a 7 de abril de 2020, mas que durante o período pandémico sofreram deteriorações das suas notações de crédito. Relativamente ao limite de concentração das *pools* de ativos de garantia em instrumentos de dívida sem garantia emitidos por instituições de crédito (*uncovered bank bonds* – UBB) foi restaurado o limite de 10% que vigorava antes de abril de 2020. Finalmente, foi ainda eliminada a flexibilização temporária de determinados requisitos para a elegibilidade de direitos de crédito adicionais (ACC), nomeadamente relacionados com a frequência do reporte de informação detalhada dos empréstimos individuais ao repositório de dados designado pelo Eurosistema.

2. Por depósitos do setor público entende-se depósitos que não de política monetária, aceites pelo Eurosistema, de entidades públicas de um Estado-Membro da União Europeia ou de entidades públicas da União, exceto instituições de crédito públicas, conforme o estabelecido na Orientação BCE/2019/7 e na Decisão BCE/2019/31.

### Caixa 1 • Incorporação de considerações climáticas no quadro de implementação da política monetária

As alterações climáticas constituem um desafio global e, ainda que o Eurosistema não tenha a responsabilidade primária de promover a transição para uma economia mais verde, reconhece a necessidade de, no âmbito do seu mandato, incorporar considerações climáticas no enquadramento de política monetária. De facto, as alterações climáticas e a transição para uma economia mais sustentável afetam as perspetivas de estabilidade de preços através do seu impacto:

- i) em indicadores macroeconómicos, nomeadamente inflação, produto, emprego, taxas de juro, investimento e produtividade;
- ii) na estabilidade financeira; e
- iii) na transmissão da política monetária.

Adicionalmente, afetam o valor e o perfil de risco dos ativos no balanço do Eurosistema, podendo levar a uma acumulação indesejável de riscos financeiros relacionados.

As reflexões sobre as alterações climáticas e a sustentabilidade ambiental tiveram, assim, uma importância central na revisão da estratégia de política monetária conduzida pelo Eurosistema entre 2020 e 2021. A 8 de julho de 2021, o Conselho do BCE comunicou a decisão de avançar com um plano de ação abrangente com vista a incorporar de forma mais sistemática as preocupações climáticas na política monetária<sup>3</sup>. O plano de ação estabelecido compreende diversas vertentes, desde a melhoria da modelização macroeconómica e da capacidade de análise e avaliação de riscos relacionados com as alterações climáticas para a política monetária, à disponibilização de indicadores estatísticos e de requisitos de divulgação de informação, bem como a consideração de riscos climáticos no quadro de ativos de garantia e nas compras de ativos do setor empresarial.

Por forma a endereçar o plano de ação, foram estabelecidas diversas linhas de trabalho, as quais desenvolveram propostas concretas que viriam a ser aprovadas pelo Conselho do BCE a 4 de julho de 2022<sup>4</sup>, de entre as quais se destacam:

- Descarbonização dos portefólios de títulos do setor empresarial no balanço do Eurosistema com vista ao seu alinhamento com o Acordo de Paris: foi decidido privilegiar emitentes com melhor desempenho climático nos reinvestimentos futuros no âmbito do programa de compras de títulos do setor empresarial, aumentando, assim, a percentagem destes ativos no balanço do Eurosistema. Por esta via, espera-se uma redução da exposição do Eurosistema ao risco financeiro proveniente de alterações climáticas, o que introduz incentivos adicionais para que os emitentes melhorem a divulgação de informação e reduzam as suas emissões de carbono.

Esta medida foi implementada em outubro de 2022, sendo acompanhada por divulgação pública anual por parte do BCE da dimensão climática inerente ao CSPP e ao PEPP<sup>5</sup>. Os primeiros dados publicados indicam que, embora os portefólios de títulos do setor empresarial tenham aumentado cerca de 114%, desde o início de 2020 até julho de 2022, em consequência das medidas adotadas pelo Eurosistema em resposta à pandemia de COVID-19, as respetivas emissões de carbono apenas aumentaram cerca de 89%. Conclui-se, ainda, que a crise pandémica veio condicionar a trajetória decrescente das emissões de carbono associadas aos emitentes de títulos do setor empresarial que se vinha a desenhar desde 2018. Ainda assim, a estratégia de orientação do plano de reinvestimentos para emitentes com melhor desempenho climático

3. [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708\\_1-f104919225.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1-f104919225.en.html).

4. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220704-4f48a72462.en.html>.

5. [Climate-related financial disclosures of the Eurosystem's corporate sector holdings for monetary policy purposes \(europa.eu\)](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220704-4f48a72462.en.html).

já produziu efeitos, com uma redução significativa, em mais de 65%, da intensidade carbónica dos reinvestimentos ao abrigo do CSPP e do PEPP no quarto trimestre de 2022, em comparação com os primeiros nove meses do ano.

- Introdução de limites à concentração de instrumentos de dívida emitidos por entidades consideradas muito poluentes na *pool* de ativos de garantia: foi aprovada a aplicação de uma restrição à mobilização, como ativos de garantia, de instrumentos de dívida transacionáveis emitidos por sociedades não financeiras consideradas muito poluentes. Esta medida deverá ser implementada até ao final de 2024 e poderá ser estendida a outras classes de ativos conforme a qualidade dos dados climáticos for melhorando.
- Incorporação da dimensão de risco climático nas próximas revisões regulares do quadro de controlo de risco: os riscos relacionados com as alterações climáticas serão considerados nas revisões das margens de avaliação aplicadas às obrigações de empresas utilizadas como garantia em operações de política monetária.
- Requisitos de divulgação de informação sobre emissões de carbono de emittentes não-financeiros: nesta vertente foi estabelecido que, como garantia das suas operações de crédito, o Eurosistema só aceitará ativos transacionáveis e direitos de crédito de empresas que cumpram com a diretiva relativa à comunicação de informações sobre a sustentabilidade das empresas (*Corporate Sustainability Reporting Directive* – CSRD). Espera-se que este requisito seja aplicado a partir de 2026, ou logo que a referida diretiva entre em vigor, a todas as empresas abrangidas pela mesma.
- Análise e gestão de risco: O BCE decidiu ainda promover, em estreita ligação com as autoridades competentes, a incorporação, de forma mais transparente, de riscos climáticos nas notações atribuídas pelas agências de *rating*, pretendendo, também, que estas entidades divulguem informação sobre riscos climáticos de forma mais exaustiva. Adicionalmente, foram estabelecidos requisitos mínimos para a inclusão de riscos climáticos nos *ratings* produzidos pelos sistemas internos de notação de crédito dos BCN, medida que entrará em vigor no final de 2024.
- Publicação de indicadores estatísticos relacionados com o clima: Em janeiro de 2023 o BCE procedeu à publicação de um primeiro conjunto de indicadores estatísticos para melhor avaliar o impacto dos riscos relacionados com o clima no setor financeiro e monitorizar a transição para uma economia sustentável. Ainda que sejam indicadores experimentais e/ou analíticos, esperando-se melhorias em termos de metodologias e dados, constituem, desde já, um bom ponto de partida para uma discussão entre as várias partes interessadas. De acordo com os primeiros dados, há evidência de um aumento das emissões de títulos considerados verdes ou sustentáveis.

As medidas decididas pelo Conselho do BCE são, assim, o reflexo do comprometimento do Eurosistema em salvaguardar a prossecução do seu mandato, protegendo o balanço de riscos financeiros relacionados com as alterações climáticas, assim como de promover a transparência no mercado e apoiar as políticas europeias que visam a transição para uma economia mais ecológica.

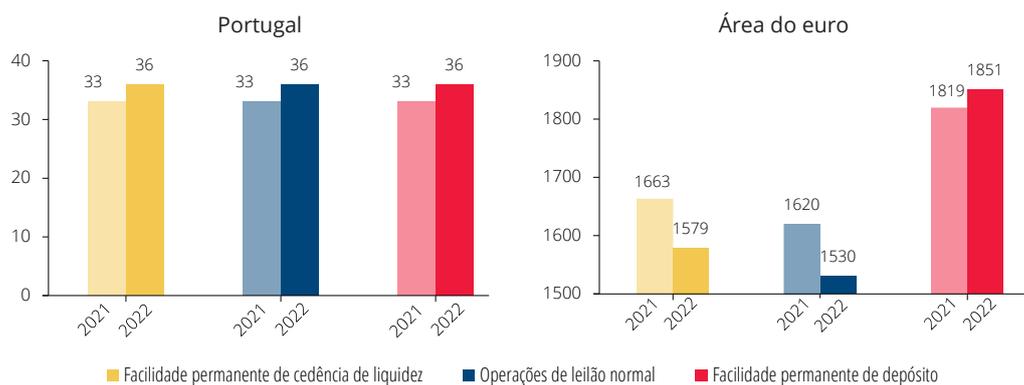
### 3 Contrapartes de política monetária

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)<sup>6</sup>, operacional (acesso a sistemas de informação) e de tipologia (sujeição ao regime de reservas mínimas)<sup>7</sup>.

No final de 2022, existiam 36 contrapartes elegíveis em Portugal, mais três do que no final de 2021, que representavam cerca de 2,4% do total das contrapartes do Eurosistema (Gráfico 3.1). As contrapartes residentes em Portugal têm acesso a todos os tipos de operações de política monetária. Esta situação é diversa no conjunto da área do euro, em que o acesso pode diferir por tipo de operação. Neste caso, algumas contrapartes apenas acedem à facilidade permanente de depósito, padrão que se acentuou em 2022 possivelmente em resultado do regresso a taxas de juro positivas e consequente maior atratividade deste instrumento de política monetária<sup>8</sup>.

**Gráfico 3.1 • Número de contrapartes elegíveis por instrumento de política monetária | Em unidades**



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

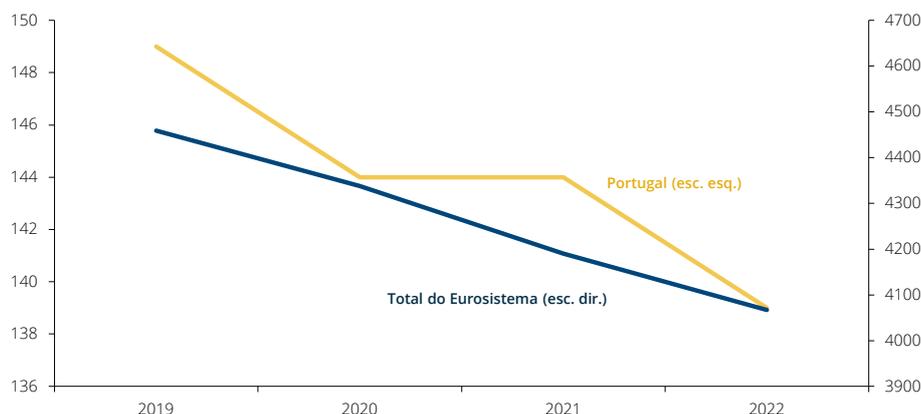
6. É exigível o cumprimento dos requisitos de capital de Pilar I, ou seja: CET 1  $\geq$  4,5%, Tier 1  $\geq$  6%, Total capital ratio  $\geq$  8% e LR  $\geq$  3%.

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

8. Uma vez que as reservas excedentárias no Eurosistema não têm remuneração positiva, o recurso à facilidade de depósito, acessível apenas às contrapartes de política monetária, torna-se particularmente atrativo num contexto de taxas de juro positivas. Para mais informação consultar a secção 4.2. sobre facilidades permanentes.

São contrapartes de política monetária 26% das instituições de crédito portuguesas, de um total de 139 instituições (Gráfico 3.2). Na área do euro, entre 38% e 46% das instituições de crédito têm acesso às diferentes operações de política monetária. No fim de 2022 existiam 4067 instituições de crédito na área do euro, menos 123 do que no fim de 2021.

**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).

No final de 2022, o valor obtido pelas contrapartes portuguesas junto do Banco de Portugal nas operações de política monetária de cedência de liquidez atingia 16 mil milhões de euros, 38% do valor do ano anterior, quase exclusivamente em TLTRO III (Gráfico 4.1). Na mesma data, na área do euro, o valor das operações de política monetária de cedência de liquidez foi de 1324 mil milhões de euros, 61% do valor de 2021. Nos dois casos esta evolução é justificada pelos reembolsos antecipados de parte do montante vivo em TLTRO III e pelo vencimento de duas destas operações. O volume de reembolsos antecipados registado em 2022 foi influenciado pela alteração da orientação de política monetária, que levou o BCE a ajustar as taxas de juro das TLTRO III, tornando-as menos atrativas (Capítulo 2). As TLTRO continuam a ser a principal fonte de financiamento das instituições de crédito da área do euro junto do Eurosistema.

