

RELATÓRIO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA

NOV. 2023



BANCO DE
PORTUGAL
EUROSISTEMA

RELATÓRIO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA

NOV.2023

Em ficheiro anexo são disponibilizados os dados subjacentes aos gráficos e quadros do *Relatório de Estabilidade Financeira*.

Não são divulgados dados de algumas fontes privadas.



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Lisboa, 2023 • www.bportugal.pt

Índice

Sumário executivo | 5

I Perspetiva global da estabilidade financeira | 7

1 Vulnerabilidades, riscos e política macroprudencial | 9

1.1 Principais riscos e vulnerabilidades | 9

1.2 Enquadramento macroeconómico e de mercados | 11

1.3 Análise de risco setorial | 17

1.4 Política macroprudencial | 52

2 Sistema bancário | 57

2.1 Rendibilidade | 58

2.2 Critérios de concessão de crédito | 61

2.3 Qualidade creditícia dos ativos | 68

2.4 Concentração de exposições | 72

2.5 Financiamento e liquidez | 74

2.6 Capital | 76

Caixa 1 • A redução dos depósitos de particulares no primeiro trimestre de 2023: determinantes e implicações | 78

Caixa 2 • Evolução da atividade dos fundos de investimento imobiliário em Portugal | 80

Caixa 3 • Margem financeira — o impacto do ajustamento patrimonial das últimas duas décadas | 84

Caixa 4 • Transmissão das taxas de juro do BCE às taxas de juro de depósitos de particulares em Portugal | 87

Caixa 5 • Garantias públicas a empréstimos e estabilidade financeira | 93

II Temas em destaque | 95

Risco de taxa de juro na carteira bancária | 97

A importância das reservas de capital de gestão para a concessão de crédito a empresas | 104

Sumário executivo

Os riscos para a estabilidade financeira têm aumentado. A restritividade da política monetária e o abrandamento da atividade económica estão por detrás desta evolução, apesar da tendência de descida da inflação, que ainda se encontra acima do objetivo de médio prazo estabelecido pelo Banco Central Europeu. A situação pode ser agravada pelas consequências dos conflitos militares em curso, na Ucrânia e, mais recentemente, no Médio Oriente, que podem acrescentar complexidade na condução de políticas, dado o potencial efeito sobre a inflação e a atividade económica. Poderão também motivar desvalorizações de ativos e subidas dos prémios de risco nos mercados financeiros internacionais.

Os riscos decorrentes do atual contexto de acrescida incerteza realçam os méritos do ajustamento que a economia portuguesa registou na última década, transversal aos vários setores institucionais, e apelam à manutenção dessa trajetória. O recente quadro de incerteza política que o país vive é uma nova fonte de risco, apesar de mitigada pela expectável aprovação do Orçamento do Estado para 2024 proposto pelo atual governo.

Os principais riscos e vulnerabilidades para a estabilidade financeira são:

- Pressão acrescida sobre as contas das administrações públicas devido a um abrandamento da atividade económica, conjugado com a inversão do ciclo de redução das despesas com juros, num quadro de ainda elevado endividamento;
- O aumento do incumprimento das famílias mais vulneráveis, devido ao efeito conjugado de uma subida adicional das taxas de juro de curto prazo e um agravamento da taxa de desemprego;
- A dificuldade das empresas em assegurar o serviço de dívida, em particular das mais vulneráveis, condicionadas pela persistência de taxas de juro elevadas, juntamente com expectativas de moderação do crescimento económico;
- Uma correção de preços no mercado imobiliário residencial.

O principal risco para o sistema bancário português decorre de um potencial prolongar do abrandamento da atividade económica conjugado com persistência de pressões inflacionistas na área do euro que justifiquem a manutenção da restritividade da política monetária. A concretização de um cenário desta natureza tenderá a potenciar a materialização do risco de crédito de empresas e particulares.

Nos últimos anos, a resiliência do setor bancário português foi reforçada por desenvolvimentos favoráveis no que diz respeito à liquidez, qualidade de ativos, solvabilidade e, mais recentemente, rentabilidade. É fundamental que o setor continue a promover a sua resiliência a potenciais choques adversos, conservando o capital gerado organicamente, e que incorpore ativamente a digitalização e a transição climática nas suas análises de risco, tendo também presentes os desenvolvimentos regulatórios associados.

Num enquadramento caracterizado pela apresentação de sinais de inversão do ciclo financeiro e redução do risco sistémico cíclico, o Banco de Portugal decidiu manter a percentagem de reserva contracíclica em 0% durante o quarto trimestre de 2023. No entanto, pelo facto de os riscos para a estabilidade financeira, nalguns segmentos, permanecerem elevados — num contexto caracterizado por incerteza geopolítica, pelo ciclo de subida das taxas de juro e pela transmissão gradual da política monetária à economia, o Banco de Portugal anunciou, em 15 de novembro de 2023, com entrada em vigor em 1 de outubro de 2024, a implementação de uma reserva setorial para risco sistémico de 4%, sobre o montante das posições ponderadas pelo risco da carteira de particulares garantidas por imóveis destinados a habitação, localizados em Portugal, aplicável às instituições que utilizam modelos internos para efeitos do cálculo dos requisitos de fundos

próprios (IRB, *Internal-Ratings Based*, na sigla inglesa). A implementação da medida teve em conta as reservas de gestão, atuais e prospetivas, dos bancos, mitigando o risco de pró-ciclicidade, ou seja, potenciais efeitos negativos sobre a capacidade de oferta de crédito. Complementarmente, no âmbito da Recomendação macroprudencial, e de forma a não prejudicar a concessão de crédito numa fase negativa do ciclo financeiro, o Banco de Portugal decidiu reduzir em 150 pb o choque na taxa de juro utilizado para o cálculo do rácio DSTI para novos créditos às famílias com maturidade superior a 10 anos, estabelecendo-se reduções proporcionais nas restantes maturidades.

I Perspetiva global da estabilidade financeira

1 Vulnerabilidades, riscos e política macroprudencial

2 Setor bancário

1 Vulnerabilidades, riscos e política macroprudencial

1.1 Principais riscos e vulnerabilidades

Os riscos para a estabilidade financeira aumentaram. Apesar da tendência de descida, a inflação persiste acima do objetivo de médio prazo estabelecido pelo Banco Central Europeu (BCE), que tem implementado maior restritividade na política monetária. Adicionalmente, avolumam-se sinais de abrandamento da atividade económica. À guerra na Ucrânia, juntou-se um novo conflito militar no Médio Oriente, cuja escala permanece ainda incerta. Estes acontecimentos acrescentam complexidade à condução de políticas. A situação geopolítica tem um potencial efeito inflacionista, nomeadamente via preços da energia, bem como um efeito de abrandamento da atividade económica. Poderão ainda sentir-se efeitos disruptivos nos mercados financeiros internacionais, traduzidos em desvalorizações de ativos e em subidas dos prémios de risco.

Os riscos decorrentes do atual contexto de acrescida incerteza realçam os méritos do ajustamento que a economia portuguesa registou na última década. O ajustamento trouxe consequências positivas sobre a situação financeira dos vários setores institucionais. Contudo, a magnitude dos desafios e dos fatores de risco atuais apelam à necessidade de consolidação dos resultados obtidos e, até, a eventuais ajustamentos adicionais. O recente quadro de incerteza política que o país vive é uma nova fonte de risco, apesar de mitigada pela esperada aprovação do Orçamento do Estado para 2024 proposto pelo atual governo.

Neste quadro, os principais riscos e vulnerabilidades, nos diversos setores, para a estabilidade financeira são:

- Pressão acrescida sobre as contas das **administrações públicas**. Um abrandamento mais intenso da atividade económica, conjugado com a inversão do ciclo de redução das despesas com juros, num quadro de ainda elevado endividamento, podem colocar pressão sobre as contas das administrações públicas. Acresce que, num contexto de gradual redução do balanço do Eurosistema, potenciais impactos adversos sobre a procura de dívida pública nacional poderão materializar-se. As avaliações externas positivas, o compromisso do BCE de preservar a transmissão efetiva da política monetária e o carácter muito gradual do impacto no custo médio do *stock* de dívida pública atuam como mitigantes no curto prazo. Assume extrema relevância a manutenção de um plano credível de consolidação orçamental, consistente com a redução do rácio de endividamento;
- O aumento do incumprimento das **famílias** mais vulneráveis, num contexto de inflação ainda elevada, de taxas de juro de curto prazo mais altas e de potencial agravamento da taxa de desemprego. Dada a elevada proporção de empréstimos à habitação com taxa variável, a rápida subida das taxas de juro traduziu-se num aumento dos encargos com a dívida. No entanto, existem fatores mitigantes: (i) a contínua redução do rácio de endividamento dos particulares, abaixo da média da área do euro; (ii) a progressiva concentração, iniciada há mais de uma década, do *stock* de crédito à habitação em famílias de rendimentos mais elevados; (iii) a melhoria do perfil de risco dos novos mutuários em consequência da Recomendação macroprudencial; (iv) a situação de escassez de oferta no mercado de trabalho tenderá a limitar a subida da taxa de desemprego que possa decorrer de um abrandamento mais acentuado da atividade económica; e (v) a implementação de medidas governamentais de apoio às famílias, incluindo de suporte às prestações do crédito à habitação;

- A dificuldade das **empresas** para assegurar o serviço de dívida, em particular para as mais vulneráveis, condicionadas pela persistência de taxas de juro elevadas, juntamente com expectativas de moderação do crescimento económico. Contudo, a situação financeira das empresas é, em geral, robusta, traduzindo a recuperação acentuada da economia após a pandemia e a transmissão do choque de aumento dos custos de produção para os consumidores no período recente. A diminuição do endividamento das empresas e o aumento da autonomia financeira observados desde a crise da dívida soberana contribuem estruturalmente para a sua resiliência;
- Uma correção de preços no **mercado imobiliário residencial**, potenciada pela concretização do cenário macroeconómico descrito. No entanto, a oferta limitada de habitação nova e a inexistência de um *stock* acumulado de casas disponíveis mitigam o impacto sobre os preços em caso de redução da procura.

O atual ciclo de subida das taxas de juro tem ocorrido num quadro de recuperação pós-pandémica da economia portuguesa. O baixo desemprego contribui para uma materialização limitada do risco de crédito e os bancos portugueses têm registado uma melhoria na rendibilidade e nos níveis de capital. Assim, tendo por base os riscos identificados, o principal fator de risco para o **sistema bancário** português é um potencial abrandamento mais significativo da atividade económica que possa estar associado a novas pressões inflacionistas que, por sua vez, justifiquem a manutenção da restritividade da política monetária por um período mais prolongado. A concretização de um cenário desta natureza tenderá a potenciar a materialização do risco de crédito de empresas e particulares.

A predominância dos empréstimos a taxa de juro variável ou com prazo de refixação curto aumenta a exposição do setor bancário ao risco de crédito, mas tem como contrapartida uma menor exposição a risco de taxa de juro na carteira bancária.

O sistema bancário português tem uma exposição significativa ao mercado imobiliário residencial. Uma desvalorização do colateral dos empréstimos à habitação, decorrente de uma eventual queda dos preços do imobiliário residencial, seria mitigada pelo facto de a carteira de crédito à habitação apresentar uma percentagem baixa de crédito com rácios *Loan-To-Value* (LTV) elevados. A implementação de uma reserva de fundos próprios para risco sistémico setorial complementa a Recomendação macroprudencial existente, que foi recentemente revista. A nova reserva reforça a resiliência a uma potencial inversão do ciclo económico e/ou a uma correção significativa e inesperada dos preços do imobiliário residencial. Trata-se de uma medida de precaução destinada a fazer face a um potencial risco de cauda, que promove maior resiliência do setor bancário, e que é introduzida num período em que o setor apresenta maior robustez.

A concretização de um cenário económico e financeiro mais adverso poderia desencadear desvalorizações pronunciadas dos ativos financeiros. No entanto, saliente-se que ao longo dos últimos anos, uma parcela crescente destes títulos foi contabilizada a custo amortizado, imunizando assim o valor de balanço às flutuações de mercado, exceto em situação de venda dos ativos. Esta possibilidade dificilmente será concretizada por motivos de liquidez, dado o quadro geral de conforto em termos de liquidez do setor. Estes estão integrados na *pool* de ativos de elevada liquidez e podem ser utilizados como garantia em operações de recompra de títulos com o BCE e em operações interbancárias. A magnitude desta *pool* (cerca de 30% dos depósitos de clientes) confere resiliência ao sistema perante choques nas suas fontes de financiamento. Os bancos portugueses têm estado pouco expostos ao financiamento nos mercados internacionais de dívida por grosso e, consequentemente, a alterações de perceção de risco por parte dos investidores internacionais.

Paralelamente aos riscos identificados, os bancos têm também de considerar os desafios associados à crescente utilização da digitalização na atividade financeira e ao fenómeno da transição climática. Os bancos devem preparar-se para incorporar estas dimensões nas suas análises de risco, tendo também presentes os desenvolvimentos regulatórios associados.

Na última década, a resiliência do setor bancário português foi reforçada, perante desenvolvimentos favoráveis de liquidez, da qualidade de ativos, de solvabilidade e, mais recentemente, de rendibilidade, promovendo a sua capacidade para manter as funções de intermediação financeira num contexto de eventual materialização de riscos. No atual contexto económico e geopolítico de elevada incerteza, é fundamental que as instituições tenham políticas prudentes de constituição de imparidades e de conservação de capital, que permitam que parte dos lucros gerados sejam utilizados para aumentar a sua resiliência a choques adversos e para financiar a economia.

1.2 Enquadramento macroeconómico e de mercados

Na área do euro, a atividade económica praticamente estagnou nos três primeiros trimestres de 2023. Em Portugal, após o dinamismo no início de 2023, a atividade económica estagnou no segundo e terceiro trimestres e deverá manter um crescimento contido até ao final do ano. O enquadramento geopolítico condiciona a confiança dos agentes económicos. O abrandamento económico em Portugal traduz o menor dinamismo dos principais parceiros comerciais, os efeitos cumulativos da inflação e a maior restritividade da política monetária, que implicou um agravamento das condições financeiras.

As perspetivas para a atividade económica deterioraram-se em Portugal e na área do euro (Quadro I.1.1). A projeção de setembro do BCE para o crescimento do PIB na área do euro é de 0,7% em 2023, 1,0% em 2024 e 1,5% em 2025. Para Portugal, o Banco de Portugal projeta um crescimento a um ritmo inferior ao potencial no horizonte de projeção, com taxas de variação do PIB de 2,1% em 2023, 1,5% em 2024 e 2,1% em 2025. Face à área do euro, a economia portuguesa continuará a apresentar um crescimento superior no período 2024-25, com um diferencial médio anual de 0,5 pp.¹

Quadro I.1.1 • Projeções para PIB e inflação 2023-25 | Taxa de variação anual em percentagem

	2022	2023 ^(p)	2024 ^(p)	2025 ^(p)
Produto interno bruto				
Portugal	6,8	2,1	1,5	2,1
Área do euro	3,4	0,7	1,0	1,5
Inflação (IHPC)				
Portugal	8,1	5,4	3,6	2,1
Área do euro	8,4	5,6	3,2	2,1

Fontes: BCE e Banco de Portugal.

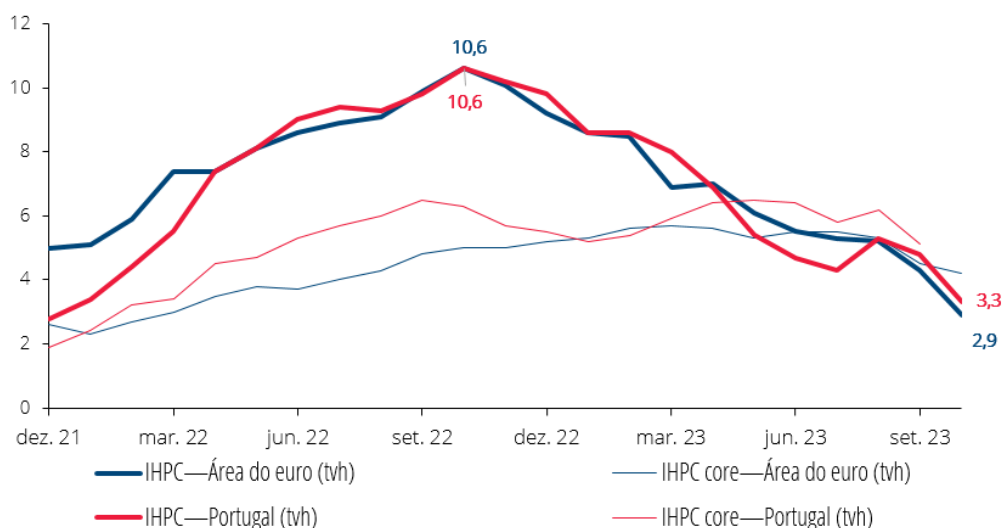
A inflação permanece acima do objetivo na área do euro, apesar das descidas recentes. Na área do euro, a inflação atingiu 2,9% em outubro. A inflação subjacente (medida que exclui energia, alimentação, álcool e tabaco) também se reduziu na segunda metade do ano, atingindo 4,2% em outubro. Em Portugal, a inflação desacelerou para 3,3% em outubro. A inflação tem vindo a reduzir-se de forma acentuada, embora com evoluções diferenciadas das principais componentes. A componente de bens tem refletido a redução das pressões inflacionista externas, mas a componente de serviços, em particular dos relacionados com turismo, tem contribuído para a persistência da inflação subjacente (Gráfico I.1.1).

As projeções para a inflação apontam para uma descida gradual na área do euro, atingindo valores consistentes com o objetivo de estabilidade de preços do BCE em 2025. As projeções de setembro do BCE indicam uma inflação média de 5,6% em 2023, 3,2% em 2024 e 2,1% em 2025. As

¹ Conforme projeções para a economia portuguesa publicadas no *Boletim Económico* de outubro de 2023 e projeções para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema de setembro de 2023.

projeções de outubro do Banco de Portugal apontam para uma inflação média de 5,4% em 2023, 3,6% em 2024 e 2,1% em 2025. A persistência da inflação subjacente em Portugal refletiu as pressões internas associadas a salários e lucros, mas espera-se uma influência decrescente ao longo do horizonte de projeção (de 5,6% em 2023 para 2,9% em 2024 e 2,2% em 2025), em resultado da transmissão gradual da reestrutividade da política monetária e da manutenção de expectativas de inflação ancoradas.

Gráfico I.1.1 • Inflação na área do euro e Portugal | Em percentagem



Fonte: Eurostat. | Notas: Inflação subjacente exclui energia, alimentares e bebidas, álcool e tabaco. O valor de outubro corresponde à estimativa rápida.

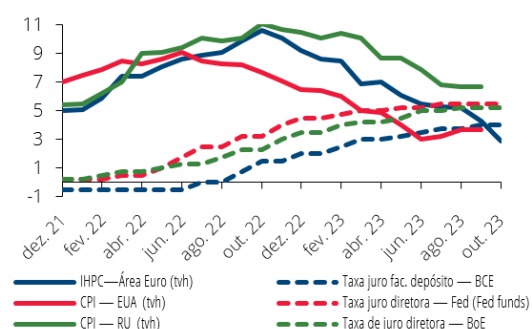
O balanço dos riscos para o crescimento económico na área do euro e em Portugal é em baixa. O enquadramento internacional e financeiro aporta riscos em baixa para a atividade, nomeadamente (i) a possibilidade de escalada das tensões geopolíticas, (ii) um abrandamento mais pronunciado na China no contexto da crise do setor imobiliário, (iii) impactos adicionais decorrentes do atual agravamento das condições financeiras e (iv) uma maior ou mais longa reestrutividade da política monetária, num cenário de inflação mais persistente.

No que diz respeito à inflação da área do euro, existem riscos em alta e em baixa, sendo a avaliação do Banco de Portugal para a inflação portuguesa de que os riscos estão equilibrados. Os riscos em alta incluem o recrudescer de pressões sobre os custos de energia e alimentação. Um aumento persistente das expectativas de inflação acima do objetivo, ou aumentos acima do antecipado nos salários ou margens de lucro, poderiam levar a inflação para valores mais altos, incluindo no médio prazo. Por outro lado, restrições da procura, devido a uma mais forte transmissão da política monetária ou da degradação do enquadramento económico externo à zona euro, poderão levar a menores pressões sobre os preços, especialmente no médio prazo.

As perspetivas económicas podem ser agravadas pelos conflitos militares em curso, na Ucrânia e no Médio Oriente, cuja escala permanece ainda incerta. Estes conflitos têm um potencial efeito ascendente sobre os preços, nomeadamente por via do aumento dos preços da energia, e sobre a atividade económica, com consequências adversas para o comércio internacional.

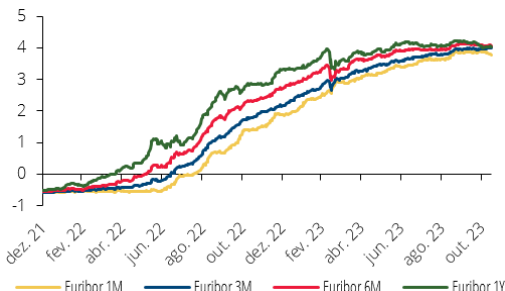
Mantém-se incerteza quanto à duração da reestrutividade da política monetária, sendo que a redução sustentada da inflação na área do euro continuará a ser a prioridade do BCE, que atuará de modo a manter as expectativas de inflação de longo prazo ancoradas no objetivo de estabilidade de preços.

Gráfico I.1.2 • Inflação e taxas de juro de bancos centrais na área do euro, EUA e RU
| Em percentagem



Fontes: BCE, Eurostat, Fed, BoE e U.S. Bureau of Labor Statistics.

Gráfico I.1.3 • Taxas de juro interbancárias do euro: Euribor a 1M, 3M, 6M e 1 ano
| Em percentagem



Fonte: Refinitiv. | Nota: Última observação: 10 de novembro de 2023.

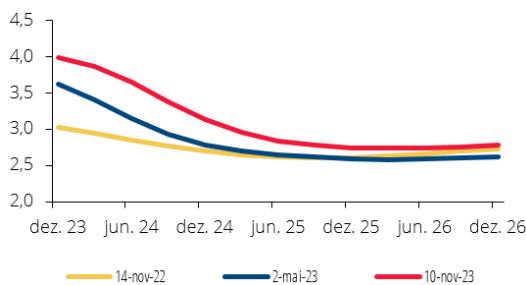
A política monetária do BCE tem-se consubstanciado numa subida de taxas de juro e na redução gradual do balanço do Eurosistema (Gráfico I.1.2). Entre julho de 2022 e setembro de 2023 o BCE subiu as taxas de juro diretoras em 450 pb. Na sequência da reunião do Conselho do BCE a 14 de setembro, as taxas de juro diretoras do BCE (aplicáveis às operações principais de refinanciamento, à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito) são, respetivamente, de 4,5%, 4,75% e 4,00%. Na reunião de outubro as taxas ficaram inalteradas. Em paralelo, o BCE terminou as compras líquidas de ativos ao abrigo dos programas de compras, e reduziu os seus reinvestimentos — tendo cessado em julho de 2023 os relativos ao programa de Compra de Ativos (APP, na sigla inglesa) mas mantendo os reinvestimentos do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (PEPP, na sigla inglesa) até final de 2024. O BCE alterou ainda os termos e as condições da terceira série das operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (TLTRO III, na sigla inglesa) ainda vivas. Em julho de 2022, anunciou a criação de um novo instrumento de proteção da transmissão da política monetária (TPI na sigla inglesa).

O BCE considera que as taxas de juro atingiram níveis que, se forem mantidos durante um período suficientemente longo, darão um contributo substancial para garantir o regresso atempado da inflação para o objetivo de 2%. Os aumentos das taxas estão a transmitir-se às decisões de despesa dos agentes económicos, o que constitui um importante fator o regresso da inflação ao objetivo. As decisões do BCE continuarão a basear-se na avaliação das perspetivas de inflação, à luz dos dados económicos e financeiros que forem sendo disponibilizados, da dinâmica da inflação subjacente e da intensidade da transmissão da política monetária. A estabilidade financeira é uma pré-condição para a estabilidade de preços. O BCE dispõe de instrumentos que permitem fornecer liquidez ao sistema financeiro da área do euro, se necessário, e preservar a transmissão efetiva da política monetária.

A manutenção de pressões inflacionistas tem condicionado também a restritividade da política monetária nos Estados Unidos da América e no Reino Unido (Gráfico I.1.2). Desde março de 2022, a Reserva Federal (na sigla inglesa, Fed) aumentou as taxas diretoras 525 pb para um intervalo entre 5,25% e 5,50%. Desde o início de 2022, o Banco de Inglaterra aumentou a taxa de juro de referência em 500 pb para 5,25%.

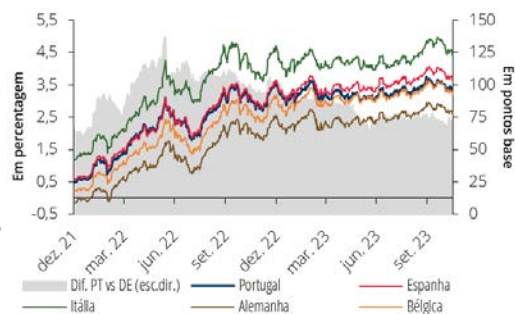
Os aumentos das taxas de juro diretoras da área do euro estão a ser transmitidos às condições de financiamento. A restritividade das condições de financiamento é patente na evolução das taxas de juro interbancárias (Gráfico I.1.3). As expectativas dos investidores, implícitas nos futuros da Euribor, acerca das taxas de juro do BCE apontam para que a futura descida das taxas de juro ocorra de forma mais gradual e prolongada no tempo do que em maio de 2023 (Gráfico I.1.4).

Gráfico I.1.4 • Taxa de juro implícita nos contratos de futuros sobre a Euribor a 3 meses
| Em percentagem



. Fonte: Refinitiv (cálculos do Banco de Portugal).

Gráfico I.1.5 • Taxas de rendibilidade da dívida soberana a 10 anos



Fonte: Refinitiv. | Nota: Última observação: 10 de novembro de 2023.

Permanece a possibilidade de reavaliação adicional de prémios de risco dos ativos financeiros emitidos pelo setor público e privado. A incerteza em relação à duração da restritividade da política monetária permanece, estando ainda a decorrer o processo de transmissão das medidas adotadas. De acordo com as expetativas de mercado, as taxas de juro estarão a atingir o seu máximo, nomeadamente na área do euro. Contudo, choques exógenos do lado da oferta, nomeadamente relacionados com questões geopolíticas e condições meteorológicas adversas com impacto sobre preços de matérias-primas, ou um eventual abrandamento do comércio internacional podem conduzir a inflação mais persistente e/ou adicional desaceleração económica global. Em caso de materialização destes riscos, não se exclui a possibilidade de uma reavaliação mais profunda dos preços dos ativos financeiros.

Os mercados financeiros internacionais parecem estar a refletir lentamente os resultados menos benignos dos indicadores económicos que vão sendo divulgados. Na área do euro em paralelo com a continuação da subida das taxas de juro do BCE, as taxas de rendibilidade da dívida soberana continuaram a aumentar, mas os prémios de risco de crédito têm permanecido contidos e os índices acionistas, ainda que tendo recuado recentemente, mantêm ganhos face ao início do ano.

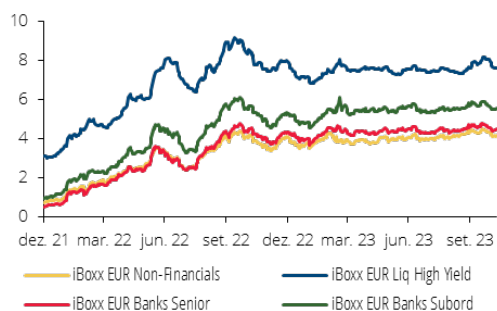
As taxas de rendibilidade de dívida pública continuaram a aumentar, ainda que num ritmo inferior ao da subida das taxas de juro diretoras da área do euro (Gráfico I.1.5). Desde maio, enquanto as taxas de juro do BCE subiram 100 pb, as taxas de rendibilidade da Alemanha subiram 46 pb no prazo de 10 anos e 49 pb no prazo dos 2 anos, o que contribui para um ligeiro aumento do declive da curva de rendimentos. No caso da dívida pública portuguesa, a evolução dos diferenciais de taxa de rendibilidade face à Alemanha tem sido mais moderada que noutros países (redução de 13 pb), encontrando-se já próxima de países com notações de crédito mais elevadas.

Os custos de financiamento de mercado do setor privado têm acompanhado o aumento das taxas de juro do BCE (Gráficos I.1.6 e I.1.7). Desde maio, as taxas de rendibilidade de dívida de mercado das empresas da área do euro aumentaram (41 pb), em linha com a evolução das taxas de rendibilidade da dívida soberana da Alemanha. No caso do custo da dívida de empresas *high yield*, depois do aumento significativo após o início do conflito na Ucrânia, desde maio pouco se agravou. **No caso dos bancos da área do euro,** o prémio de risco medido pelos *asset swap spreads* revela um muito ligeiro aumento do preço do risco. No caso da dívida subordinada, os prémios em vigor para a área do euro aproximaram-se dos da dívida de bancos dos EUA, ultrapassando os níveis anteriores à turbulência ocorrida em março de 2023, relacionada com problemas com bancos nos EUA e Suíça.

Na medida em que o refinanciamento em mercado das empresas se efetue num ambiente de abrandamento económico e de taxas de juro mais altas, com impacto nos seus resultados de exploração, poderá ocorrer um efeito de *flight for safety* pelos investidores. Tal poderá levar a

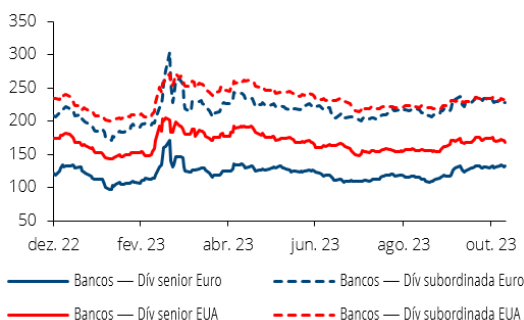
correções nos mercados de dívida de empresas, sobretudo para os segmentos mais arriscados, que parecem não estar a evoluir em linha com os fundamentais.

Gráfico I.1.6 • Taxas de rendibilidade de obrigações de empresas e de bancos na área do euro | Em percentagem



Fonte: Refinitiv. | Notas: Taxa de rendibilidade dos índices iBoxx. Última observação: 10 de novembro de 2023.

Gráfico I.1.7 • Asset swap spreads de instrumentos de dívida bancária da área do euro | Em pontos base



Fonte: Refinitiv. | Notas: Asset swap spreads dos índices iBoxx Markit. Última observação: 10 de novembro de 2023.

O mercado acionista ainda não terá refletido as perspetivas de abrandamento económico (Gráfico I.1.8). O mercado dos EUA valorizou-se desde maio, com flutuações que refletem as interpretações do mercado quanto às perspetivas para a política monetária e suas implicações sobre o crescimento económico. Parte dessa valorização deve-se à exuberância das grandes empresas tecnológicas, mas também está a ser sustentada por expetativas favoráveis para a resiliência da atividade económica. Na área do euro, a evolução desde maio tem sido de desvalorização, após valorizações anteriores mais fortes, enquanto o PSI teve uma ligeira valorização. Caso as expetativas otimistas acerca de resultados futuros dos emitentes não se concretizem, existe o risco de correções futuras nos preços.

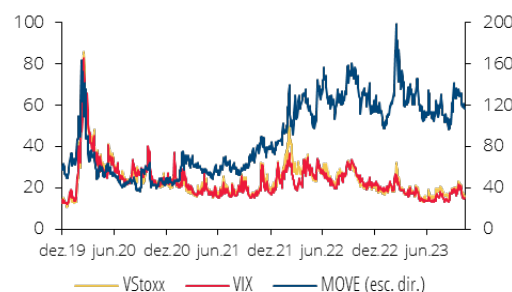
A valorização das ações de bancos cotados da área do euro tem vindo a recuperar desde a turbulência ocorrida em março, relacionada com problemas em bancos nos EUA e na Suíça (Gráfico I.1.8). Na área do euro o índice subiu até meados do verão e desde então tem-se mantido relativamente estável, num patamar inferior ao anterior ao período de turbulência. Nos EUA, as valorizações de bancos continuam longe de recuperar os níveis pré turbulência de março, pois a recuperação do índice verificada até meados do verão foi seguida por uma queda subsequente.

Gráfico I.1.8 • Índices acionistas | Em pontos



Fonte: Refinitiv. | Notas: Índices acionistas tendo como base 100 a data de 31 de dezembro de 2021. Última observação: 10 de novembro de 2023.

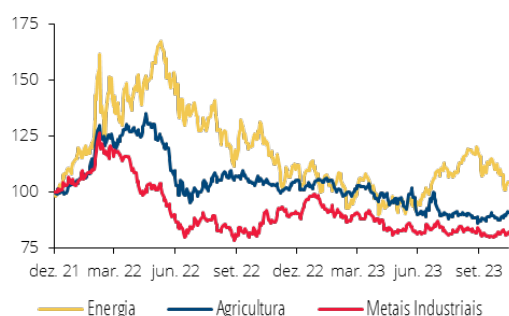
Gráfico I.1.9 • Volatilidade nos mercados acionistas e de dívida | Em pontos



Fonte: Bloomberg. | Notas: Volatilidades implícitas em opções. "VSTOXX" refere-se ao Euro Stoxx 50, "VIX" ao S&P500, "MOVE" à US treasury curve. Última observação: 10 de novembro de 2023.