Por sua vez, o saldo da cedência de liquidez, deduzida a facilidade de depósito (Secção 4.2), tornou-se negativo, tanto em Portugal como na área do euro (em cerca de -27 e -2455 mil milhões de euros, respetivamente), em resultado do crescente recurso às operações de absorção de liquidez (facilidade de depósito), após a respetiva taxa de juro ter subido para terreno positivo, por contrapartida da redução do saldo de reservas excedentárias. Estes dois movimentos contribuíram para uma recomposição do excesso de liquidez do sistema bancário – definido como a soma

das reservas excedentárias com o saldo da facilidade de depósito – o qual passou a estar concentrado na facilidade de depósito (Secção 8.2). Recorde-se que no período em que a taxa de juro da facilidade de depósito foi negativa, a remuneração das reservas excedentárias era igual a esta na parte não coberta pelo regime de *tiering*. Com a subida da taxa da facilidade de depósito para valor positivo, a remuneração das reservas excedentárias das contrapartes passou a ser inferior (0%), estabelecendo-se um incentivo para que o excesso de liquidez fosse transferido para esta facilidade.

## Caixa 2 • A taxa da Facilidade Permanente de Depósito como principal taxa de política monetária

Tradicionalmente, o papel mais relevante na sinalização da orientação da política monetária do BCE às taxas de juro do mercado monetário e demais ativos financeiros era atribuído à taxa de juro praticada nas operações principais de refinanciamento (MRO). Esta taxa “central” é, no quadro operacional em vigor, complementada por duas taxas adicionais, praticadas nas facilidades permanentes, que se destinam a ceder (MLF), ou absorver (DF), liquidez de curto prazo (*overnight*) às contrapartes de política monetária, sinalizando a orientação geral da política monetária e limitando a flutuação das taxas de juro de curto prazo do mercado.

Para fazer face aos riscos de deflação e de fragmentação na área do euro, especialmente a partir de 2014, foram anunciadas, pelo Conselho do BCE, diversas medidas de política monetária de carácter não convencional para promover a convergência da inflação no sentido do objetivo de médio prazo, então definido como um valor “inferior, mas próximo de 2%”.

Entre as medidas adotadas desde 2014 podem enumerar-se: (i) a redução das taxas de juro oficiais (incluindo a diminuição para valores negativos da taxa da DF, entre junho de 2014 e julho de 2022), (ii) as compras de ativos a título definitivo (através da implementação de diversos programas específicos) e (iii) as operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (TLTRO, implementadas através de diversas séries). Para além de se terem reforçado entre si, as ações de política monetária implicaram uma expansão significativa do balanço do Eurosistema ao longo da última década (Gráfico C2.2).

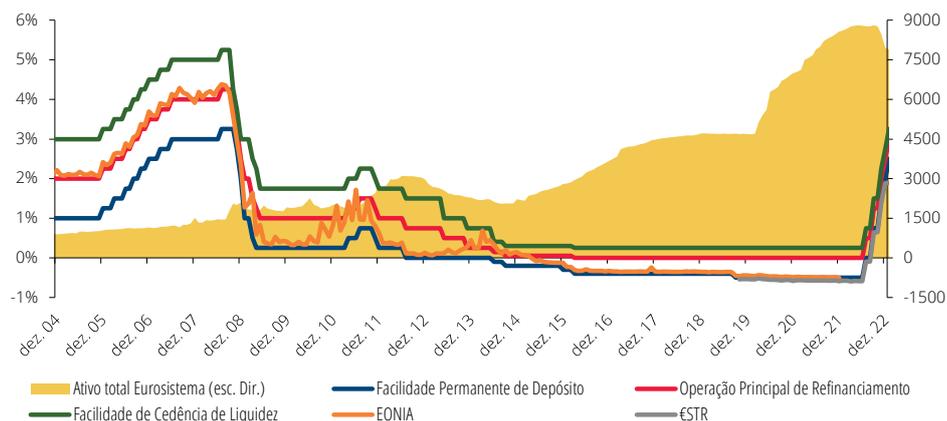
Gráfico C2.1 • Evolução da inflação | Em percentagem



Fonte: BCE.

Outra consequência visível da cedência de liquidez levada a cabo pelo Eurosistema, por via das operações de refinanciamento na modalidade *fixed rate full allotment* (FRFA) e através da compra de ativos para fins de política monetária, foi a expansão considerável do excesso de reservas. Em resultado, as taxas de juro de curto prazo do mercado monetário deixaram de se situar na vizinhança da taxa da MRO e aproximaram-se da taxa da facilidade permanente de depósito (Gráfico C2.2).

**Gráfico C2.2 • Evolução do balanço do Eurosistema, EONIA/€STR e taxas oficiais do BCE**  
| Em mil milhões de euros



Fonte: BCE.

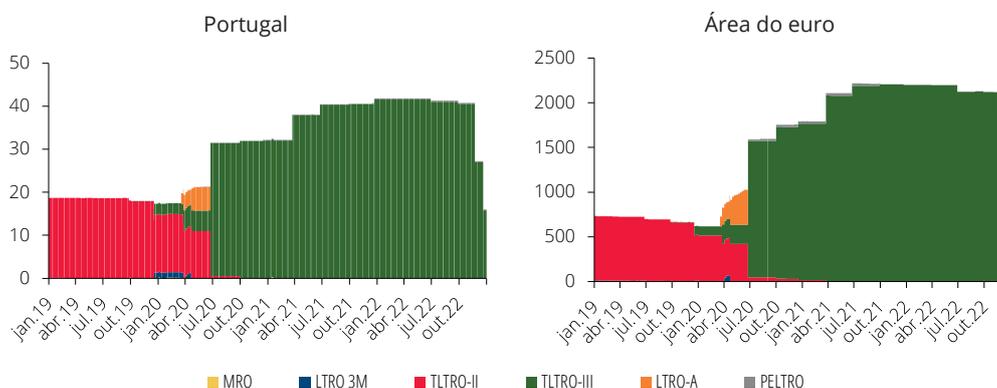
Por conseguinte, no que diz respeito à condução das taxas de juro de curto prazo, o Eurosistema tem vindo a operar desde meados de 2015, na prática, no que se convencionou designar por *floor system*. Neste sistema, a taxa da facilidade permanente de depósito desempenha o papel de âncora das taxas de juro do mercado monetário e, conseqüentemente, de sinalização da orientação da política monetária do BCE.

Dada a grande dimensão do balanço do Eurosistema, o início do processo de normalização da política monetária a partir de meados de 2022, e a concomitante redução da liquidez excedentária, não deverá influenciar, no imediato, o papel principal desempenhado pela taxa da facilidade permanente de depósito no que respeita à orientação da política monetária do BCE. Além disso, o processo de revisão em curso do quadro operacional, comunicado ao público em dezembro de 2022, poderá resultar em alterações que reforcem o papel atribuído a esta taxa de juro oficial.

## 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.

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

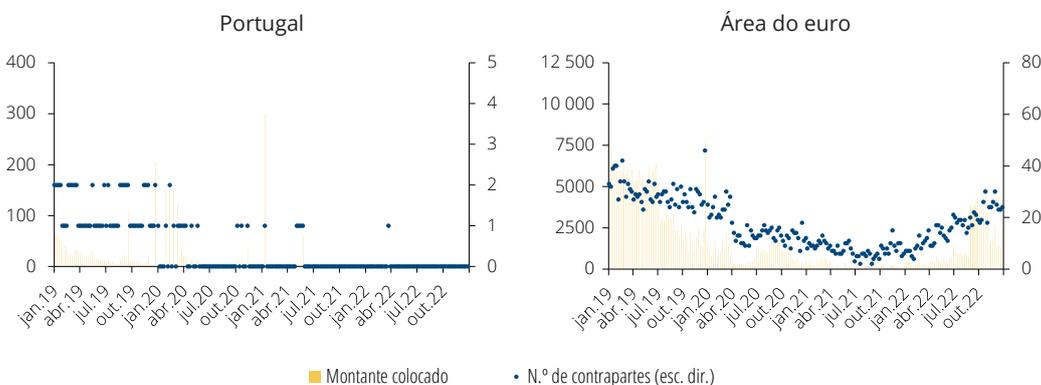


Fontes: BCE (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

Em 2022, o Conselho do BCE deu início ao ciclo de subidas das taxas de juro de referência, aumentando progressivamente de 0% para 2,50% as taxas que incidem sobre a operação principal de refinanciamento a 7 dias (na sigla inglesa, MRO – *main refinancing operation*) e a operação de refinanciamento de prazo alargado (LTRO) a 3 meses (cuja taxa de juro corresponde à média da MRO durante o período da operação), mantendo a aplicação do procedimento de leilão de taxa fixa com satisfação integral da procura.

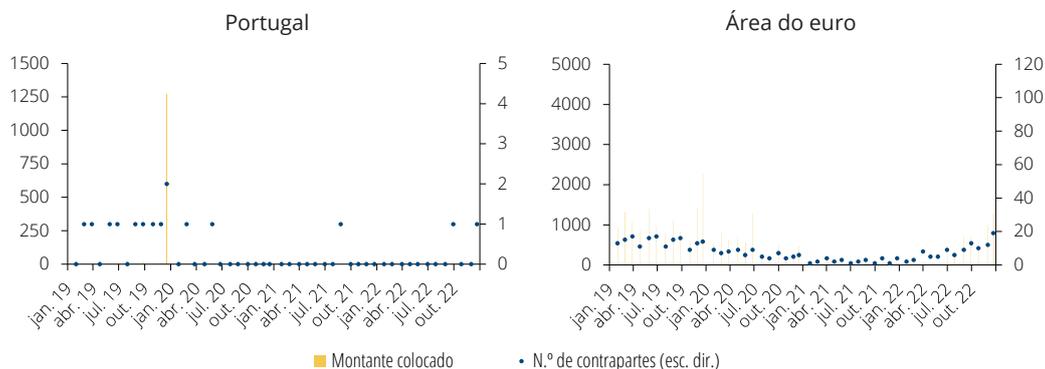
No Eurosistema, foi colocado um montante médio de 1376 milhões de euros (222 milhões de euros em 2021) nas MRO e de 411 milhões de euros na LTRO a 3 meses (28 milhões de euros em 2021). Nestas operações participaram, em média, 16 e 8 instituições, respetivamente (Gráficos 4.2 e 4.3). Em Portugal, as contrapartes participaram em apenas uma MRO, com colocação de 1 milhão de euros (5 MRO em 2021, com colocação média de 78 milhões de euros). Relativamente às LTRO a 3 meses, as contrapartes portuguesas participaram em dois leilões, com uma colocação média de 25 milhões de euros (uma LTRO em 2021, com o valor de 10 milhões de euros).

**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.

Na reunião do Conselho do BCE de outubro de 2022 foram ajustadas as condições de financiamento das TLTRO III, nomeadamente a taxa de juro aplicável a cada operação, cuja ponderação passou a incluir o nível médio das taxas de juro de referência prevalecente em mais um período, entre 23 de novembro de 2022 e até ao reembolso ou vencimento da respetiva operação<sup>9</sup>. Também se disponibilizaram três novas datas de reembolsos antecipados voluntários dos montantes cedidos: 23 de novembro de 2022, 25 de janeiro de 2023 e 22 de fevereiro de 2023.

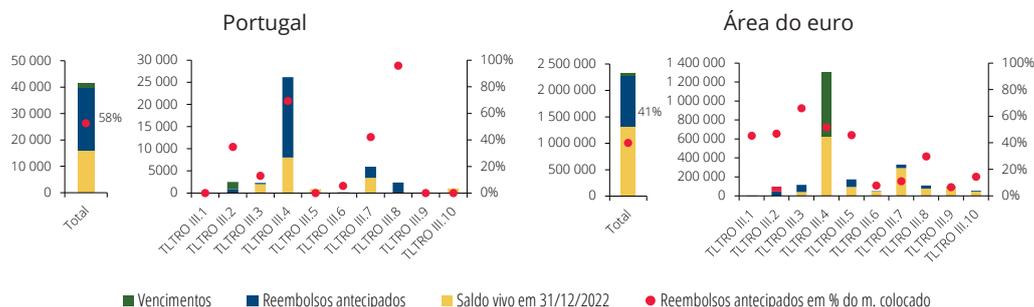
No final de 2022, o montante vivo em TLTRO III ascendia a 15,8 mil milhões de euros em Portugal (redução de 25,8 mil milhões de euros face ao final de 2021) e 1317,7 mil milhões de euros na área do euro (redução de 880,4 mil milhões de euros face ao final de 2021). Esta redução deveu-se principalmente aos reembolsos antecipados, uma vez que os montantes que se venceram correspondem apenas a cerca de 6% da diminuição observada tanto em Portugal como na área do euro (Quadro 4.1).

As TLTRO III.1 e TLTRO III.2 venceram-se em 28 de setembro e 21 de dezembro de 2022, respetivamente, no montante total de 1 milhão de euros e 1649 milhões de euros em Portugal, e 1857 milhões de euros e 51,9 mil milhões de euros na área do euro. Em Portugal, o montante colocado nestas operações representava 6,5% do conjunto das dez operações TLTRO III (na área do euro, estas operações correspondiam a 4,3% do total).