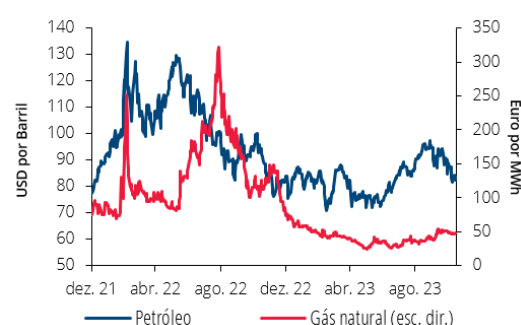
Nos mercados obrigacionistas a volatilidade conjugou-se com menor liquidez de mercado, apresentando um potencial para ajustamentos em caso de eventos inesperados (Gráfico I.1.9). Enquanto o otimismo do mercado acionista se tem refletido em baixa volatilidade, no mercado obrigacionista a volatilidade tem-se mantido elevada, em linha com as reações dos investidores à evolução das expectativas acerca das trajetórias de inflação e das taxas de juro diretoras. No mercado obrigacionista, o período anterior de baixas taxas de juro conduziu os investidores a aumentarem a alavancagem para potenciar a rentabilidade de estratégias de negociação, como por exemplo o denominado *basis trading* (que tira partido dos diferenciais entre os preços dos futuros e das respetivas obrigações comparáveis). O aumento da volatilidade pode levar ao desfazer de posições no mercado obrigacionista, com potencial para desencadear efeitos significativos nos mercados financeiros, em particular num enquadramento de liquidez de mercado mais reduzida. A nível global, tem-se verificado uma deterioração das condições de liquidez de mercado, resultado, entre outros fatores, da dificuldade dos intermediários financeiros que atuam nestes mercados, nomeadamente *primary dealers*, em acompanhar o aumento significativo de emissões de dívida soberana, ao mesmo tempo que os bancos centrais têm vindo a reduzir os seus balanços.

Gráfico I.1.10 • Preços de matérias-primas
| Índice



Fonte: Datastream. | Notas: S&P Commodity Index. Base 100 em 31 dezembro de 2021. Última observação: 10 de novembro de 2023.

Gráfico I.1.11 • Preço do Petróleo e gás
Natural | USD por barril e Euro por MWh



Fontes: Refinitiv e Datastream. | Notas: BFO Dated FOB Northsea Crude e EEX Natural Gas Trading Hub Europe Index. Última observação: 10 de novembro de 2023.

Os preços das matérias-primas recuaram em relação a máximos anteriores (Gráficos I.1.10 e I.1.11). A queda dos preços de algumas matérias-primas alimentares (nomeadamente agrícolas) e de energia tem contribuído para a redução da inflação. Apesar de durante o terceiro trimestre ter ocorrido uma subida dos preços da energia, desde então voltaram a recuar para valores abaixo do início do ano. No caso do petróleo, a trajetória foi semelhante, tendo os preços recuado para níveis semelhantes aos do início do ano. Para esta evolução contribuíram o abrandamento de atividade global, entretanto compensado por ajustamentos do lado da oferta. Os preços de gás natural têm estado muito abaixo dos máximos de 2022, refletindo o armazenamento e o fornecimento de GNL e de pipeline da Noruega e norte de África, mas desde finais de junho de 2023 reiniciaram uma tendência de subida (ainda que muito abaixo dos preços do início do ano).

Persiste o risco de disrupções na oferta voltarem a originar uma escalada dos preços de matérias-primas energéticas, com potencial impacto sobre a inflação e crescimento económico. As tensões geopolíticas no Mar Negro e no Médio Oriente, regiões importantes na cadeia de abastecimento de petróleo e gás natural podem revelar-se determinantes para esta evolução. Um choque no preço das matérias-primas energéticas pode levar a uma maior persistência da inflação em níveis elevados e ao abrandamento da atividade económica.

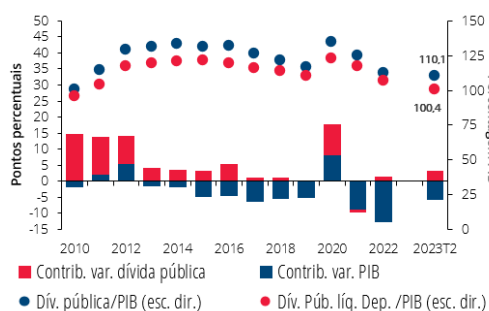
1.3 Análise de risco setorial

1.3.1 Administrações públicas

No primeiro semestre de 2023, o rácio de dívida pública portuguesa manteve a trajetória de redução, atingindo 110,1% do PIB, menos 2,3 pp que em 2022. Esta redução refletiu o contributo do crescimento do PIB (-5,3 pp) que mais do que compensou o efeito do aumento da dívida nominal (+3,0 pp). Considerando a dívida pública líquida de depósitos, o rácio de dívida pública foi de 100,4% do PIB, reduzindo-se 6,3 pp relativamente ao final de 2022, para o que também contribuiu a redução em valor do numerador (Gráfico I.1.12). No terceiro trimestre de 2023, a dívida pública totalizava 107,5% do PIB, o que representa uma redução de 2,6 pp relativamente ao final do trimestre anterior, sendo o valor do rácio líquido de depósitos de 96,5%.

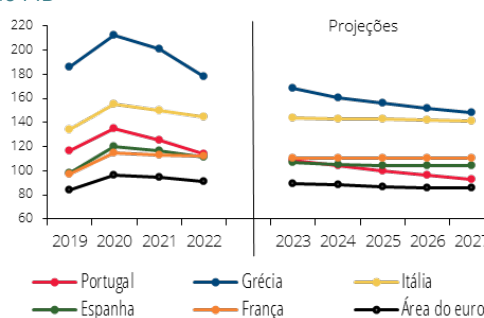
O rácio de dívida pública deverá continuar a reduzir-se nos próximos anos e espera-se que Portugal seja um dos países europeus onde esta redução será mais acentuada. Na proposta de Orçamento do Estado para 2024 é previsto um rácio de 103,0% para 2023, com redução para 98,9% em 2024. O Conselho de Finanças Públicas aponta para um rácio em 2027 de 89,4% (- 25 pp face a 2022), com uma redução anual média de 4,9 pp, destacando-se 2023, com uma diminuição de 9,2 pp do PIB. Nas projeções de outubro de 2023, o FMI antecipa para os próximos anos uma redução do rácio e uma aproximação à média da área do euro (Gráfico I.1.13).

Gráfico I.1.12 • Rácio de dívida pública portuguesa



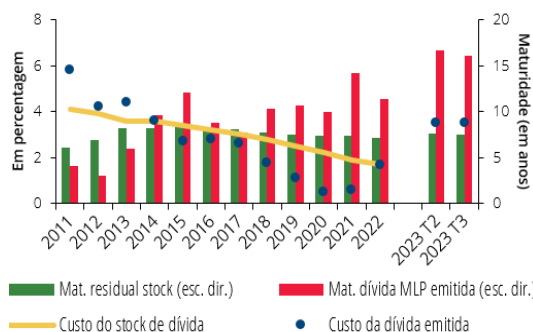
Fontes: Banco de Portugal e INE.

Gráfico I.1.13 • Projeções do FMI para a evolução da dívida pública | Em percentagem do PIB

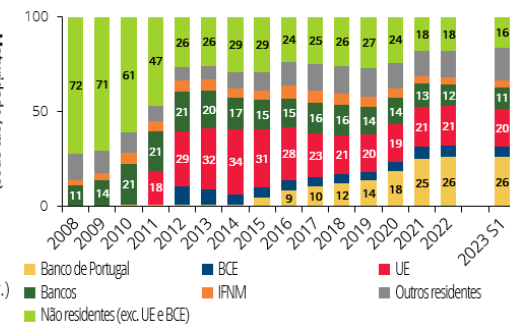


Fonte: FMI. | Notas: Projeções de outubro de 2023. Projeções a partir de 2023.

Os custos de novas emissões de dívida pública têm vindo a aumentar em resultado da subida das taxas de juro na área do euro, ainda que os diferenciais de taxas de rendibilidade face à Alemanha tenham estabilizado (Gráficos I.1.14 e I.1.5). Na dívida de curto prazo, a taxa de juro média dos bilhetes do Tesouro dos leilões realizados em julho foi de 3,3% e 3,5%, para prazos de 6 meses e um ano (os previstos para setembro foram cancelados). Nos prazos mais longos, a taxa média das obrigações do Tesouro (OT) nas últimas colocações realizadas em setembro foi de 3,4% e 3,6%. Note-se, contudo, que a Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública (IGCP) tem revisto os planos de financiamento para 2023, traduzindo-se numa revisão em baixa das necessidades de emissão de OT graças ao aumento da captação de certificados de aforro. No caso dos bilhetes do Tesouro, as emissões líquidas têm sido negativas e assim se deverão manter até ao final do ano.

Gráfico I.1.14 • Custo e maturidade da dívida pública portuguesa

Fonte: IGCP. | Notas: O custo médio implícito do *stock* de dívida corresponde ao rácio entre a despesa com juros e o *stock* médio de dívida. O custo da dívida emitida em cada período é ponderado por montante e maturidade e compreende BT, OT, OTRV e MTN emitidos no ano correspondente. A maturidade média da dívida de médio e longo prazo compreende OT e MTN emitidas no ano correspondente.

Gráfico I.1.15 • Estrutura de detentores de dívida pública portuguesa | Em percentagem

Fontes: BCE, Banco de Portugal e IGCP (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Dados em fim de período.

A maior parte da dívida tem maturidades longas e as emissões realizadas em 2023 contribuem para o aumento da maturidade média. No final de 2022, 54% do *stock* da dívida apresentava maturidade residual superior a 5 anos. De acordo com dados do IGCP, a maturidade média residual da dívida é de 7,2 anos, sendo que até setembro, a dívida emitida de médio e longo prazo tem uma maturidade média de 16,1 anos, superior ao *stock* e às emissões de 2022, que foram de 7,6 e 11,3 anos, respetivamente.

A transmissão do aumento das taxas de juro das novas emissões às despesas em juros ocorre de forma gradual, dado o elevado montante do *stock* emitido a taxas fixas mais baixas e a longa maturidade média. As novas emissões têm custos mais elevados que os implícitos no *stock*, mas, nos próximos 2 anos, irão atingir a maturidade montantes significativos de obrigações do Tesouro, algumas com taxa de juro médias superiores às das últimas emissões. Assim, apesar de se antecipar que o custo médio do *stock* de dívida registe algum agravamento no decurso dos próximos anos, deverá manter-se historicamente reduzido, não inviabilizando um efeito dinâmico favorável (diferencial entre a taxa de juro da dívida e a taxa de variação do PIB nominal) para a evolução do rácio de dívida pública.

Quadro I.1.2 • Calendário anual de amortizações de dívida pública portuguesa
| Em mil milhões de euros e percentagem

	2023	2024	2025	2026	Após 2026
Stock de dívida a ser amortizado	10,9	13,1	17,0	19,3	173,0
Bilhetes do Tesouro	0,0	2,7	0,0	0,0	0,0
Empréstimos oficiais	1,5	1,8	1,5	5,0	46,6
Outra dívida mlp	9,4	8,5	15,5	14,3	126,4
Peso no total do <i>stock</i> de dívida (%)	4,7	5,6	7,3	8,3	8,4
Peso no PIB de 2022 (%)	5,1	6,1	7,9	9,0	9,2

Fonte: IGCP. | Notas: A maturidade dos empréstimos do Mecanismo europeu de estabilização financeira será estendida por um prazo de 7 anos em média. A extensão de cada empréstimo será operacionalizada próximo da respetiva data de amortização. Atualizado em 10 de novembro.

O processo de melhoria da situação orçamental, traduzido numa redução do rácio de dívida pública em relação ao PIB, tem-se manifestado numa evolução mais benigna das taxas de rendibilidade nos mercados secundários face a outros países europeus.

Porém, existem riscos que podem afetar de forma desfavorável a situação financeira do soberano no futuro:

- **Abrandamento mais intenso da atividade económica** colocará maior pressão nas contas públicas. É importante limitar o crescimento da despesa pública primária estrutural para, num contexto cíclico menos favorável, manter a redução do rácio;
- **Contágio de perturbações exógenas que afetem os mercados financeiros internacionais.** As dificuldades orçamentais que outros soberanos estão já a experimentar poderão levar os investidores a focar-se de novo nos desequilíbrios orçamentais, penalizando o risco soberano;
- **Incerteza quanto à duração da restritividade da política monetária,** o que poderá conduzir a pressão adicional sobre os custos de financiamento. É neste quadro também relevante a redução do balanço do Eurosistema que atualmente detém uma parcela significativa do *stock* de dívida soberana (31,5% em junho de 2023) (Gráfico I.1.15).

Estes riscos são mitigados por:

- **Perspetivas de continuidade de redução do rácio de dívida pública.** As previsões oficiais apontam para uma trajetória de consolidação orçamental. Concomitantemente, a melhoria da notação de crédito por parte das principais agências de rating internacionais: *DBRS Morningstar* (em julho de 2023 de *A-low* para *A*), *Fitch* (em setembro de 2023 upgrade de *BBB+* para *"A-"*) e *S&P* (tendo em setembro de 2023 revisto o *outlook* para positivo, após o upgrade para *BBB+* em setembro de 2022);
- **Elevado montante do *stock* de dívida com taxas de juro fixas baixas.** Apesar do referido aumento dos custos das emissões mais recentes, a taxa de juro implícita da dívida deverá situar-se em torno de 2,1% em 2023 e nos próximos anos vão ser amortizadas algumas emissões com custos relativamente altos, o que mitiga os custos mais elevados de novas emissões;
- **Risco de refinanciamento no curto prazo contido.** A maturidade média residual da dívida é de 7 anos e meio. A gestão ativa da dívida durante o período de taxas de juro reduzidas, através da emissão de títulos de dívida com maturidades mais longas e operações de troca de obrigações, permitiu um aumento da maturidade média e um alisamento do perfil temporal das amortizações (Quadro I.1.2). Acresce a situação de liquidez confortável do Tesouro português: os elevados depósitos das administrações pública (11% do PIB em setembro de 2023) constituem uma margem adicional;
- **Papel estabilizador do BCE:** O Eurosistema possui ainda um elevado *stock* de dívida soberana portuguesa e a atual política de desinvestimento tem sido gradual e previsível. Além disso, o BCE assumiu o compromisso de garantir uma efetiva transmissão da política monetária a todas as jurisdições, nomeadamente face à possibilidade de existirem perturbações injustificadas e desordenadas nas taxas de rendibilidade da dívida soberana, não baseadas em fatores fundamentais, para o qual dispõe também de um novo instrumento (TPI).

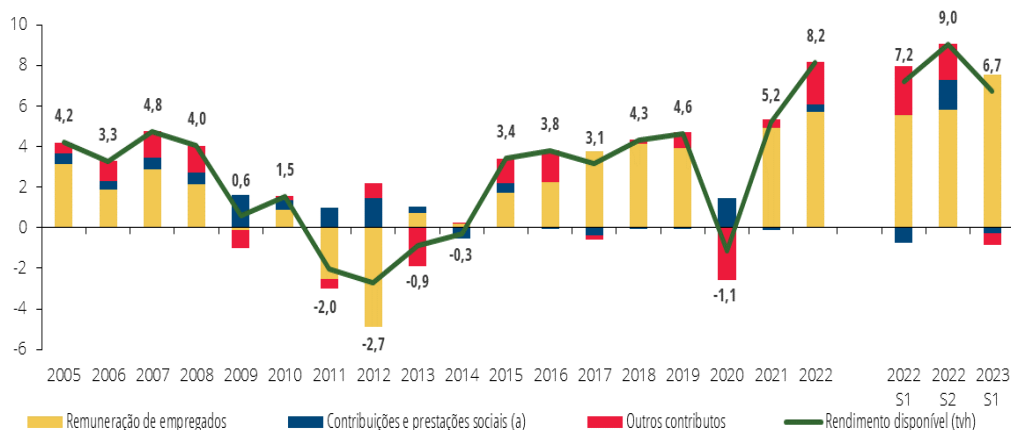
Não obstante a presença destes mitigantes, que atuam como fatores de resiliência e de credibilidade creditícia do soberano, é de extrema relevância manter um plano credível de consolidação orçamental.

1.3.2 Particulares

Apesar da taxa de inflação permanecer acima do objetivo, a robustez do mercado de trabalho tem contribuído positivamente para o rendimento das famílias. O rendimento disponível nominal das famílias cresceu 6,7% no primeiro semestre de 2023 em termos homólogos (8,2% em 2022), devido ao contributo das remunerações do trabalho (Gráfico I.1.16). O rendimento disponível real deverá

crescer cerca de 1% em 2023 (0,9% em 2022), 1,8%, em 2024 e 1,9% em 2025, num contexto de aumento do emprego, embora com ganhos inferiores aos do passado recente, crescimento dos salários reais e de medidas de apoio às famílias.

Gráfico I.1.16 • Variação do rendimento disponível nominal dos particulares e contributos
| Em percentagem e pontos percentuais

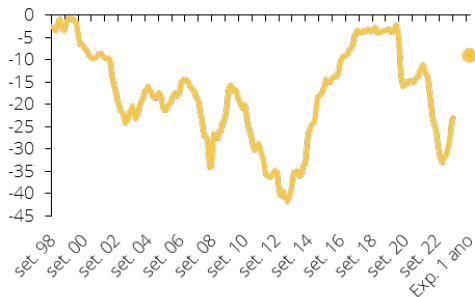


Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (a) Líquidas de transferências em espécie.

O desempenho positivo do mercado de trabalho, com a taxa de desemprego a permanecer baixa, refletindo a escassez de oferta de mão-de-obra, favorecem a resiliência do rendimento das famílias num cenário de abrandamento da atividade económica. De acordo com o Inquérito Qualitativo de Conjuntura dos Consumidores, nos meses mais recentes, tem-se observado uma melhoria da situação financeira das famílias, sendo que os consumidores perspetivam que a sua situação financeira continue a melhorar durante os próximos meses (Gráfico I.1.17).

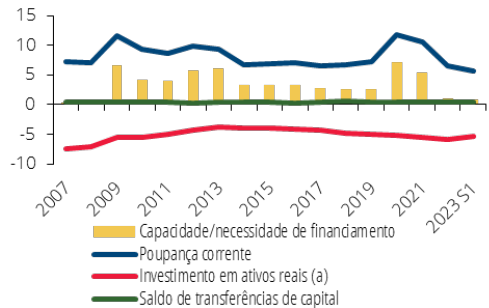
Entre junho de 2022 e junho de 2023, a capacidade de financiamento dos particulares fixou-se em 0,8% do rendimento disponível, o que representa uma redução de cerca de 0,3 pp face ao ano anterior. Este valor é inferior ao observado durante a pandemia (2020 e 2021) e também ao de 2019, refletindo a diminuição da taxa de poupança (Gráfico I.1.18). Em termos de aplicações da poupança dos particulares, continuou a destacar-se o investimento em ativos reais, em larga medida em habitação, que ascendeu a 5,2% do rendimento disponível no primeiro semestre de 2023 (-0,6 pp face ao conjunto do ano de 2022, +0,2 pp face a 2019).

Gráfico I.1.17 • Situação financeira do agregado familiar | Índice



Fonte: INE. | Notas: Valores efetivos (não corrigidos de sazonalidade) do saldo de respostas extremas (s.r.e). O gráfico inclui uma componente de expectativa para o período de outubro de 2023 a setembro de 2024 ("Exp. 1 ano").

Gráfico I.1.18 • Poupança, investimento e capacidade/necessidade de financiamento dos particulares | Em percentagem do rendimento disponível



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (a) Corresponde à soma de formação bruta de capital fixo, variação de existências, aquisições líquidas de cessões de objetos de valor e aquisições líquidas de cessões de ativos não financeiros não produzidos. Valores para o ano terminado em junho de 2023.

A taxa de poupança continua baixa em termos históricos e internacionais. A taxa de poupança dos particulares caiu para 5,7% do rendimento disponível no ano terminado em junho de 2023, um valor inferior ao de 2019 (7,2%) e ao de 2022 (6,5%), depois do forte aumento observado durante a pandemia (11,9% em 2020 e 10,6% em 2021) (Quadro I.1.3). A aquisição de ativos financeiros reduziu-se para 0,1% do rendimento disponível (5,0% em 2022S1), observando-se uma realocação de aplicações em depósitos, que se reduziram em 8,7% do rendimento disponível, para subscrições de certificados de aforro (Caixa 1). Ao longo do primeiro semestre de 2023, registou-se um desinvestimento em ações e outras participações exceto unidades de participação em fundos de investimento (-2,8% do rendimento disponível) e em seguros e fundos de pensões (-4,4% do rendimento disponível). Observou-se também um crescimento das aplicações em unidades de participação em fundos de investimento (0,7% do rendimento disponível).

Quadro I.1.3 • Origem e aplicação de fundos dos particulares | Em percentagem do rendimento disponível

	2019	2020	2021	2022	22 S1	23 S1
Poupança corrente em Portugal	7,2	11,9	10,6	6,5	5,9	4,0
Ativos	8,4	14,6	13,4	9,7	10,4	4,9
Investimentos em ativos reais ^(a)	5,0	5,1	5,6	5,8	5,7	5,2
Saldo das transferências de capital	-0,4	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,4
Aquisições líquidas de ativos financeiros	3,8	9,9	8,2	4,3	5,0	0,1
d.q. Numerário e depósitos em bancos	3,6	8,3	6,9	5,7	9,5	-8,7
d.q. Certificados de aforro/tesouro	0,5	0,5	0,3	2,7	0,0	12,5
Passivos	1,2	2,8	2,8	3,2	4,5	0,9
Dívida financeira ^(b)	1,0	1,5	3,1	2,6	3,4	-0,8
Outros passivos financeiros ^(c)	0,2	1,2	-0,4	0,6	1,1	1,8

O rácio de endividamento dos particulares em percentagem do rendimento disponível reduziu-se 3 pontos percentuais no primeiro semestre de 2023, para 88%, abaixo da média da área do euro (Gráfico I.1.19). Esta evolução refletiu o aumento do rendimento disponível nominal e um

abrandamento do crédito a particulares no início de 2023. O *stock* de empréstimos à habitação contraiu e o crescimento do crédito ao consumo também abrandou. O aumento das amortizações antecipadas no crédito à habitação contribuiu para a redução do *stock* de crédito à habitação. Contudo, nos casos em que estas estão associadas a transferências de crédito entre bancos, o impacto no *stock* é nulo (Secção 2.2).

Em Portugal, o peso do crédito à habitação no rendimento disponível encontra-se abaixo da média da área do euro, (59% em Portugal e 61% na área do euro) (Gráfico I.1.20).

Gráfico I.1.19 • Rácio de endividamento dos particulares na área do euro e em Portugal
| Em percentagem do rendimento disponível

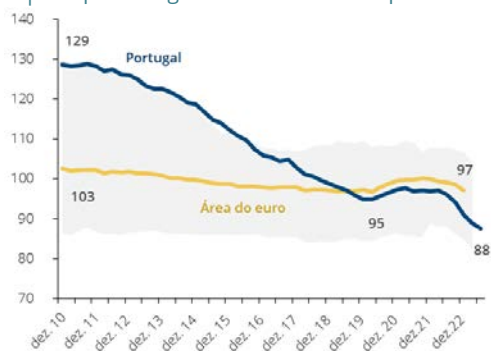
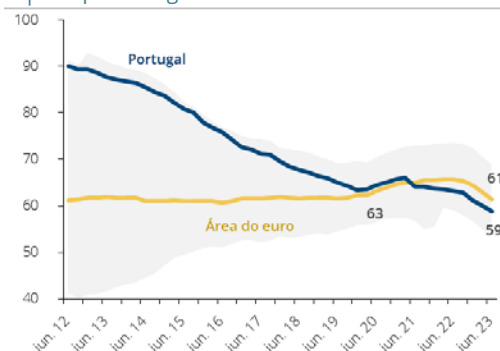


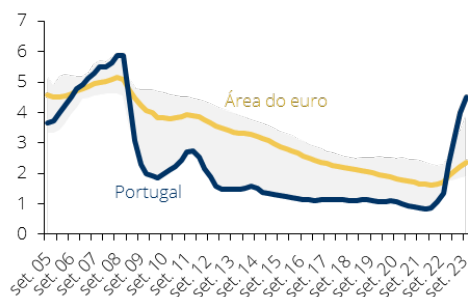
Gráfico I.1.20 • Rácio entre o *stock* de crédito à habitação e o rendimento disponível
| Em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Valores não consolidados da dívida total. A área cinza corresponde ao intervalo entre o terceiro e o primeiro quartil da distribuição para um conjunto de países da área do euro (Alemanha, Áustria, Bélgica, Eslovénia, Espanha, Finlândia, França, Irlanda, Itália, Países Baixos e Portugal).

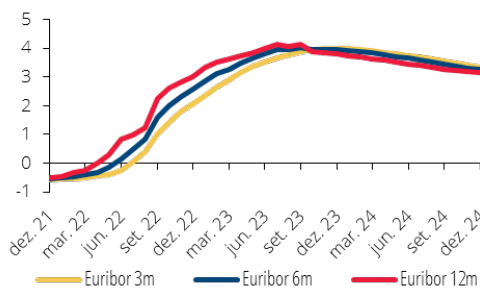
A subida das taxas de juro de curto prazo, apesar da redução da taxa de inflação e do aumento contido da taxa de desemprego, potencia o risco de incumprimento das famílias. Uma vez que cerca de 85% do *stock* de empréstimos à habitação é com taxa variável, a subida das taxas de juro interbancárias tem-se traduzido num aumento dos encargos com a dívida (Gráfico I.1.21). Até ao momento, a materialização do risco de crédito das famílias foi contida (Secção 2.3). Todos os contratos com taxa variável já registaram um aumento do indexante. Tendo em conta as expetativas de mercado, no caso dos contratos indexados a Euribor a 3 meses, a prestação atual estará muito próxima do valor máximo. No caso dos contratos indexados à Euribor a 6 meses, uma parte dos contratos deverá ter ainda um pequeno aumento, enquanto para alguns contratos com Euribor a 12 meses o aumento pode ter ainda alguma expressão. Os participantes nos mercados esperam que as taxas Euribor caiam ao longo de 2024, mas de forma gradual, após uma subida de 4,5 pp face ao início de 2022; a descida será entre 0,7 pp e 1 pp (dependendo do prazo), face ao valor máximo observado, para valores um pouco acima de 3% em dezembro de 2024 (Gráfico I.1.22).

Gráfico I.1.21 • Evolução da taxa de juro média do stock de empréstimos à habitação
| Em percentagem



Fonte: BCE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: A área cinza corresponde ao intervalo entre o percentil 10 e 90 da distribuição para um conjunto de países da área do euro (Alemanha, Áustria, Bélgica, Eslovénia, Espanha, Finlândia, França, Irlanda, Itália, Países Baixos e Portugal). Última observação: setembro de 2023.

Gráfico I.1.22 • Expetativas de mercado para evolução das taxas Euribor | Em percentagem



Fonte: Refinitiv (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: A informação até setembro de 2023 diz respeito a dados observados. De outubro de 2023 em diante as séries referem-se às expetativas dos agentes de mercado do dia 13 de outubro de 2023.

Os encargos mais elevados com o serviço da dívida dos empréstimos à habitação contribuíram para a subida de 4,9 pp do rácio entre a prestação e o rendimento médio (LSTI, *Loan service-to-income*), entre junho de 2022 e agosto de 2023, para 21,6%. Para quantificar o impacto da alteração das taxas Euribor no serviço da dívida dos empréstimos à habitação considera-se a evolução esperada para as taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses até dezembro de 2024, tendo por base as expetativas de mercado presentes nos futuros da Euribor a 3 meses do dia 13 de outubro de 2023. Para cada contrato, o rendimento foi projetado desde a última data de atualização, para 2023 e 2024, com base na taxa de crescimento da remuneração média por trabalhador (Projeções macroeconómicas publicadas no *Boletim Económico* de outubro de 2023). Estima-se que o LSTI médio aumente ligeiramente para 22,2% em dezembro de 2023 e que durante o ano de 2024 se reduza para 20,4%. Contudo, cerca de 76% dos contratos deverá continuar a ter um LSTI igual ou inferior a 30% em dezembro de 2023 (80% em dezembro de 2024). Estima-se que a proporção do stock com LSTI superior a 50% aumente para 9% em dezembro de 2023 (4,3% em junho de 2022) e se reduza para 6,8% em dezembro de 2024. Esta percentagem deverá ser de 48% no caso dos empréstimos no 1.º quintil de rendimento (41% em dezembro de 2024, Quadro I.1.4). Contudo, em agosto de 2023, estes contratos representavam apenas 9% do stock de empréstimos à habitação.

Quadro I.1.4 • Stock de empréstimos à habitação por classe de LSTI e quintil de rendimento
| Em percentagem

		Classe de LSTI					Memo items:			
		<=20%	]20%;30%]	]30%;40%]	]40%;50%]	>50%	Montante médio de dívida	Montante médio contratado	Peso no stock	Número de contratos
Quintil 1	jun. 22	11,5	26,3	23,5	14,2	24,5	50 300	73 513	10,6	141 331
	ago. 23	4,4	11,8	19,8	18,3	45,6	48 383	73 171	8,6	125 139
	dez. 23	4,0	10,6	18,7	18,4	48,3	47 883			
	dez. 24	5,3	13,9	21,6	18,0	41,2	46 328			
	dez. 24	5,3	13,9	21,6	18,0	41,2	46 328			
Quintil 2	jun. 22	33,0	37,5	17,0	6,6	6,0	58 142	79 964	16,6	191 174
	ago. 23	12,6	27,6	26,4	16,8	16,5	56 984	78 980	14,6	181 519
	dez. 23	11,3	25,9	26,2	17,9	18,7	56 483			
	dez. 24	15,1	30,2	26,6	14,9	13,3	54 921			
	dez. 24	15,1	30,2	26,6	14,9	13,3	54 921			
Quintil 3	jun. 22	58,1	28,9	8,4	2,5	2,1	64 581	87 550	19,1	197 997
	ago. 23	27,1	34,1	23,3	9,7	5,7	65 155	88 150	18,6	202 323
	dez. 23	24,7	33,0	24,5	11,0	6,7	64 604			
	dez. 24	31,2	35,4	21,4	7,6	4,3	62 890			
	dez. 24	31,2	35,4	21,4	7,6	4,3	62 890			
Quintil 4	jun. 22	76,2	17,8	4,0	1,1	0,9	72 422	96 408	19,1	175 833
	ago. 23	43,5	33,8	15,5	4,9	2,3	74 636	98 463	20,0	189 534
	dez. 23	40,4	34,3	16,9	5,7	2,8	74 029			
	dez. 24	48,3	33,3	13,2	3,5	1,7	72 138			
	dez. 24	48,3	33,3	13,2	3,5	1,7	72 138			
Quintil 5	jun. 22	90,5	7,3	1,5	0,4	0,4	93 287	122 858	34,5	247 510
	ago. 23	73,5	18,4	6,0	1,5	0,7	97 573	127 716	38,2	276 712
	dez. 23	71,3	19,5	6,7	1,7	0,8	96 743			
	dez. 24	76,8	16,8	4,8	1,0	0,5	94 168			
	dez. 24	76,8	16,8	4,8	1,0	0,5	94 168			
Total	jun. 22	63,6	20,5	8,2	3,4	4,3	338 731	460 294	100,0	953 845
	ago. 23	44,0	25,2	15,3	7,4	8,1	342 731	466 480	100,0	975 227
	dez. 23	41,9	25,1	15,9	8,1	9,0	339 741			
	dez. 24	47,5	25,3	14,2	6,2	6,8	330 445			
	dez. 24	47,5	25,3	14,2	6,2	6,8	330 445			

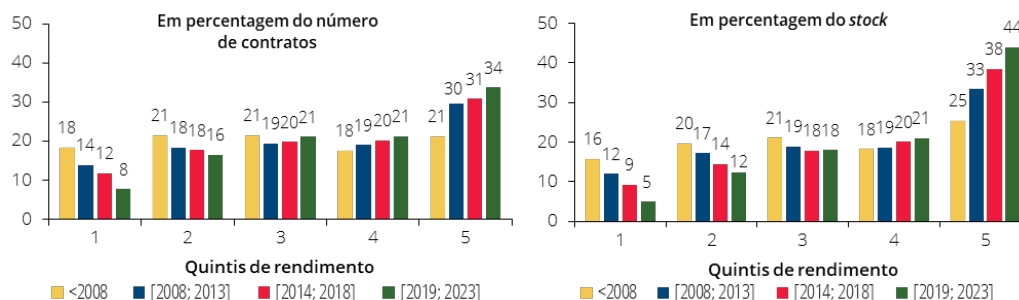
Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: O LSTI corresponde ao rácio entre a prestação do empréstimo à habitação e o rendimento médio mensal dos mutuários (rendimento anual dividido por 12 meses). Apenas considera 73% do stock de empréstimos à habitação. Exclui contratos associados a exceções ao limite do rácio DSTI previstas na Recomendação macroprudencial. A informação de rendimento tem como fontes a Instrução 33/2018 ou a CRC quando não reportado na anterior. Note-se, contudo, que a evolução dos rendimentos individuais ao longo do ciclo de vida dos mutuários não foi tida em conta, a qual é relevante em virtude das maturidades originais longas dos empréstimos à habitação. Rendimento atualizado entre a última data de atualização e o que se espera que vigore até 2024 para cada contrato, com base na taxa de crescimento da remuneração média por trabalhador (das previsões macroeconómicas subjacentes ao *Boletim Económico* de outubro de 2023).

O risco de incumprimento identificado é mitigado pelo seguinte conjunto de fatores:

- O rácio de endividamento é inferior ao da média da área do euro. A redução observada foi transversal a todas as classes de rendimento, mas mais acentuada nas famílias de menor rendimento;
- A melhoria do perfil de risco dos novos mutuários em consequência da Recomendação macroprudencial introduzida em 2018 relativa aos novos créditos à habitação e ao consumo;
- A concentração do crédito à habitação em famílias de classes de rendimento mais elevado, com maior facilidade em acomodar o aumento das prestações dos empréstimos. O peso das famílias com rendimentos mais baixos no stock de empréstimos à habitação é baixo em Portugal, como observado noutros países da área do euro. Para o crédito à habitação concedido nos anos mais recentes, há um peso inferior das famílias no quintil de rendimentos mais baixos em comparação com o crédito à habitação concedido em anos anteriores (Gráfico I.1.23);

- O crédito ao consumo também está relativamente concentrado em famílias de rendimento mais elevado, embora menos do que no caso do crédito à habitação, e é dominado por contratos a taxa fixa;
- Apesar da possibilidade de um aumento da taxa de desemprego, a situação de escassez de mão-de-obra no mercado de trabalho tenderá a limitar a subida da taxa de desemprego;
- A implementação de medidas governamentais de apoio às famílias, para fazer face ao aumento do custo de vida, incluindo das prestações do crédito à habitação.

Gráfico I.1.23 • Contratos e stock de empréstimos à habitação por quintil de rendimento e ano de celebração | Em percentagem



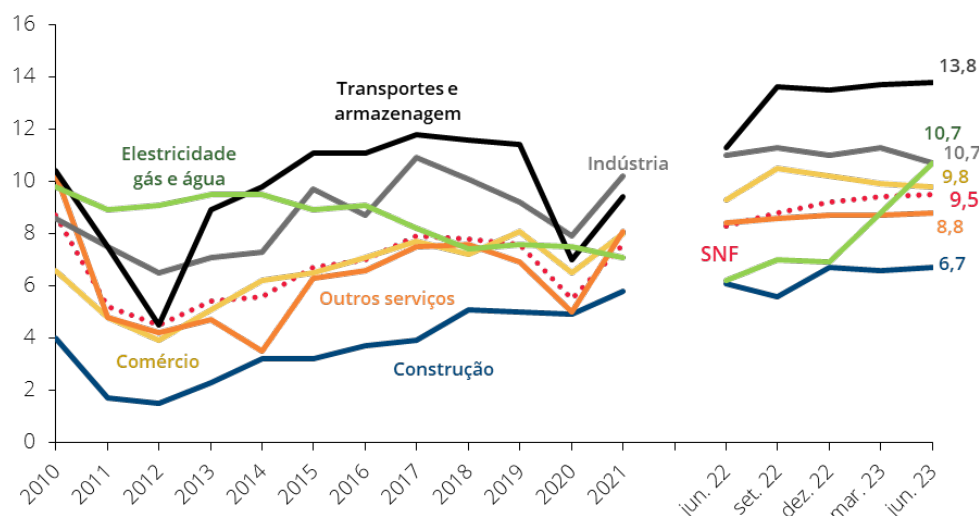
Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: Valores com base em 73% do stock de empréstimos à habitação em agosto de 2023, excluindo contratos associados a exceções ao limite do rácio DSTI previstas na Recomendação macroprudencial. As barras correspondem ao peso no número de contratos/stock de empréstimos (vivos em agosto de 2023) em cada classe de ano de celebração.

1.3.3 Sociedades não financeiras

A situação financeira das sociedades não financeiras (SNF) permanece robusta, não obstante a sucessão de choques negativos à atividade nos últimos anos, tendo beneficiado da recuperação acentuada da economia após o choque pandémico e da capacidade de transmissão do aumento dos custos de produção para os consumidores. A diminuição do endividamento observada desde a crise da dívida soberana — que persistiu após o período pandémico —, o aumento da liquidez e a maior autonomia financeira são fatores estruturais que contribuirão para a resiliência das SNF.

No ano acabado em junho de 2023, a rentabilidade média das empresas foi de 9,5%, o valor mais elevado na série histórica 2006-2023 (e superior em 1,2 pp ao registado no período homólogo). A subida da rentabilidade face a junho de 2022 observou-se em todos os setores de atividade, com exceção das indústrias (Gráfico I.1.24). O aumento mais significativo ocorreu no setor da eletricidade, gás e água (+4,5 pp), refletindo a reversão dos custos energéticos que ocorreu em 2023. A rentabilidade das SNF foi também superior ao observado em 2019 em todos os setores de atividade.

Gráfico I.1.24 • Rendibilidade do ativo das SNF, por setor de atividade | Em percentagem

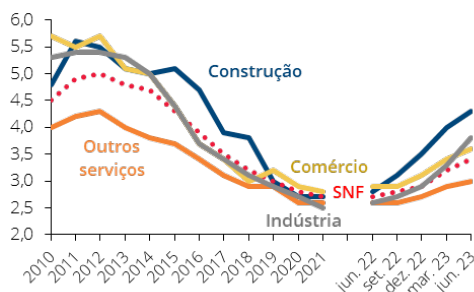


Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Rendibilidade média do ativo definida como o rácio entre o EBITDA e o ativo médio do período. EBITDA, sigla inglesa para resultados antes de depreciações e amortizações, juros suportados e impostos. Os dados trimestrais referem-se à rendibilidade no ano acabado no respetivo trimestre. Os outros serviços incluem serviços exceto comércio e transportes e armazenagem (identificados no gráfico). Indústria inclui as indústrias extrativas e as indústrias transformadoras.

Num contexto adverso, a rendibilidade das empresas revelou resiliência, para o que contribuiu a transmissão do aumento de custos de produção para os consumidores. De uma forma global, a subida dos custos intermédios e dos custos de pessoal foi refletida nos preços, potenciando mesmo um ligeiro aumento na margem de lucro agregada. O aumento dos custos intermédios foi mais acentuado nos setores da eletricidade, gás e água, indústrias e construção. Por seu turno, o aumento dos custos com pessoal terá pressionado de forma mais acentuada a rendibilidade dos setores das indústrias e do comércio.

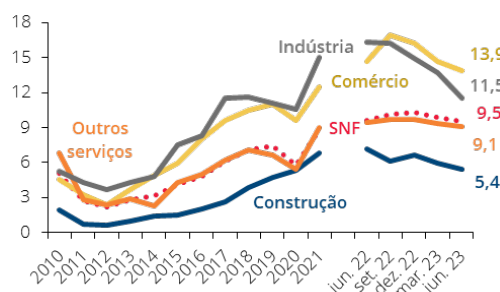
O aumento das taxas de juro traduziu-se numa subida dos gastos de financiamento das empresas. A taxa de juro média do *stock* de empréstimos bancários a SNF mais do que duplicou entre junho de 2022 (2,2%) e de 2023 (5,0%). Em setembro de 2023, foi de 5,5%. Este aumento contribuiu para a subida dos gastos de financiamento das empresas em todos os setores de atividade, mas foi mais acentuada nos setores da construção, indústria e transportes e armazenagem (Gráfico I.1.25).

Gráfico I.1.25 • Custo dos financiamentos obtidos, por setor de atividade
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A linha a pontilhado corresponde ao total das SNF. Os custos de financiamentos obtidos incluem os custos associados a empréstimos bancários, títulos de dívida e outros empréstimos. O rácio trimestral corresponde ao valor apurado para o ano acabado no trimestre.

Gráfico I.1.26 • Rácio de cobertura de gastos de financiamento, por setor de atividade
| Em número de vezes



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A linha a pontilhado corresponde ao total das SNF. O rácio trimestral corresponde ao valor apurado para o ano acabado no trimestre.

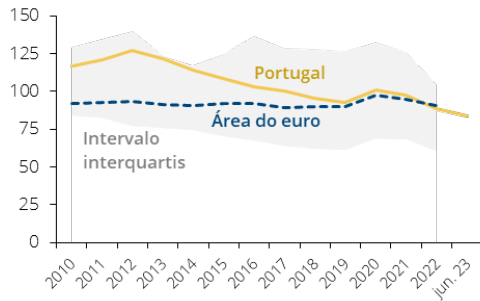
O aumento significativo do custo dos financiamentos obtidos traduziu-se numa redução do rácio de cobertura de gastos de financiamento, ainda que atenuada pela melhoria da rentabilidade (Gráfico I.1.26). A redução deste rácio foi mais acentuada nos setores da construção e da indústria e nas micro, pequenas e médias empresas (PME). Contudo, em junho de 2023, os rácios de cobertura de gastos de financiamento eram ainda superiores aos observados em dezembro de 2019 para todos os setores de atividade.

O rácio de endividamento das empresas em percentagem do PIB continuou a diminuir, sendo ligeiramente inferior ao da área do euro no final de 2022 (Gráfico I.1.27). O rácio de endividamento situou-se em 84,0% em junho de 2023 (Gráfico I.1.28), -4,5 pp face a dezembro de 2022 (-8,6 pp face a dezembro de 2019). Para esta redução contribuíram o crescimento nominal do PIB (-4,1 pp) e a redução dos empréstimos do setor financeiro residente (-0,4 pp) e do crédito concedido por não residentes (-0,3 pp). O aumento dos custos de financiamento, as perspetivas de moderação da procura e o elevado nível de depósitos terão contribuído para uma redução da procura de empréstimos pelas empresas desde meados de 2022.

No primeiro semestre de 2023, a diminuição do endividamento ocorreu em simultâneo com uma redução, de maior magnitude, dos depósitos das empresas. O rácio de dívida líquida de depósitos reduziu-se para 56% do PIB em junho de 2023, -1,8 pp do que em dezembro de 2022 (-12 pp do que em dezembro de 2019), para o qual o contributo do PIB nominal foi dominante. Apesar da redução dos depósitos, estes superavam em 42% o valor do final de 2019, refletindo a acumulação nos últimos anos. Em junho de 2023, a maioria dos depósitos das empresas em instituições financeiras correspondia a depósitos à ordem (70%), com uma remuneração reduzida.

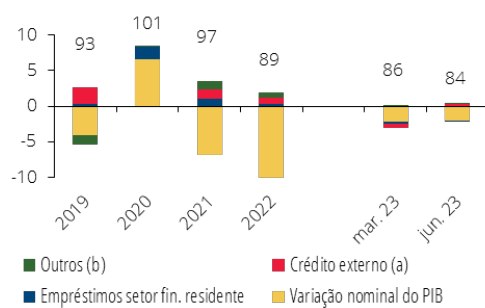
A redução dos depósitos no primeiro semestre de 2023 variou entre setores de atividade (Gráfico I.1.29). Tomando como referência os depósitos das empresas junto das maiores instituições de crédito, observou-se uma redução mais acentuada nos setores do alojamento e restauração e comércio, que tinham registado um aumento significativo face a 2019. Na indústria transformadora, o total de depósitos permaneceu virtualmente inalterado.

Gráfico I.1.27 • Evolução do rácio de endividamento das SNF em Portugal e na área do euro | Em percentagem do PIB



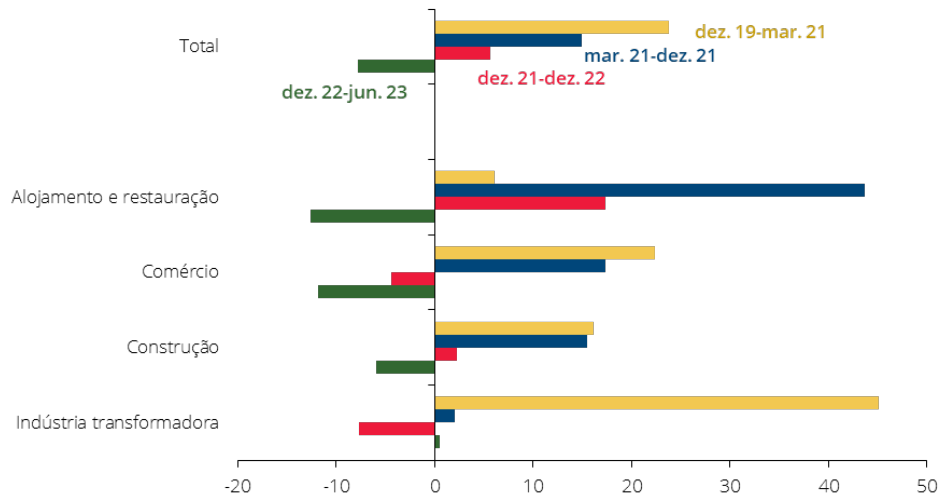
Fontes: Banco de Portugal e Eurostat. | Notas: Valores consolidados. Última observação para Portugal: junho de 2023. A série da área do euro tem periodicidade anual. Última observação para a série da área do euro: dezembro de 2022. O “Intervalo interquartil” corresponde à área definida pelo valor do país identificado como percentil 75 e o valor do país identificado como percentil 25.

Gráfico I.1.28 • Contributos para a variação do rácio de endividamento das SNF em relação ao PIB | Em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Valores consolidados. Os valores do rácio de endividamento das SNF em percentagem do PIB são apresentados no topo de cada barra. (a) Consideram-se no crédito externo os passivos relativos a empréstimos e a títulos de dívida na posse de não residentes. (b) Inclui títulos de dívida em carteira de residentes, créditos abatidos ao ativo no balanço de instituições financeiras monetárias residentes, empréstimos de particulares, créditos comerciais e adiantamentos e outras variações de volume e valor.

Gráfico I.1.29 • Variação dos depósitos de SNF no G8, por setor de atividade | Em percentagem

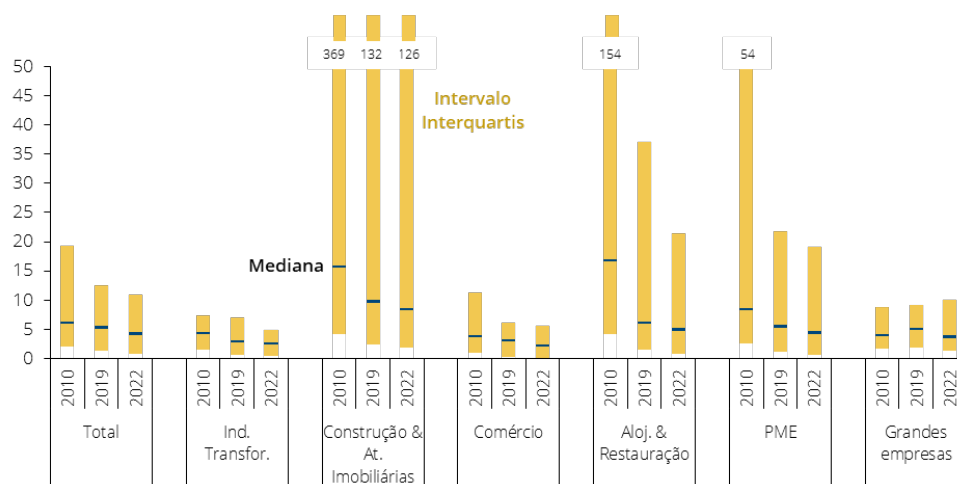


Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Os depósitos junto das 8 instituições mais significativas (G8) representam cerca de 85% dos depósitos em OIFM.

A redução do endividamento em relação ao PIB ocorreu em simultâneo com um menor endividamento das empresas face aos resultados operacionais. Desde o fim da crise da dívida soberana que o endividamento das empresas se tem vindo a reduzir. Esta evolução foi apenas interrompida durante a crise pandémica. No final de 2022, a mediana do rácio do total de dívida financeira líquida de depósitos em relação ao EBITDA era de 4,0, menor do que nos finais de 2019 e 2010. Esta evolução foi transversal aos diversos setores de atividade. A construção e atividades imobiliárias tinha o rácio mediano mais elevado, 8,3. Os setores da indústria transformadora (2,3) e do comércio (2,1), apresentam os valores medianos mais baixos. As PME apresentam uma redução mais acentuada deste rácio (4,2 em 2022 face a 8,3 em 2010), por comparação com as

grandes empresas, cuja mediana em 2022 foi semelhante ao observado em 2010 (3,5 e 3,8, respetivamente) (Gráfico I.1.30).

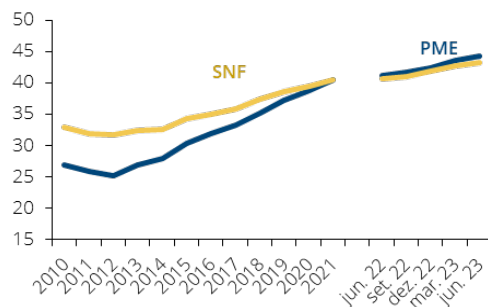
Gráfico I.1.30 • Mediana e intervalo interquartis do rácio de dívida financeira líquida de caixa e depósitos em relação ao EBITDA | Em número de vezes



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Informação da Central de Balanços do Banco de Portugal. Valores ponderados pelo ativo. Apenas se consideraram empresas com valor de dívida financeira superior a €5000. O valor do rácio foi ajustado em duas situações: (i) para empresas com EBITDA negativo em 2022 assumiu-se que o rácio da empresa corresponde ao percentil 99 da distribuição histórica do rácio e (ii) para empresas com EBITDA positivo em que valor de caixa foi superior ao de dívida financeira assumiu-se que o rácio tem o valor de 0. Em 2022, o total de dívida financeira associado à indústria transformadora correspondeu a 13% do total de dívida financeira, à construção e atividades imobiliárias 23%, ao comércio 11% e ao alojamento e restauração 7%. O total de dívida financeira associado às PME correspondeu a 65% do total de dívida financeira e às grandes empresas 35%. Excluíram-se da análise as sedes sociais e as SNF cujo setor de atividade corresponde a atividades financeiras e de seguros. O “Intervalo interquartis” corresponde à área definida entre o valor do percentil 75 e o percentil 25. Apresentam-se os valores do percentil 75 quando superam o máximo considerado para o eixo vertical.

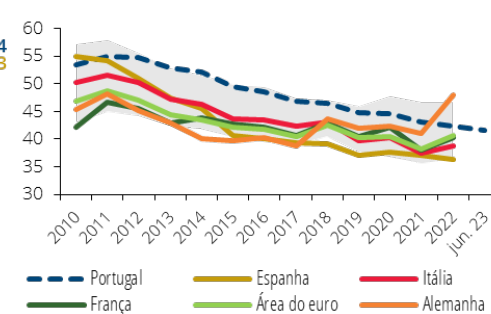
O rácio de autonomia financeira continuou a aumentar no primeiro semestre de 2023, uma tendência que se observa desde 2013 (Gráfico I.1.31). Em termos homólogos, o rácio de autonomia financeira das SNF aumentou 2,5 pp e 3,1 pp se consideradas apenas as PME (excluindo sedes sociais). Por setor de atividade, os maiores aumentos estão associados ao setor dos transportes e armazenagem e da eletricidade, gás e água (3,5 pp e 5,6 pp, respetivamente). O aumento da autonomia financeira das PME ocorreu de forma persistente desde a crise da dívida soberana, inclusive durante o período de crise pandémica. Face a dezembro de 2019, este rácio aumentou 7,0 pp nas PME e 2,2 pp nas grandes empresas (1,9 pp nas sedes sociais). O rácio de alavancagem continuou a reduzir-se (Gráfico I.1.32). Em 2022 permanecia acima do da área do euro, mas o diferencial diminuiu entre 2018 e 2022.

Gráfico I.1.31 • Rácio de autonomia financeira das SNF | Em percentagem do ativo



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Rácio de autonomia financeira consiste no rácio entre capital e ativo. Em junho de 2023, as sedes sociais — não consideradas na série PME — apresentam um rácio de autonomia financeira de 62,4%.

Gráfico I.1.32 • Rácio de alavancagem, distribuição da área do euro | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Rácio de alavancagem definido como o quociente entre a dívida financeira e a soma do capital próprio com a dívida financeira. A sombreado é representado o intervalo interquartis, apurado com base na distribuição dos rácios de alavancagem das SNF nos países da área do euro. O valor da dívida financeira corresponde ao *stock* de empréstimos e títulos de dívida, enquanto o valor do capital corresponde ao *stock* de ações e outras participações (passivos) das SNF. Valores apurados com base nas Contas Nacionais Financeiras. Os instrumentos financeiros cotados, de acordo com a metodologia das contas nacionais, estão valorizados a valor de mercado.

As insolvências das empresas aumentaram no primeiro semestre de 2023, mas continuam abaixo da média de 2018-2019. A subida observada resultou de contributos mais expressivos da indústria transformadora e da construção. Para este último setor, o número de insolvências no primeiro semestre de 2023 superou a média em 2018-19. Este resultado também se verificou no setor do alojamento e restauração em todo o período pandémico, persistindo no primeiro semestre de 2023. O fim das medidas excecionais adotadas durante a pandemia (Lei nº. 31/2023 de 4 de julho) reintroduziu os prazos para apresentação do devedor à insolvência previstos no Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas, com efeito prático a partir de agosto de 2023.

Apesar da resiliência das empresas, persistem riscos para a situação financeira no curto e médio prazo, em especial das empresas mais vulneráveis, destacando-se a persistência de taxas de juro elevadas conjugada com as expectativas de moderação do crescimento económico. A incerteza quanto ao nível e duração de taxas de juro mais elevadas coloca riscos à capacidade creditícia das empresas mais endividadas.

Estima-se que a proporção de empresas em vulnerabilidade financeira — ponderada pelo ativo das empresas — aumente em 2023 e 2024, quando poderá totalizar 18% das empresas (14% em 2022) (Quadro I.1.5). A proporção de empresas em vulnerabilidade financeira (empresas com rácio de cobertura de gastos de financiamento inferior a 2) reduziu-se em 2022, traduzindo a evolução favorável da atividade, e o facto do aumento das taxas de juro apenas se ter iniciado na segunda metade do ano. A continuação do aumento das taxas no decurso de 2023, e sua transmissão efetiva ao custo do *stock* da dívida financeira, deverá contribuir para o aumento da proporção de empresas em vulnerabilidade financeira no final do ano e, em menor medida, em 2024. Neste ano, é possível que se verifique uma ligeira redução das taxas de juro de mercado, mas a taxa média do *stock* ainda deverá ser superior ao observado em 2023. Estima-se que este aumento seja transversal a todos os setores de atividade. Contudo, será mais acentuado no setor da construção e atividades imobiliárias, onde 30% das empresas poderão estar em vulnerabilidade financeira no final de 2024.

O aumento da proporção de empresas em vulnerabilidade financeira é mais significativo em empresas com valores mais elevados de alavancagem. A proporção de empresas em vulnerabilidade no setor da construção e atividades imobiliárias nos quintis associados a maior

alavancagem, medida pelo rácio de dívida financeira líquida de caixa e depósitos em relação ao EBITDA, é elevada e superior à observada noutros setores de atividade. A heterogeneidade setorial na proporção de empresas em vulnerabilidade, assim como dentro de cada setor, justificará uma atenção especial das instituições de crédito à situação financeira destas empresas.

Quadro I.1.5 • Proporção de empresas em vulnerabilidade financeira: total e por quintil do rácio de dívida financeira líquida de caixa e depósitos em relação ao EBITDA
| Em percentagem

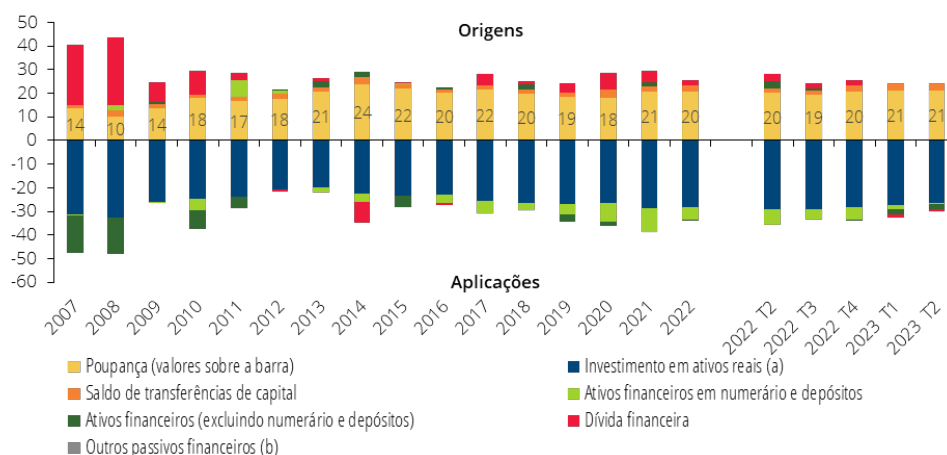
	Peso no total de dívida financeira líquida de depósitos	2022 Observado	2023 Estimado	2024 Estimado
Total	100	14	17	18
Quintil 1	0	3	2	0
Quintil 2	9	1	0	0
Quintil 3	25	1	1	2
Quintil 4	41	4	11	18
Quintil 5	25	69	83	80
Indústria transformadora	20	10	11	11
Quintil 4	6	1	9	11
Quintil 5	4	49	61	60
Construção e at. Imobiliárias	15	22	29	30
Quintil 4	5	30	47	45
Quintil 5	8	78	94	92
Comércio	15	7	8	8
Quintil 4	6	2	16	17
Quintil 5	3	38	48	44
Alojamento e restauração	5	12	13	12
Quintil 4	2	2	8	8
Quintil 5	2	58	68	63

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Valores dos quintis ponderados pelo ativo das empresas. Os valores com referência a 2022 combinam os valores observados para cada empresa na Central de Balanços em 2022 com a estimativa da situação financeira das empresas para as quais ainda não existia um reporte de informação em 2022, mas existia em 2021. Consideram-se as empresas com capitais próprios positivos e com dívida no início do período de projeção. Excluíram-se da análise as sedes sociais e as SNF cujo setor de atividade corresponde a atividades financeiras e de seguros. O exercício de simulação tem como base o cenário económico descrito no *Boletim Económico* de outubro de 2023, e é estruturalmente equivalente ao exercício apresentado no Relatório de Estabilidade Financeira de novembro de 2022 (Tema em destaque “O impacto do aumento das taxas de juro no serviço da dívida das SNF”). Considera-se uma empresa em vulnerabilidade financeira quando o seu rácio de cobertura de gastos de financiamento — definido como o rácio entre o EBITDA e os custos de financiamento — é inferior a 2.

Os efeitos negativos de taxas de juro elevadas, se conjugados com uma moderação da procura, também se poderão manifestar em empresas resilientes, em particular, no investimento. Com referência ao ano acabado no segundo trimestre de 2023, o investimento das empresas reduziu-se 2,6 pp do respetivo VAB em termos homólogos, para um nível idêntico ao observado em 2018 (Gráfico I.1.33). A diminuição do investimento das empresas poderá contribuir para uma diminuição da sua rendibilidade futura, fragilizando a sua situação financeira. Espera-se que a taxa de investimento das empresas abraque em 2023, retomando uma trajetória ascendente em 2024-25, para a qual contribuirá a recuperação da procura externa e a execução dos fundos europeus (*Boletim Económico* do Banco de Portugal de outubro de 2023).

Após a crise da dívida soberana o investimento das empresas tem sido financiado com maior recurso a fundos internos, para o que contribuiu uma taxa média de distribuição de resultados inferior à observada antes da crise. Com efeito, a média da poupança agregada das SNF (em percentagem do VAB) desde a crise da dívida soberana (2013-2022) supera em 6 pp a média de 2001 a 2010.

Gráfico I.1.33 • Origens e Aplicações de fundos de SNF | Em percentagem do VAB das SNF



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: Os valores trimestrais têm por base os valores das contas nacionais trimestrais e referem-se aos valores do ano acabado no trimestre. (a) Corresponde à soma de formação bruta de capital fixo, variação de existências, aquisições líquidas de cessões de objetos de valor e aquisições líquidas de cessões de ativos não financeiros não produzidos. (b) Corrigidas da discrepância entre a capacidade de financiamento apurada nos âmbitos das contas nacionais financeiras e não financeiras.

As expetativas de moderação económica poderão ter impacto negativo na atividade das empresas. A diminuição da procura externa, e em menor dimensão, do consumo privado e da FBCF pública, motivaram uma revisão em baixa do crescimento económico no horizonte 2023-2025 (*Boletim Económico* do Banco de Portugal de outubro de 2023).

A deterioração decorrente da materialização de um cenário menos favorável do que o esperado deverá ser reduzida, mas a persistência de fatores negativos por um período alargado e incerto poderá ter impacto em empresas com pior desempenho financeiro. Não obstante a atual posição financeira robusta das empresas, o período económico atual é marcado por significativa incerteza. Por este motivo, as instituições de crédito deverão continuar vigilantes e cautelosas na avaliação do risco de crédito das empresas.

1.3.4 Mercado imobiliário residencial e comercial

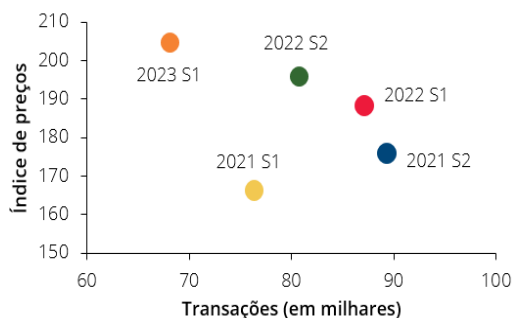
Mercado residencial

Os preços dos imóveis residenciais continuaram a crescer acima da taxa de inflação, 8,7% no primeiro semestre de 2023. Esta evolução representa, ainda assim, uma desaceleração face ao registado nos períodos anteriores (Gráficos I.1.34 e I.1.35).

O valor mediano de avaliação bancária à habitação continuou a aumentar, embora de forma menos pronunciada, com uma taxa de crescimento do valor médio do semestre de 11% no primeiro semestre de 2023, em termos homólogos (14,7% no segundo semestre de 2022).

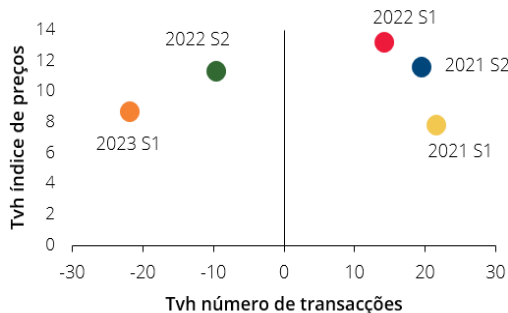
O número de transações diminuiu no primeiro semestre de 2023, reduzindo-se 22% em termos homólogos (-10% no segundo semestre de 2022).

Gráfico I.1.34 • Índice de preços da habitação e número de transações, 2021 a 2023



Fonte: INE.

Gráfico I.1.35 • Variação homóloga do índice de preços da habitação e do número de transações, 2021 a 2023 | Em percentagem

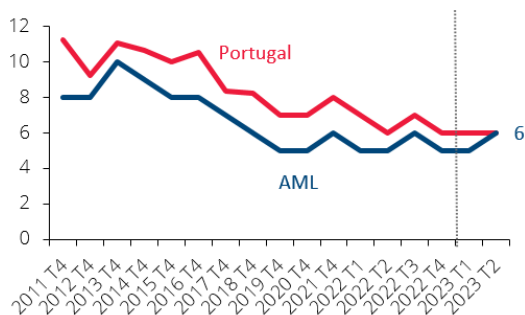


Fonte: INE.

O tempo médio de venda de um imóvel estabilizou em torno de 6 meses no primeiro semestre de 2023, após a redução observada em 2022 (Gráfico I.1.36). Desta forma, em Portugal, em 2023 a velocidade de absorção manteve-se idêntica à de 2022. Na Área Metropolitana de Lisboa (AML), a velocidade de absorção diminuiu um mês em 2023, apesar de manter valores próximos dos observados nos últimos anos. A AML representou 42% do montante transacionado no primeiro semestre de 2023, a que correspondem 29% do número de transações. Em geral, mantém-se a escassez de oferta face à procura, contribuindo para o aumento dos preços e a redução do número de transações.

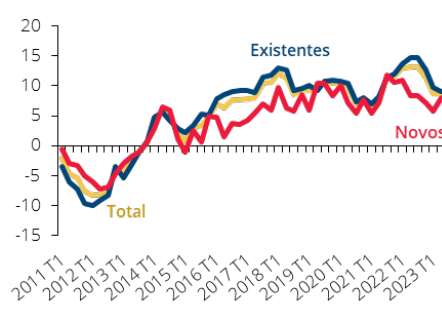
No segundo trimestre de 2023, as taxas de crescimento homólogo dos preços dos edifícios existentes (9%) e dos edifícios novos (8%) aproximaram-se face ao observado nos trimestres anteriores. A taxa de variação homóloga diminuiu no caso dos edifícios usados (-0,7 pp) e aumentou nos edifícios novos (+2,3 pp) (Gráfico I.1.37). No segundo trimestre de 2023, as transações de alojamentos usados corresponderam a 72% do montante transacionado e 80% do número de transações de habitações em Portugal. O valor médio por transação de 282 mil euros nos edifícios novos é superior aos 186 mil euros dos edifícios existentes. Em termos agregados, o valor médio foi 205 mil euros.

Gráfico I.1.36 • Número médio de meses que uma propriedade se encontra no mercado até ser vendida | Em meses



Fonte: Confidencial Imobiliário (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Estes dados compreendem apenas as transações realizadas através de agentes imobiliários. Entre 2011 e 2013 não estão disponíveis dados para o Alentejo. Última observação 2023 T2.

Gráfico I.1.37 • Variação homóloga do índice de preços na habitação, edifícios novos e usados | Em percentagem



Fonte: INE. | Nota: Última observação 2023 T2.

A evolução no mercado de arrendamento tem acompanhado os desenvolvimentos dos preços de transação de imóveis residenciais. No segundo trimestre de 2023, o valor mediano por metro quadrado dos novos contratos de arrendamento aumentou 11% em termos homólogos (Quadro I.1.6). O número de novos contratos de arrendamento decresceu 1,2% face ao segundo trimestre de 2022. As rendas mais elevadas registaram-se em Lisboa, Porto, AML, Algarve e Área Metropolitana do Porto (AMP), que também apresentaram crescimentos homólogos superiores ao do total do país. O aumento da renda mediana dos novos contratos foi maior nas localizações onde o preço é mais elevado, destacando-se Lisboa (20,8%) e o Porto (17,7%).