Durante 2022, as contrapartes portuguesas reembolsaram antecipadamente 58% do montante colocado nas TLTRO III (Gráfico 4.4). Na área do euro, 41% do montante colocado foi reembolsado. A maior parte dos reembolsos antecipados (96% do total de reembolsos em Portugal e 77% do total na área do euro) ocorreu em novembro, data adicional disponibilizada pelo BCE, e em dezembro.

9. A taxa de juro aplicável às TLTRO III seria equivalente ao nível médio da taxa das MRO ou da facilidade permanente de depósito, consoante o cumprimento dos objetivos de concessão de crédito fixados. Para mais detalhes, consultar: [Operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas \(TLTRO\)](#).

**Gráfico 4.4 • Saldo das TLTRO III no final de 2022, por operação | Em milhões de euros e em percentagem**



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

**Quadro 4.1 • Reembolso antecipado e vencimento da TLTRO III ao longo de 2022 | Em milhões de euros**

	Saldo a 31-12-2021	Março Reemb. anticip.	Junho Reemb. anticip.	Setembro Reemb. anticip.	Venc. TLTRO III.1	Novembro <sup>(a)</sup> Reemb. anticip.	Dezembro Reemb. anticip.	Venc. TLTRO III.2	Saldo a 31-12-2022 <sup>(b)</sup>
Portugal	41 587	0	500	500	1	13 580	9560	1649	15 797
Eurosistema	2 198 058	1795	74 043	6492	1857	296 294	447 485	51 906	1 317 639

Fontes: BCE (cálculos Banco de Portugal) e Banco de Portugal. | Notas: (a) Data de reembolso antecipado adicional introduzida em 27 de outubro de 2022; (b) O valor inclui reembolsos obrigatórios que ocorreram ao longo de 2022, no montante de cerca de 548 milhões de euros, ao nível do Eurosistema (zero euros em Portugal).

A maior parte das PELTRO conduzidas durante a crise pandémica (7 operações em 2020 e 4 operações em 2021) tinha-se vencido no final de 2022, existindo apenas uma operação viva, com vencimento em janeiro de 2023. No final de 2022, registavam um saldo de 200 milhões de euros em Portugal (250 milhões de euros em 2021) e de 1,1 mil milhões de euros na área do euro (3,4 mil milhões de euros em 2021).

### Caixa 3 • TLTRO: a flexibilidade do instrumento em resposta a diferentes contextos

As operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (TLTRO) foram concebidas num contexto de política monetária não convencional, tendo sido desenhadas para preservar condições de financiamento bancário favoráveis e reforçar o mecanismo de transmissão da política monetária, assegurando o financiamento de longo prazo do Eurosistema a instituições que concedem crédito à economia real. A taxa de juro a aplicar às instituições participantes depende da evolução do crédito concedido (crédito líquido elegível) a sociedades não financeiras e famílias, excluindo empréstimos à habitação, durante determinados períodos de referência. O primeiro conjunto de operações TLTRO foi anunciado em 2014, o segundo em 2016 e o terceiro em 2019.

A flexibilidade que apresentam é demonstrada pelas sucessivas calibrações que foram sendo introduzidas às suas condições, de forma a acomodar a orientação de política monetária vigente em cada momento. Em particular, as condições da terceira série de TLTRO foram ajustadas ao longo do tempo, nomeadamente para fazer face à deterioração das perspetivas económicas e das expectativas para a inflação em 2019, à crise pandémica e ao recente contexto de elevada inflação.

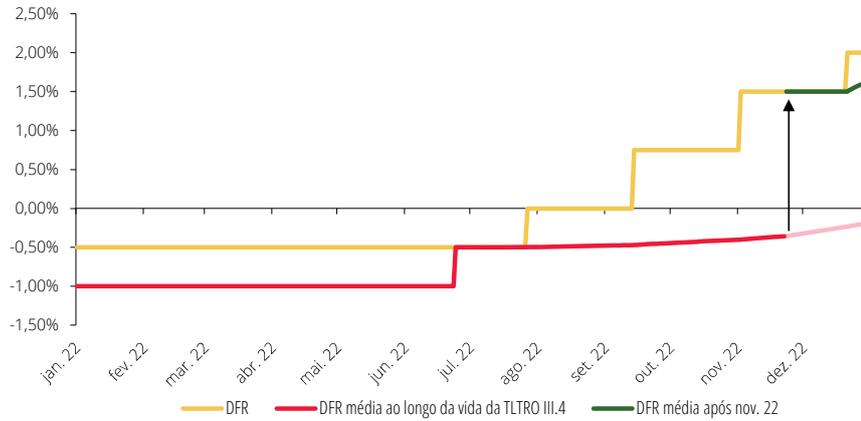
Em 2019, o BCE aumentou o benefício na taxa de juro aplicável a estas operações e estendeu o seu prazo de dois para três anos, de forma a acompanhar as demais decisões de política monetária acomodatória. Em 2020, as TLTRO III desempenharam um papel fundamental na proteção do objetivo de estabilidade de preços durante a fase inicial da pandemia, em que os riscos em torno da evolução da economia e da inflação se tornaram fortemente descendentes. Neste período, o BCE estabeleceu condições mais favoráveis aos bancos, com vista a apoiar o acesso contínuo de empresas e famílias ao crédito bancário, face às disrupções e necessidades adicionais de liquidez associadas ao surto de COVID-19. Neste contexto, o BCE aumentou o limite máximo de financiamento aos bancos e a bonificação atribuída em caso de cumprimento de determinados objetivos de concessão de crédito à economia. No início de 2021, as condições voltaram a ser alteradas de modo a reforçar os incentivos para as instituições de crédito continuarem a conceder o apoio necessário à economia.

Apesar das TLTRO terem inicialmente contribuído para reforçar o carácter acomodatório da política monetária, em 2022 tornou-se evidente que seria necessário ajustar o instrumento ao atual contexto de normalização da política monetária. Para assegurar consistência com o aumento das taxas de juro diretas e reforçar a sua transmissão às condições de financiamento bancário, o Eurosistema alterou as taxas de juro aplicáveis a estas operações e introduziu novas datas de reembolso antecipado. A fórmula de cálculo da taxa de juro passou a incluir mais um período de ponderação do nível médio das taxas de juro oficiais, com início a 23 de novembro de 2022 e até ao vencimento ou reembolso antecipado de cada operação. Os incentivos à manutenção dos montantes vivos nas TLTRO III diminuiram, face às condições de financiamento anteriores. Ainda assim, até ao momento, os bancos portugueses que apresentaram propostas de reembolso total ou parcial destas operações continuaram a beneficiar da aplicação de taxas de juro finais negativas.

O gráfico C3.1 apresenta os parâmetros de cálculo da taxa de juro da TLTRO III.4, selecionada a título exemplificativo, antes e após a recalibração das condições gerais da TLTRO III. Por simplificação assumiu-se que os participantes nesta operação teriam acesso à taxa mais favorável, ou seja, à média da taxa da facilidade permanente de depósito e a uma dedução de 50 pontos base no período entre 24 de junho de 2020 e 23 de junho de 2022. Antes da recalibração, a taxa de juro da TLTRO III encontrava-se indexada à média da DFR entre o momento da sua liquidação e o seu vencimento (série “DFR média ao longo da vida da TLTRO III.4”). Os aumentos da DFR que ocorreram em julho, setembro e novembro tiveram um impacto reduzido nesta média, que aumentou apenas ligeiramente. Após a recalibração das condições da TLTRO III, em 23 de novembro, a taxa de juro passou a estar indexada à média da DFR a partir desta data (série “DFR média após 22 nov.”), espelhando melhor o aumento cumulativo da DFR em 2022.

A recalibração contribuiu assim para o processo de normalização da política monetária, ao reforçar a transmissão das taxas de juro oficiais às condições de financiamento bancário e ao eliminar obstáculos ao reembolso antecipado da TLTRO III, o que conduziu a uma redução do balanço do Eurosistema.

**Gráfico C3.1 • Parâmetros de cálculo da taxa de juro da TLTRO III.4, antes e após recalibração | Em percentagem**



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

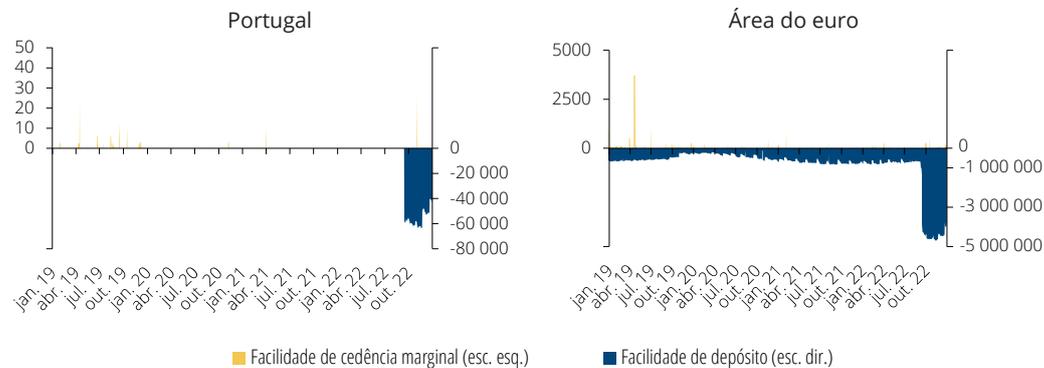
## 4.2 Facilidades permanentes

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 2022, o Eurosistema alterou gradualmente as taxas de juro destas operações para 2,00% e 2,75%, respetivamente.

Tendo em conta o retorno a taxas de juro positivas em 2022 e num contexto de elevado excesso de liquidez, o recurso à facilidade de depósito aumentou significativamente (Gráfico 4.5), sendo que no período com taxa da facilidade de depósito positiva, i.e. entre 14 de setembro e o final do ano, a utilização média deste instrumento atingiu cerca de 56 mil milhões de euros. O aumento reflete a transferência, pelas contrapartes de política monetária, de um montante considerável de reservas excedentárias depositado nas suas contas de reserva para esta facilidade, de modo a tirar partido da sua remuneração positiva (Capítulo 6). Já a facilidade de cedência foi utilizada apenas uma vez.

Na área do euro, o recurso à facilidade de depósito registou um valor médio de 4447 mil milhões de euros entre 14 de setembro e o final do ano; no caso da facilidade de cedência, o montante médio foi de 22,7 milhões de euros.

**Gráfico 4.5 • 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

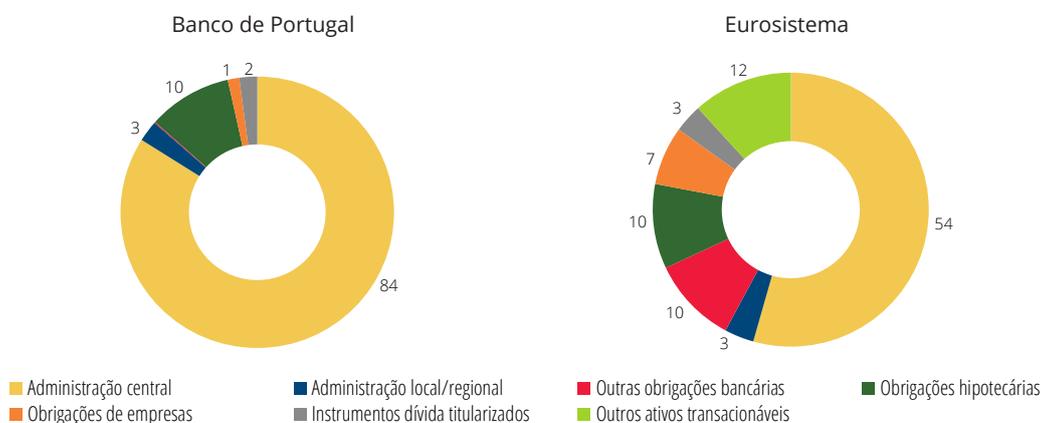
## 5.1 Ativos elegíveis

As operações de crédito do Eurosistema (operações de política monetária e crédito intradiário) têm de ser adequadamente garantidas de modo 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-estabelecidas<sup>10</sup>.

No final do ano de 2022, existiam 27 245 títulos na lista única de ativos elegíveis do Eurosistema. O Banco de Portugal é responsável pelo reporte de 107 destes ativos, na medida em que é da sua competência assegurar a avaliação de elegibilidade e a comunicação para esta lista dos títulos que são negociados em Portugal.

Em 2022, o Banco de Portugal enviou ao BCE 30 novos títulos e efetuou 913 atualizações relativas a ativos constantes da lista.

**Gráfico 5.1 • Distribuição, por categoria de ativo, dos títulos elegíveis no final de 2022 | 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 2022.