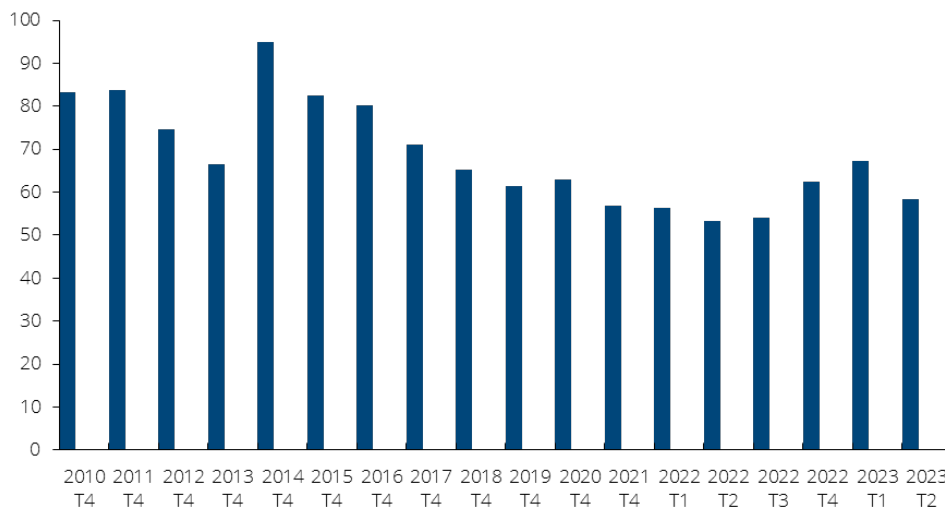
Quadro I.1.6 • Preço e renda medianos por metro quadrado, por região | Em euros e em percentagem

	Preço venda €/m ²	Taxa de variação homóloga do preço mediano/m ²					Tvh do número de transações		Renda €/m ²	Taxa de variação homóloga da renda mediana/m ²				Tvh do número de contratos de arrendamento	
	2023 T2	2020	2021	2022	2023 T1	2023 T2	2023 T1	2023 T2	2023 T2	2021	2022	2023 T1	2023 T2	2023 T1	2023 T2
Portugal	1629	9,8	10,0	10,7	7,6	8,3	-20,8	-22,9	7,3	8,3	10,6	9,6	11,0	2,1	-1,2
Norte	1390	10,4	8,2	13,2	7,6	10,2	-19,8	-19,5	6,3	8,4	9,8	9,5	11,0	5,9	0,9
AMP	1802	12,2	10,2	17,3	11,1	15,0	-21,8	-22,6	7,9	7,7	11,4	10,4	11,5	4,4	-0,9
Porto	2857	13,8	7,9	12,7	6,3	11,3			12,0	7,5	16,3	22,9	17,7	4,7	1,3
Centro	1032	6,6	4,5	9,8	5,8	6,7	-12,2	-16,9	5,2	6,2	14,9	16,0	15,0	4,4	2,3
AML	2306	11,1	9,8	15,6	15,2	13,6	-27,5	-27,3	11,0	6,1	12,8	12,6	10,9	-3,5	-7,5
Lisboa	4275	3,9	3,4	9,7	9,2	10,2			15,2	3,9	22,4	21,0	20,8	-8,4	-19,0
Alentejo	913	8,6	4,1	9,0	9,3	8,7	-17,2	-23,6	4,9	2,0	11,7	11,8	11,8	7,4	6,3
Algarve	2583	7,1	10,1	17,0	16,6	13,5	-25,4	-29,3	8,4	5,4	14,0	10,6	12,7	1,2	4,0
RAA	1085	12,2	3,3	14,5	7,2	10,7	-17,0	-24,1	4,9	12,6	14,4	5,5	8,6	4,7	30,0
RAM	1916	7,3	10,2	9,4	7,0	12,2	-12,3	-27,7	8,0	8,9	12,5	8,7	9,4	-2,2	-18,0
Por memória: Taxa de variação homóloga do índice de preços		8,0	11,6	11,3	8,7	8,7									

Fonte: INE. | Notas: (1) Valor mediano por m² das vendas de alojamentos familiares; (2) Valor mediano por m² dos novos contratos de arrendamento de alojamentos familiares; (3) Novos contratos de arrendamento de alojamentos familiares; (4) A evolução do preço mediano por metro quadrado pode diferir da evolução captada pelo índice de preços da habitação, que entre outras diferenças metodológicas, controla por alterações nas características/qualidade dos imóveis transacionados. AMP: Área Metropolitana do Porto; AML: Área Metropolitana de Lisboa; RAA: Região Autónoma dos Açores; RAA: Região Autónoma da Madeira.

O número de fogos colocados para venda aumentou na primeira metade de 2023 face ao observado em 2022, após a redução observada entre 2014 e 2021 (Gráfico I.1.38). A baixa elasticidade de oferta ao aumento sustentado de preços dos últimos anos, tem contribuído para que se mantivesse a pressão sobre estes.

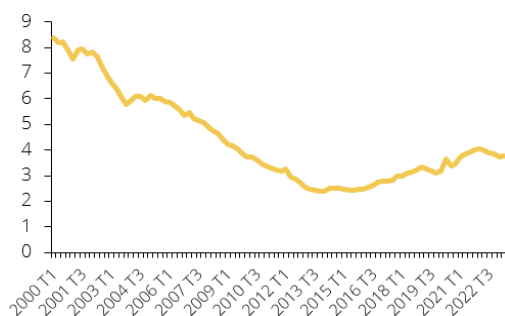
Gráfico I.1.38 • Número de fogos em oferta | Em milhares de fogos



Fonte: Confidencial Imobiliário. | Notas: Estes dados compreendem apenas as transações realizadas através de agentes imobiliários. Entre 2010 e 2013 não estão disponíveis dados para o Alentejo. Última observação 2023 T2.

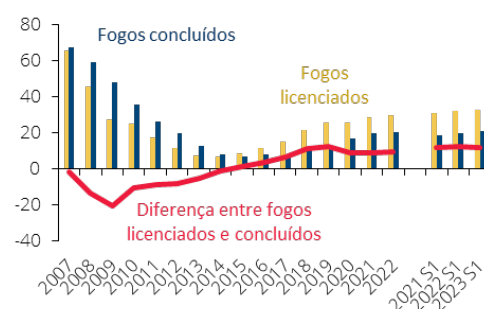
As limitações na oferta de novas habitações contribuem para o aumento dos preços dos imóveis residenciais. Após a forte queda observada durante a crise da dívida soberana (2008-2014), o número de edifícios construídos por ano tem vindo a aumentar lentamente. O peso da construção no VAB desceu de 6,1% no quarto trimestre de 2009 para 4,2% no segundo trimestre de 2023. A formação bruta de capital fixo em habitação, em percentagem do PIB (3,8% no segundo trimestre de 2023), tem vindo a recuperar a partir do mínimo atingido em 2014 (2,3% no primeiro trimestre), acompanhando a evolução do número de fogos construídos. No primeiro semestre de 2023 (Gráfico I.1.39), o número de fogos para habitação familiar, licenciados e concluídos aumentaram, respetivamente, 3% e 8%, face ao período homólogo (Gráfico I.1.40).

Gráfico I.1.39 • Formação bruta de capital fixo em habitação | Em percentagem do PIB



Fonte: INE. | Última observação 2023 T2.

Gráfico I.1.40 • Fogos licenciados e construídos | Em milhares



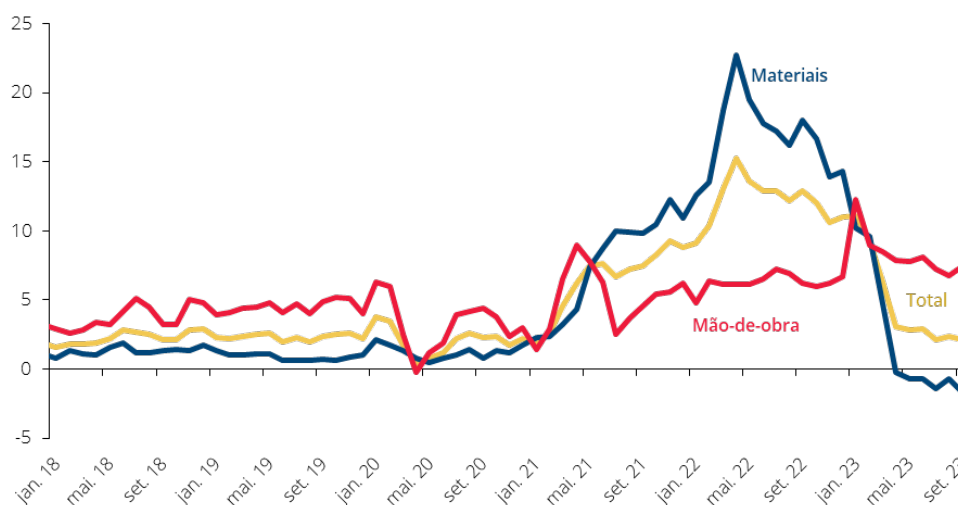
Fonte INE. | Notas: Os valores semestrais são multiplicados por dois para permitir a comparação com os valores anuais. Fogos para habitação familiar em construções novas.

De acordo com o inquérito aos obstáculos à atividade da construção de setembro de 2023, entre as restrições à atividade de construção destacam-se, a escassez de mão de obra (32% das empresas), o nível das taxas de juro (16%) e a falta de materiais (13%). A proporção de empresas que destacam a escassez de mão-de-obra tem-se mantido relativamente estável, reduzindo-se as que apontam a falta de materiais (-14 pp, face a setembro de 2022).

A percentagem de empresas de construção que aponta a insuficiência de procura como um obstáculo à atividade manteve-se baixa e com uma trajetória de redução.

Os custos de construção mantiveram-se elevados, embora desacelerando nos últimos meses. Refletindo o tempo de construção/reabilitação dos imóveis, o impacto do aumento dos custos de construção nos preços de venda dos imóveis tende a ser desfasado, pelo que estes podem continuar a refletir-se no preço dos imóveis transacionados e, em particular, dos edifícios novos. Em setembro de 2023, os custos de construção aumentaram 2,1% em termos homólogos, uma redução face a setembro de 2022 (12,9%) (Gráfico I.1.41). A variação dos custos com mão-de-obra ascendeu a 7,5%, enquanto os custos com materiais apresentaram uma redução face a setembro de 2022 (-1,7%).

Gráfico I.1.41 • Variação homóloga dos custos de construção | Em percentagem



Fonte: INE.

A relevância das taxas de juro enquanto obstáculo à atividade da construção aumentou. O crescimento dos custos de financiamento tenderá a limitar as atividades de construção de edifícios novos e de reabilitação de usados. (Secção SNF para impacto no RCGF). Um ligeiro aumento da restritividade nos critérios de concessão de crédito à construção (*Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* de julho de 2023) pode dar algum contributo para esta dinâmica. A percentagem de empresas que aponta a dificuldade em obter crédito como um obstáculo à atividade continuou contida em setembro de 2023, não tendo sido observada, até ao momento, uma queda significativa do crédito ao setor da construção.

Alguns fatores contribuem para que a procura de imobiliário residencial enquanto ativo de investimento se mantenha, mesmo que aplicações alternativas de poupança se tenham tornado mais atrativas recentemente. Num contexto de volatilidade nos mercados financeiros e incerteza económica, este ativo mantém relevância em termos de diversificação de carteiras. Adicionalmente, a inflação mais elevada pode promover a procura de imobiliário residencial como reserva de valor.

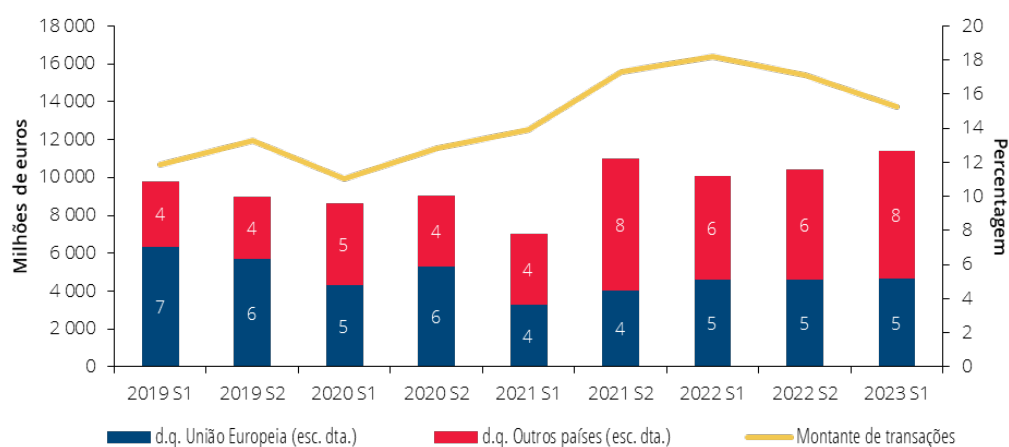
A localização geográfica de Portugal e as condições de segurança e estabilidade que o têm tornado um destino desejável continuam a suportar a procura por parte de não residentes e estrangeiros residentes. Nos últimos 10 anos, o aumento da participação de compradores não residentes caracterizou o mercado imobiliário residencial em Portugal. Dada a restrição de oferta de habitação, o impacto do ligeiro aumento da população residente nos últimos anos foi reforçado por este fator.

No primeiro semestre de 2023, a participação no mercado imobiliário residencial de compradores com residência fiscal fora do território nacional (doravante não residentes) aumentou 2pp face a igual período de 2022, para 12,7% do montante de transações. O valor transacionado por não

residentes reduziu-se 5% (-17% para o total) e o número de transações diminuiu 6% (-23% para o total). O valor médio de transação dos compradores não residentes aumentou 1% para 347 mil euros, situando-se 82% acima do montante médio dos compradores residentes (190 mil euros).

Em termos da origem dos compradores não residentes, observou-se um reforço da participação de compradores oriundos de países não pertencentes à União Europeia. Este foi o único segmento de compradores a aumentar o montante e o número de transações no primeiro semestre de 2023, em termos homólogos, respetivamente, 4 pp e 10 pp. Assim, a percentagem de transações efetuadas por não residentes com origem fora da União Europeia aumentou 2 pp face a 2022 (Gráfico I.1.42). De facto, no primeiro semestre de 2023, os britânicos (12%), os norte-americanos (10%) e os chineses (8%) foram os principais investidores em imobiliário residencial e comercial em Portugal. Originários da União Europeia destacam-se os franceses (8%) e os alemães (7%).

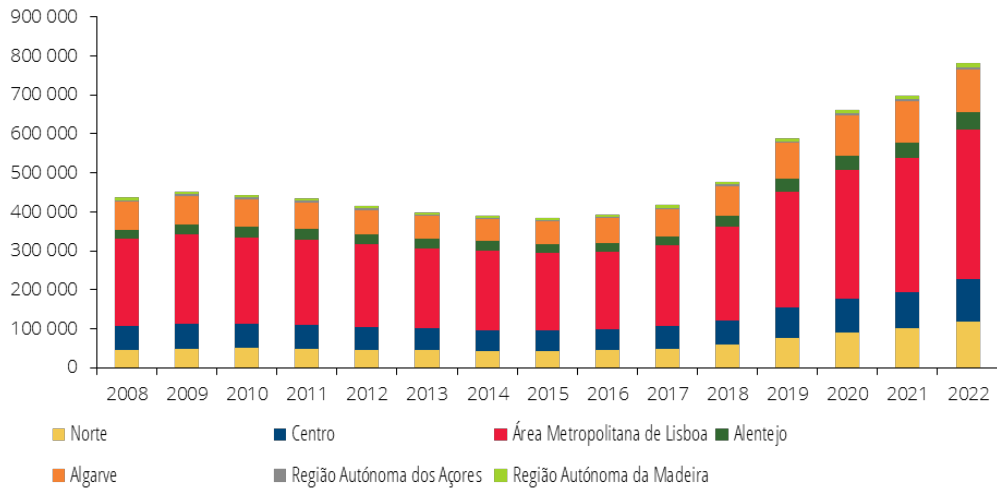
Gráfico I.1.42 • Transações de habitação em Portugal e percentagem de não residentes



Fonte: INE. | Notas: Inclui transações por pessoas singulares e coletivas. O termo “não residentes” refere-se a cidadãos com domicílio fiscal fora de Portugal. No caso de pessoas singulares, o domicílio fiscal é o local da residência habitual. No caso de pessoas coletivas, o domicílio fiscal é o local da sede ou direção efetiva ou, na falta destas, local do seu estabelecimento estável em Portugal.

A informação relativa às aquisições por não residentes tende a subestimar a relevância dos estrangeiros para o mercado imobiliário residencial, uma vez que muitos passam a ter o estatuto de residentes em Portugal (residência fiscal no caso dos particulares). A partir de 2017, o saldo migratório tornou-se positivo e observou-se um aumento significativo do número de pessoas nesta situação, distribuídas por todo o país, mas com particular relevância na AML (49% do total em 2022), no Centro (15%) e no Algarve (14%), regiões onde os preços praticados são mais elevados e a pressão associada ao turismo também é maior (Gráfico I.1.43).

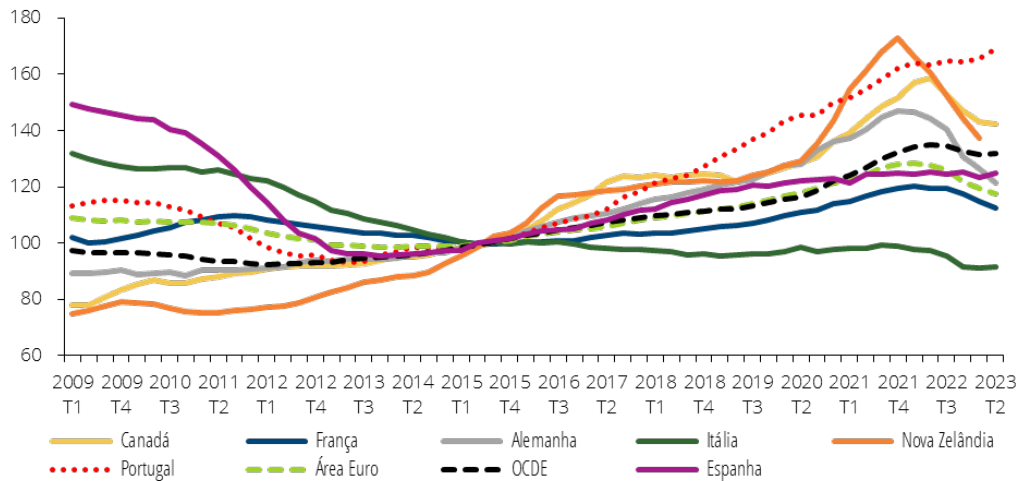
Gráfico I.1.43 • Estrangeiros com estatuto de residentes | Número de Indivíduos



Fonte: Pordata.

O índice de preços da habitação em termos reais continuou a aumentar em Portugal até ao segundo trimestre de 2023, enquanto na área do euro se reduziu a partir do primeiro trimestre de 2022 (Gráfico I.1.44). O abrandamento observado em 2022 reverteu-se no segundo trimestre em 2023, refletindo o crescimento dos preços em termos nominais acima do deflator do consumo privado. Em alguns países como a Alemanha, a Nova Zelândia e o Canadá observou-se uma redução entre 10% e 21% em termos reais, desde o pico atingido em 2022, e uma redução também, ainda que menor, em termos nominais.

Gráfico I.1.44 • Evolução do índice de preços real da habitação | Índice 2015=100



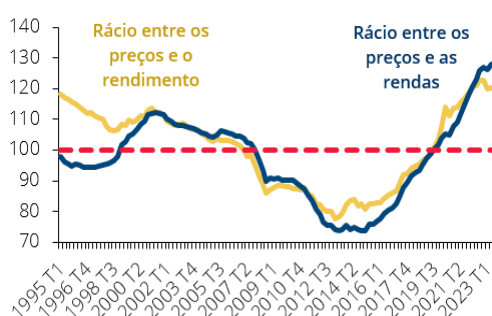
Fontes: OCDE e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Índices de preços deflacionados pelo deflator do consumo privado. Última observação: 2.º trimestre de 2023 (no caso da Nova Zelândia a última observação disponível é para o 1.º trimestre de 2023).

Os indícios de sobrevalorização no mercado residencial português diminuíram a partir do quarto trimestre de 2022. O conceito de sobrevalorização ou subvalorização no mercado da habitação remete para a noção de desequilíbrio no mecanismo de determinação de preços, observando-se um desvio face ao que é considerado como valor de equilíbrio. Este desequilíbrio poderá dever-se

à existência de imperfeições de mercado e fricções que impeçam o ajustamento entre a procura e a oferta de habitação. São consideradas duas abordagens distintas, nomeadamente (i) indicadores estatísticos; e (ii) modelos que consideram fatores estruturais de determinação dos preços da habitação, *inter alia*, o rendimento disponível dos particulares participantes no mercado imobiliário e a taxa de juro.

No segundo trimestre de 2023, os indicadores estatísticos continuaram acima dos valores tomados como referência para sinalizar potenciais situações de sobrevalorização (Gráficos I.1.45 e I.1.46). Contudo, a partir do final de 2022 o rácio dos preços face ao rendimento e o desvio face à tendência de longo prazo reduziram-se ligeiramente. No entanto, o rácio dos preços face às rendas do total de imóveis de habitação arrendados (alojamentos familiares principais) continuou a aumentar.

Gráfico I.1.45 • Rácios normalizados de preços da habitação face ao rendimento e às rendas



Fonte: OCDE. | Notas: (1) A evolução das rendas reflete o índice de rendas efetivas pagas por inquilinos de residências principais (COICOP 04.1), incluído no cálculo do Índice de preços do consumidor. Consideram-se períodos de sobrevalorização aqueles em que os rácios normalizados se encontram acima do limiar de 100. Última observação: 2023 T2.

Gráfico I.1.46 • Desvio face à tendência de longo prazo dos preços da habitação em termos reais

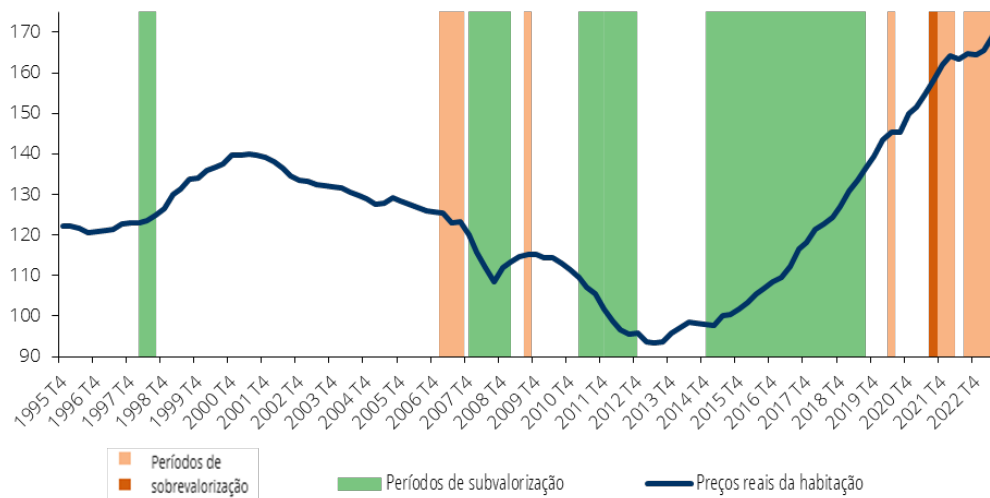


Fonte: OCDE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Tendência de longo prazo obtida utilizando o filtro HP. Consideram-se períodos de sobrevalorização aqueles em que o índice se encontra 10% acima da sua tendência de longo prazo. Última observação: 2023 T2.

Desde o terceiro trimestre de 2022, pelo menos dois modelos baseados em determinantes macroeconómicos apontam para uma sobrevalorização do mercado imobiliário residencial (Gráfico I.1.47). Contudo, estas estimativas devem ser interpretadas com especial cuidado, devido às limitações metodológicas e consequente incerteza associada aos resultados. Em particular, poderão não estar a captar adequadamente a participação de não residentes no mercado e os efeitos do turismo na determinação da oferta e da procura no mercado de habitação. Ambos os fatores têm evoluído de forma acentuada nos últimos anos em Portugal, sendo incerta a sua consideração como determinantes fundamentais dos preços do imobiliário residencial.

Gráfico I.1.47 • Preços da habitação e medidas de valorização em termos reais

| Índice 2015=100



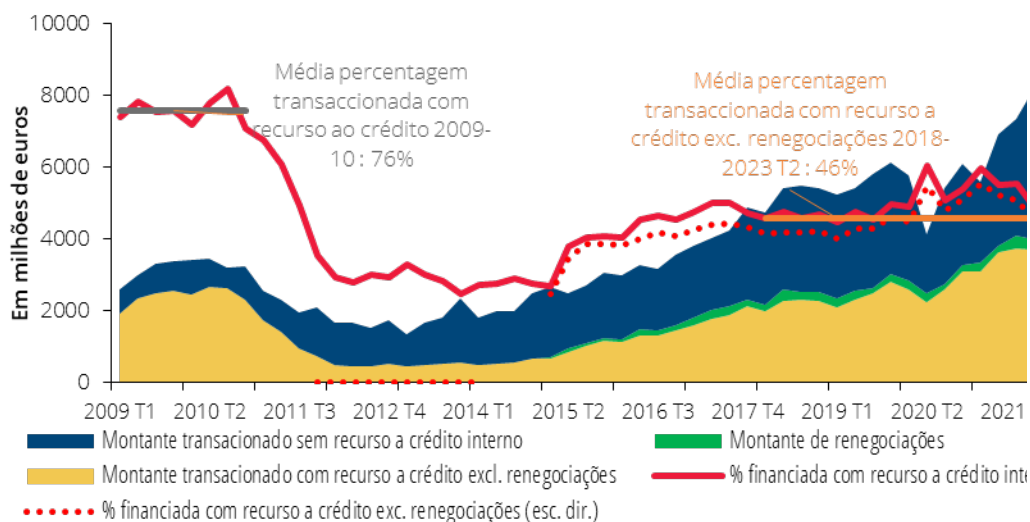
Fontes: BCE e OCDE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Os períodos de sobrevalorização e de subvalorização correspondem a situações em que pelo menos dois modelos de um total de três, identificam um desequilíbrio nos preços da habitação. Para mais detalhe metodológico ver Tema em destaque “Metodologias de avaliação dos preços da habitação: uma aplicação a Portugal”, Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira*, dezembro de 2019. Última observação: 2023 T2.

De acordo com o Censo de 2021, das famílias proprietárias de habitação 38% têm uma hipoteca sobre a mesma, o que corresponde a 27% do total de agregados. A proporção de famílias que são proprietárias da sua residência principal (70%) reforça a relevância de desenvolvimentos neste mercado para a riqueza das famílias. Contudo, esta proporção tem vindo a reduzir-se nas últimas duas décadas (de um máximo de 76% em 2001). Os empréstimos a particulares garantidos por imóveis continuaram a apresentar um peso relevante no ativo do sistema bancário português, fixando-se em 26,2% em junho de 2023 (25,3% em 2011).

Num contexto internacional caracterizado por acrescidas tensões geopolíticas, incerteza quanto à duração da restritividade da política monetária e deterioração das perspetivas económicas, a probabilidade de uma correção de preços no mercado imobiliário residencial tende a aumentar, não obstante os mitigantes existentes. A concretização desse cenário faz aumentar o risco de crédito da carteira de crédito à habitação.

A percentagem de transações financiadas com crédito (excluindo renegociações) continuou a reduzir-se no segundo trimestre de 2023, cifrando-se em 40%, abaixo da média no período compreendido entre o início de 2018 e o segundo trimestre de 2023 (-6 pp) (Gráfico I.1.48). Este indicador era de 76% no período anterior à crise de dívida soberana.

Gráfico I.1.48 • Transações de alojamentos familiares *versus* novas operações de crédito à habitação entre 2009 T1 e 2023 T2



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: A informação disponível até dezembro de 2014 não permite isolar os novos empréstimos associados a renegociações. Contudo, estima-se que estes empréstimos representassem uma percentagem residual do volume total de novas operações e, por conseguinte, sem impacto na comparação em termos históricos apresentada. No período recente, observou-se um volume significativo de transferências de crédito (Secção 2.1), que são contabilizadas como novos empréstimos à habitação, contribuindo para inflacionar a percentagem de transações financiadas com recurso a crédito. Última observação: 2023 T2.

Numa perspetiva de médio prazo, a taxa de crescimento acumulado dos preços entre o quarto trimestre de 2016 e o terceiro trimestre de 2022 foi 76%, o que compara com uma variação do *stock* de crédito concedido a particulares para aquisição de habitação de 6%. Este facto limita o impacto de uma eventual correção dos preços da habitação sobre a economia e sobre o sistema bancário. Muitos estudos empíricos têm documentado que em situações de crescimento acentuado dos preços da habitação, o impacto de uma reversão sobre o sistema bancário e a economia tende a ser bastante mais forte quando esse crescimento ocorreu em simultâneo com um aumento significativo do *stock* de crédito à habitação.

A oferta limitada de habitação nova e a inexistência de um *stock* acumulado de casas disponíveis, mitiga o impacto sobre os preços em caso de redução da procura. Também a exposição do setor bancário ao setor da construção é menor; os empréstimos à construção representavam 8% do total concedido a SNF, em agosto de 2023, face a 23% em dezembro de 2009.

De acordo com o inquérito aos promotores e mediadores que operam no mercado imobiliário residencial², as expetativas relativamente à atividade e aos preços num horizonte a três meses são de estabilização, num contexto de incerteza. No prazo de 12 meses perspetiva-se um aumento ligeiro de preços, determinado pela evolução na área de Lisboa. No mercado de arrendamento, é esperada a continuação do aumento da procura e da redução da oferta, que tem levado ao aumento contínuo dos preços, o qual também se perspetiva que se mantenha.

Em fevereiro de 2023, o Governo divulgou propostas direcionadas à habitação, com o objetivo de aumentar a oferta de imóveis no mercado, simplificar os processos de licenciamento e dinamizar o mercado de arrendamento. Na mesma data foram anunciados apoios ao pagamento de rendas e das prestações do crédito à habitação, mediante o cumprimento de requisitos relativos ao rendimento e taxa de esforço dos beneficiários, medidas já implementadas e recentemente ampliadas em termos de abrangência e de montantes máximos. Adicionalmente, no início de novembro de 2023 entrou em vigor uma medida de redução temporária da prestação do crédito

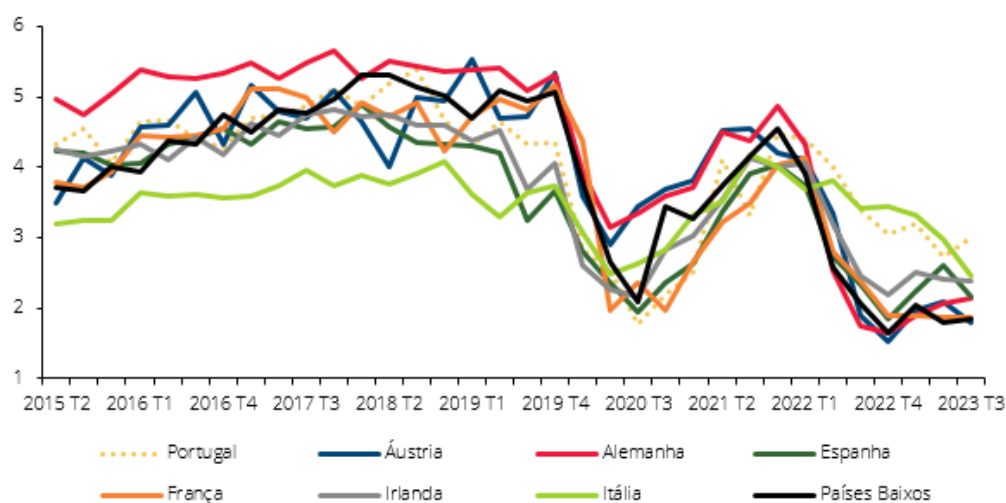
² Portuguese Housing Market Survey, agosto 2023, Confidencial Imobiliário.

à habitação durante um período de até 24 meses, a compensar nas prestações a pagar numa fase posterior da vida do empréstimo.

Mercado imobiliário comercial

A perceção dos agentes de mercado aponta para uma contração do mercado imobiliário comercial (CRE na sigla inglesa) iniciada em 2022, que não se agravou em 2023. Portugal acompanhou a evolução observada noutros países da área do euro, embora com uma contração menos acentuada (Gráfico I.1.49). A escassez da oferta deverá estar a contribuir para a resiliência dos preços em Portugal no período recente.

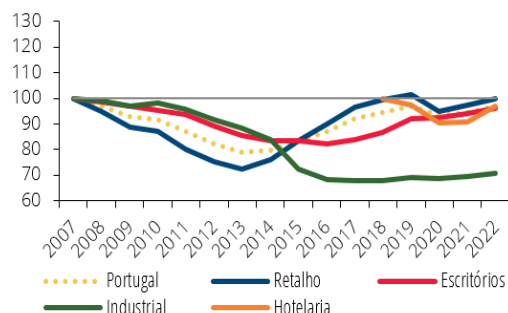
Gráfico I.1.49 • Perceção relativa à fase do ciclo do imobiliário comercial | Média ponderada



Fonte: Royal Institution of Chartered Surveyors — RICS. | Notas: Os valores do eixo vertical correspondem à média de respostas ao inquérito (1-6). Valores baixos correspondem a uma maior percentagem de respostas de que o ciclo do mercado de imobiliário comercial se encontra numa fase de contração, enquanto valores mais elevados correspondem a situação oposta, i.e., uma maior percentagem de respostas de que o ciclo se encontra numa fase de expansão.

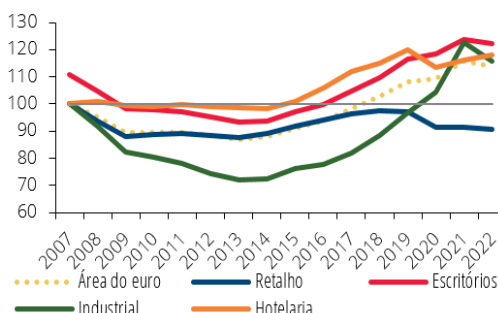
No mercado português, o crescimento acumulado dos preços do imobiliário comercial nos últimos 10 anos foi moderado e muito inferior ao do imobiliário residencial. De igual forma, este crescimento foi inferior ao observado para um conjunto de países da área do euro (Gráficos I.1.50 e I.1.51). A partir de 2020, a generalidade dos segmentos do imobiliário comercial em Portugal praticamente recuperaram as perdas registadas na sequência das crises financeira e da dívida soberana, com exceção do Industrial e logística. Na área do euro, com exceção do retalho, o aumento de preços foi mais acentuado e generalizado a todos os segmentos.

Gráfico I.1.50 • Evolução preços CRE em Portugal, por segmento | Índice 2007=100



Fonte: Morgan Stanley Capital International (MSCI). | Nota: Dados para o segmento de hotelaria disponíveis a partir de 2018.

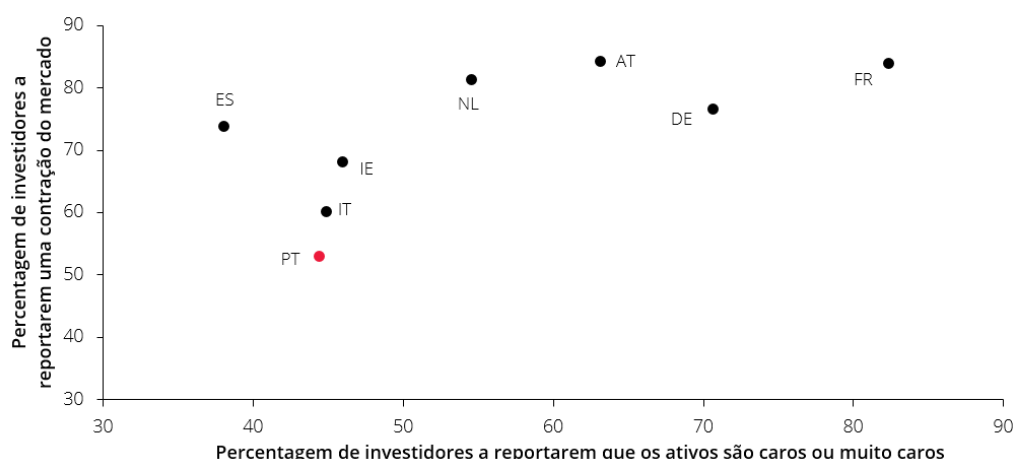
Gráfico I.1.51 • Evolução preços CRE na área do euro, por segmento | Índice 2007=100



Fonte: Morgan Stanley Capital International (MSCI).

A percentagem de participantes no mercado que avaliam os imóveis comerciais como caros ou muito caros é inferior à registada noutros países da área do euro, o mesmo sendo válido para a proporção dos que consideram que irá ocorrer uma contração no mercado (Gráfico I.1.52).

Gráfico I.1.52 • Opinião dos operadores de mercado acerca dos preços dos imóveis comerciais | Em percentagem



Fontes: Global Commercial Property Monitor, Royal Institution of Chartered Surveyors — RICS. | Nota: Dados referentes ao terceiro trimestre de 2023.

A incerteza tem levado ao adiamento de decisões de investimento. Até ao final do primeiro semestre de 2023, observou-se uma queda no montante de transações de imobiliário comercial em Portugal³, -8% face ao primeiro semestre de 2022. As transações com não residentes continuaram a representar uma percentagem dominante do total no primeiro semestre de 2023 (81%), com o capital de origem norte americana a destacar-se neste mercado. Na área do euro, observou-se uma redução das transações (-47% no primeiro semestre de 2023, em comparação com o semestre homólogo de 2022).

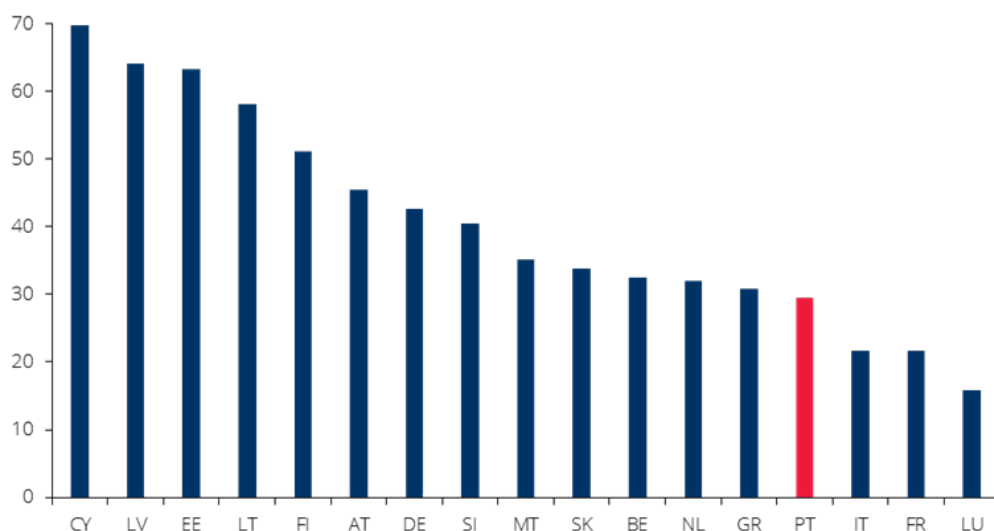
A subida das taxas de juro e o abrandamento da atividade económica deverão continuar a condicionar a atividade neste setor. Por sua vez, a conclusão de transações adiadas durante a fase de maior

³ JLL — Market Pulse Portugal — Q2 2023.

incerteza, poderá traduzir-se em alguma correção de preços, com potencial heterogeneidade entre segmentos de mercado.

A exposição do setor bancário ao imobiliário comercial é limitada e consideravelmente inferior à do imobiliário residencial. Adicionalmente, como os requisitos de capital para este tipo de crédito são superiores aos do imobiliário residencial, eventuais desenvolvimentos adversos neste segmento tenderão a ter um impacto reduzido na estabilidade financeira. Em junho de 2023, os empréstimos a SNF garantidos por imóveis (25 mil milhões de euros) representavam cerca de 30% do total de empréstimos a SNF em base consolidada, nível contido no contexto da área do euro (Gráfico I.1.53). Esta exposição compara com um montante de cerca de 114 mil milhões de euros sob a forma de empréstimos a particulares garantidos por imóveis, a maioria dos quais crédito à habitação (Secção 2.4).

Gráfico I.1.53 • Empréstimos a SNF garantidos por imóveis em Portugal e na área do euro
— junho de 2023 | Em percentagem do total de empréstimos a SNF



Fontes: BCE e Banco de Portugal. | Notas: Dados em base consolidada. Rácio obtido a partir de valores líquidos de imparidade. Inclui empréstimos a SNF garantidos por imóveis comerciais ou de outro tipo. Dados não disponíveis para Espanha e Irlanda.

Os riscos relacionados com a detenção de ativos de CRE por parte dos fundos de investimento imobiliário (FII) também são avaliados como baixos. Em Portugal, 63% das unidades de participação emitidas por FII dizem respeito a fundos fechados, que são fundos com baixo risco de liquidez (Caixa 2).

Em suma, o balanço de riscos e vulnerabilidades no mercado de imóveis comerciais mantém-se baixo, em particular no que toca aos impactos potenciais no setor financeiro. Adicionalmente, à medida que a trajetória futura das taxas de juro se torna mais clara, a incerteza poderá reduzir-se, contribuindo para a melhoria de perspetivas para este mercado.

1.3.5 Setor financeiro não bancário

A subida pronunciada das taxas de juro diretoras em economias relevantes como os Estados Unidos e a Área do Euro originou uma redução da exposição ao risco nas carteiras no sistema financeiro internacional não bancário. Com a subida das taxas de juro de curto e de longo prazo reduziu-se a pressão para a tomada de maior risco (*search for yield*), que prevaleceu no período de taxas de juro muito baixas. Mais recentemente, o setor tem privilegiado o (re)investimento em

instrumentos de dívida de qualidade mais elevada. Apesar do processo de redução do risco em curso, alguns sub-setores continuam vulneráveis a riscos de liquidez.

As perspetivas de abrandamento da economia, de uma inflação mais persistente e de condições monetárias mais restritivas podem contribuir para degradar a qualidade creditícia dos ativos do setor, originando reduções nas notações de crédito e perdas de valor, refletindo o aumento da probabilidade de incumprimento dos emitentes. A concretização de um quadro macrofinanceiro mais adverso afeta de forma mais evidente os emitentes mais sensíveis aos desenvolvimentos cíclicos, sejam eles empresas ou soberanos, mais endividados e/ou com níveis de receita mais expostos a reduções da atividade económica. Desenvolvimentos negativos na situação financeira destes agentes, observados e/ou esperados, estão a motivar uma frequência acrescida de descidas das notações de crédito e, de forma mais significativa, perspetivas negativas de notação nas carteiras de obrigações do setor financeiro não bancário.

As perdas de valor estão já a ocorrer nas carteiras de ativos imobiliários em vários países europeus ao contrário do que sucede em Portugal. A perda de atratividade dos investimentos em ativos imobiliários, também motivada pela subida das taxas de juro em ativos de baixo risco, pode originar uma retração nestes investimentos, potenciando a amplificação dos desenvolvimentos adversos nos preços.

Perante quedas de valor dos ativos subjacentes do setor financeiro não bancário os resgates poderão aumentar, tornando o risco de liquidez mais material. Num quadro de reduções de valor, uma intensificação dos regates poderá pressionar adicionalmente os preços. Para os fundos de investimento, esta é uma vulnerabilidade estrutural do modelo de negócio, mas que se reforçou nos últimos anos, com a redução do peso dos ativos líquidos no total dos ativos. Havendo uma evolução adversa dos mercados, o setor financeiro não bancário terá um contributo pró-cíclico, potenciando a materialização do risco de mercado para todos os setores que partilhem as exposições afetadas.

O efeito sistémico do risco de liquidez do setor (em particular, dos fundos de investimento) articula-se com os seus níveis de alavancagem. Seja por via da obtenção de crédito (e.g. através de operações de recompra de títulos), seja por via da exposição a derivados (alavancagem sintética), o aumento da alavancagem pode induzir efeitos de contágio, porventura para níveis sistémicos, de evoluções adversas no setor aos setores contraparte.

O setor encontra-se exposto a risco de liquidez que decorre de requisitos para fazer face à exigência de margens e colateral em contratos de derivados, o que pode originar dinâmicas de *feedback* negativo sobre todo o mercado financeiro. Os participantes no mercado podem ser forçados a vender ativos em períodos de tensão, pressionando adicionalmente os seus preços e, por essa via, obrigar ao reforço de coberturas, potencialmente conferindo um caráter sistémico a tensões de liquidez localizadas. Foi o que aconteceu em setembro de 2022, quando um aumento súbito das taxas de rendibilidade dos títulos de dívida pública ingleses obrigou os fundos de pensões do Reino Unido a vender obrigações do Tesouro de longo prazo em mercados ilíquidos, levando à intervenção do Banco de Inglaterra.

A evolução global das taxas de juro beneficia o desempenho dos setores dos seguros e fundos de pensões, nas dimensões de rendibilidade e capital. Tal reflete, por um lado, a melhoria na remuneração dos ativos e, por outro, o hiato de duração negativo — a duração dos passivos excede a dos ativos. Eventuais desvalorizações de ativos, conforme ocorridas em 2022, são mais do que compensadas por reduções de valor dos passivos.

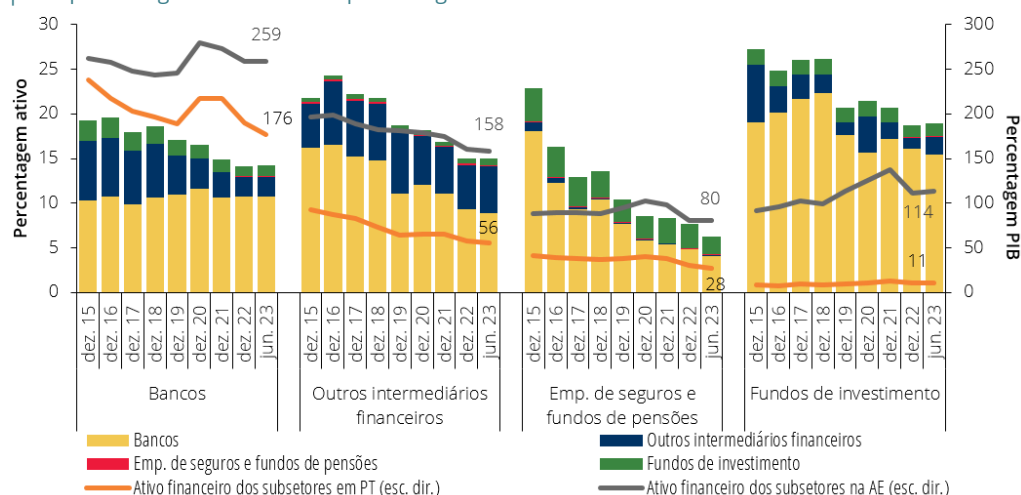
O setor segurador europeu está resiliente, mas a evolução das condições económicas e financeiras coloca desafios. O setor tem-se adaptado à alteração das condições monetárias, que coexistiu com o dinamismo da atividade económica. Todavia, a desaceleração da atividade económica e o aumento das taxas de juro tendem a condicionar a atividade do setor e a potenciar não renovações dos produtos subscritos pelos clientes. Para o ramo vida, tal pode ocorrer se a

remuneração oferecida pelas companhias de seguro não acompanhar a subida das taxas de juro. Num prazo mais alargado, o setor terá de se adaptar ao impacto da materialização dos efeitos das alterações climáticas sobre os seus custos, através de iniciativas de política que promovam a redução do hiato de proteção de eventos climáticos.

A materialização de riscos que afetem o setor financeiro não bancário na área do euro é suscetível de contagiar negativamente os mercados financeiros internacionais e o setor financeiro português.

Em Portugal, o setor financeiro não bancário continuou a apresentar um peso reduzido na economia, 94% do PIB, face aos 352% da área do euro (Gráfico I.1.54). Em particular, os fundos de investimento representam apenas 11% quando na área do euro pesam 114%. Adicionalmente, a exposição intra-setor tem vindo a reduzir-se, o que poderá atenuar o risco de contágio. Ao longo do tempo, a exposição ao setor bancário, componente com maior relevância dentro de cada subsector, perdeu expressão nos restantes subsectores do setor financeiro, com exceção do próprio setor bancário.

Gráfico I.1.54 • Dimensão relativa do sistema financeiro em Portugal e na área do euro
| Em percentagem do ativo e em percentagem do PIB



Fontes: BCE e Banco de Portugal. | Notas: Foi considerado o ativo total não consolidado de cada setor. No caso dos bancos, o último valor do ativo financeiro em percentagem do PIB disponível para a área do euro refere-se a dezembro de 2021. Para o cálculo da exposição foram considerados os seguintes ativos financeiros: depósitos, títulos de dívida, empréstimos, ações e outras participações de fundos de investimento e ações cotadas. Outros intermediários financeiros referem-se por simplificação à soma dos seguintes subsectores: S125 — Outros intermediários auxiliares financeiros exceto SSFP, S126 — Auxiliares financeiros e S127 — Instituições financeiras cativas e prestamistas. Em Portugal, este setor é constituído maioritariamente por instituições financeiras cativas e prestamistas. Para mais detalhes sobre esta classificação, ver “Desagregação dos setores institucionais -SEC2010”.

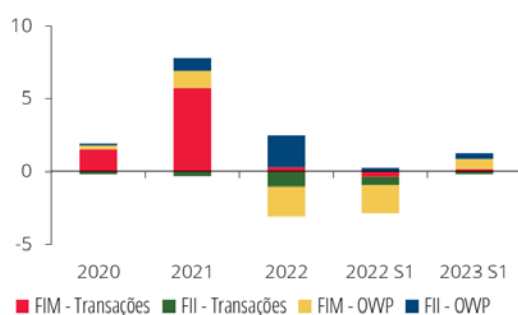
No primeiro semestre de 2023, manteve-se a trajetória de aumento do ativo dos fundos de iniciada no final de 2022, refletindo a valorização dos fundos de investimento mobiliário (FIM) e, em menor grau, dos fundos imobiliários (Gráfico I.1.55). A valorização dos FIM foi transversal aos diferentes tipos de fundos, em resultado da valorização dos mercados acionistas e obrigacionistas no primeiro semestre do ano. Esta valorização foi mais pronunciada nos FIM de ações. A continuada subida de preços no mercado imobiliário justificará a continuação da valorização dos fundos imobiliários.

O aumento de subscrições líquidas de fundos mobiliários assumiu uma magnitude semelhante à dos resgates de fundos imobiliários. Esta evolução no caso dos fundos mobiliários resulta do aumento expressivo das subscrições líquidas de fundos de obrigações quando comparado com o montante de resgates de fundos mistos.

No exercício de teste de esforço conduzido pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários aos FIM domiciliados em Portugal, com referência a outubro de 2022, concluiu-se que a generalidade

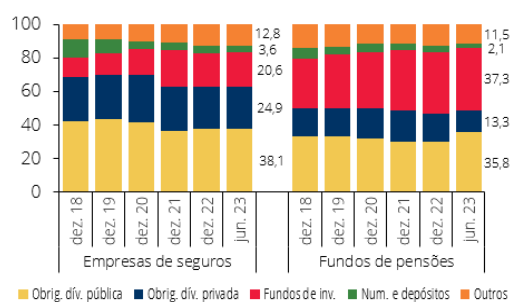
dos FIM apresenta resiliência a potenciais situações de stress de liquidez. O exercício concluiu que a maioria destes fundos possui ativos líquidos suficientes para fazer face a volumes de resgates anómalos, equivalentes a situações observadas durante a crise financeira de 2008 (mês subsequente ao colapso da Lehman Brothers) ou aos fluxos de saída ocorridos em março de 2020, durante a pandemia de COVID-19. Adicionalmente, uma vez que a carteira destas instituições é relativamente reduzida e composta na sua maioria por instrumentos de emissores estrangeiros, a possibilidade de contágio a outros subsectores do sistema financeiro português, através da venda forçada de ativos, seria também limitada.

Gráfico I.1.55 • Total de unidades de participação emitidas pelos fundos de investimento: transações e outras variações de valor e de preço | Em mil milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: FIM — Fundos de investimento mobiliário, FII — Fundos de investimento imobiliário, OWP — Outras variações de volume e de preço.

Gráfico I.1.56 • Composição dos ativos e das provisões técnicas | Em percentagem do total da carteira dos seguros ou fundos de pensões



Fonte: ASF. | Notas: Obrig. div. pública — Obrigações de dívida pública; Obrig. div. privada — Obrigações de dívida privada; Fundos de inv. — Fundos de investimento; Num. e depósitos — Numerário e depósitos. A componente “Outros” inclui ainda imobiliário, derivados, hipotecas e empréstimos e produtos estruturados.

O ativo das companhias de seguros e fundos de pensões tem uma elevada exposição aos mercados de dívida soberana e privada, bem como a unidades de participação de fundos de investimento. Em junho de 2023, o peso da dívida pública e privada nas carteiras de investimento das empresas de seguros e de fundos de pensões representava 63% e 49%, respetivamente, o que se traduz em exposição a risco de mercado associado a perdas em caso de necessidade de venda (Gráfico I.1.56). A exposição a fundos de investimento, embora menor, tem ainda alguma relevância com as unidades de participação na carteira de seguros a representar 21% e 37% da carteira das empresas de seguros e de fundos de pensões, respetivamente. A exposição a unidades de participação traduz-se maioritariamente em risco imobiliário, uma vez que 70% da carteira em unidades de participação corresponde a fundos imobiliários. Adicionalmente, nas empresas de seguros, os títulos de dívida representavam 85 % das carteiras de investimento dos seguros de Vida Não Ligados e 49% das carteiras de investimento dos ramos Não Vida.

Nos últimos anos assistiu-se a uma melhoria mais evidente da qualidade creditícia das carteiras das companhias de seguros e fundos de pensões. Em particular, as companhias de seguro reduziram em 2022 a representatividade de títulos com notação creditícia BBB, de 56% para 37%, e aumentam os títulos com rating AA, de 10% para 26%. No que respeita aos fundos de pensões, verifica-se igualmente uma redução do peso dos títulos com notação BBB (-8,8 pp), em benefício de títulos com notação AA e AAA. Todavia, o risco de desvalorização das carteiras de investimento e de contraparte permanece relevante pese embora o atual contexto de taxas de juro mais elevadas permita reduzir o risco de reinvestimento das suas carteiras. De acordo com dados da ASF é ainda possível concluir que o setor segurador aumentou a concentração das suas carteiras de investimento em maturidades mais curtas, reduzindo ligeiramente a duração global da carteira obrigacionista e assim a sua exposição ao risco de taxa de juro por essa via.

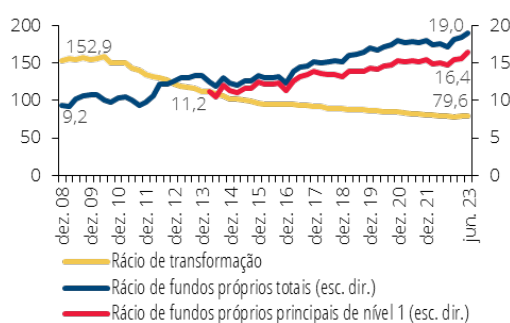
De acordo com a Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões, os níveis de solvência relativamente confortáveis dos setores dos seguros e fundos de pensões, em 2022, conferem alguma margem face a desenvolvimentos adversos futuros.

1.3.6 Sistema bancário

O setor bancário melhorou a liquidez, a qualidade de ativos, a solvabilidade e, mais recentemente, a rentabilidade. A resiliência do setor foi reforçada, promovendo a capacidade para manter as funções de intermediação financeira num contexto de eventual materialização de riscos (Gráficos I.1.57 e I.1.58).

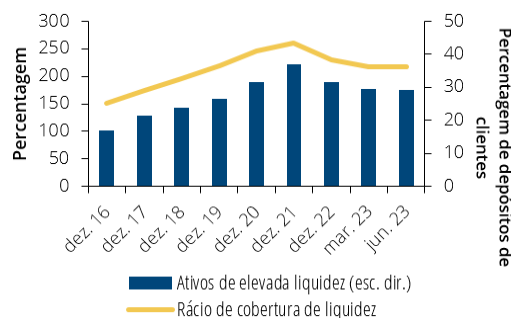
Com o crescimento económico, elevado emprego, subida de preços e das taxas de juro, observou-se um aumento da rentabilidade, reflexo em larga medida da subida da margem financeira, permitindo a geração orgânica de capital.

Gráfico I.1.57 • Rácio entre crédito e depósitos e fundos próprios totais e principais de nível 1 | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico I.1.58 • Rácio de cobertura de liquidez e ativos de elevada liquidez



Fonte: Banco de Portugal.

A margem financeira é a componente mais importante da rentabilidade do sistema bancário português. O nível atingido reflete a assimetria na transmissão da subida das taxas de juro interbancárias às taxas de juro dos empréstimos e dos depósitos e o ajustamento patrimonial das últimas décadas, com um reforço na estrutura de financiamento dos depósitos em detrimento do financiamento nos mercados financeiros internacionais de dívida por grosso (Caixa 3).

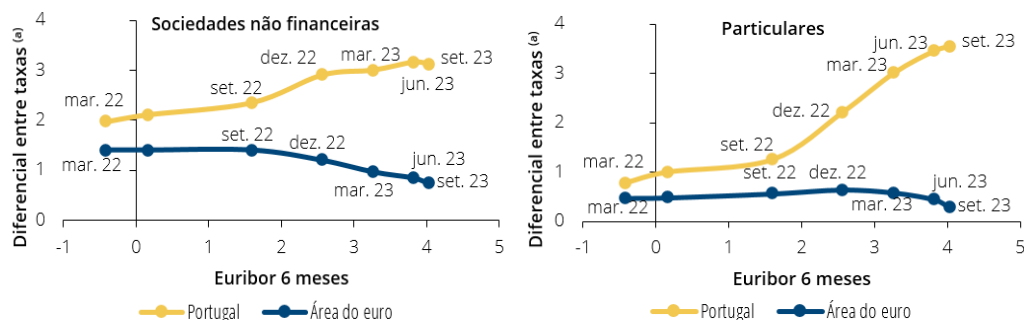
A transmissão da subida das taxas de juro interbancárias às taxas de juro dos empréstimos foi mais rápida do que aos depósitos a prazo, sendo Portugal um dos países da área do euro onde as taxas dos depósitos a prazo de particulares têm registado maior rigidez (Gráfico I.1.59). Contudo, atendendo ao peso relativamente mais elevado que os depósitos a prazo assumem na estrutura de financiamento dos bancos portugueses, o impacto da subida das taxas de juro no custo total dos depósitos torna-se mais próximo do observado na área do euro (Caixa 4).

Em Portugal a maioria das operações de crédito tende a refletir a subida das taxas de juro interbancárias, dado o peso das taxas de juro variáveis no crédito a particulares para habitação e das operações com SNF com prazo de refixação inicial de taxa de juro de até 1 ano. Este padrão difere do observado na maioria dos países da área do euro, onde a transmissão é menos pronunciada no curto prazo.

Espera-se que o diferencial entre taxas ativas e passivas se venha a reduzir, à medida que a transmissão às taxas de juro dos depósitos se intensifique. Por outro lado, a subida das taxas de juro aumenta o custo de oportunidade de detenção de depósitos à ordem, pelo que se espera que ocorra uma realocação para depósitos a prazo e outros ativos. Todavia, o nível já atingido pelas taxas de juro interbancárias é compatível com a manutenção da margem financeira em níveis historicamente elevados.

Nos últimos anos os *spreads* de novos empréstimos para aquisição de habitação têm diminuído. Esta redução iniciou-se em 2014 e foi acompanhada, também, por uma menor dispersão. Em 2023 (até agosto), os *spreads* dos percentis mais baixos da distribuição mantiveram-se, ainda assim, acima do observado antes da crise financeira internacional. Como seria de esperar, os *spreads* das novas operações de empréstimos a empresas continuaram a ser superiores em empresas na classe de maior risco. É fundamental que os *spreads* dos novos empréstimos reflitam de forma adequada o risco de crédito dos devedores.

Gráfico I.1.59 • Diferencial entre as taxas de juros dos saldos de empréstimos e depósitos e Euribor 6 meses | Em percentagem e em pontos percentuais



Fontes: Banco de Portugal e BCE. | Notas: (a) Diferencial entre a taxa de juro de empréstimos e a taxa de juro de depósitos com prazo acordado. Nos particulares, a taxa de juro de empréstimos refere-se a empréstimos à habitação.

A subida das taxas de juro traduz-se no aumento dos encargos com o serviço de dívida de particulares e empresas, contribuindo para um potencial acréscimo da materialização do risco de crédito. Este risco tem sido mitigado pelo dinamismo da atividade económica, pela resiliência do mercado de trabalho, pelas iniciativas governamentais e pelas soluções propostas pelos bancos, visando a adequação dos encargos dos empréstimos à capacidade de pagamento dos devedores. Embora o rácio de NPL do setor privado não financeiro se tenha mantido estável no primeiro semestre de 2023, em termos brutos e líquidos de imparidades, houve uma evolução diferenciada entre SNF e particulares. O rácio de NPL bruto de SNF diminuiu para 6,2%, o rácio de particulares aumentou 0,1 pp, para 2,4%, devido à subida dos empréstimos não produtivos da habitação e do consumo e outros fins. Esta evolução distinta esteve associada ao impacto diferenciado sobre a situação financeira dos dois setores, da conjuntura de inflação alta e da subida de taxas de juro, que tem sido mais acentuada no caso dos particulares (Secção 2).

A deterioração da qualidade dos empréstimos a particulares no primeiro semestre de 2023 foi limitada, traduzindo-se no aumento da percentagem de empréstimos em *stage 2* e dos empréstimos reestruturados (Secção 2.3). Em termos prospetivos, a concretização de um cenário de inflação mais persistente que possa justificar condições monetárias restritivas durante um período mais prolongado, conjugado com um abrandamento da atividade económica e um aumento do desemprego, tenderá a traduzir-se numa materialização mais acentuada do risco de crédito. Um cenário macrofinanceiro menos favorável poderá também ter associada uma desvalorização dos ativos imobiliários detidos pelos bancos e do colateral de empréstimos, embora este risco seja mitigado pela baixa percentagem de crédito com LTV superior a 80%.

Perante a possibilidade de evoluções adversas nos mercados financeiros internacionais, com impacto nas taxas de juro de longo prazo, existe um risco associado à desvalorização dos títulos de dívida a taxa fixa na carteira dos bancos. Contudo, estes títulos encontram-se maioritariamente contabilizados a custo amortizado e, como tal, o seu valor em balanço não reflete as flutuações de mercado. A dezembro de 2022, se os títulos de dívida registados a custo amortizado fossem liquidados, teriam um impacto de -2,5 pp no rácio CET1 dos sete principais bancos do sistema.

Os bancos não necessitam de vender os títulos de dívida a taxa fixa para realização de liquidez, uma vez que estes podem servir de garantia, seja em operações com o Eurosistema, seja em operações interbancárias (e.g. em acordos de recompra). Esta possibilidade foi explorada pelos bancos no decurso do segundo trimestre, através da realização de operações com bancos não residentes, o que acompanhou a redução do financiamento obtido e das aplicações líquidas junto do banco central. Todavia, os rácios regulamentares de liquidez poderão também ser impactados por potenciais perdas de valor dos títulos de dívida, uma vez que, para efeitos dos requisitos de liquidez, os títulos de dívida são contabilizados ao valor de mercado, refletindo variações de preço independentemente da carteira contabilística. No caso do sistema bancário português, existem vários fatores que mitigam o impacto sobre a liquidez do reconhecimento de possíveis perdas, nomeadamente a estabilidade da estrutura de financiamento, assente em depósitos de retalho, e em *buffers* de liquidez que contribuem para o nível elevado do *liquidity coverage ratio* (LCR). De salientar que os bancos portugueses detêm um *stock* de ativos líquidos de elevada qualidade a preços de mercado correspondente a 30% dos depósitos de clientes.

Os bancos portugueses conseguiram acomodar a queda significativa de depósitos de particulares ocorrida no início de 2023 através da redução das aplicações junto do Eurosistema (Caixa 1). A mobilização de fundos para a subscrição de certificados de aforro e para a amortização antecipada de empréstimos à habitação contribuiu para a redução de 7,6 mM€ nos depósitos de particulares no primeiro trimestre de 2023. Este evento teve um impacto pequeno no rácio de transformação do sistema bancário, que permaneceu baixo no contexto europeu. Contudo, a redução dos depósitos veio demonstrar a importância de os bancos manterem a liquidez robusta para fazer face a eventos inesperados, quer via aplicações junto do Eurosistema quer pela detenção de ativos de elevada liquidez para garantia em operações de acordo de recompra de títulos.

Num cenário de variação paralela da curva de taxas de juro, de subida ou de descida, o impacto sobre o valor económico dos capitais próprios tenderá a ser limitado para o setor bancário. A distribuição da margem financeira encontra-se concentrada em variações positivas no cenário de subida das taxas de juro, acontecendo o contrário no cenário de descida (Tema em destaque — “Risco de taxa de juro na carteira bancária”). Estes resultados evidenciam que os bancos portugueses, onde dominam os empréstimos a taxa de juro variável, estão pouco expostos ao risco de taxa de juro na carteira bancária, mas, em contrapartida, estão mais expostos à materialização do risco de crédito.

Em finais de julho de 2023, a EBA publicou os resultados do exercício de teste de esforço que conduz de dois em dois anos. O exercício consiste na projeção da solvabilidade dos bancos, no horizonte de três anos, num cenário de base e num cenário macro-económico e financeiro adverso. Os resultados para os bancos portugueses que participaram no exercício confirmam a resiliência das maiores instituições portuguesas face à materialização hipotética de cenários adversos. Este resultado fica a dever-se, em parte, à melhor situação de partida em termos de qualidade de crédito e solvabilidade, por comparação com exercícios anteriores.

Para promover a resiliência sob uma perspetiva mais estrutural, as instituições financeiras têm de acautelar também os desafios resultantes da digitalização e das alterações climáticas. Adicionalmente, a prevenção de branqueamento de capitais e financiamento de terrorismo é uma vertente crucial da sua gestão de risco.

Na digitalização dos serviços financeiros, acontecimentos recentes salientam (i) as possíveis implicações da utilização de plataformas digitais sobre velocidade de levantamento de depósitos, (ii) as perspetivas de investimento em ferramentas de inteligência artificial e (iii) a necessidade de reforço de resiliência operacional para fazer face a incidentes cibernéticos.

A potencial materialidade sistémica dos ciberataques realça a importância de as autoridades competentes nacionais e europeias continuarem a investir na construção de um quadro regulamentar e de supervisão que promova a resiliência operacional do setor financeiro. As Autoridades de Supervisão Europeias (ESA) continuam a trabalhar no sentido de implementação da DORA (Regulamento (UE) 2022/2554 relativo à resiliência operacional digital do setor financeiro), incluindo consultas em diversas normas técnicas de regulamentação (RTS, na sigla

inglesa) em áreas chave tais como Gestão de risco de tecnologias de informação e comunicação (TIC), gestão e reporte de incidentes TIC, testagem de resiliência digital operacional e gestão de risco de partes terceiras TIC. Estão também a preparar o desenvolvimento gradual de um *pan-European Systemic Cyber Incident Coordination Framework* (EU-SCICF), em linha com a Recomendação do *European Systemic Risk Board* (ESRB). Também o ESRB tem continuado a desenvolver trabalho para a materialização de um quadro macroprudencial para lidar com o ciber risco, tendo publicado em fevereiro de 2023 o seu mais recente relatório *“Advancing macroprudential tools for cyber resilience”*. De salientar ainda que o Mecanismo Único de Supervisão (SSM, na sigla inglesa) considera a ciber resiliência como uma das suas prioridades de supervisão. Nesse âmbito decorrem atualmente, entre outras ações de supervisão, trabalhos para desenvolver um *Cyber Resilience Stress Test*.

O Conselho do BCE decidiu avançar para a fase de preparação do projeto do Euro Digital. Este projeto deverá contemplar as necessárias salvaguardas da estabilidade financeira, nomeadamente no que se refere ao impacto sobre os depósitos bancários.