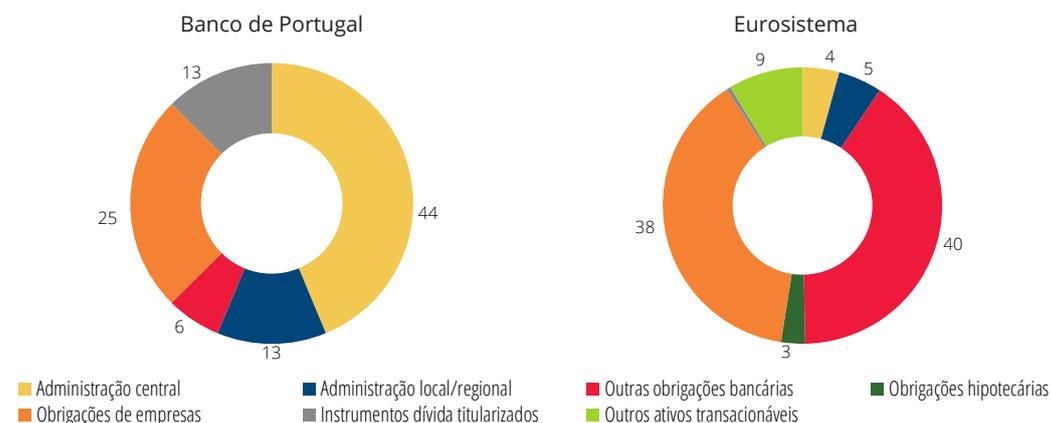
Nos últimos anos, não se têm observado alterações significativas na distribuição de títulos elegíveis por categoria de ativo nos títulos avaliados pelo Banco de Portugal, nem nos que são avaliados pelos restantes BCN (Gráfico 5.1).

No que respeita aos títulos elegíveis reportados pelo Banco de Portugal, destacam-se os títulos emitidos por Administrações Centrais enquanto categoria com maior representatividade (84%). As obrigações hipotecárias ocupam o segundo lugar, com 10% do total.

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

Ao nível do Eurosistema, mantém-se a menor concentração na distribuição por categoria de ativo. As principais categorias de ativos elegíveis corresponderam aos títulos emitidos pelas Administrações Centrais (54%), outros ativos transacionáveis emitidos por instituições supranacionais, agências que não instituições de crédito e instituições financeiras (12%), obrigações hipotecárias (10%) e outras obrigações bancárias (10%).

**Gráfico 5.2 • Número de novas emissões de ativos elegíveis 2022 | Em percentagem**



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

Durante o ano de 2022 verificou-se um aumento significativo do número de emissões de ativos elegíveis (Gráfico 5.2), registaram-se mais 6022 emissões do que no ano anterior, perfazendo um total de 23 007 novos ativos. No Eurosistema, as novas emissões foram essencialmente de obrigações bancárias (40%) e obrigações de empresas (38%).

Em Portugal, foram emitidos 30 ativos que foram considerados elegíveis pelo Banco de Portugal, com um valor nominal total de 12 999 milhões de euros. Destacam-se os títulos de dívida pública (44%) e as obrigações de empresas (25%), à semelhança do que se verificou no ano anterior.

## 5.2 Utilização de ativos de garantia

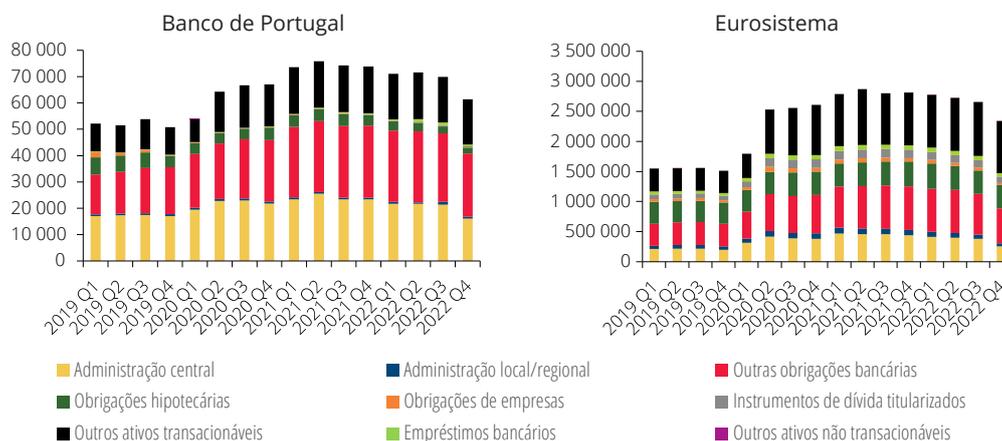
As contrapartes que pretendam aceder a operações de crédito do Eurosistema têm de estabelecer, previamente, uma garantia válida a favor do BCN do país no qual se encontram localizadas. Para tal, são criadas *pools* de ativos de garantia, sobre as quais é constituído penhor financeiro a favor desse BCN, sendo atribuída uma valorização adequada (preço de mercado ou teórico) e aplicadas as correspondentes medidas de controlo de risco (*haircuts*)<sup>11</sup>.

Em 2022, observou-se uma redução do valor das *pools* de ativos de garantia tanto das contrapartes portuguesas como na globalidade do Eurosistema. Esta variação foi particularmente notória no final do ano, ao acompanhar a diminuição do montante obtido pelas contrapartes nas operações de política monetária do Eurosistema (Capítulo 4).

11. 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.

No que respeita à globalidade do Eurosistema, o valor total<sup>12</sup> de ativos entregues para garantia das operações de crédito diminuiu 476 mil milhões de euros (-17%) entre o último trimestre de 2021 e o período homólogo de 2022. No final deste ano, a *pool* de ativos de garantia ascendia, assim, a 2340 mil milhões de euros.

**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 no final de cada trimestre.

Relativamente às contrapartes portuguesas, no final de 2022, o valor total de ativos de garantia mobilizados totalizava 61 mil milhões de euros, representando um decréscimo de 12 mil milhões de euros (-17%) face ao final de 2021.

Ao longo dos últimos anos, não se têm observado alterações significativas na composição das *pools* por categoria de ativo, nem em Portugal nem na área do euro. Em termos agregados, as categorias com maior representatividade nas *pools* das contrapartes do Eurosistema foram os empréstimos bancários (37%), as obrigações hipotecárias (25%) e os instrumentos de dívida titularizados (17%). Em Portugal, as obrigações hipotecárias (39%), os empréstimos bancários (28%) e os títulos emitidos pela administração central (26%) permaneceram as categorias de ativos mais utilizadas pelas contrapartes.

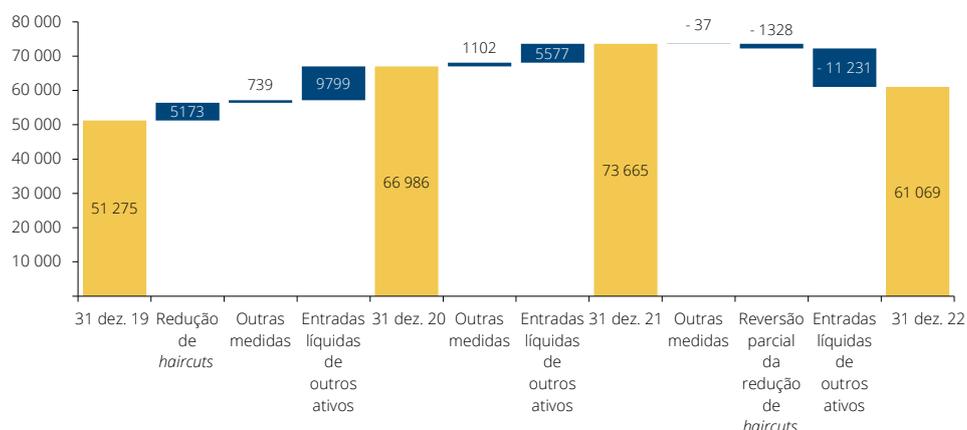
Em 2022, as medidas de flexibilização do quadro de ativos de garantia adotadas durante a pandemia continuaram a desempenhar um papel relevante para as contrapartes portuguesas.

No final do ano, o montante de ativos entregues em garantia associados a estas medidas (excluindo a redução de *haircuts*) totalizava 1065 milhões de euros, o que representa uma ligeira redução face ao final do ano anterior (-37 milhões de euros; -3,4%).

As medidas mais relevantes para as contrapartes portuguesas continuam a ser a aceitação da utilização do SIAC Estatístico do Banco de Portugal como fonte de avaliação de crédito de empréstimos bancários e a aceitação de títulos de dívida pública grega.

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

**Gráfico 5.4 • Decomposição da variação da *pool* de ativos de garantia em Portugal | Em milhões de euros**



Fonte: Banco de Portugal.

O ano de 2022 ficou ainda marcado pelo início da descontinuação gradual das medidas de flexibilização adotadas pelo Conselho do BCE durante a pandemia. Em julho de 2022, ocorreu a reversão parcial da redução de *haircuts*, que diminuiu as *pools* de ativos das contrapartes portuguesas em 1 328 milhões de euros, e a descontinuação da aceitação de papel comercial não cotado e não registado numa Central de Depósito de Títulos, que não teve implicações significativas (Gráfico 5.4).

## 6 Reservas mínimas e Sistema de Tiering

O regime de reservas mínimas constitui um instrumento de política monetária do BCE que tem como objetivos primordiais (i) a estabilização das taxas de juro do mercado monetário, em especial da taxa *overnight*, provendo as instituições de crédito de incentivos para colmatar os efeitos de flutuações temporárias de liquidez, e (ii) a criação ou o aumento do défice estrutural de liquidez, de modo a melhorar a eficiência do Eurosistema enquanto cedente de liquidez. Devido aos elevados níveis de excesso de liquidez que têm vindo a caracterizar o sistema bancário da área do euro desde 2012, estes objetivos perderam significado nos últimos anos.

As instituições de crédito sujeitas ao regime de reservas mínimas devem depositar um determinado montante, relacionado com um subconjunto de passivos do seu balanço, nas contas abertas junto dos BCN<sup>13</sup>. Em 2022, o ambiente de elevado excesso de liquidez do sistema bancário da área do euro continuou a contribuir para que as instituições de crédito conseguissem cumprir as suas reservas mínimas nos primeiros dias de cada período de manutenção.

A 27 de outubro de 2022, o Conselho do BCE anunciou a redução da remuneração das reservas mínimas, com efeitos a partir de 21 de dezembro, passando a aplicar a taxa da facilidade permanente de depósito, em vez da taxa das operações principais de refinanciamento, com o objetivo de aproximá-la das taxas praticadas no mercado monetário (Caixa 4 – A taxa da Facilidade Permanente de Depósito como principal taxa de política monetária).

13. Para mais informações sobre o regime de reservas mínimas consulte a [página do Banco de Portugal](#).

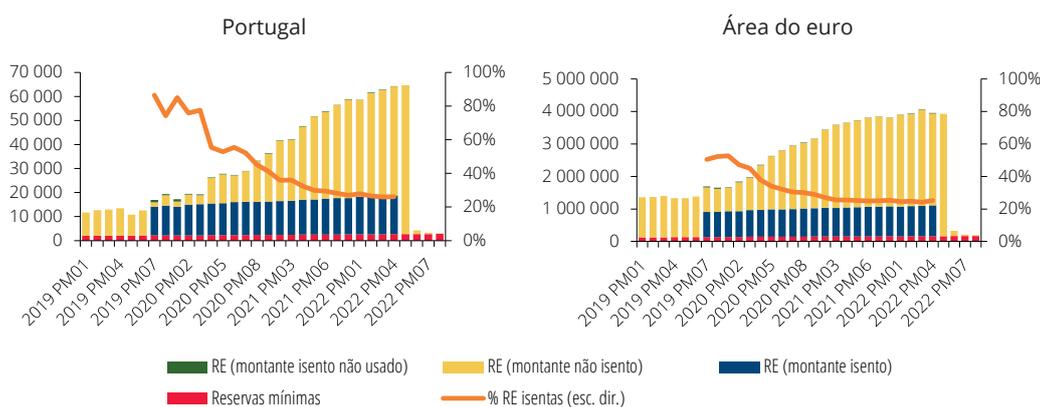
Os valores depositados acima do valor de reservas mínimas constituem as reservas excedentárias das instituições. Entre 2019 e 2022, as instituições beneficiaram de um sistema de dois níveis para a remuneração das reservas excedentárias (*tiering*)<sup>14</sup>, o qual isentava uma parte destas da remuneração negativa associada à facilidade permanente de depósito. Este sistema deixou de ser aplicável a 27 de julho de 2022, na sequência da decisão do Conselho do BCE de aumentar a taxa da facilidade permanente de depósito para 0%. A 8 de setembro de 2022, o Conselho do BCE decidiu formalmente suspender o sistema de *tiering*, ao definir o multiplicador em 0.