No âmbito das iniciativas de melhoria do enquadramento regulatório relativas a considerações Ambientais, Sociais e de Governança (ESG, na sigla inglesa), as instituições passaram a estar sujeitas a requisitos acrescidos de divulgação de informação em sede de sustentabilidade (e.g. Pilar 3, normas europeias de relato sobre sustentabilidade), sobretudo na vertente ambiental.

O aumento da transparência de mercado reveste-se de especial importância para os consumidores/investidores pois, promovendo uma escolha informada acerca das “credenciais verdes” dos instrumentos financeiros comercializados pelas instituições, permite que os consumidores/investidores guiados pelas suas próprias preferências e objetivos contribuam para uma transição ordenada no cumprimento dos compromissos climáticos internacionais.

As práticas de *greenwashing*⁴, ou a mera perceção dessas situações, configuram riscos financeiros para as instituições de crédito (incluindo riscos reputacionais e de litigância) e, na medida em que afetem de forma generalizada a confiança nas instituições e induzam a uma saída significativa e desordenada de fundos, poderá comprometer a estabilidade financeira.

Por conseguinte, a mitigação dos riscos de *greenwashing* constitui uma preocupação central na arquitetura legislativa e regulamentar, em desenvolvimento, no domínio da sustentabilidade. Exemplos de iniciativas relevantes recentes, que visam este objetivo, entre outros, (i) a adoção, pela Comissão Europeia, em julho de 2023, do primeiro conjunto de normas europeias de relato sobre sustentabilidade (*European Sustainability Reporting Standards*, ou ESRS) ao abrigo da Corporate Sustainability Reporting Directive⁵ que visam a criação de um quadro de divulgação obrigatória de informação mínima harmonizada neste domínio e (ii) o acordo político alcançado em outubro de 2023 relativamente ao Regulamento que estabelecerá um *high-quality standard* voluntário na UE para a emissão de “obrigações verdes” (*EU Green Bond Regulation*).

O Banco de Portugal tem continuado a desenvolver a prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo (BC/FT) a 3 níveis: acompanhamento de propostas legislativas europeias, supervisão *on-site* e supervisão *off-site*. O Banco de Portugal continuou a participar no processo de negociação do pacote europeu de propostas legislativas denominado “AML Package” (apresentado, pela Comissão Europeia, em julho de 2021), e começou a acompanhar o “*Single Currency Package*”, publicado pela Comissão Europeia a 28 de junho. Em matéria de supervisão *on-site*, deu sequência à segunda fase do ciclo temático dedicado ao escrutínio dos procedimentos implementados pelas entidades supervisionadas para fazer face ao risco BC/FT associado à concessão da Autorização de Residência para Investimento. Na supervisão *off-site*, destaca-se a prossecução de ações de verificação do cumprimento

⁴ A este respeito, veja-se proposta de definição de *Greenwashing*, desenvolvida pelas três ESAs (EBA, ESMA, EIOPA) e publicada em 31/05/2023 nos respetivos relatórios de progresso, em resposta a uma solicitação da Comissão Europeia — https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2023/1055934/EBA%20progress%20report%20on%20greennwashing.pdf

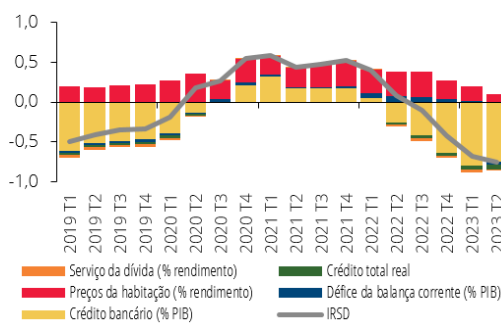
⁵ Diretiva (UE) 2022/2464 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de dezembro de 2022, que altera o Regulamento (UE) n.º 537/2014, a Diretiva 2004/109/CE, a Diretiva 2006/43/CE e a Diretiva 2013/34/UE no que diz respeito ao relato de sustentabilidade das empresas.

de medidas supervisivas emitidas e a participação do Banco de Portugal em Colégios de Supervisores de prevenção do BC/FT. É ainda de assinalar a conclusão do projeto de assessoria técnica da Comissão Europeia/Conselho da Europa que visou o robustecimento da metodologia de supervisão baseada no risco, que terá como consequência a reformulação do Relatório de Prevenção do BC/FT e, posteriormente, do modelo de atribuição de risco às entidades supervisionadas. Por fim, é ainda de referir um exercício intensivo das denominadas funções de entrada de mercado, nomeadamente o acompanhamento de processos de constituição de entidades financeiras e de aquisição de participações qualificadas, assim como o registo de duas novas entidades que realizam atividades com ativos virtuais.

1.4 Política macroprudencial

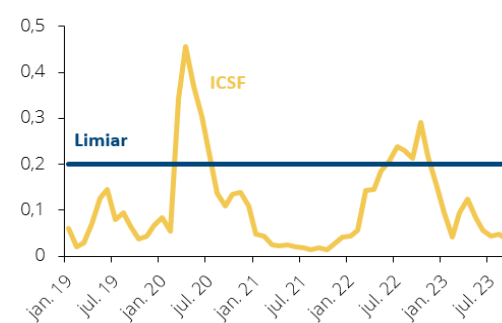
Desde o início do ano, o ciclo financeiro apresentou sinais de inversão sendo atualmente caracterizado pela redução do risco sistémico cíclico. Com efeito, o indicador relativo à acumulação de risco sistémico cíclico (IRSD), após quase três anos em território positivo, voltou a registar valores negativos a partir do terceiro trimestre de 2022 (Gráfico I.1.60). Esta evolução traduziu o efeito conjunto da redução do contributo positivo dos preços do imobiliário e o aumento do contributo negativo do crédito bancário. O contributo positivo do imobiliário residencial continua a refletir o nível historicamente elevado da taxa de crescimento dos preços neste mercado. O contributo negativo do crédito bancário traduz a redução do crédito a sociedades não financeiras (SNF), a desaceleração do crédito a particulares e, sobretudo, o aumento do PIB. O indicador compósito de *stress* financeiro (ICSF), que sinaliza contemporaneamente a deterioração das condições de financiamento, tem vindo a diminuir progressivamente desde o início de 2023, refletindo a diminuição de volatilidade nos segmentos de mercado obrigacionista, mercado monetário e dos intermediários financeiros (Gráfico I.1.61). Neste enquadramento, o Banco de Portugal decidiu manter a percentagem de reserva contracíclica em 0% durante o quarto trimestre de 2023.

Gráfico I.1.60 • Indicador de risco sistémico cíclico doméstico | Desvios padrão em relação à mediana



Fontes: BCE e BIS (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: O IRSD, desenvolvido por Lang et al. (2019), é um indicador compósito que pretende identificar a acumulação de desequilíbrios cíclicos gerados no setor privado não financeiro doméstico. Para uma descrição pormenorizada do IRSD para Portugal, ver o Relatório de Estabilidade Financeira de junho de 2019.

Gráfico I.1.61 • Indicador compósito de stress financeiro | Índice



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Última observação: agosto de 2023. O ICSF (Braga et al., 2014), agrega um conjunto de indicadores de cinco segmentos de mercado: mercado monetário, mercado obrigacionista, mercado acionista, intermediários financeiros e mercado cambial. O indicador tem como objetivo identificar eventos de stress com maior relevância nos mercados financeiros nacionais. O limiar corresponde ao identificado em Braga et al. (2014) como valor de passagem para um regime de stress elevado.

A inversão do ciclo financeiro, embora suave, conjugada com uma conjuntura internacional de elevada incerteza e política monetária restritiva, coloca desafios à política macroprudencial. Neste enquadramento, a política macroprudencial torna o sistema financeiro mais resiliente a choques adversos e capaz de continuar a assegurar os serviços de intermediação financeira à economia. No entanto, dados os sinais de inversão do ciclo financeiro, a atuação da política macroprudencial

deve considerar potenciais efeitos de prociclicidade que possam implicar uma redução da oferta de crédito para além do que ocorreria apenas devido ao abrandamento da procura.

A adequada capitalização das instituições financeiras permite a absorção de choques adversos sem que se verifique uma diminuição significativa da oferta de crédito à economia. A experiência durante a pandemia realçou a importância da acumulação de reservas de fundos próprios para que possam ser utilizadas em períodos de materialização de risco sistémico. De acordo com o Tema em destaque “A importância das reservas de capital de gestão para a concessão de crédito a empresas”, os bancos com maior reserva de capital de gestão concederam mais crédito às empresas do que os bancos com menor nível de reserva após o choque COVID-19. No enquadramento atual, caracterizado por incerteza global, assume particular importância a preservação de capital. Bancos mais resilientes têm maior facilidade em apresentar opções de renegociação aos seus clientes com maiores dificuldades, bem como em manter a oferta de crédito durante um período de materialização de risco.

Após a fase mais aguda da crise pandémica e até à atualidade, vários países europeus optaram por aumentar os níveis de reservas de fundos próprios dos bancos através da introdução de novas medidas macroprudenciais. Um conjunto de países aumentou as taxas da reserva contracíclica de fundos próprios (CCyB): 2,5% na Dinamarca e Noruega; 2% na Bulgária, Chéquia, Islândia e Suécia; 1,5% na Eslováquia; 1% na Estónia, Lituânia, Países Baixos e Roménia; 0,75% na Alemanha; 0,5% Croácia, França e Irlanda.⁶ Em paralelo, várias autoridades macroprudenciais europeias optaram pela introdução de uma reserva de fundos próprios para risco sistémico setorial (sSyRB) aplicada às exposições garantidas por imóveis residenciais: 9% na Bélgica, entretanto reduzido para 6% (em vigor a partir de 1 de abril de 2024, conjugado com um aumento da reserva contracíclica de fundos próprios para 0,5% em abril de 2024 e 1% em outubro de 2024), 2% na Alemanha e Lituânia, 1,5% em Malta e 1% na Eslovénia.

Os riscos para a estabilidade financeira permanecem elevados num contexto de incerteza geopolítica, de subida das taxas de juro e de transmissão gradual da política monetária à economia. Embora existam mitigantes (Capítulo 1.3.2 Particulares) para os riscos associados ao setor imobiliário residencial, uma medida baseada nos fundos próprios, como uma reserva sSyRB, complementa a Recomendação macroprudencial existente em Portugal. Esta reserva consiste numa medida de precaução destinada a fazer face à eventual materialização futura de um potencial risco de cauda. A medida em questão reforça a resiliência a uma potencial inversão do ciclo económico e/ou a uma correção significativa inesperada dos preços do imobiliário residencial. A exposição do setor bancário a crédito a particulares colateralizado por bens imóveis residenciais, atingiu, em junho de 2023, 26,2% do valor do ativo do sistema bancário.

Os ponderadores de risco médios aplicados pelas instituições que utilizam o método IRB a exposições de retalho garantidas por imóveis residenciais (18,5%, no segundo trimestre de 2023) são inferiores aos considerados pelas instituições que adotam o método padrão (35%). Este facto poderá refletir as baixas taxas de incumprimento deste segmento no período recente. A aplicação de um sSyRB tem uma natureza preventiva e visa aumentar a resiliência das instituições que utilizam o método IRB face a uma potencial materialização futura de risco sistémico no mercado imobiliário residencial em Portugal.

Neste enquadramento, o Banco de Portugal, enquanto autoridade macroprudencial, anunciou a 15 de novembro de 2023 a introdução de um sSyRB de 4%, sobre o montante das posições ponderadas pelo risco da carteira de particulares garantidas por imóveis destinados a habitação, localizados em Portugal, aplicável aos bancos que utilizam o método IRB. Esta medida⁷ entrará em vigor a 1 de outubro de 2024. A constituição de uma reserva de fundos próprios desta natureza permite que esta seja libertada num momento de materialização de risco. Dados os

⁶ Níveis implementados até 31.10.2023 conforme informação prestada pelo CERS (Countercyclical capital buffer (europa.eu))

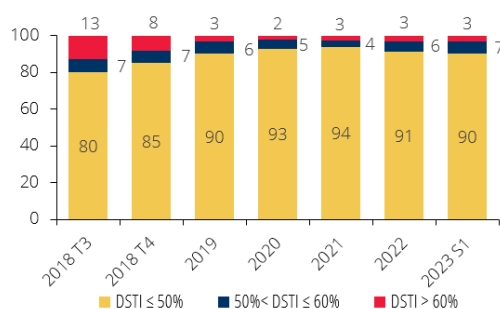
⁷ Para maior detalhe ver comunicado publicado no sítio da internet do Banco de Portugal.

níveis atual e prospetivo das reservas de gestão, espera-se que a introdução desta reserva de fundos próprios seja acomodável pelas instituições. Desta forma, mitigam-se potenciais efeitos negativos que a introdução de uma nova reserva poderia ter sobre a capacidade de oferta de crédito. Adicionalmente, esta reserva setorial constitui mais um fator de robustecimento dos bancos, para além de complementar a Recomendação macroprudencial, que foi recentemente revista no que diz respeito ao cálculo das taxas de esforço.

A Recomendação macroprudencial tem suavizado o impacto da subida das taxas de juro do BCE, em especial dada a dominância do crédito à habitação a taxa variável em Portugal. Esta medida, em vigor desde julho de 2018, define limites a alguns dos principais critérios de concessão de crédito utilizados na avaliação de solvabilidade dos mutuários e tem como objetivo mitigar a assunção de riscos excessivos no momento da concessão de crédito, reforçando a resiliência do sistema financeiro e promovendo a sustentabilidade do acesso a financiamento pelas famílias. Em especial, a Recomendação prevê a consideração de uma subida das taxas de juro no cálculo do rácio DSTI. Para o efeito, foi considerado um aumento do indexante associado aos créditos com taxa de juro mista e variável que variava de acordo com a maturidade original do crédito. No caso de créditos com maturidade superior a 10 anos, a Recomendação definia, em 2018, que o cálculo do rácio DSTI deveria considerar um aumento do indexante de 300 pb.

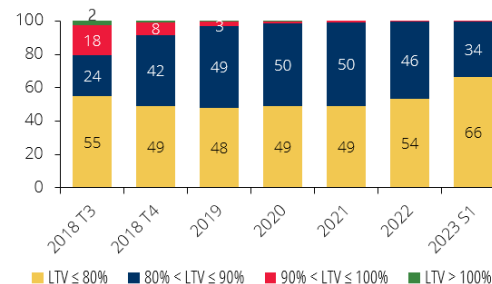
No primeiro semestre de 2023, as instituições continuaram a cumprir de forma generalizada com os limites da Recomendação macroprudencial. O montante de crédito concedido com um rácio DSTI entre 50% e 60% e com um DSTI superior a 60%, de acordo com o definido pela Recomendação, ou seja, considerando uma subida do indexante de taxa de juro, situou-se abaixo dos limites das exceções previstas na Recomendação. Contudo, a utilização das exceções aumentou ligeiramente, nomeadamente para rácios DSTI entre 50% e 60% (Gráfico I.1.62). Relativamente ao rácio LTV, todos os novos créditos para aquisição de habitação registaram um rácio LTV igual ou inferior a 90% (Gráfico I.1.63). Em agosto de 2023, a maturidade média ponderada das novas operações de crédito à habitação era de 30,6 anos, ou seja, menos 2,8 anos do que em julho de 2018 (Gráfico I.1.64). No primeiro semestre de 2023, num contexto de subida das taxas de juro, observou-se uma deslocação da distribuição do rácio DSTI efetivo para valores mais elevados (Gráfico I.1.65). Assim, o rácio DSTI efetivo médio para novas operações de crédito às famílias atingiu 26,4%, aumentando face ao valor registado em 2022 (25%). No entanto, o percentil 90 da distribuição do rácio DSTI efetivo continua, no primeiro semestre de 2023 (43,7%), abaixo do valor do terceiro trimestre de 2018 (47,4%).

Gráfico I.1.62 • Distribuição das novas operações de crédito à habitação e ao consumo por rácio DSTI | Em percentagem



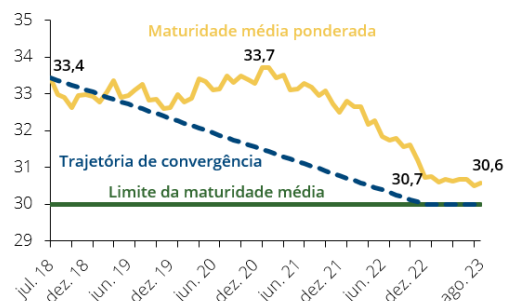
Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Com base em informação reportada por uma amostra de 9 bancos que representam, em 2022, cerca de 97% do mercado de crédito à habitação

Gráfico I.1.63 • Distribuição das novas operações de crédito à habitação por rácio LTV | Em percentagem



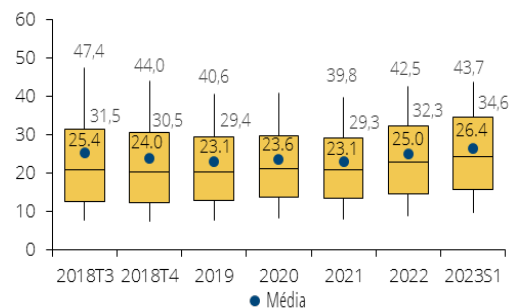
Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Com base em informação reportada por uma amostra de 9 bancos que representam, em 2022, cerca de 97% do mercado de crédito à habitação.

Gráfico I.1.64 • Maturidade média ponderada das novas operações de crédito à habitação | Em anos



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Com base em informação reportada por uma amostra de 9 bancos que representam, em 2022, cerca de 97% do mercado de crédito à habitação. A maturidade média é ponderada pelo montante de crédito concedido.

Gráfico I.1.65 • Distribuição do rácio DSTI efetivo para novos créditos às famílias | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Os extremos inferior e superior correspondem ao percentil 10 e ao percentil 90, enquanto os extremos inferior e superior das caixas correspondem aos percentis 25 e 75.

A Recomendação macroprudencial foi introduzida tendo em vista o estabelecimento de critérios prudentes de concessão de crédito ao longo de todas as fases do ciclo financeiro. No entanto, os elementos de flexibilidade e os choques considerados no desenho da medida poderão ser ajustados tendo em conta a fase do ciclo financeiro, de forma a não prejudicar a concessão de crédito numa fase negativa do ciclo, mas sem colocar em causa a prudência nos critérios de concessão de crédito.

Atendendo aos atuais níveis das taxas de juro de referência estabelecidas pelo BCE, o Banco de Portugal decidiu reduzir o choque na taxa de juro utilizada para o cálculo do rácio DSTI em 150 pb para novos créditos às famílias com maturidade superior a 10 anos, estabelecendo-se reduções proporcionais nas restantes maturidades. O choque de taxa de juro considerado no cálculo do rácio DSTI foi reduzido para 150 pb para contratos com maturidade acima de 10 anos, para 100 pb para contratos com maturidade entre 5 e 10 anos e para 50 pb para contratos com um prazo inferior a 5 anos. A consideração de um choque de taxa de juro tem como objetivo testar a capacidade de cumprimento do serviço da dívida dos mutuários face a uma subida das taxas de juro, nas novas operações com taxa de juro variável, sendo particularmente relevante devido à predominância da concessão de crédito em Portugal com este regime de taxa de juro e com maturidades elevadas. O choque inicialmente definido reflete o contexto de taxas de juro historicamente baixas no momento de introdução da Recomendação macroprudencial em 2018. Considerando o aumento de 450 pb das taxas de juro de referência pelo BCE desde o início do processo de normalização da política monetária até ao final de setembro, tornou-se relevante o ajustamento deste choque de forma a prevenir uma abordagem excessivamente restritiva na avaliação de solvabilidade dos mutuários. A redução do choque para 150 pb, no caso das novas operações com maturidade superior a 10 anos, equivale a considerar taxas Euribor semelhantes às máximas registadas desde o início da área do euro.⁸

⁸ Para maior detalhe ver comunicado publicado no sítio da internet do Banco de Portugal (Comunicado do Banco de Portugal sobre a aplicação dos novos valores a utilizar na simulação de cenário extremo para o indexante da taxa de juro à recomendação macroprudencial | Banco de Portugal (bportugal.pt))

Referências

Braga, J., Pereira, I., & Balcão Reis, T. (2014). "Indicador Compósito de Stress Financeiro para Portugal". *Artigos de Estabilidade Financeira* do Banco de Portugal.

Lang, J. H., Izzo, C., Fahr, S., e Ruzicka, J. (2019). "Anticipating the bust: a new cyclical systemic risk indicator to assess the likelihood and severity of financial crises". *ECB Occasional Paper*, (219).

2 Sistema bancário

No primeiro semestre de 2023, os bancos continuaram a desenvolver a sua atividade num contexto de rápida subida das taxas de juro interbancárias que impactou favoravelmente a rentabilidade e o capital do setor, tal como já observado em 2022. No entanto, o aumento das taxas de juro, conjugado com o abrandamento da atividade económica após o primeiro trimestre, tende a potenciar um aumento da materialização do risco de crédito.

No quadro de uma redução do ativo do sistema bancário (em 1,8%), a rentabilidade do ativo do sistema bancário aumentou para 1,16% na primeira metade do ano. Este aumento refletiu sobretudo o contributo da margem financeira, devido à maior rapidez de transmissão da subida das taxas de juro aos empréstimos do que à remuneração dos depósitos. Esta assimetria no ritmo de transmissão de política monetária, mais rápido nos créditos indexados a taxa variável do que nos depósitos, justificou, em larga medida, a rentabilidade mais elevada do sistema bancário português face à área do euro. Estes desenvolvimentos permitiram reforçar os rácios de fundos próprios totais e de CET 1, através da retenção de resultados, para 19% e 16,4%, respetivamente.

O rácio de NPL bruto do setor privado não financeiro (SPNF), que inclui SNF e particulares, manteve-se estável, em termos brutos e líquidos de imparidades. O rácio de NPL bruto das SNF prosseguiu uma tendência descendente, menos 0,3 pp, enquanto o dos particulares aumentou ligeiramente, 0,1 pp. Registou-se também um pequeno aumento dos rácios de crédito reestruturado e de *stage 2* no caso do crédito à habitação.

O *stock* de crédito à habitação apresentou uma trajetória de diminuição. Para isso contribuiu, para além da redução da procura de crédito, o aumento das amortizações antecipadas. Atendendo à subida dos encargos com o serviço de dívida e ao diferencial significativo face às taxas de remuneração dos depósitos, muitas famílias com poupança acumulada reduziram, parcial ou totalmente, os seus créditos à habitação. Por sua vez, os novos empréstimos (excluindo renegociações) registaram quedas homólogas durante os primeiros oito meses do ano. No seu conjunto, a carteira de crédito à habitação do sistema bancário apresenta uma percentagem baixa de créditos com rácios LTV elevados, o que mitiga o impacto de hipotéticas reduções futuras dos preços do imobiliário residencial.

O sistema bancário português continua a exibir concentração no imobiliário e em títulos de dívida que representam 50% do ativo total. A exposição ao imobiliário representava 35,4% do ativo em junho de 2023 continuando os empréstimos a particulares garantidos por imóveis a ser a componente mais relevante (26,2% do ativo). Por sua vez, a carteira de títulos de dívida pública representava 15,5% do ativo. O peso da dívida doméstica tem vindo a diminuir ao longo dos últimos anos. Em junho de 2023, Portugal representava 40% do total de títulos de dívida pública da carteira, embora continue acima dos valores da área do euro em percentagem do ativo.

O rácio de transformação fixou-se em 80% em junho de 2023, permanecendo abaixo da média da área do euro. Apesar da redução expressiva de depósitos no primeiro trimestre ter impactado o rácio de transformação, o atual quadro de liquidez do sistema bancário é mais favorável do que aquele que antecedeu a grande crise financeira internacional. Os rácios de liquidez regulatórios têm-se mantido elevados, não obstante a redução recente do rácio de cobertura de liquidez (LCR) resultante da diminuição das reservas em bancos centrais. A reserva de liquidez continua a ser maioritariamente composta por instrumentos de dívida pública e por reservas em bancos centrais e, em junho de 2023, representava 30% dos depósitos de clientes.

Mais globalmente, no atual contexto de elevada incerteza geopolítica, é fundamental que os bancos adotem políticas prudentes de constituição de imparidades e de conservação de capital de forma a salvaguardarem a sua resiliência, perante futuros choques adversos, e a capacidade de financiamento à economia.

2.1 Rendibilidade

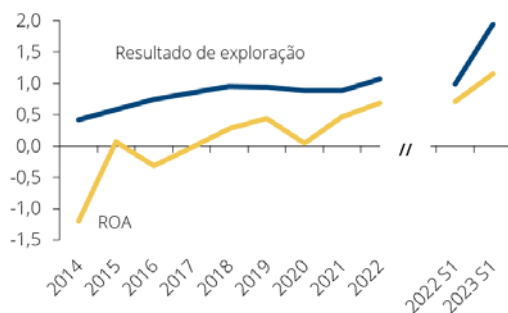
No primeiro semestre de 2023, a rendibilidade do ativo (ROA, na sigla inglesa) aumentou 0,44 pp face ao período homólogo de 2022, situando-se em 1,16% (Gráfico I.2.1). A dispersão do ROA entre instituições, medida pela diferença entre os percentis 90 e 10 registou uma ligeira diminuição. A rendibilidade do capital próprio (ROE, na sigla inglesa) aumentou 4,8 pp, situando-se em 13,7%.

A melhoria do ROA alicerçou-se na subida expressiva da margem financeira em percentagem do ativo de 1,49% para 2,58% (contributo de 1,01 pp), que decorreu do aumento acentuado das taxas de juro de mercado interbancário e da transmissão diferenciada às taxas de juro do crédito e dos depósitos, com estas últimas a registar um ajustamento mais gradual e parcial (Quadro I.2.1).

Em sentido contrário, os aumentos das provisões e imparidades líquidas e, com menor expressão, dos custos operacionais e dos impostos sobre os lucros, contribuíram para atenuar o aumento do ROA. Estas evoluções tenderam a ser transversais às principais instituições do sistema.

A margem financeira ditou a evolução do resultado de exploração que, em percentagem do ativo, aumentou 0,96 pp face ao período homólogo (1,95% do ativo em jun. 23). Registou-se uma subida de custos operacionais e uma estabilização dos rendimentos de serviços e comissões líquidas. O resultado de exploração atingiu o máximo dos últimos 10 anos, período em que, dado o contexto de baixas taxas de juro, a margem assumiu um contributo relativamente reduzido (Gráfico I.2.1).

Gráfico I.2.1 • ROA e Resultado de exploração | Em percentagem do ativo médio



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A rendibilidade do ativo (ROA) consiste no resultado líquido anualizado em percentagem do ativo médio. O resultado de exploração é o agregado da margem financeira e das comissões líquidas deduzido dos custos operacionais. Valores anualizados.

Quadro I.2.1 • Rendibilidade | Em percentagem do ativo médio

	2021	2022	2022 S1	2023 S1
Resultado de exploração	0,88	1,08	0,99	1,95
d.q. Margem Financeira	1,42	1,65	1,49	2,58
Resultados operações financeiras	0,15	0,10	0,15	0,16
Provisões e imparidades líquidas	-0,49	-0,33	-0,19	-0,55
Impostos sobre os lucros	-0,21	-0,24	-0,31	-0,47
Outros resultados	0,13	0,10	0,07	0,08
ROA	0,46	0,69	0,71	1,16
Percentil 10	0,03	0,14	0,13	0,69
Percentil 90	0,77	1,21	1,21	1,70
ROE	5,41	8,71	8,89	13,71

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A rendibilidade do ativo (ROA) consiste no resultado líquido anualizado em percentagem do ativo médio. A rendibilidade do ativo (ROA) consiste no resultado líquido anualizado em percentagem do ativo médio.

A evolução da margem financeira em percentagem do ativo médio resultou principalmente da componente de juros de empréstimos, em especial dos empréstimos a particulares e a SNF (com aumentos em termos homólogos de 0,73 pp e 0,44 pp, respetivamente) e, em menor grau, da carteira de títulos de dívida, com destaque para os títulos emitidos pelas Administrações Públicas (aumento de 0,13 pp). Este efeito sobre a margem foi parcialmente compensado pelo aumento dos juros de depósitos dos vários setores institucionais, em particular de depósitos do setor privado não financeiro (SPNF) e do Banco Central (Quadro I.2.2).

Num contexto de redução do ativo médio, o efeito preço foi determinante na evolução da margem financeira. Dado que em Portugal uma parte importante da carteira de crédito se encontra a taxa variável, nomeadamente empréstimos à habitação (para os quais a fração a taxa variável representa 85% do seu total), e/ou com prazos de refixação até 1 ano, a transmissão das taxas de juro do mercado interbancário a estas operações foi mais rápida, embora condicionada pelo prazo de

refixação. Por sua vez, grande parte dos depósitos são à ordem (68% do total dos depósitos de SNF e 50% do total de depósitos de particulares), sem remuneração associada. Contudo, a subida das taxas de juro de depósitos a prazo traduz-se no aumento do custo de oportunidade da detenção de depósitos à ordem, o que explica uma deslocação para depósitos a prazo já traduzida num aumento dos depósitos de clientes com prazo acordado ou pré-aviso de 6% no primeiro semestre.

Quadro I.2.2 • Margem financeira | Em percentagem do ativo médio

	2021	2022	2022 S 1	2023 S1
Total	1,42	1,65	1,49	2,58
Derivados	0,00	-0,02	0,00	-0,06
Títulos de dívida	0,27	0,35	0,31	0,55
Administrações públicas	0,15	0,22	0,18	0,31
Sociedades não financeiras	0,08	0,08	0,08	0,14
Outros setores	0,04	0,06	0,06	0,11
Empréstimos	1,29	1,59	1,34	2,69
Sociedades não financeiras	0,53	0,60	0,54	0,98
Particulares	0,67	0,83	0,71	1,45
Outros setores	0,09	0,15	0,09	0,26
Outros ativos	0,00	0,03	0,01	0,24
Depósitos	-0,03	-0,17	-0,06	-0,63
Bancos centrais	0,05	0,04	0,07	-0,09
Sociedades não financeiras	-0,02	-0,06	-0,04	-0,10
Particulares	-0,05	-0,09	-0,06	-0,23
Outros setores	-0,01	-0,06	-0,02	-0,21
Títulos emitidos	-0,07	-0,10	-0,09	-0,15
Outros passivos	-0,04	-0,03	-0,03	-0,05

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Valores anualizados.

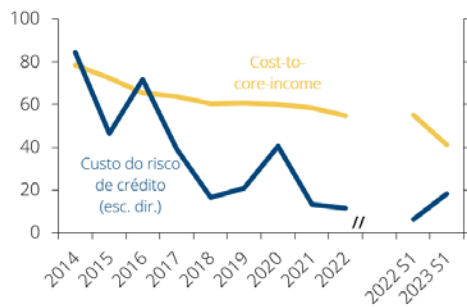
No primeiro semestre de 2023 observou-se uma melhoria significativa da eficiência operacional, reduzindo-se o rácio *cost-to-core-income* para 41,4% (-13,8 pp) (Gráfico I.2.2). Esta melhoria refletiu um aumento significativo da margem financeira (contributo de -18,2 pp), compensado em parte pelo aumento dos custos operacionais (contributo de 4,4 pp). O aumento dos custos operacionais (9,5%) foi transversal às principais instituições e refletiu a transmissão da inflação aos gastos com software e às despesas com pessoal e outros gastos gerais administrativos.

Neste período, o custo do risco de crédito reverteu a trajetória de diminuição iniciada em 2021, registando um aumento em termos homólogos de 0,3 pp, para 0,46%, valor comparável com o registado em 2018 (Gráfico I.2.2). Esta alteração reflete o aumento do fluxo de imparidades para crédito (Secção 2.3), que se deve à expectativa por parte dos bancos de uma maior materialização do risco de crédito.

Para o aumento do fluxo de provisões e imparidades em termos homólogos (Gráfico I.2.3), que no primeiro semestre de 2023 representou 0,55% do ativo, contribuíram de igual forma as imparidades para crédito e as provisões líquidas (0,27 pp e 0,26 pp, respetivamente).

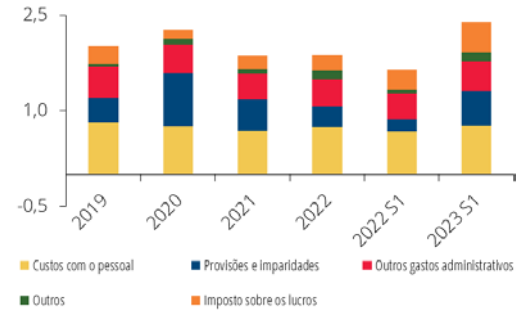
No primeiro trimestre de 2023, o ROA do sistema bancário português foi 0,48 pp superior à média da área do euro (Quadro I.2.3), devido ao maior contributo da margem financeira. Em termos homólogos, o ROA em Portugal e na área do euro (AE) aumentou 0,41 pp e 0,25 pp, respetivamente. Refira-se ainda que, enquanto em Portugal as provisões e imparidades líquidas penalizaram o ROA, na área do euro tiveram um contributo marginal.

Gráfico I.2.2 • Cost-to-core-income e custo de risco de crédito | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico I.2.3 • Evolução das componentes de custos | Em percentagem do ativo médio



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Valores anualizados.