Em 2022, o montante requerido de reservas mínimas aumentou 234 milhões de euros (10% face a 2021) em Portugal e 10,4 mil milhões de euros (7% face a 2021) na área do euro. No final do ano, as reservas mínimas a cumprir atingiram o valor máximo registado no ano, cerca de 2,8 mil milhões de euros em Portugal e 168 mil milhões de euros na área do euro, o que reflete uma tendência de crescimento dos passivos (e essencialmente dos depósitos dos particulares e empresas) dos bancos sujeitos ao regime.

Em Portugal, no último período de manutenção de 2022, os depósitos das instituições de crédito residentes ascenderam a 3 mil milhões de euros, dos quais 2,8 mil milhões de euros afetos ao cumprimento das reservas mínimas e 287 milhões de euros correspondentes a reservas excedentárias. A partir de setembro, após um novo aumento das taxas de juro diretoras da área do euro a maior parte dos montantes de reservas excedentárias passou a ser aplicada na facilidade permanente de depósito, a qual tem desde então uma remuneração positiva (Secção 4.2). Este comportamento explica a redução das reservas excedentárias a partir do sexto período de manutenção (Gráfico 6.1).

No quarto período de manutenção de 2022, o último com o sistema de dois níveis *de facto* em vigor, as instituições de crédito da área do euro utilizaram 99% do limite de isenção disponível, enquanto o montante de reservas excedentárias não isentas ascendeu a 45,4 mil milhões de euros (aumentando 11% face ao último período de manutenção de 2021) e o montante de isenção por utilizar a 147 milhões de euros. Em Portugal, 73% das instituições de crédito residentes apresentava reservas excedentárias em valor igual ou superior ao seu limite de isenção, usufruindo assim do sistema de *tiering* na sua plenitude.

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



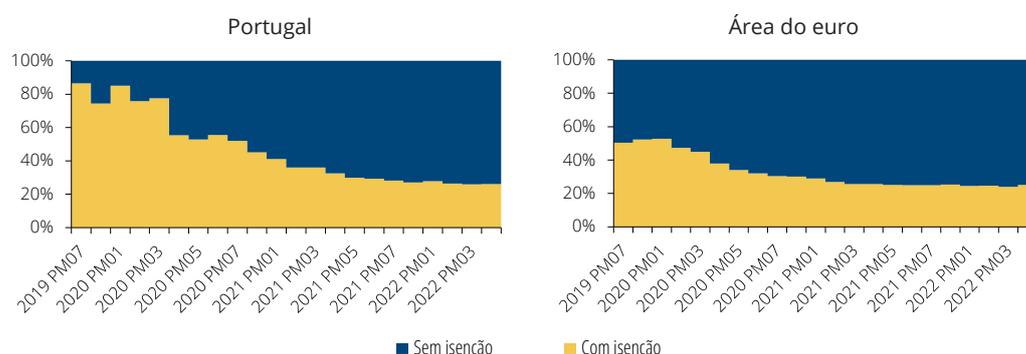
Fontes: BCE (cálculos do Banco de Portugal) e Banco de Portugal (BPstat). | Nota: As reservas excedentárias (RE) são calculadas através da diferença entre o saldo médio das contas de depósito junto do Eurosistema, durante o período de manutenção de reservas mínimas, e o valor das reservas mínimas. As RE (montante isento não usado) são apresentadas sempre que a diferença entre a isenção disponível (seis vezes o valor das reservas mínimas) e o total de RE por IC é positiva.

14. As reservas excedentárias eram remuneradas à taxa de 0% até um determinado limite (seis vezes o valor de reservas mínimas), e à taxa negativa da facilidade permanente de depósito, no montante que excedia esse limite. Para mais informações sobre o sistema de *tiering* consulte a [página do Banco de Portugal](#).

No último período de manutenção de 2022, os depósitos das instituições de crédito da área do euro ascenderam a 195 mil milhões de euros, dos quais 168 mil milhões de euros afetos ao cumprimento das reservas mínimas e 27 mil milhões de euros correspondentes a reservas excedentárias.

A proporção dos montantes isentos da taxa de juro negativa face ao total das reservas excedentárias, até ao último período de manutenção com o sistema de *tiering* em vigor, manteve-se relativamente estável ao longo de 2022. Em Portugal, no quarto período de manutenção de 2022, 26% das reservas excedentárias beneficiaram desta isenção (face a 27% no último período de manutenção de 2021). 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.

Até à descontinuação do sistema de *tiering*, a remuneração média das reservas excedentárias das instituições de crédito residentes em Portugal manteve-se relativamente estável face ao ano anterior, fixando-se em -0,37% no quarto período de manutenção de 2022 (face a -0,36% no último período de manutenção de 2021 e a -0,07% logo após a introdução do sistema de *tiering*). A partir do quinto período de manutenção de 2022, as reservas excedentárias passaram a ser remuneradas a 0%.

Durante o período de aplicação do sistema de *tiering*, os custos de reservas excedentárias das instituições de crédito portuguesas diminuíram em 195,7 M€ ou 38%, face ao cenário de não implementação deste sistema. No conjunto da área do euro, este montante correspondeu a 12 068 M€ (-30%).

## 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, sobretudo durante o período de inflação persistentemente baixa, e também no suporte ao adequado funcionamento do mecanismo de transmissão monetária, em particular durante a crise pandémica<sup>15</sup>.

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.

15. Para mais informações sobre os programas de compras consulte a página do Banco de Portugal (Programas de compra de ativos do Eurosistema | Banco de Portugal (bportugal.pt) e Medidas associadas à pandemia de COVID-19 | Banco de Portugal (bportugal.pt))

No âmbito do processo de normalização da política monetária, a par com a remoção gradual de algumas medidas não convencionais, as compras líquidas no PEPP foram descontinuadas a partir de abril de 2022, mantendo-se a intenção de reinvestir os montantes vincendos até pelo menos o fim de 2024. Os reinvestimentos do PEPP mantiveram a flexibilidade, podendo, a qualquer momento, ser ajustados, por classes de ativos e entre jurisdições, para responder a episódios de fragmentação de mercado relacionados com a pandemia.

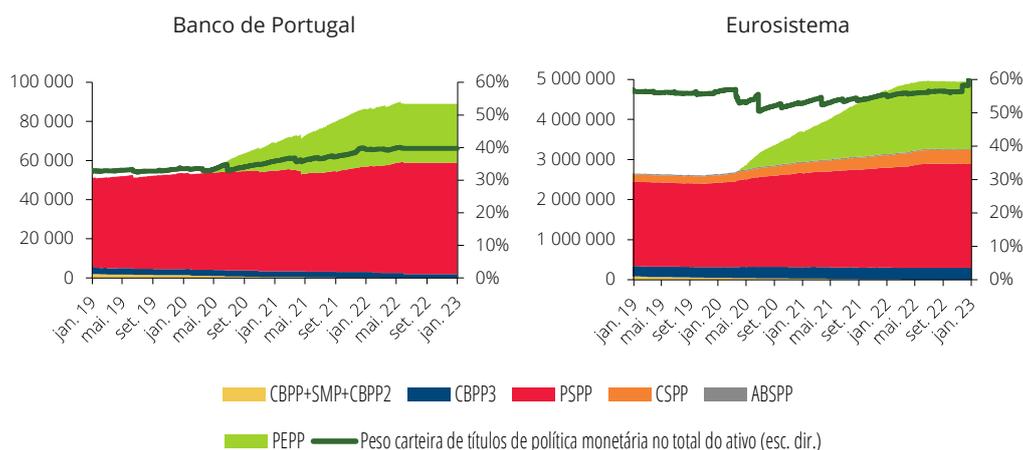
O montante mensal de compras líquidas no âmbito do APP aumentou temporariamente em abril e maio para 40 e 30 mil milhões de euros, respetivamente, regressando em junho ao ritmo anterior de 20 mil milhões de euros por mês, e cessando as compras líquidas a partir de julho, mantendo-se, no entanto, o reinvestimento da totalidade dos montantes vincendos. Em dezembro, o Conselho do BCE reviu esta orientação e comunicou que a partir de março de 2023 os reinvestimentos passariam a ser parciais, com uma redução média de 15 mil milhões de euros por mês até ao final do 2.º trimestre de 2023 e que o seu ritmo subsequente seria determinado com o tempo.

Ainda em 2022, o Conselho do BCE anunciou em julho a criação de um novo instrumento, o TPI (Capítulo 2 e Caixa 3), para suportar a transmissão da política monetária única nos vários países da área do euro.

O Banco de Portugal 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 2022, o montante total de títulos adquiridos para fins de política monetária registados no balanço do Banco de Portugal representava cerca de 86 mil milhões de euros, dos quais 84,3 mil milhões de euros correspondiam a títulos de dívida pública e supranacional e 1,7 mil milhões de euros a títulos de dívida privada (Gráfico 7.1).

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



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

## 7.1 Compras de títulos do setor público

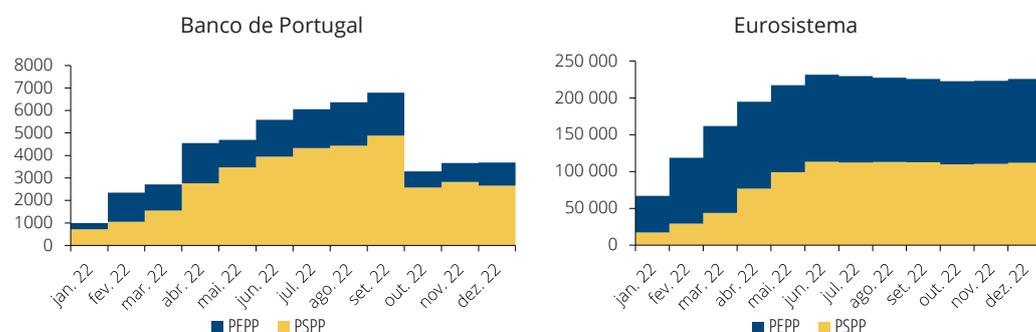
As compras de títulos do setor público dos países da área do euro, tanto para o PSPP (a componente pública do APP) como para o PEPP, são executadas de forma descentralizada, pelo BCE e pelos BCN. Enquanto o BCE compra dívida pública das várias jurisdições, os BCN compram dívida pública da sua própria jurisdição e, complementarmente, 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, as compras não são contabilizadas na detenção consolidada de títulos do Eurosistema e para cumprimento dos limites acima referidos.

Em 2022, o Eurosistema adquiriu, em termos agregados, 225,6 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 Eurosistema ascendeu a 3,7 mil milhões de euros, dos quais 2,7 mil milhões de euros no âmbito do PSPP e 1,0 mil milhões de euros no âmbito do PEPP.

A redução das compras líquidas acumuladas de títulos de dívida pública portuguesa em outubro de 2022, quer no PSPP quer no PEPP, resultou do vencimento de um título detido em carteira. Tendo em conta que os montantes que se vencem são reinvestidos de forma suavizada ao longo do ano, a evolução das compras líquidas pode não ser linear e registar valores negativos em alguns meses, como ocorreu em outubro bem como em anos anteriores. A distribuição dos reinvestimentos ao longo do ano permite ao Eurosistema manter uma presença regular em todas as jurisdições e salvaguardar a neutralidade da implementação da política monetária no funcionamento dos mercados.

**Gráfico 7.2 • Aquisições mensais líquidas acumuladas de títulos de dívida pública portuguesa pelo Banco de Portugal e pelo BCE 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.

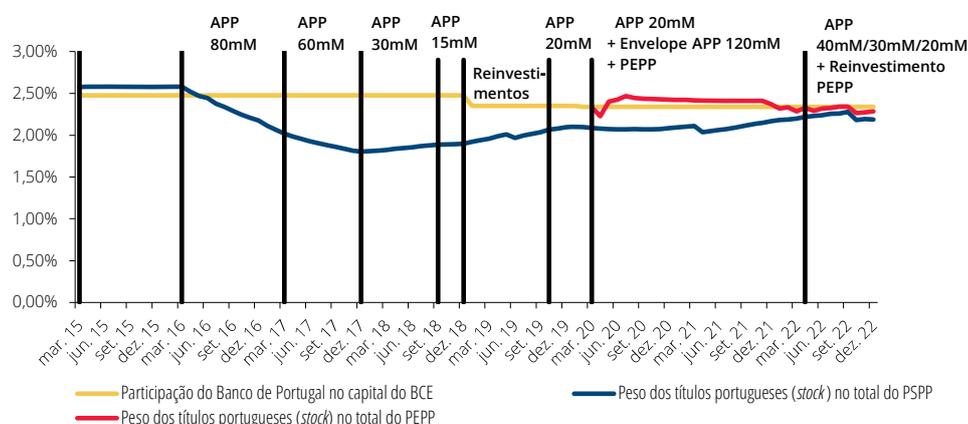
A proporção de compras de dívida pública de uma jurisdição face ao total das compras do Eurosistema é calculada em função da chave de capital<sup>16</sup> do respetivo BCN no capital subscrito do BCE que, no caso do Banco de Portugal, correspondia a 2,34% no final de 2022. No entanto, no PEPP, essa orientação possui um carácter flexível permitindo maior flutuação na distribuição dos fluxos de compras ao longo do tempo.

16. 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.

No final de 2022, a proporção acumulada das compras líquidas de títulos públicos portugueses pelo Eurosistema no PSPP cifrou-se em 2,2%, em linha com o valor registado no ano anterior e abaixo da referida chave de capital (Gráfico 7.3). As reduções pontuais ocorridas em junho de 2019, abril de 2021 e outubro de 2022 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.

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 reduziu-se para 2,3%, relativamente ao final do ano anterior, situando-se abaixo da referida chave de capital (Gráfico 7.3).

**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.

Em 2022, o Banco de Portugal adquiriu 3,1 mil milhões de euros de títulos de dívida pública portuguesa, dos quais 2,4 mil milhões ao abrigo do PSPP e 0,7 mil milhões no âmbito do PEPP (Quadro 7.2). Estes valores são líquidos dos montantes vencidos em carteira.

**Quadro 7.2 • Compras líquidas anuais de títulos de dívida pública portuguesa no PSPP e no PEPP pelo Banco de Portugal | Em milhões de euros**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
PSPP	10 175	11 472	4 763	5 211	4 384	4 162	4 774	2 420
PEPP	-	-	-	-	-	14 347	15 497	0,729
<b>Total</b>						18 510	20 271	3 146

O Banco de Portugal efetuou 1447 transações de títulos do setor público ao longo do ano, com 25 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 definidos pelo 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). Tendo em conta os objetivos de compras líquidas mensais, estas operações de venda de títulos foram, sempre que possível, compensadas por compras adicionais de títulos no próprio mês<sup>17</sup>.

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 6,8<sup>18</sup> 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

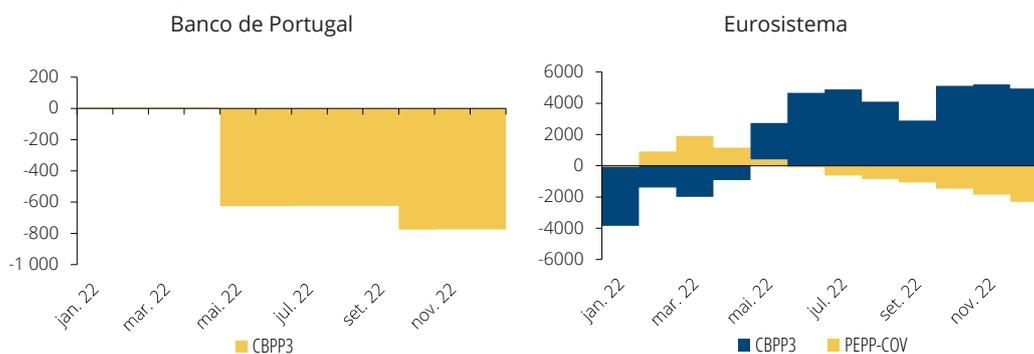
Em 2022 o Eurosistema realizou compras líquidas de obrigações hipotecárias no montante de 4,9 mil milhões de euros para o CBPP3 e de valor nulo no PEPP<sup>19</sup> (Gráfico 7.4). No final do ano, 39% da carteira do CBPP3 dizia respeito a obrigações hipotecárias adquiridas em mercado primário, enquanto no PEPP essa proporção se fixava em 21%.

O Banco de Portugal efetuou compras brutas de obrigações hipotecárias portuguesas, exclusivamente para o CBPP3, no montante de 28 milhões de euros, num total de 16 operações. Estes números são inferiores aos do ano anterior tendo em conta a ausência de novas emissões elegíveis e a reduzida liquidez dos títulos negociados no mercado português. Em termos líquidos, as compras foram negativas em 775 milhões de euros devido ao efeito dominante dos vencimentos em 2022 (Gráfico 7.4).

No final de 2022, a proporção acumulada de obrigações hipotecárias portuguesas na carteira do CBPP3 era inferior a 1%, no entanto, 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 pelo Banco BPI e pelo Banco Santander Totta.

**Gráfico 7.4 • Aquisições mensais líquidas acumuladas de obrigações hipotecárias pelo Banco de Portugal e Eurosistema<sup>20</sup> | Em milhões de euros**



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

17. Para mais informações consulte as [FAQ do PSPP](#) na página do BCE.

18. Valor referente a novembro de 2022.

19. 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 2021 a novembro 2022.

20. As oscilações no gráfico "Eurosistema" são justificadas pelo padrão irregular dos vencimentos ao longo do ano.

## 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 BCN<sup>21</sup> que atuam em representação do Eurosistema. Em 2022, as compras líquidas para o CSPP ascenderam a 35,8 mil milhões de euros. No caso do PEPP, o Eurosistema adquiriu, até novembro de 2022, 2,4 mil milhões de euros. A componente de obrigações empresariais contou com um contributo positivo de 4,3 mil milhões de euros, enquanto a componente de papel comercial teve um contributo negativo de 1,9 mil milhões de euros, devido aos montantes vencidos terem sido superiores às 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 2022, a proporção acumulada de dívida empresarial emitida por instituições portuguesas na carteira do CSPP era inferior a 1%, no entanto, 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 e Metropolitano de Lisboa. Em termos agregados, 24% da carteira do CSPP dizia respeito a compras em mercado primário. No PEPP, essa proporção correspondia a 35% da carteira deste tipo de títulos.

As compras de dívida titularizada são também realizadas por um conjunto restrito de seis BCN<sup>22</sup>. Em 2022 as compras realizadas pelo Eurosistema, deduzidas dos vencimentos dos títulos em carteira, registaram um valor negativo de 5,4 mil milhões de euros no ABSPP, devido ao efeito dominante dos vencimentos ocorridos no ano. No final do ano, 81% da carteira do ABSPP dizia respeito a compras em mercado primário.

Em 2022, houve duas emissões de ativos elegíveis por originadores residentes em Portugal, aumentando desta forma a oferta no mercado nacional e contribuindo para que a proporção acumulada de dívida titularizada originada por instituições residentes em Portugal detida pelo Eurosistema aumentasse para 3% no final do ano, em linha com a proporção que o mercado português representa no total do universo elegível do ABSPP.

Em 2022, à semelhança dos anos anteriores, não foram realizadas compras de dívida titularizada ao abrigo do PEPP.

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

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

## Caixa 4 • Instrumento de Proteção da Transmissão (TPI)

### O que é?

O Instrumento de Proteção da Transmissão (TPI, na sigla inglesa) faz parte desde 2022 do conjunto de ferramentas ao dispor do Eurosistema no âmbito da política monetária, e tem como objetivo assegurar que a orientação da política monetária é transmitida de forma uniforme a todos os países da área do euro. Consiste na compra, em mercado secundário, de ativos de dívida pública de determinadas jurisdições, com a intenção de contrariar dinâmicas de mercado injustificadas, desordenadas e passíveis de representar uma ameaça grave para a transmissão da política monetária na área do euro.

O universo de ativos passíveis de serem comprados é composto por todos os títulos de dívida pública transacionáveis (governos centrais, regionais e agências), à semelhança do PSPP, no entanto o prazo de vencimento residual máximo é de 10 anos. Os títulos de dívida do setor privado poderão ser considerados, caso se julgue apropriado.

### Quando pode ser ativado?

O Conselho do BCE poderá ativar o instrumento para uma ou várias jurisdições, se considerar que a deterioração das condições de financiamento não reflete os fundamentos económicos específicos dessa(s) jurisdição(ões) e que a ativação das compras é proporcional ao cumprimento do objetivo primordial do BCE. Esta decisão assentará numa avaliação abrangente de indicadores de transmissão monetária e de mercado e uma apreciação positiva da elegibilidade da(s) jurisdição(ões) em causa.

### Qual a duração e o montante máximo das compras?

Após ativação do programa, as compras manter-se-ão por um período indefinido e terminarão quando se verificar uma correção duradoura da transmissão ou quando se considerar que as tensões que ainda persistem se devem a fatores idiossincráticos dessa jurisdição.

Não existe limite máximo ao montante de ativos comprado, o que mostra o compromisso do BCE em garantir a transmissão da política monetária única em todas as jurisdições da área do euro.

### Qual a diferença para o OMT?

O OMT, anunciado em setembro de 2012, teve como objetivo evitar distorções na transmissão da política monetária e mostrar o compromisso do BCE em cumprir o seu mandato, “custe o que custar” (“*whatever it takes*”), numa altura em que a unicidade do euro apresentava riscos de disrupção.

O TPI apresenta semelhanças com o OMT pelo facto de incidir sobre títulos de dívida pública, de abranger todas as jurisdições da área do euro, de não haver limites *ex-ante* ao montante nem à duração das compras e do Eurosistema aceitar um tratamento igual (*pari passu*) em relação aos restantes credores no que se refere aos direitos inerentes a esses mesmos títulos. Os programas divergem, no entanto, no universo de ativos elegíveis para compras: enquanto o TPI inclui títulos com prazo de vencimento residual compreendido entre 1 e 10 anos, o OMT limita esse universo a títulos com prazo de vencimento residual entre 1 e 3 anos.

A maior diferença está, no entanto, na condicionalidade para ativação de cada instrumento. O OMT impõe nomeadamente que a jurisdição em causa esteja sujeita a um programa de ajustamento macroeconómico do EFSF/ESM ou a um programa preventivo (“*Enhanced Conditions Credit Line*”), com a possibilidade do EFSF/ESM efetuar compras em mercado primário. Por sua vez, o TPI requer a conformidade com o quadro de supervisão orçamental da União Europeia (p. ex. não estar sujeito a um procedimento por défice excessivo), ausência de desequilíbrios macroeconómicos (p. ex. não estar sujeito a um procedimento por desequilíbrios excessivos), sustentabilidade orçamental e políticas macroeconómicas sólidas e sustentáveis.

O TPI, à semelhança do OMT, não foi ativado até ao momento. O seu anúncio foi suficiente para mostrar a determinação do BCE em cumprir o mandato de estabilidade de preços e conter as tensões nos mercados.

	OMT	TPI
Países elegíveis	Em princípio, todas as jurisdições da área do euro, sujeito às condicionalidades	
Classe de ativos	Títulos de dívida soberana	Títulos do setor público (governos centrais, regionais e agências) Possibilidade de incluir títulos de dívida do setor privado
Prazo de vencimento dos ativos	Entre 1 e 3 anos	Entre 1 e 10 anos
Montante máximo das compras	Sem limite quantitativo <i>ex-ante</i>	
Duração das compras	Período indefinido	
Condicionalidades	Estar sujeito a um programa de ajustamento macroeconómico do EFSF/ESM ou um programa preventivo ("Enhanced Conditions Credit Line") e ter acesso ao mercado de capitais	Estar em conformidade com o quadro de supervisão orçamental da União Europeia e apresentar ausência de desequilíbrios macroeconómicos, sustentabilidade orçamental e políticas macroeconómicas sólidas e sustentáveis

## 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 de dívida do setor público e títulos de dívida de empresas não financeiras adquiridos no âmbito do APP e do PEPP, uma prática conhecida por *securities lending*, fazendo-o de forma descentralizada, pelo BCE e pelos BCN. O empréstimo de títulos é concedido em troca de garantias, na forma de títulos ou de moeda de banco central.

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.

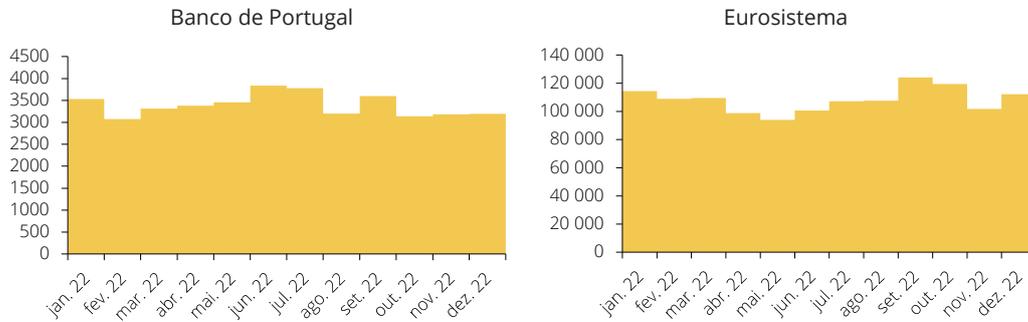
Em novembro, o Conselho do BCE reviu para 250 mil milhões de euros o montante máximo de empréstimo de títulos contra moeda de banco central, aumentando o montante até então em vigor, refletindo, entre outros fatores, o aumento do montante de títulos no balanço do Eurosistema.