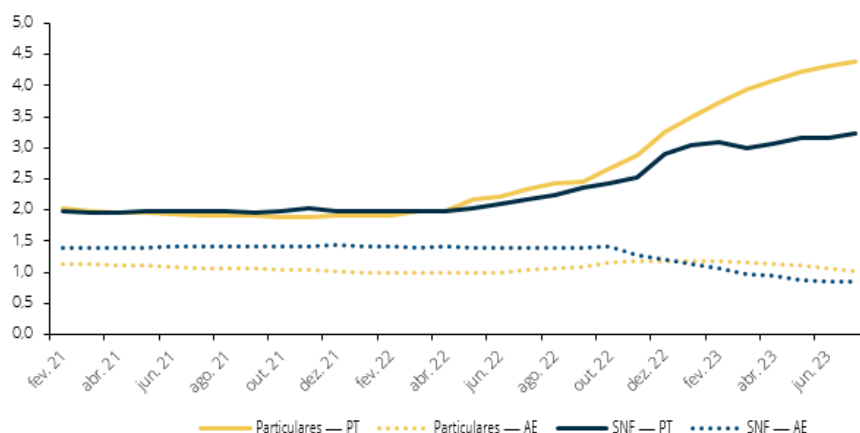
Quadro I.2.3 • Rendibilidade — Comparação internacional | Em percentagem do ativo médio

2023 S1	Valores em % do ativo		Contributo para Δ ROA (y-o-y)	
	PT	AE	PT	AE
Margem financeira	2,58	1,37	1,01	0,29
Comissões líquidas	0,74	0,65	0,00	0,00
Resultados op. financeiras	0,16	0,19	0,00	0,05
Custos operacionais	-1,37	-1,24	-0,12	-0,07
Provisões e imp. líquidas	-0,55	-0,16	-0,34	-0,01
Outros resultados	0,08	0,09	0,00	0,06
Impostos sobre os lucros	-0,47	-0,22	-0,15	-0,06
ROA	1,16	0,68	0,41	0,25

Fontes: BCE e Banco de Portugal. | Nota: Valores anualizados.

A diferença na evolução da margem financeira entre Portugal e a área do euro deveu-se, sobretudo, ao maior aumento em Portugal do diferencial entre a taxa de juro do crédito concedido e a taxa de juro dos depósitos, tanto para famílias como para sociedades não financeiras (Gráfico I.2.4). Este resultado decorre da evolução de ambas as taxas, ativa e passiva. De facto, as taxas de juro variáveis associadas à maioria do crédito à habitação em Portugal, ao contrário do que sucede noutros países da área do euro, assumiram aumentos mais acentuados e ultrapassaram as taxas praticadas na área do euro. Por outro lado, no caso das SNF, é de realçar que as taxas de juro de depósito na área do euro aumentaram de forma acentuada, ao contrário do que se verificou em Portugal.

Gráfico I.2.4 • Evolução da margem financeira referente ao Setor Privado Não Financeiro (saldos de empréstimos em PT e na AE) | Em pontos percentuais



Fontes: BCE e Banco de Portugal. | Notas: O setor privado não financeiro inclui SNF e particulares. As séries referem-se ao reporte em base individual das outras instituições financeiras monetárias residentes em Portugal e refletem o diferencial entre as taxas de empréstimos e as taxas dos depósitos a prazo.

2.2 Critérios de concessão de crédito

2.2.1 Particulares

A taxa de variação anual do *stock* de empréstimos bancários a particulares reduziu-se para -0,3% em setembro de 2023, refletindo sobretudo a desaceleração do crédito à habitação (Gráfico I.2.5). O *stock* de empréstimos à habitação registou uma taxa de variação anual (tva) ajustada de operações de titularização e cedências de empréstimos de -0,9% em setembro (3,4% em dezembro de 2022). A taxa não ajustada de operações de titularização e cedências de empréstimos foi de -0,6% em setembro, permanecendo inferior à da área do euro, 0,2% (Gráfico I.2.6).

Para o abrandamento do *stock* de crédito à habitação contribuiu o aumento das amortizações antecipadas desde o final de 2022. Em particular, entre janeiro e setembro, observou-se um aumento do valor das amortizações antecipadas de empréstimos à habitação de cerca de 62% face ao período homólogo de 2022. Este desenvolvimento tem sido potenciado pelo diferencial significativo entre o custo dos empréstimos e a remuneração de depósitos. O aumento de reembolsos antecipados foi mais acentuado nos reembolsos antecipados parciais, que quadruplicaram, ainda que os reembolsos antecipados totais representem 82% do valor global. Refira-se, contudo, que os dados das amortizações antecipadas totais incluem também transferências de crédito entre bancos que não têm impacto no *stock* de crédito à habitação do sistema bancário.

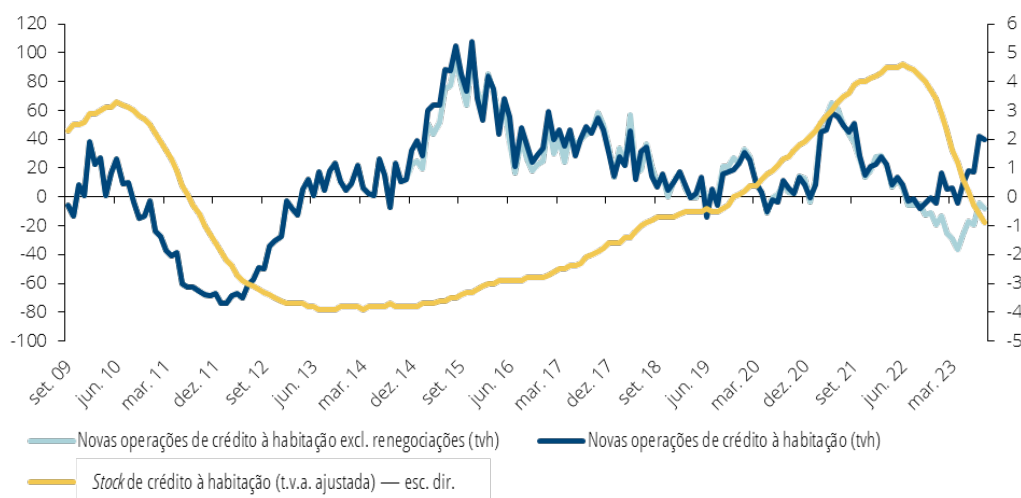
Por comparação com o *stock* total de empréstimos à habitação, as amortizações antecipadas estão, em média, associadas a contratos mais recentes, de mutuários com rendimentos superiores e com rácios LTV mais baixos.

Os novos empréstimos para aquisição de habitação (excluindo renegociações) registaram quedas homólogas durante os primeiros nove meses do ano. As novas operações de crédito à habitação (excluindo renegociações) registaram uma contração, em termos homólogos, de 20%, entre janeiro e setembro de 2023. Contudo, no terceiro trimestre de 2023, o montante médio mensal das novas operações de crédito à habitação (excluindo renegociações) foi de 1054 milhões de euros, superior aos 944 milhões de euros do quarto trimestre de 2019. Entre janeiro e setembro de 2023, as transferências de crédito representaram cerca de 15% dos novos empréstimos para aquisição de habitação própria e permanente. Na área do euro, a queda das novas operações de crédito à habitação foi mais acentuada, 39% (Gráfico I.2.6). Esta evolução foi transversal à generalidade dos

países, sendo que, em alguns deles, se registaram quedas próximas de 50%, como é o caso da Alemanha (-45%), da Áustria (-60%) e da Eslováquia (-64%).

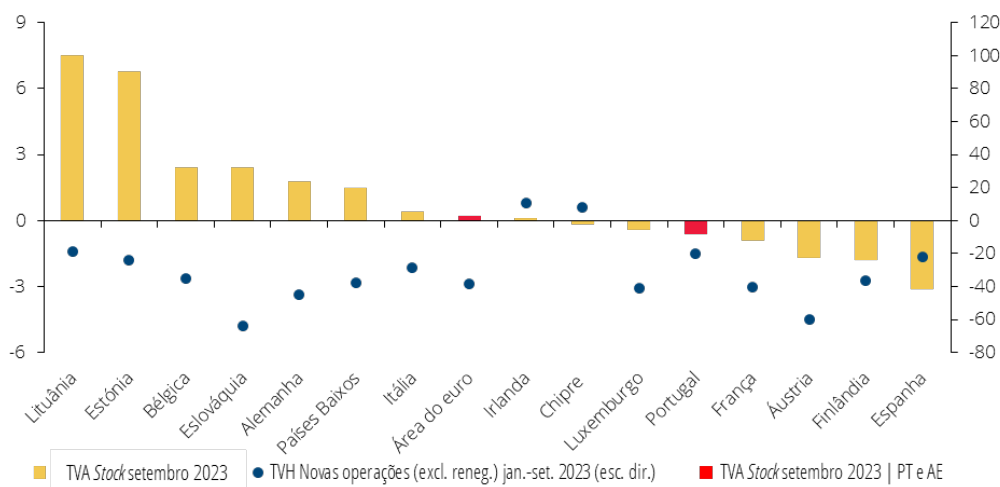
Em setembro de 2023, a taxa de juro média (Taxa Acordada Anualizada — TAA) dos novos empréstimos à habitação situou-se em 4,3%, 0,3 pp superior à média da área do euro e 3,4 pp face à registada em Portugal no final de 2021. A Taxa Anual de Encargos Efetiva Global (TAEG), que inclui outros encargos além dos juros, também tem vindo a aumentar. Comparando setembro de 2023 com o final de 2021, a TAEG do crédito à habitação aumentou 3,8 pp, fixando-se em 6,2%, 1,9 pp acima da média da área do euro.

Gráfico I.2.5 • Taxa de variação anual do stock de crédito à habitação e taxa de variação homóloga das novas operações de crédito à habitação | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: As taxas de variação anual são calculadas com base na variação dos saldos de empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de todos os efeitos não considerados como transação, nomeadamente reclassificações, abatimentos ao ativo, reavaliações cambiais e de preço. As tva designadas como 'tva ajustadas' são ajustadas adicionalmente de operações de titularização e cedências de créditos. Última observação: setembro de 2023.

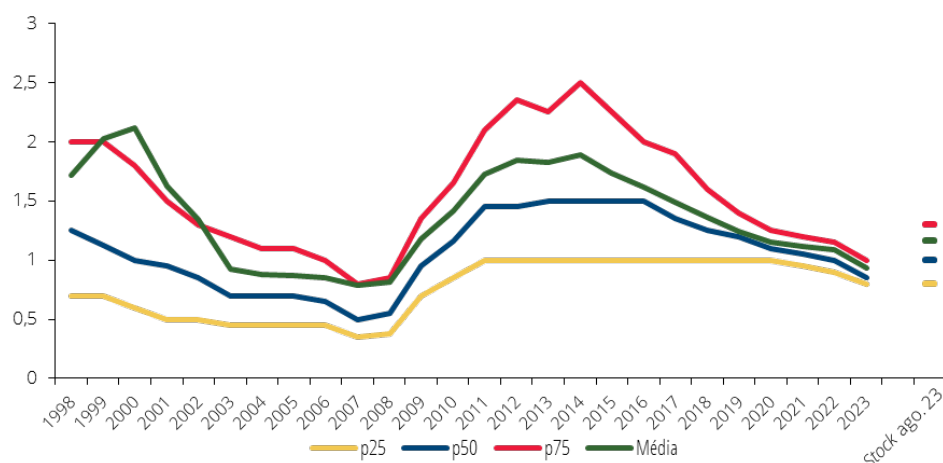
Gráfico I.2.6 • Taxa de variação anual do stock de crédito à habitação em setembro de 2023 e taxa de variação homóloga das novas operações de crédito à habitação entre janeiro e setembro de 2023 | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: As barras a vermelho destacam os valores da taxa de variação homóloga do stock de crédito à habitação em setembro de 2023 de Portugal.

Nos últimos anos, tem-se observado uma diminuição gradual no spread dos novos empréstimos para aquisição de habitação (Gráfico I.2.7). Esta redução, iniciada em 2014, foi acompanhada por uma menor dispersão do *spread* nos contratos celebrados. Em 2023, até agosto, os *spreads* associados aos percentis mais baixos da distribuição mantiveram-se, ainda assim, acima do observado antes da crise financeira internacional.

Gráfico I.2.7 • Spread do stock de empréstimos à habitação por ano de celebração

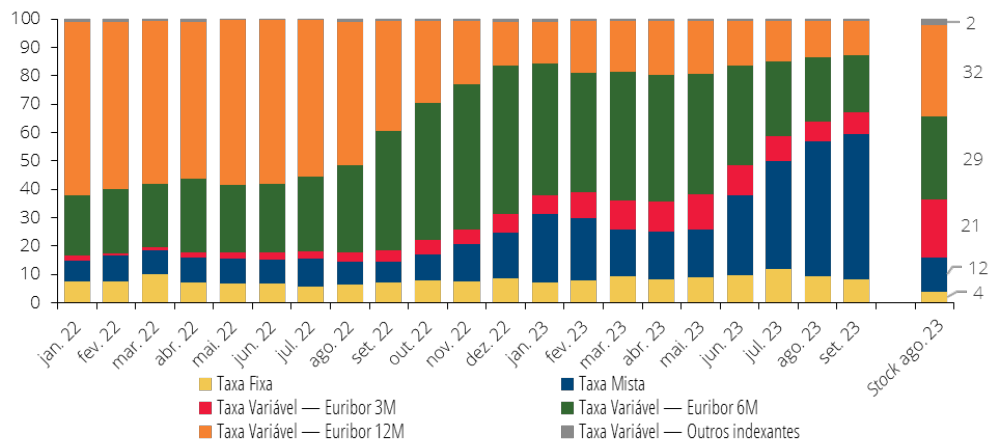


Fonte: Banco de Portugal. | Notas: *Spread* atual dos contratos com taxa variável ou mista vivos a agosto de 2023, por ano de celebração. O *spread* atual poderá não coincidir com o *spread* no momento da concessão por motivo de renegociação ou por alterações de *spread* previstas no contrato, por exemplo em função da subscrição de um conjunto de serviços ou do cumprimento de determinados critérios junto da instituição.

As novas operações de crédito à habitação com taxa de juro fixa ou mista têm aumentado, representando, entre janeiro e setembro de 2023, 39% do montante dos novos empréstimos. A concessão de crédito à habitação com taxa de juro fixa ou mista difere entre as instituições de crédito. Em alguns bancos, o peso dos novos empréstimos à habitação com taxa de juro fixa ou mista é maioritário, enquanto noutros se mantém o predomínio da taxa variável. No caso da taxa mista, cerca de 60% do montante dos novos empréstimos tem um período de fixação inicial de até 2 anos (inclusive) e 20% um período de fixação inicial entre 2 e 5 anos. Contudo, o *stock* de crédito à habitação com taxas de juro variáveis continua a ser predominante, 84% (Gráfico I.2.8).

Os novos empréstimos ao consumo reduziram-se 4,7%, em termos homólogos, nos primeiros nove meses de 2023, após o crescimento de 19,9% em 2022. O *stock* de crédito ao consumo registou uma desaceleração gradual desde setembro de 2022, com a taxa de variação anual a fixar-se em 4,7% em setembro de 2023. A taxa de juro média e a TAEG dos empréstimos ao consumo aumentaram 1,1 pp e 1,2 pp em setembro de 2023, em termos homólogos, fixando-se em 9,0% e 11,3%, respetivamente (7,9% e 8,5% na área do euro). Contrariamente ao crédito à habitação, a maioria destes contratos são com taxa de juro fixa. Em setembro de 2023, os contratos com taxa de juro variável representavam apenas 16,5% do *stock* de crédito ao consumo.

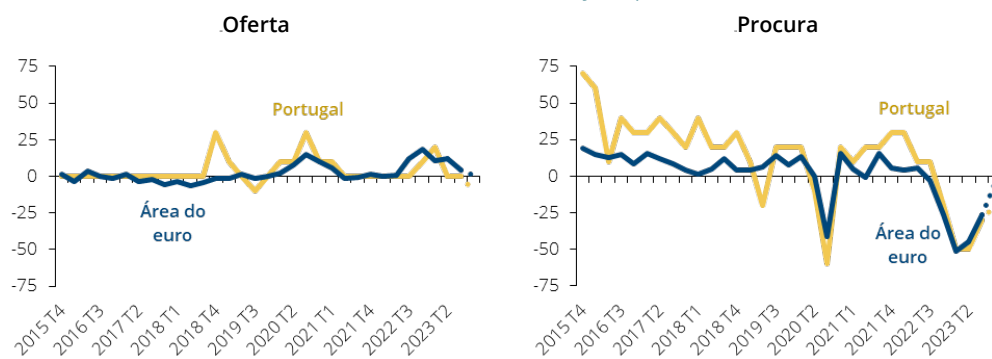
Gráfico I.2.8 • Fluxo mensal de novos empréstimos e *stock* de crédito à habitação por tipo de taxa e indexante | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A classificação de taxa mista tem como referência o momento da celebração do contrato, momento a partir do qual vigora um período de taxa fixa, que difere de contrato para contrato. A percentagem do *stock* com taxa mista pode incluir contratos que se encontram já no período de taxa variável ou perto de terminarem o período de taxa fixa.

Os critérios de concessão de crédito a particulares permaneceram praticamente inalterados no segundo e terceiro trimestres de 2023, de acordo com o *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* de julho e outubro de 2023 (Gráfico I.2.9). Em Portugal, no segundo trimestre observou-se uma diminuição na procura de empréstimos para aquisição de habitação, devido à quebra da confiança dos consumidores, ao aumento das taxas de juro e às perspetivas para o mercado imobiliário residencial. Já no terceiro trimestre, a procura de empréstimos à habitação manteve-se praticamente inalterada. Também na área do euro a procura diminuiu e os critérios de concessão de crédito tornaram-se mais restritivos no segundo e terceiro trimestres de 2023. Para o quarto trimestre de 2023, em Portugal e na Área do Euro, os bancos antecipam critérios de concessão de crédito a particulares (habitação e consumo) praticamente inalterados e uma ligeira diminuição da procura de empréstimos para habitação.

Gráfico I.2.9 • Procura e Oferta de crédito à habitação | Índice de difusão



Fontes: Banco de Portugal e BCE. | Notas: A oferta de crédito corresponde aos critérios de concessão reportados pelos bancos. Um aumento (diminuição) da percentagem líquida significa um aumento (diminuição) da restritividade por parte das instituições e um aumento (diminuição) da procura no segmento de crédito. A última observação para cada variável corresponde à expectativa que as instituições têm para o quarto trimestre de 2023 (parte a tracejado).

2.2.2 Sociedades não financeiras

O *stock* de empréstimos concedidos pelos bancos a empresas reduziu-se 2,8% em setembro de 2023, face ao período homólogo (Quadro I.2.4). Observou-se uma desaceleração do *stock* de empréstimos em todos os setores de atividade desde o início de 2023 e, em setembro, a generalidade dos setores registou uma queda em termos homólogos, mais acentuada nos setores das Indústrias (-9,3%) e no Alojamento e restauração (-5,8%). Também por dimensão de empresa se observaram reduções significativas no *stock* de empréstimos, em particular nas grandes empresas (-5,9% em setembro de 2023 após 0,7% em dezembro de 2022).⁹ O *stock* de empréstimos associado a microempresas continuou a crescer, mas apresentou uma tendência de moderação (2,9% em setembro de 2023 face a 6,7% em dezembro de 2022), para a qual contribui a evolução do setor das atividades imobiliárias. Refira-se que o financiamento das empresas com recurso a capitais alheios ocorre através de diferentes instrumentos e não apenas através de empréstimos junto de bancos residentes. A taxa de variação de crédito total a empresas ajustada de operações de titularização e cedências de empréstimos foi de -0,1% em agosto de 2023, observando-se um decréscimo dos empréstimos (-1,8%) e um aumento dos títulos de dívida (7,8%) (Secção I.1.3.3).

Na área do euro também se observou um decréscimo dos empréstimos concedidos por bancos a SNF (-0,4% em setembro de 2023). Todavia, o *stock* de empréstimos manteve um crescimento ainda assinalável em países onde se verificou um crescimento mais significativo dos empréstimos em meados de 2022, refletindo em especial a substituição de financiamento em mercado por empréstimos bancários (e.g., Alemanha e França).

O aumento das taxas de juro motivou uma redução da procura de empréstimos pelas empresas. Segundo o *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*, esta redução foi significativa nos três primeiros trimestres de 2023, mantendo a tendência iniciada no terceiro trimestre de 2022, após o início do ciclo de subida das taxas de juro pelo BCE (Gráfico I.2.10). Para além do contributo negativo das taxas de juro, verificou-se uma redução do financiamento para investimento, que se refletiu em menor procura de empréstimos de longo-prazo. Para o quarto trimestre de 2023, as instituições financeiras esperam uma moderação da quebra da procura. Também na área do euro, o aumento das taxas de juro contribuiu para uma redução da procura de empréstimos pelas empresas.¹⁰

⁹ Em setembro de 2023, o *stock* de empréstimos tinha a seguinte decomposição, por dimensão de empresa: 31% microempresas, 25% pequenas, 24% médias, 17% grandes empresas e 3% sedes sociais.

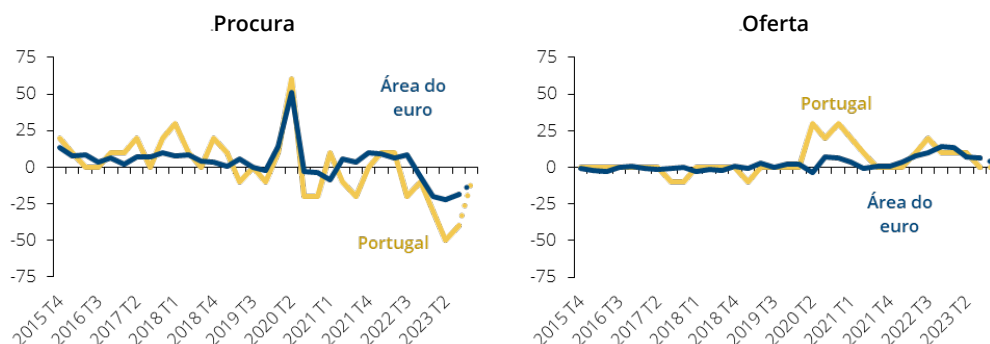
¹⁰ *Bank Lending Survey* do BCE de julho de 2023, em particular o gráfico 6.

Quadro I.2.4 • Taxa de variação anual dos empréstimos concedidos a SNF, atividade doméstica | Em percentagem

	dez. 17	dez. 18	dez. 19	dez. 20	dez. 21	dez. 22	set. 23
Área do euro	2,0	2,9	2,6	6,5	3,8	5,5	-0,4
Portugal	-2,0	0,2	0,4	9,7	4,2	0,6	-2,8
Microempresas	0,5	4,5	6,2	13,9	7,7	6,7	2,9
Pequenas empresas	0,8	-1,9	-1,1	13,3	4,2	-2,4	-4,8
Médias empresas	-6,5	-3,4	-1,9	6,1	2,1	-2,3	-6,0
Grandes empresas	-4,0	0,6	-3,1	3,8	2,1	0,7	-5,9
Indústrias	0,8	3,7	0,1	9,6	10,3	1,9	-9,3
Comércio	1,6	-2,2	2,2	9,5	5,1	5,6	1,4
Transportes e armazenagem	-10,6	-3,1	-9,3	0,4	0,1	-2,5	-4,4
Alojamento e restauração	2,6	4,8	2,3	25,3	7,6	-6,7	-5,8
Construção	-6,6	-4,5	-2,0	7,6	-0,4	0,3	-2,1
Atividades imobiliárias	5,9	0,4	5,3	3,6	0,2	7,0	3,5
Portugal ^(a)	-0,1	1,7	1,1	10,0	4,5	0,9	-2,7

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: As taxas de variação anual são calculadas com base na variação dos saldos de empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de todos os efeitos não considerados como transação, nomeadamente, reclassificações, abatimentos ao ativo, reavaliações cambiais e de preço. Estas consideram os empréstimos concedidos por instituições financeiras monetárias residentes a SNF residentes em Portugal. Indústrias, alojamento e restauração e comércio correspondem, respetivamente, aos seguintes setores: “Indústria transformadora e indústria extrativa”, “alojamento, restauração e similares” e “comércio por grosso e retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos”. (a) Série ajustada de cedências de crédito.

Gráfico I.2.10 • Procura e Oferta de empréstimos a SNF | Índice de difusão



Fontes: BCE e Banco de Portugal. | Notas: A oferta de crédito corresponde aos critérios de concessão reportados pelos bancos. Um valor positivo (negativo) do índice de difusão significa um aumento (diminuição) da restritividade por parte das instituições e um aumento (diminuição) da procura pelas empresas. A última observação (a tracejado) corresponde à expectativa das instituições para o quarto trimestre de 2023.

As novas operações de empréstimos bancários a empresas reduziram-se no primeiro semestre de 2023, mas aumentaram no terceiro trimestre deste ano. Em linha com a redução da procura de novos empréstimos pelas empresas, as novas operações a SNF reduziram-se 6,2% no primeiro semestre de 2023 em termos homólogos e 5,8% face ao segundo semestre de 2022. Contudo, no terceiro trimestre de 2023, observou-se um aumento mais significativo dos novos empréstimos, 23,1% em termos homólogos. Com este aumento, o total de novas operações de empréstimos a empresas entre janeiro e setembro de 2023 aumentou em termos homólogos.

As novas operações de empréstimos continuaram a ser maioritariamente concedidas a empresas de menor risco ou risco intermédio, apesar de um ligeiro decréscimo da classe de menor risco (Quadro I.2.5). A classe de menor risco representou 47% das novas operações neste período entre janeiro e setembro de 2023, -1 pp face ao observado em 2022. Por seu turno, houve um acréscimo de 1 pp da proporção de novas operações na classe de risco intermédio, totalizando 37% das novas operações. Destaca-se ainda o acréscimo de proporção de novas operações em empresas de maior risco no setor da construção e atividades imobiliárias.

O peso da classe de menor risco continuou a ser superior nos novos empréstimos a médias e grandes empresas, por oposição ao menor peso desta categoria nas microempresas. Por setor de atividade, a proporção de novos empréstimos em empresas de menor risco continua a ser maior no Comércio e Indústria transformadora, e menor no setor da construção e atividades imobiliárias.

A proporção da classe de menor risco no *stock* de empréstimos aumentou. Em setembro de 2023, mais de 80% da exposição estava associada a empresas de menor risco ou risco intermédio.

A taxa de juro média de novas operações de empréstimos bancários a SNF continuou a subir até setembro de 2023. Entre janeiro e setembro de 2023, a taxa média atingiu 5,4%, o que corresponde a um aumento de 3,2 pp face ao período homólogo de 2022. Note-se que no terceiro trimestre de 2023, a taxa de juro média voltou a aumentar para 5,8%. O diferencial da taxa de juro média de novas operações em Portugal face à taxa média da área do euro no terceiro trimestre de 2023 foi de 0,8pp, valor inferior ao observado no quarto trimestre de 2022 (1,1 pp), mas ainda superior ao observado em junho de 2022 (0,4 pp).

Nos inquéritos relativos ao primeiro e segundo trimestre de 2023, os bancos portugueses identificaram um ligeiro acréscimo na restritividade na concessão de crédito a empresas. Esses critérios mantiveram-se inalterados no terceiro trimestre de 2023. A restritividade foi mais acentuada nos empréstimos de longa duração e resulta de maior perceção de riscos associados à situação e perspetivas económicas gerais, assim como de setores de atividade específicos. As instituições apontaram que a maior restritividade se terá traduzido num aumento dos *spreads* a empresas de maior risco, num reforço das garantias exigidas pelos bancos e, num período mais recente, em maiores restrições à maturidade dos empréstimos. Para o quarto trimestre de 2023, as instituições financeiras esperam a manutenção dos critérios de concessão.

Os *spreads* das novas operações de crédito refletem diferenciação de risco e continuaram a ser superiores em empresas na classe de maior risco. Empresas com um maior número de anos de atividade apresentam menor *spread* médio associado a novas operações do que empresas mais jovens (Quadro I.2.6).

A estrutura de maturidade e refixação das taxas de juros dos empréstimos a empresas levou a uma transmissão rápida do aumento das taxas de juro interbancárias ao custo dos empréstimos a empresas. A taxa de juro média do *stock* de empréstimos a SNF foi de 5,5% em setembro de 2023, o valor mais elevado desde a crise da dívida soberana. A taxa de juro do *stock* de empréstimos mais do que duplicou face a junho de 2022 (2,2%).

A proporção de empréstimos a SNF a taxa fixa ou taxa mista manteve-se virtualmente inalterada. Em setembro de 2023, cerca de 18,4% do *stock* estava associado a empréstimos concedidos a taxa fixa ou taxa mista, +0,8 pp face a junho de 2022. Por seu turno, a proporção de empréstimos indexados à Euribor a 6 e 12 meses reduziu-se 3,3 pp no mesmo período, correspondendo a 60% do total de empréstimos. Em simultâneo, houve um aumento do peso de empréstimos indexados a Euribor a três meses. Esta evolução observa-se também se considerarmos apenas os empréstimos com maturidade superior a um ano.

A maturidade original média do *stock* de empréstimos continuou a reduzir-se entre dezembro de 2022 e setembro de 2023. Esta redução foi mais acentuada nas grandes empresas e nas empresas na classe de menor risco.

Quadro I.2.5 • Empréstimos a SNF por classe de risco | Em percentagem

		Classe 1 (menor risco)	Classe 2	Classe 3 (maior risco)
Novas operações	2019	48	36	16
	2020	53	33	14
	2021	45	38	17
	2022	48	36	16
	2023: jan. a set.	47	37	16
Stock de empréstimos	dez. 19	38	38	24
	dez. 20	40	38	22
	dez. 21	37	41	22
	dez. 22	43	38	19
	set. 23	46	38	16

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Exposição de empréstimos a SNF e novas operações de empréstimos a SNF segundo a Central de Responsabilidades de Crédito. O risco de crédito, medido pela probabilidade de incumprimento, tem por base notações de crédito disponíveis no Sistema Interno de Avaliação de Crédito do Banco de Portugal (SIAC). Apenas foram consideradas as novas operações de empresas com informação de risco disponível. A classe de menor risco (classe de risco 1) corresponde a empresas com probabilidade de incumprimento (PD) a um ano inferior ou igual a 1%; a classe de risco 2 corresponde a empresas com PD a um ano superior a 1% e inferior ou igual a 5% e a classe de maior risco (classe de risco 3) corresponde a empresas com PD a um ano superior a 5%.

Quadro I.2.6 • Spread médio do stock e das novas operações de empréstimos a SNF, por classe de risco e idade da empresa | Em percentagem

	2021			2022				2023		
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Stock	2,2	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Classe 1 (menor risco)	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Classe 2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1
Classe 3 (maior risco)	2,9	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Novas operações	1,9	2,1	2,0	1,8	1,7	1,8	1,9	1,9	1,8	1,8
Por classe de risco										
Classe 1 (menor risco)	1,6	1,6	1,5	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,4	1,6
Classe 2	2,1	2,2	2,2	2,1	2,0	2,1	2,1	2,0	1,9	2,0
Classe 3 (maior risco)	2,3	2,4	2,5	2,4	2,0	2,3	2,7	2,3	2,6	2,1
Por idade da empresa										
Até 2 anos	2,1	2,2	2,3	2,1	2,0	2,0	2,3	2,1	1,9	2,0
Entre 2 e 5 anos	2,0	2,2	2,1	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9
Mais de 5 anos	1,9	2,0	2,0	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8	1,7	1,8

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Informação com base na Central de Responsabilidades de Crédito (CRC). Spread em operações a taxa variável. Valores ponderados pelo montante.

2.3 Qualidade creditícia dos ativos

No primeiro semestre de 2023, o rácio de NPL bruto total interrompeu a trajetória descendente de anos anteriores, por efeito da descida do denominador sendo que se registou uma redução dos empréstimos não produtivos (Quadro I.2.7). Este rácio ascendeu a 3,1% o que representa um aumento de 0,1 pp face a dezembro de 2022. O maior contributo para a redução do valor bruto dos empréstimos (o denominador do rácio) foi a diminuição das disponibilidades em bancos centrais. Os empréstimos não produtivos reduziram-se ligeiramente (-1,7%), graças à diminuição da componente de *unlikely to pay* ou vencido há menos de 90 dias, apesar do aumento da componente de vencido há mais de 90 dias.

O rácio de NPL bruto do setor privado não financeiro (SPNF), que inclui SNF e os particulares, manteve-se estável em 3,9% (Quadro I.2.7). Em junho de 2023, face a dezembro de 2022, tanto os empréstimos

produtivos como os empréstimos não produtivos reduziram-se. A heterogeneidade entre instituições, medida como a diferença entre os percentis 90 e 10, reduziu-se para 2,4 pp (-0,6 pp).

A evolução do rácio de NPL bruto foi diferenciada entre SNF e particulares, tendo o rácio de NPL bruto de SNF diminuído. Esta evolução refletiu a redução dos empréstimos não produtivos *unlikely to pay* ou vencido há menos de 90 dias. Esta queda decorreu de um fluxo de novos NPL inferior às curas ocorridas no semestre, bem como dos abatimentos ao ativo (Quadro I.2.8). A redução dos empréstimos produtivos contribuiu para atenuar a redução do rácio de NPL. A qualidade da carteira de crédito a SNF continua a beneficiar das garantias públicas concedidas por ocasião da pandemia. Estas garantias contribuem para aumentar o crédito à economia, diminuir o risco do setor financeiro e, de uma forma geral, para o dinamismo da atividade económica (Caixa 5).

No crédito a particulares, o rácio de NPL bruto aumentou para 2,4% devido à subida dos empréstimos não produtivos. A subida do rácio de NPL resultou do acréscimo dos novos NPL líquidos de curas no segmento da habitação e no do consumo e outros fins. Os empréstimos não produtivos *unlikely to pay* ou vencido há menos de 90 dias foram os mais relevantes para o aumento de NPLs no caso do crédito à habitação, enquanto no segmento de consumo e outros fins os empréstimos vencidos há mais de 90 dias foram mais proeminentes na subida observada.

O rácio de cobertura de NPL por imparidades aumentou nos empréstimos a empresas, mas reduziu-se nos empréstimos a particulares. Em junho de 2023, o rácio de cobertura de NPL por imparidades do SPNF aumentou 1,2 pp, para 56,8%, maioritariamente devido à redução dos empréstimos não produtivos e, em menor grau, ao aumento das imparidades. Nos empréstimos a SNF, a redução das imparidades foi mais do que compensada pela diminuição dos empréstimos não produtivos, resultando no aumento do rácio de cobertura de NPL para 58,4% (+2,5 pp). No caso dos particulares, o valor mais elevado dos empréstimos não produtivos nos segmentos de habitação e consumo e outros fins contribuiu para a diminuição do rácio de cobertura, fixando-se em 54,4% (-0,8 pp).