Os títulos de dívida pública e supranacional e as obrigações hipotecárias adquiridas pelo Banco de Portugal no âmbito dos programas de compra de ativos 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 montante de títulos emprestados em 2022 pelo Banco de Portugal atingiu uma média diária de 3,4 mil milhões de euros, um aumento de 40% relativamente ao ano anterior (Gráfico 7.5). Os títulos de dívida pública foram os mais procurados, representando em média cerca de 91% do montante total emprestado, enquanto os títulos supranacionais representaram o remanescente. Em termos

agregados, o Eurosistema emprestou diariamente, em média, 108,2 mil milhões de euros em títulos, o que representa um aumento de 44% face ao valor verificado no ano anterior. Desse montante, cerca de 50% foi emprestado contra moeda de banco central, que compara com 22% verificado no ano anterior.

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



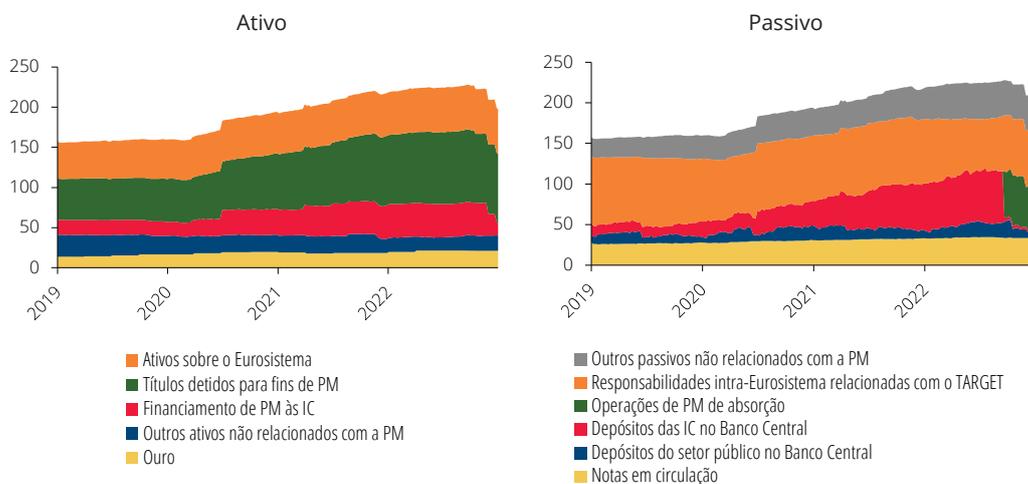
Fontes: BCE (cálculos do Banco de Portugal) e Banco de Portugal.

## 8 Evolução do balanço do Banco de Portugal e do Eurosistema

### 8.1 Dimensão e composição do balanço

No final de 2022, o balanço do Banco de Portugal registava uma dimensão de 198 mil milhões de euros, o que representa uma redução de 21 mil milhões de euros face a 2021 (Gráfico 8.1). Na origem dessa redução esteve essencialmente a diminuição do financiamento de longo-prazo de política monetária às instituições de crédito por via dos reembolsos antecipados das TLTRO III.

**Gráfico 8.1 • Evolução do balanço do Banco de Portugal** | Em mil milhões de euros

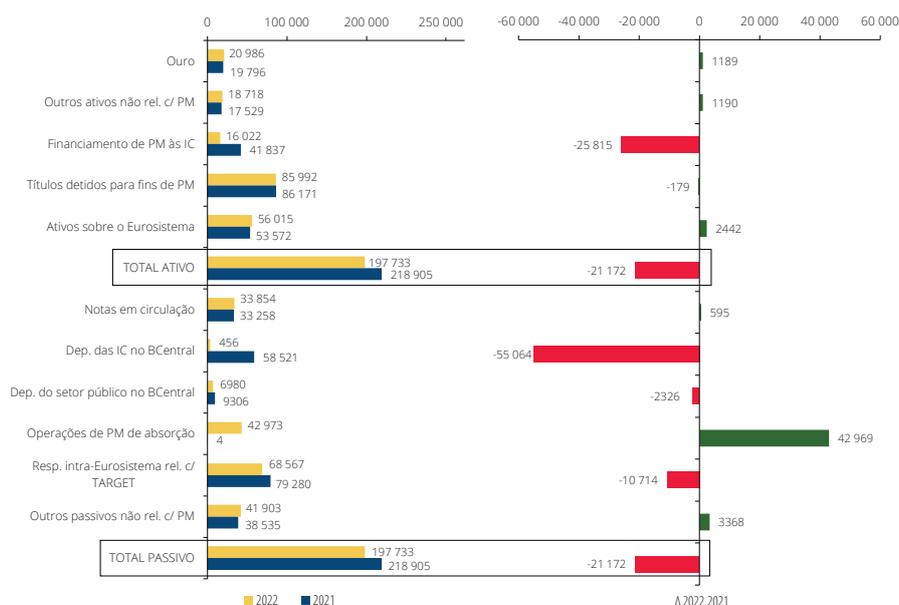


Fonte: Banco de Portugal.

Do lado do ativo, a rubrica com maior peso era a de “Títulos detidos para fins de política monetária” (43%), registando um valor absoluto de 86 mil milhões de euros no final de 2022 (Gráfico 8.2). Esta rubrica reflete as aquisições efetuadas pelo Banco de Portugal no âmbito dos diferentes programas do Eurosistema de compra definitiva de títulos (Capítulo 7). A rubrica “Financiamento de política monetária às instituições de crédito”, que reflete as operações de política monetária reversíveis, registava 16 mil milhões de euros no final de 2022. Estas operações reduziram o seu peso no total do ativo de 18% para 8%, principalmente em resultado do reembolso antecipado de operações TLTRO III em novembro e dezembro (Secção 4.1). A rubrica “Ativos sobre o Eurosistema” apresentava um valor de 56 mil milhões de euros no final de 2022, mantendo-se como um elemento relevante no balanço do Banco de Portugal. Esta rubrica viu o seu peso crescer de 25% para 28% em 2022 e reflete, 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 continua a ser a das “Responsabilidades para com o Eurosistema (TARGET)” com um valor de 69 mil milhões de euros, apesar da redução verificada face ao ano anterior (o seu peso no total do balanço desceu de 39% para 35%). Esta rubrica reflete a responsabilidade do Banco de Portugal face ao Eurosistema resultante da realização de pagamentos transfronteiriços em euros através do sistema de pagamentos TARGET2. Os depósitos das instituições de crédito no Banco de Portugal sofreram uma quebra significativa, de 59 para 3 mil milhões de euros, parcialmente justificada pelo aumento de 43 mil milhões de euros da rubrica “Operações de PM de absorção”. Esta transferência deveu-se à remuneração mais favorável da facilidade de depósito (Secção 4.2). A diferença entre os dois movimentos, cerca de 16 mil milhões de euros, foi principalmente utilizada pelas instituições para reembolsar operações TLTRO III, tendo contribuído para a redução do balanço do Banco de Portugal. As notas em circulação mantiveram-se relativamente estáveis, em 34 mil milhões de euros.

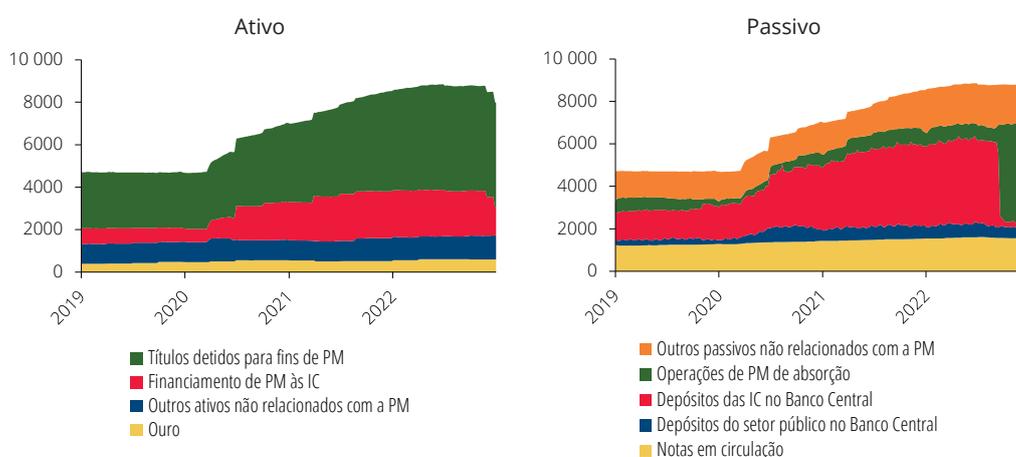
**Gráfico 8.2 • Principais desenvolvimentos no balanço do Banco de Portugal | Em milhões de euros**



Fonte: Banco de Portugal.

Em 2022, os agregados de “outros ativos/passivos não relacionados com a política monetária” apresentavam a mesma tendência, tendo ambos crescido para 19 e 42 mil milhões de euros, respetivamente. 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 de 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 (e.g. provisões, contas de reavaliação, etc.). No caso do Eurosistema, no final de 2022, o balanço apresentava uma dimensão de aproximadamente 8000 mil milhões de euros, o que representa uma redução de 7% face ao ano anterior (Gráfico 8.3).

**Gráfico 8.3 • Evolução do balanço do Eurosistema | Em mil milhões de euros**



Fonte: Banco de Portugal.

No ativo, a rubrica “Títulos detidos para fins de política monetária” continua a ser a mais importante na composição do balanço do Eurosistema com um valor de 4937 mil milhões de euros, ou 62% do total, no final de 2022. As operações de crédito do Eurosistema registavam um saldo vivo de 1324 mil milhões de euros, ou 17% do total do balanço. No lado do passivo, a rubrica “Depósitos das instituições de crédito no Banco Central” sofreu uma quebra significativa por contrapartida principalmente de um aumento do recurso à facilidade de depósito, à semelhança do que aconteceu em Portugal. No final de 2022, a rubrica “Operações de PM de absorção”, na qual se inclui a facilidade de depósito, tornou-se a mais importante na composição do passivo, com um peso de 47% do total do balanço.

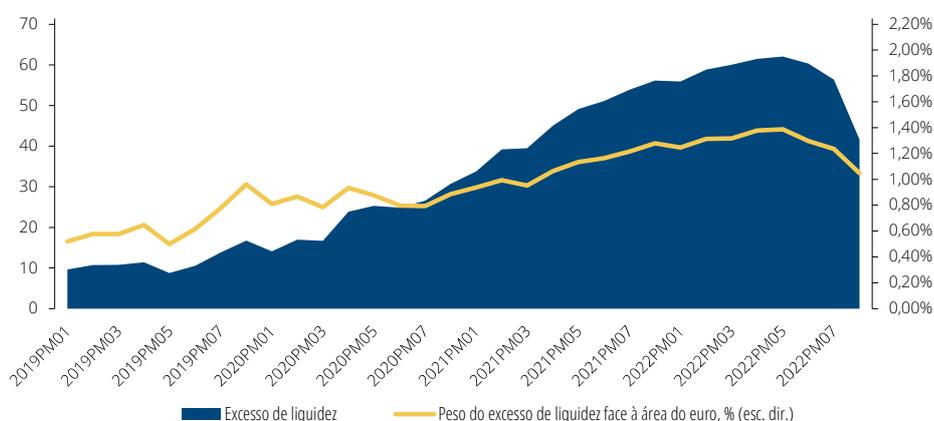
## 8.2 Excesso de liquidez

Apesar de se ter verificado uma redução do excesso de liquidez médio em Portugal a partir do sexto período de manutenção (com início em 14 de setembro de 2022), o valor médio anual ascendeu a cerca de 57 mil milhões de euros em 2022, o que contrasta com o valor de 46 mil milhões de euros verificado em 2021. Com efeito, se em termos médios anuais o excesso de liquidez aumentou (atingindo o pico no período de manutenção que decorreu entre julho e setembro de 2022, cerca de 62 mil milhões de euros), a sua redução em cerca de 32%, para 42 mil milhões de euros, no último período de manutenção do ano é assinalável.

A redução verificada nos últimos meses do ano resultou sobretudo de reembolsos antecipados das TLTRO III, impulsionados pela alteração da política de remuneração destas operações e pela disponibilização de datas adicionais de reembolso antecipado. Estas medidas aplicaram-se às operações vivas em novembro de 2022.

No que diz respeito ao peso do excesso de liquidez em Portugal face ao conjunto da área do euro, este valor foi em média de 1,28% em 2022 (com um máximo registado de 1,39% no período de manutenção entre julho e setembro). Relativamente a 2021, este indicador registou um aumento de 19 pontos base (i.e., passou de 1,09% para 1,28%). No final de 2022, o peso do excesso de liquidez em Portugal foi de 1,04% (Gráfico 8.4).

**Gráfico 8.4 • Evolução do excesso de liquidez em Portugal e evolução do peso face ao total da área do euro | Em milhares de milhões de euros e em percentagem**



Fonte: BCE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (a) Valores médios por período de manutenção de reservas mínimas. (b) Excesso de liquidez definido como a soma das reservas excedentárias e do recurso à facilidade permanente de depósito deduzida da utilização da facilidade marginal de cedência.

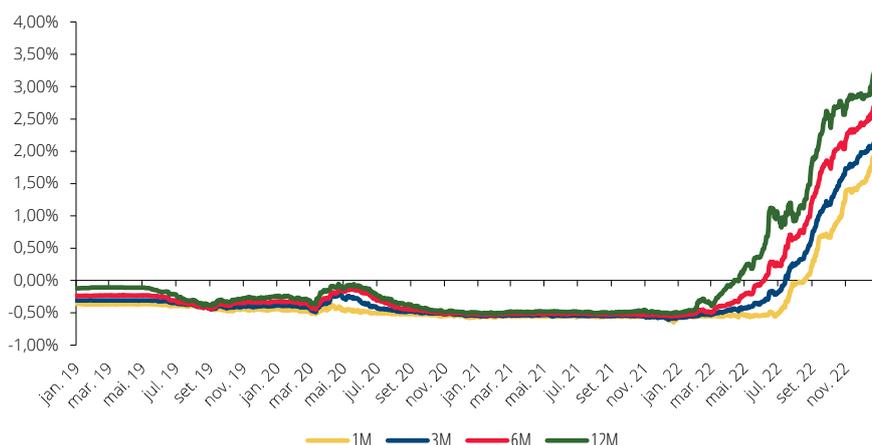
A redução, no final do ano, do excesso de liquidez, indicia os primeiros passos no processo de normalização do balanço que deverá tornar-se mais evidente ao longo dos próximos anos.

## 9 Desenvolvimentos no mercado monetário

Os desenvolvimentos do mercado monetário da área do euro em 2022 foram marcados pela manutenção de um elevado nível de excesso de liquidez e pelo início do ciclo de normalização da política monetária, nomeadamente pelas quatro subidas das taxas de juro oficiais (num total de 250 pontos base), pela descontinuação das compras líquidas ao abrigo dos programas de compra de ativos APP e PEPP e pela recalibração da remuneração a aplicar às operações TLTRO III.

A materialização dos receios inflacionistas que emergiram no final de 2021, e consequente alteração de expectativas face à evolução da política monetária do BCE, promoveu o aumento do *spread* entre maturidades da taxa EURIBOR<sup>23</sup> a partir do primeiro trimestre de 2022 e subidas acentuadas dos níveis de taxa de juro que se prolongaram ao longo do ano (Gráfico 9.1). Como resultado deste aumento expressivo, as taxas EURIBOR atingiram, no final do ano, níveis não observados desde janeiro de 2009.

Gráfico 9.1 • Evolução das taxas EURIBOR | Em percentagem



Fonte: *European Money Markets Institute (EMMI)*.

As taxas negociadas pelo mercado no prazo *overnight*, considerando os dados do *money market statistical reporting (MMSR)*<sup>24</sup>, reportados por bancos da área do euro, apresentaram uma taxa média ponderada em níveis inferiores à da facilidade de depósito, perto dos níveis observados para a *euro short-term rate (€STR)* (Gráfico 9.2). A €STR é uma taxa de obtenção de liquidez no segmento por grosso, que também se tem situado 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.

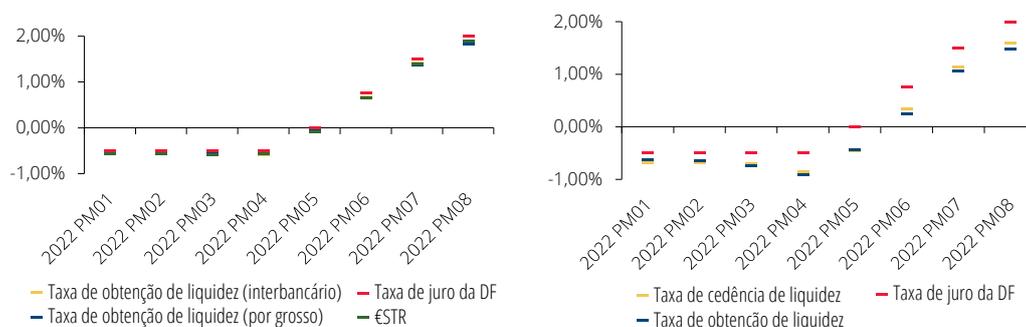
Relativamente às transações de obtenção de liquidez no segmento interbancário, a taxa média ponderada também se situou em níveis inferiores à taxa da facilidade de depósito. Esta situação poderá

23. A metodologia de cálculo da EURIBOR está disponível no [site do EMMI](#).

24. O *money market statistical reporting (MMSR)* é uma base de dados de transações de mercado monetário para a qual contribuem diariamente 47 bancos da área do euro.

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 em instituições de crédito em outro país da área do euro, mesmo com taxas mais penalizadoras.

**Gráfico 9.2 • Taxas do segmento sem garantia (esq.) e taxas do segmento com garantia, no mercado por grosso (dir.), com prazo *overnight* | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: 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.

Séries SDW (esq.): MMSR.B.U2.X.Z.S122.Z.U.BO.WR.X.MA.Z.Z.EUR.Z, MMSR.B.U2.X.Z.S12V.Z.U.BO.WR.X.MA.Z.Z.EUR.Z, FM.D.U2.EUR.4F.KR.DFR.LEV, EON.D.EONIA.TO.RATE e EST.B.EU000A2X2A25.WT.

Séries SDW (dir.): MMSR.B.U2.X.Z.S12V.Z.T.LE.WR.X.MA.Z.Z.EUR.Z, MMSR.B.U2.X.Z.S12V.Z.T.BO.WR.X.MA.Z.Z.EUR.Z e FM.D.U2.EUR.4F.KR.DFR.LEV.

No segmento com garantia, as taxas situaram-se recorrentemente abaixo e afastaram-se da taxa da facilidade de depósito, evidenciando a escassez de ativos de garantia no mercado, mais acentuada para algumas jurisdições, num contexto em que a procura de ativos de garantia (*collateral-driven*), e não a necessidade de financiamento (*liquidity-driven*), é o principal fator de participação neste segmento de mercado.

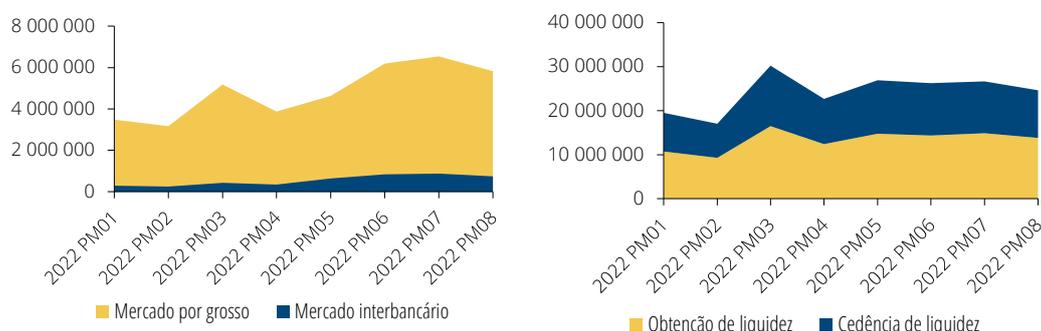
Enquanto a transmissão das quatro subidas das taxas de juro oficiais às taxas de juro de obtenção de liquidez no mercado sem garantia foi efetiva e imediata nos segmentos por grosso e interbancário, no mercado com garantia a transmissão foi mais lenta e com alguma assimetria entre jurisdições.

No que concerne à profundidade, verifica-se que a atividade no mercado monetário do euro continua concentrada no segmento com garantia, que representa mais de metade do volume transacionado, considerando tanto as transações de cedência como as de obtenção de liquidez.

No mercado sem garantia, o segmento por grosso continua a apresentar 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 9.3). No último ano verificou-se um aumento expressivo do montante transacionado pelos bancos da área do euro nas operações de obtenção de liquidez com contrapartes no mercado por grosso (+18%) e no mercado interbancário (+45%), particularmente expressivo após o início do ciclo de subidas das taxas de juro oficiais. As transações com prazos mais curtos (principalmente *overnight*), com uma quota superior a 70%, continuam a ser as mais representativas em ambos os segmentos, tendência que se acentuou com o início da normalização da política monetária.

Em 2022 verificou-se um ligeiro aumento da atividade no mercado com garantia nas transações de obtenção (+1,3%) e de cedência (+5,6%) de liquidez (Gráfico 9.3). A maioria das transações, com uma quota superior a 80%, é realizada por prazos mais curtos (*overnight*, *tom-next*, *spot next*), tanto nas operações de cedência como nas operações de obtenção de liquidez.

**Gráfico 9.3 • Volume de obtenção de liquidez no segmento sem garantia (esq.) e volume no segmento com garantia (dir.) | Em milhões de euros**



Fonte: BCE. | Nota: Volume total transacionado por período de manutenção de reservas mínimas.  
 Séries SDW (esq.): MMSR.B.U2.X.Z.S1ZV.Z.U.BO.TT.XAA.Z.Z.EUR.Z e MMSR.B.U2.X.Z.S122.Z.U.BO.TT.XAA.Z.Z.EUR.Z.  
 Séries SDW (dir.): MMSR.B.U2.X.Z.S1ZV.Z.T.LE.TT.XAA.Z.Z.EUR.Z e MMSR.B.U2.X.Z.S1ZV.Z.T.BO.TT.XAA.Z.Z.EUR.Z.

## 9.1 Atividade em Portugal

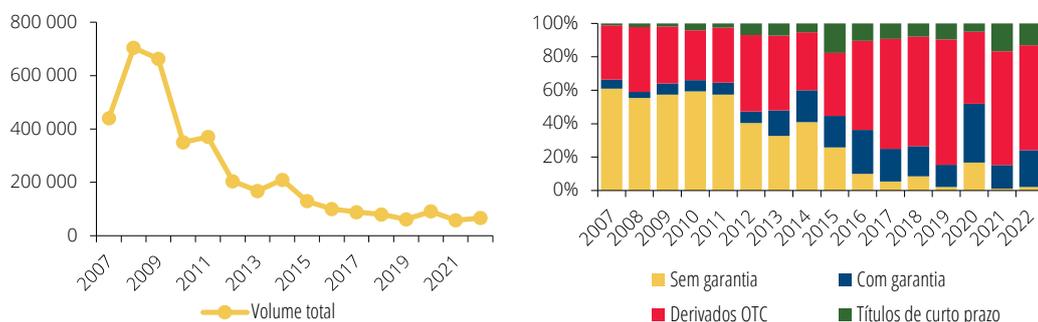
O Banco de Portugal realiza anualmente um inquérito aos principais bancos nacionais sobre a atividade no mercado monetário no segundo trimestre do ano, tendo em vista a recolha de todas as suas transações em euros no mercado interbancário e que estejam registadas no próprio balanço.

A evolução do mercado monetário em Portugal em 2022 continuou a ser caracterizada por um generalizado excesso de liquidez. Durante o segundo trimestre do ano, o montante total transacionado pelas instituições portuguesas<sup>25</sup> fixou-se em 66,4 mil milhões de euros, aumentando 14% face a igual período de 2021. Registou-se um aumento da atividade nos segmentos com e sem garantia e de derivados *over-the-counter* (OTC), que continua a ser o mais representativo em termos de *turnover* total (Gráfico 9.4). Em sentido inverso, a atividade do segmento de títulos de curto-prazo diminuiu.

O ambiente de excesso de liquidez, resultado acumulado das medidas de política monetária adotadas desde finais de 2014, 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 de negociação mantêm-se substancialmente abaixo dos observados ao longo da primeira década de existência do euro.

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

**Gráfico 9.4 • Volume total e distribuição por segmento de mercado | Em milhões de euros e em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal.

A atividade do segmento sem garantia aumentou, nas operações de cedência e de absorção de liquidez, mas mantém valores extremamente baixos, fixando-se em 1395 milhões de euros, o que compara com 690 milhões de euros no mesmo período do ano anterior. No que diz respeito à estrutura por maturidades, a quota de transações por prazos superiores a um mês representou 79% do montante transacionado.

O segmento com garantia registou um volume total de 14,6 mil milhões de euros crescendo significativamente face aos 8,2 mil milhões de euros observados em 2021, em parte devido às operações de obtenção de liquidez que aumentaram 104% e representam a maior componente das transações (12,3 mil milhões de euros). As maturidades das operações continuam concentradas nos prazos mais curtos, sendo que 91% das transações foram realizadas com maturidades até um mês.

O volume total do segmento de derivados OTC fixou-se em 41,7 mil milhões de euros (+5%) no segundo trimestre de 2022, distribuído sobretudo entre *FX Swaps* (23,4 mil milhões de euros) e *Interest Rate Swaps* (18 mil milhões de euros).

A atividade do segmento de mercado de títulos de curto-prazo concentrou-se uma vez mais totalmente no mercado secundário (operações *outright*). O montante total transacionado nestas operações totalizou 8,6 mil milhões de euros, correspondendo a totalidade a títulos de dívida pública.