Em junho de 2023, o rácio de NPL líquido de imparidades do SPNF permaneceu inalterado, cifrando-se em 1,7%. Nas SNF, o rácio diminuiu para 2,6% (-0,3 pp), por oposição à estabilidade do rácio dos particulares em 1,1%. Nos segmentos da habitação e consumo e outros fins, o rácio de NPL líquido de imparidades manteve-se em 0,7% e 2,5%, respetivamente.

Quadro I.2.7 • Rácio de NPL bruto^(a) | Em percentagem

	dez. 19	dez. 20	dez. 21	dez. 22	jun. 23
Total^(a)	6,2	4,9	3,7	3,0	3,1
Setor privado não financeiro	7,0	5,8	4,9	3,9	3,9
Sociedades não financeiras	12,3	9,7	8,1	6,5	6,2
Particulares	3,7	3,4	2,8	2,3	2,4
Habitação	2,4	2,0	1,6	1,1	1,2
Consumo e outros fins	8,2	8,5	7,5	6,9	7,0

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: (a) Corresponde ao rácio entre o valor bruto dos NPL e o valor total bruto dos empréstimos. Inclui os empréstimos e disponibilidades em bancos centrais e instituições de crédito, e os empréstimos às administrações públicas, outras sociedades financeiras, sociedades não financeiras e particulares.

Quadro I.2.8 • Rácio de NPL bruto – contributos para a variação | Em percentagem e em pontos percentuais

	Total	SNF	Particulares		
			Total	Habituação	Consumo e outros fins
Rácio de NPL bruto, dez. 22	3,0	6,5	2,3	1,1	6,9
Abatidos ao ativo	-0,09	-0,13	-0,06	-0,01	-0,25
Vendas de NPL	-0,04	-0,05	-0,06	-0,01	-0,23
Novos NPL, líquidos de curas	0,08	-0,14	0,22	0,07	0,77
Outros efeitos denominador	0,12	0,06	0,00	0,01	-0,11
Rácio de NPL bruto, jun. 23	3,1	6,2	2,4	1,2	7,0

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: As vendas de NPL incluem titularizações. A rubrica “novos NPL, líquidos de curas” reflete todas as outras entradas e saídas do segmento de NPL, incluindo os fluxos de entrada de empréstimos no estado de NPL (líquido de saídas), as amortizações e as execuções. A rubrica “Outros efeitos denominador” refletem variações do *stock* de empréstimos por motivos que não estejam associados ao *stock* de NPL (e.g. fluxo líquido de empréstimos produtivos).

Os empréstimos reestruturados totais do SPNF aumentaram 1,5%, tendo a evolução sido dominada pelo contributo de 3,3 pp dos empréstimos produtivos. Por este motivo, o rácio de empréstimos reestruturados aumentou ligeiramente em junho de 2023, para 3,5% (Quadro I.2.9).

Nos particulares, o aumento do rácio de empréstimos reestruturados adveio do segmento de empréstimos à habitação. Os empréstimos à habitação reestruturados aumentaram 27,7% face a dezembro de 2022, com um contributo mais relevante de empréstimos produtivos do que não produtivos (25,0 pp e 2,7 pp, respetivamente). Nestes últimos, observou-se um aumento da proporção de empréstimos reestruturados por modificação dos termos e condições (de 63% para 69%), ao invés de refinanciamento de dívida. O contexto de subida de taxas de juro, conjuntamente com a predominância de taxa variável nos empréstimos à habitação terá contribuído para o aumento da proporção de contratos reestruturados com alteração dos termos e condições. Já no que diz respeito às SNF, o rácio de empréstimos reestruturados diminuiu para 5,2%, na sequência da redução dos empréstimos reestruturados produtivos e não produtivos.

O rácio de cobertura por imparidade de empréstimos reestruturados do SPNF reduziu-se para 35,9% (-0,6 pp). Embora nas SNF tenha aumentado para 43,1% (+2,7 pp), o rácio de cobertura de empréstimos reestruturados dos particulares reduziu-se para 26,7% (-3,5 pp). Tanto o segmento da habitação como do consumo e outros fins contribuíram para a redução do rácio dos particulares. A diminuição do rácio de cobertura em cada um destes segmentos resulta do aumento das imparidades ter sido inferior ao aumento dos empréstimos reestruturados.

Quadro I.2.9 • Rácio de empréstimos reestruturados^(a) | Em percentagem

	dez. 19	dez. 20	dez. 21	dez. 22	jun. 23
SPNF	5,9	5,6	4,8	3,4	3,5
d.q.: produtivos	2,2	2,4	2,2	1,5	1,6
d.q.: não produtivos	3,7	3,2	2,6	1,9	1,9
SNF	10,3	9,4	7,6	5,6	5,2
Particulares	3,1	3,2	3,0	2,1	2,4
Habituação	2,8	2,7	2,6	1,6	2,0
Consumo e outros fins	4,3	4,9	4,5	4,0	3,9

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: (a) Corresponde ao rácio entre o valor total bruto dos empréstimos reestruturados e o valor total bruto dos empréstimos.

O rácio total de empréstimos em *stage2* aumentou para 10,7% (Quadro I.2.10). Enquanto nas SNF o rácio de empréstimos em *stage 2* continuou a diminuir, nos particulares observou-se uma subida de 1,3 pp, para 9,5%. Esta evolução refletiu o aumento dos empréstimos em *stage 2* no segmento da habitação. O rácio de cobertura por imparidades do total de empréstimos em *stage 2* manteve-

se numa trajetória de aumento, atingindo 7,0% em junho de 2023. O aumento deste rácio foi transversal às SNF e aos particulares.

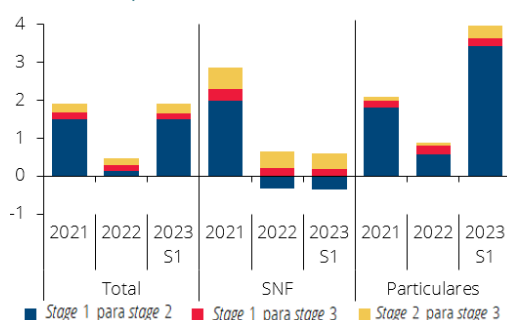
No primeiro semestre de 2023, observou-se uma transferência líquida de empréstimos para categorias de risco de crédito mais elevado, em particular transições de *stage 1* para *stage 2* (Gráfico I.2.11). Nas SNF a deterioração foi relativamente contida (0,2% dos empréstimos), tendo estado associada a transições para *stage 3*. Foi mitigada por saídas de empréstimos de *stage 2* para *stage 1* superiores a transferências de *stage 1* para *stage 2*. Por seu turno, nos empréstimos a particulares 4,0% registou um agravamento do risco de crédito, dos quais 3,4 pp corresponderam a transições de *stage 1* para *stage 2*.

Quadro I.2.10 • Rácio de empréstimos em *stage 2* | Em percentagem

	dez. 19	dez. 20	dez. 21	dez. 22	jun. 23
Total ^(a)	9,4	11,2	11,6	10,3	10,7
SNF	12,6	18,6	18,7	16,0	14,8
Particulares	7,7	7,8	8,5	8,2	9,5
Habituação	n.a.	7,0	7,9	7,5	9,1
Consumo e outros fins	n.a.	10,5	10,7	10,8	10,7
Rácio de cobertura de <i>stage 2</i> ^(b)	5,0	6,1	6,6	6,8	7,0

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: (a) Corresponde ao rácio entre o valor total bruto dos empréstimos em *stage 2* e o valor total bruto dos empréstimos. (b) Corresponde ao rácio entre as imparidades acumuladas e o valor bruto dos empréstimos em *stage 2*.

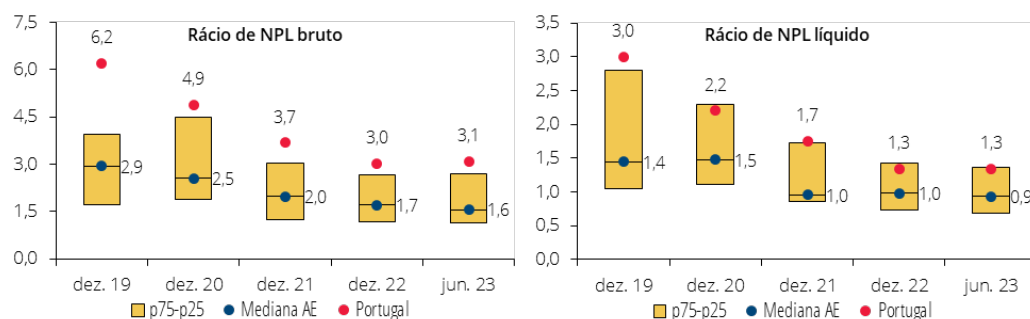
Gráfico I.2.11 • Transferências de empréstimos entre *stages* de imparidade (líquidas de saídas) | Em percentagem do valor bruto de empréstimos



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Valores anualizados. Barras com um valor negativo implicam a existência de um maior valor de transações no sentido contrário ao da legenda do gráfico, isto é, de *stage 2* para *stage 1*, de *stage 3* para *stage 1* ou de *stage 3* para *stage 2*, respetivamente.

A subida das taxas de juro e a desaceleração da atividade económica, aliadas à preponderância de taxas variáveis nos empréstimos ao setor privado não financeiro tenderão a contribuir para um aumento da materialização do risco de crédito. Pese embora a aproximação que se tem vindo a registar face à mediana da área do euro nos últimos anos, em junho de 2023, no rácio de NPL bruto o diferencial face à área do euro aumentou 0,2 pp, cifrando-se em 1,5 pp, e manteve-se inalterado no rácio NPL líquido de imparidades (0,4 pp) (Gráfico I.2.12).

Gráfico I.2.12 • Rácios de NPL | Em percentagem



Fontes: BCE e Banco de Portugal.

2.4 Concentração de exposições

No primeiro semestre de 2023, o ativo do sistema bancário diminuiu 1,8%, fixando-se em 434 mil milhões de euros (Quadro I.2.11). Esta redução concentrou-se nas disponibilidades em bancos centrais e, em menor grau, nos outros ativos (destacando-se a redução de empréstimos a bancos centrais e de disponibilidades em outras instituições de crédito). Os empréstimos a clientes também contribuíram para a redução do ativo, com contributos de -0,3 pp e de -0,1 pp dos empréstimos a SNF e a particulares, respetivamente. Em sentido contrário, os títulos de dívida contribuíram para atenuar a redução do ativo.

Quadro I.2.11 • Ativo do sistema bancário, taxa de variação homóloga e contributos
| Em percentagem e em pontos percentuais

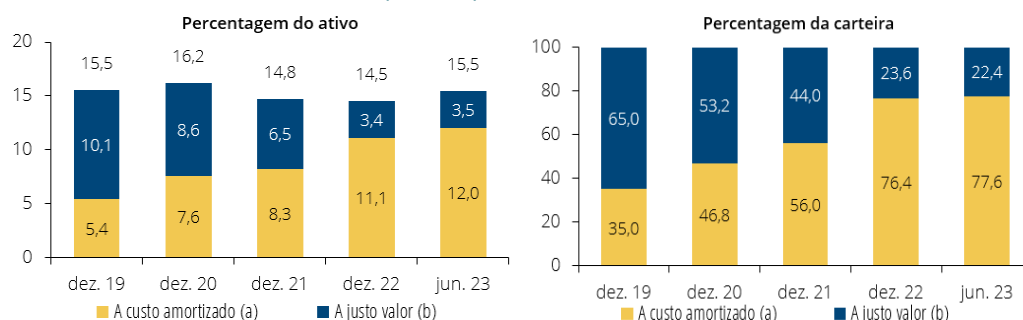
	dez. 19	dez. 20	dez. 21	dez. 22	jun. 23	Por memória: peso no ativo (dez. 22)
Ativo (mil milhões de euros)	390	412	445	443	434	
Ativo (taxa de variação homóloga)	1,5	5,5	8,0	-0,5	-1,8^(a)	
Disponibilidades em bancos centrais	1,4	3,1	6,7	-2,5	-2,1	11,2
Empréstimos a instituições de crédito	0,3	-0,3	0,1	0,2	-0,1	2,1
Empréstimos a clientes	0,8	1,2	2,4	1,4	-0,3	57,2
Títulos de dívida	0,9	1,6	0,1	0,0	1,2	20,8
Instrumentos de capital	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	1,2
Outros ativos	-1,5	0,1	-1,0	0,6	-0,6	7,5

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: (a) Taxa de variação e contributos face a dezembro de 2022. A rubrica "Outros ativos" inclui caixa, empréstimos a bancos centrais, disponibilidades em outras instituições de crédito, derivados, ativos tangíveis e ativos intangíveis e outros ativos.

A carteira de títulos de dívida pública, em base consolidada, aumentou 1 pp, para 15,5% do ativo refletindo o aumento dos títulos de dívida e a redução do total do ativo, com contributos de 0,8 pp e 0,2 pp, respetivamente. Continuou a observar-se um aumento dos títulos de dívida a custo amortizado (6,4%), que passaram a representar cerca de 78% do total da carteira, o que significa que eventuais perdas apenas terão de ser reconhecidas em caso de venda (Gráfico I.2.13). Por oposição, os títulos avaliados a justo valor diminuíram em 0,8%, embora os títulos com impacto em resultados tenham aumentado. Estes últimos representam 3,7% da carteira de títulos de dívida pública (+0,7 pp face a dezembro de 2022).

O peso dos títulos de dívida pública no ativo é heterogéneo entre instituições, tendo-se observado um aumento de 1,2 pp no diferencial entre os percentis 10 e 90. Em junho de 2023, estes fixaram-se em 5% e 23%, respetivamente. Apesar do peso dos títulos de dívida pública a custo amortizado na carteira ser heterogéneo, estes são os mais representativos na generalidade das instituições, com os percentis 10 e 90 a situarem-se em 67% e 97%, respetivamente.

Gráfico I.2.13 • Títulos de dívida pública por carteira



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: (a) Inclui os títulos contabilizados nas carteiras de investimentos detidos até à maturidade e de créditos e contas a receber (IAS39), bem como de custo amortizado (IFRS9); (b) Inclui os títulos contabilizados na carteira de disponíveis para venda (IAS39), bem como de ativos ao justo valor através de outro rendimento integral (IFRS9), os títulos contabilizados nas carteiras de detidos para negociação e ao justo valor através de resultados (IAS39/IFRS9), bem como de ativos não detidos para negociação obrigatoriamente ao justo valor através dos resultados (IFRS9).

A recomposição da carteira de títulos de dívida pública em termos de contraparte geográfica mantém-se. Tendo por referência a atividade doméstica, observou-se um aumento do peso no total da dívida espanhola, belga e, em especial, da Comissão Europeia, enquanto o peso da dívida italiana no total diminuiu. O peso da dívida doméstica no total de títulos de dívida pública tem vindo a diminuir ao longo dos últimos anos (Quadro I.2.12), fixando-se em 40,5% em junho de 2023 (58,5% em dezembro de 2019), embora continue acima dos valores da área do euro em percentagem do ativo (5,7% vs 2,7% em junho de 2023).

Na atividade doméstica, no primeiro semestre de 2023, a maturidade residual média dos títulos de dívida pública das principais instituições do sistema bancário reduziu-se de 5,4 para 5,0 anos. Esta redução refletiu o menor peso dos títulos de dívida com maturidade original superior a 2 anos. A heterogeneidade da maturidade residual média da carteira de títulos entre instituições manteve-se estável, com as principais instituições a registarem reduções. A menor duração média da carteira leva a que exista uma menor sensibilidade a flutuações do valor de mercado dos títulos de dívida.

Quadro I.2.12 • Títulos de dívida pública — atividade doméstica

	dez. 19	dez. 20	dez. 21	dez. 22	jun. 23
Total (% ativo)^(a)	13,7	14,6	13,5	13,4	14,0
Em % da carteira de títulos de dívida pública					
Portugal	58,5	54,7	47,5	41,7	40,5
Espanha	18,6	22,5	24,7	26,1	26,5
Itália	16,4	16,2	15,1	9,6	9,5
França	1,2	1,4	4,0	8,4	8,3
Outros	5,3	5,2	8,7	14,3	15,3
d.q. Irlanda	1,5	1,7	3,2	3,4	3,3
d.q. Bélgica	0,3	0,1	1,2	2,8	2,9
d.q. Comissão Europeia	0,0	0,0	0,1	1,8	2,6
d.q. EUA	0,7	0,5	1,5	1,9	1,9

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: (a) Em percentagem do ativo das outras instituições financeiras monetárias. As séries referem-se ao reporte em base individual das outras instituições financeiras monetárias residentes em Portugal.

Em junho de 2023, a exposição ao imobiliário representava 35% do ativo. A generalidade das componentes apresentou um ligeiro aumento de importância, para o qual contribuiu a redução do ativo. Apesar de observar uma redução de 1,1%, os empréstimos a particulares garantidos por imóveis continuam a ser a componente com maior peso no ativo, 26,2% (Quadro I.2.13).

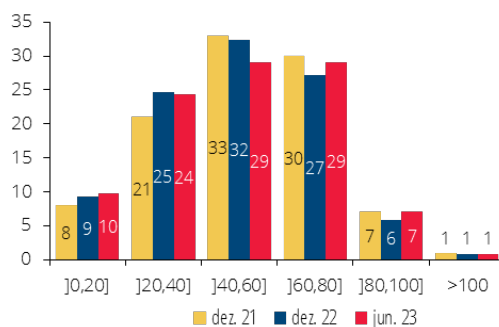
Em junho de 2023, 92% do *stock* de empréstimos à habitação concedidos a particulares apresentava um rácio *loan-to-value* (LTV) inferior ou igual a 80% (Gráfico I.2.14). Esta percentagem de empréstimos está em linha com a observada em dezembro de 2021, mas reduziu-se em 1,3 pp face a dezembro de 2022. As amortizações totais ou parciais de contratos com LTVs mais baixos terão contribuído para esta redução. Apesar desta diminuição, a baixa percentagem da carteira de crédito à habitação com LTV elevados mitiga o impacto de uma potencial redução dos preços do imobiliário residencial.

Quadro I.2.13 • Exposição ao imobiliário
| Em percentagem do ativo

	dez. 19	dez. 20	dez. 21	dez. 22	jun. 23
Emp. a particulares garantidos por imóveis	27,1	26,1	25,1	26,0	26,2
Emp. a SNF da construção e ativ. imob. ^(a)	4,9	4,6	4,0	4,2	4,3
Emp. a SNF garantidos por imóveis ^(b)	3,5	3,5	3,4	3,2	3,6
Fundos de Investimento Imobiliário ^(c)	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9
Ativos imobiliários ^(d)	1,1	0,9	0,6	0,4	0,5
Total	37,7	36,0	34,1	34,7	35,4

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: (a) não exclui empréstimos concedidos para o financiamento de projetos não relacionados com o setor imobiliário, como por exemplo para obras públicas; (b) exclui empréstimos a SNF dos setores da construção e das atividades imobiliárias; (c) inclui empréstimos e unidades de participação; (d) valores brutos. Existiu uma alteração de metodologia numa das principais instituições no reporte de empréstimos a SNF garantidos por imóveis a partir de 2023, o que levou a uma quebra de série.

Gráfico I.2.14 • LTV atual do *stock* de empréstimos à habitação
| Em percentagem da carteira



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Indicador apurado com base em dados granulares da Central de Responsabilidade de Crédito ao nível do empréstimo. Sempre que a data de última avaliação do imóvel é anterior ao primeiro trimestre de 2023, o valor atual do mesmo é estimado com base no Índice de Preços da Habitação do INE.

Em junho de 2023, a exposição dos bancos a ativos que têm como contraparte entidades dos diferentes subsectores do sistema financeiro manteve-se em 14,3% do ativo. A exposição entre bancos residentes continuou a ser a componente mais relevante (10,8 pp). A trajetória de redução das interligações diretas registada nos últimos anos reduz o potencial de transmissão e amplificação de choques adversos com impacto no setor. Esta diminuição é particularmente relevante no atual contexto de aumento de taxas de juro e de deterioração das perspetivas económicas (Secção 1.3.5).

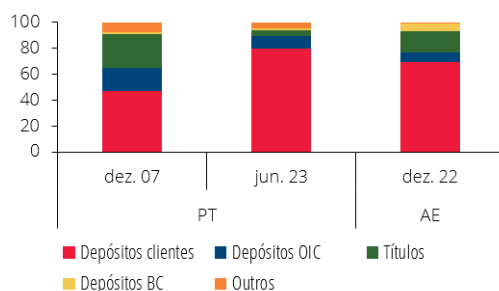
2.5 Financiamento e liquidez

O atual quadro de liquidez do sistema bancário é mais favorável por comparação com o observado no período que antecedeu a grande crise financeira internacional. Entre dezembro de 2007 e junho de 2023, o peso dos depósitos de clientes aumentou 32 pp, para 80% (acima da área do euro, 69%). Em contrapartida, o peso dos depósitos de outras instituições de crédito e das responsabilidades representadas por títulos diminuiu para 10% (-8 pp) e para 5% (-22 pp), respetivamente (Gráfico I.2.15). Esta alteração estrutural veio reduzir a sensibilidade dos bancos às alterações da perceção de risco por parte dos investidores internacionais.

No primeiro semestre de 2023, verificou-se uma redução dos depósitos de particulares, que foi compensada pela redução da liquidez aplicada junto do Eurosistema. Simultaneamente, assistimos a um aumento do financiamento interbancário via acordos de recompra de títulos com bancos não residentes (Caixa 1). A redução de depósitos teve um impacto diminuto no rácio de transformação do

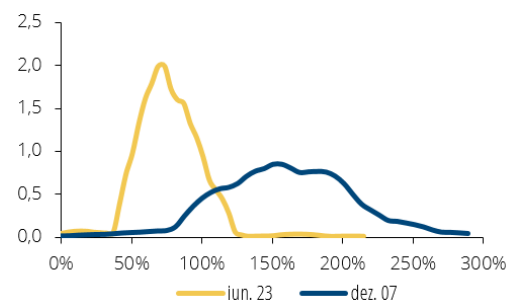
sistema bancário, que se fixou em 80% em junho de 2023, permanecendo baixo face à média da área do euro (95% em dezembro de 2022). A análise dos dados individuais permite também constatar que a distribuição do rácio de transformação do sistema bancário português se encontra atualmente mais concentrada em torno da média, com menor dispersão do que em 2007 (Gráfico I.2.16).

Gráfico I.2.15 • Estrutura do passivo | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: OIC: Outras Instituições de Crédito; BC: Bancos Centrais.

Gráfico I.2.16 • Distribuição do rácio de transformação

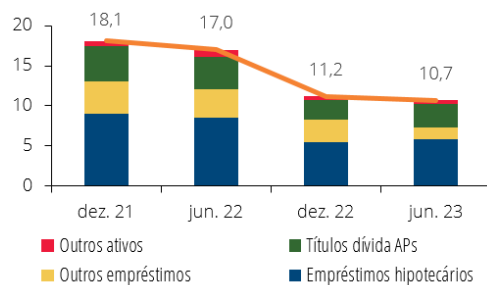


Fonte: Banco de Portugal.

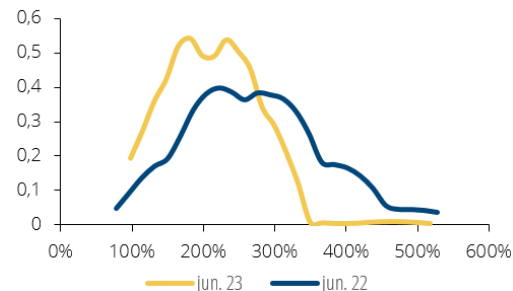
O peso do financiamento obtido junto do Eurosistema na estrutura de financiamento do sistema bancário diminuiu desde setembro de 2022, na sequência da reversão de medidas adotadas pelo BCE durante a pandemia para garantir condições favoráveis de crédito. No final de 2021, o peso do financiamento obtido junto do Eurosistema atingiu 9,4% do ativo total. Até junho de 2023, com as alterações da política monetária, os bancos reembolsaram antecipadamente os empréstimos TLTRO III, reduzindo o peso para 1,4%. Estes desenvolvimentos refletiram-se na redução do rácio de ativos onerados, sobretudo por via dos empréstimos hipotecários, para 10,7% em junho de 2023 (Gráfico I.2.17).

Os rácios de liquidez regulatórios têm-se mantido elevados. As alterações regulamentares introduziram requisitos mínimos para dois indicadores de liquidez complementares, os rácios de cobertura de liquidez (LCR) e de financiamento estável líquido (NSFR), que em termos médios, estão acima do mínimo regulamentar de 100%. No entanto, observou-se uma redução do LCR desde junho de 2022 (-44 pp) motivada pela redução das reservas em bancos centrais, estando atualmente a distribuição mais concentrada em torno da média (218%, Gráfico I.2.18). Por seu turno, o NSFR manteve-se praticamente inalterado, fixando-se em 144% em junho de 2023. A reserva de liquidez (numerador do rácio LCR) continua a ser maioritariamente composta por instrumentos de dívida pública (contabilizados a valor de mercado para efeitos do rácio, independentemente de estarem registados a custo amortizado ou a justo valor em balanço) e por reservas em bancos centrais, representava cerca de 30% dos depósitos de clientes.

Ao longo de 2023, algumas das principais instituições emitiram instrumentos elegíveis para o cumprimento do requisito mínimo de fundos próprios e passivos elegíveis (MREL, na sigla inglesa) num total de cerca de 1,3 mil milhões de euros (3,7 mil milhões de euros em 2022). De acordo com o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, várias instituições reportaram uma deterioração nas condições de acesso ao financiamento através de títulos de dívida ao longo do primeiro semestre de 2023. Em outubro, apenas um banco reportou um ligeiro agravamento nas condições de acesso, tendo outro banco reportado uma ligeira melhoria, prevendo-se situação idêntica nos próximos três meses.

Gráfico I.2.17 • Rácio de ativos onerados
| Em percentagem

Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico I.2.18 • Distribuição do rácio de cobertura de liquidez (LCR)

Fonte: Banco de Portugal.

Os mecanismos de proteção dos depósitos são um pilar da estabilidade financeira. A melhoria dos indicadores de liquidez (e também de solvabilidade) do sistema bancário português na última década colocam-no numa melhor posição. Não obstante, é também importante ter mecanismos credíveis de proteção dos depósitos que promovam a confiança nos bancos. De acordo com o Fundo de Garantia de Depósitos (FGD), em 31 de dezembro de 2022, o montante total de depósitos elegíveis para efeitos da garantia do FGD ascendia a 259 mME, dos quais 69% estariam cobertos.¹¹ Adicionalmente, para 98% dos depositantes elegíveis, a cobertura do FGD abrangia a totalidade dos seus depósitos.

2.6 Capital

No primeiro semestre de 2023, os rácios de fundos próprios totais e de fundos próprios principais de nível 1 (CET 1) aumentaram, situando-se em 19,0% (+0,8 pp) e 16,4% (+1,0 pp), respetivamente (Quadro I.2.14). Estes níveis comparam com 19,4% e 16,0% para a área do euro. Esta evolução foi quase exclusivamente determinada pela componente CET 1 (+1,1 pp). A evolução dos fundos próprios de nível 2 (*Tier 2*) teve um contributo negativo para o rácio de fundos próprios totais (-0,3 pp) face a dezembro de 2022, passando a representar 1,7% dos ativos ponderados pelo risco. Esta evolução deve-se à amortização antecipada de instrumentos de *Tier 2* por parte de uma instituição de grande dimensão com vista à liquidação integral do financiamento obtido no âmbito de um processo de recapitalização, permitindo-lhe assim reduzir o seu custo médio de financiamento. Observou-se, ainda, uma redução da heterogeneidade do rácio de fundos próprios totais.

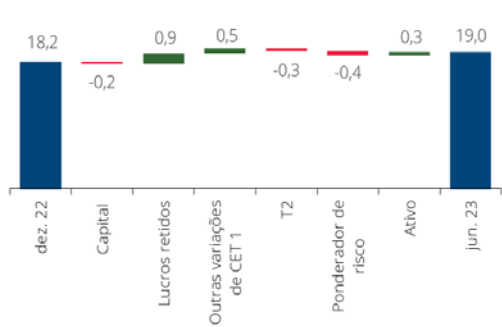
O ponderador médio de risco aumentou, o que decorre, em particular, da redução das disponibilidades em bancos centrais (ponderador de risco zero) no primeiro trimestre do ano (Quadro I.2.14). Em junho de 2023, o ponderador médio de risco cifrou-se em 44,2%, aumentando 1,0 pp face ao final de 2022, mantendo-se acima do ponderador médio na área do euro (35,6%).

Nos ativos ponderados pelo risco registou-se um aumento das exposições a risco de crédito/contraparte (empresas e retalho), parcialmente compensado pela redução das exposições associadas a risco de mercado, nomeadamente a risco cambial, e outras exposições em risco.

O aumento dos fundos próprios foi transversal às maiores instituições do sistema, e resultou em grande parte da geração orgânica de capital (via retenção de lucros) (Gráfico I.2.19).

¹¹ Depósitos de titulares elegíveis, contabilizados até ao limite de 100.000 euros.

Gráfico I.2.19 • Rácio de fundo próprios totais — nível e contributos para a variação
| Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal.

Quadro I.2.14 • Rácios de fundos próprios e ponderador médio de risco

% dos ativos ponderados pelo risco	dez. 19	dez. 22	jun. 23
Rácio de fundos próprios totais ^(a)	16,9	18,2	19,0
Percentil 10 ^(b)	13,9	12,3	14,5
Percentil 90 ^(b)	19,5	21,1	22,2
Rácio de CET 1 ^(c)	14,3	15,4	16,4
% do ativo total	dez. 19	dez. 22	jun. 23
Ponderador médio de risco ^(d)	53,3	43,2	44,2
Área do euro	39,3	35,8	35,6

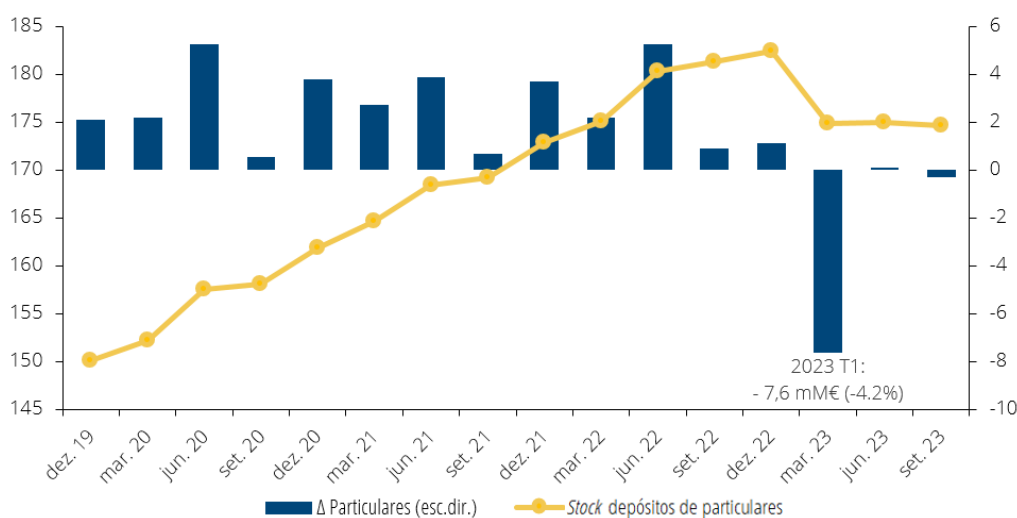
Fontes: BCE e Banco de Portugal. | Notas: (a) Corresponde ao rácio entre os fundos próprios totais e o ativo ponderado pelo risco. (b) Os percentis foram obtidos através da distribuição ponderada pelos ativos ponderados pelo risco do rácio de fundos próprios totais. (c) Corresponde ao rácio entre os fundos próprios principais de nível 1 e o ativo ponderado pelo risco. (d) Corresponde ao rácio entre os ativos ponderados pelo risco e o ativo total. (e) Os percentis foram obtidos através da distribuição ponderada pelo ativo do ponderador médio de risco.

O rácio de alavancagem aumentou 0,6 pp, cifrando-se em **7,3%**, mantendo-se acima do mínimo regulamentar de **3%**. Esta evolução resultou essencialmente da subida dos fundos próprios de nível 1 (*Tier 1*) que contribuiu para a variação do rácio em 0,5 pp, a que acresce uma ligeira redução das exposições totais consideradas para o rácio de alavancagem.

Caixa 1 • A redução dos depósitos de particulares no primeiro trimestre de 2023: determinantes e implicações

O primeiro trimestre de 2023 foi caracterizado por uma queda acentuada nos depósitos de particulares em bancos residentes em Portugal, que surgiu após o aumento significativo do seu valor nos anos que se seguiram ao choque pandémico. Este movimento não se repetiu nos meses subsequentes, tendo-se observado uma estabilização. Até setembro de 2023, o stock de depósitos reduziu-se em 7,8 mM€ (-4,3%), tendo a contribuição do primeiro trimestre sido de 7,6 mM€ (Gráfico C1.1).

Gráfico C1.1 • Stock e fluxo trimestral de depósitos de particulares | Em mM€



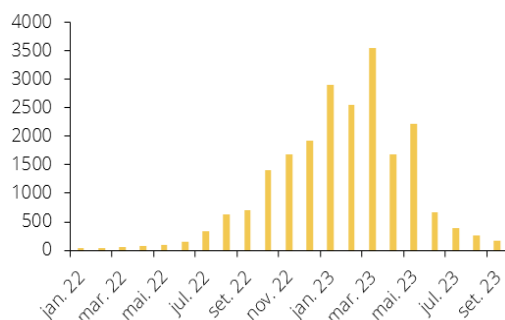
Fonte: Banco de Portugal. | Nota: atividade doméstica com particulares residentes incluindo emigrantes.

Uma parte significativa da queda dos depósitos dos particulares foi canalizada para a subscrição de certificados de aforro. A evolução das taxas de juro do mercado interbancário levou ao aumento rápido e significativo da remuneração dos certificados de aforro (CA) série E¹², contrastando com alguma lentidão na transmissão aos depósitos. Atendendo ao diferencial entre as taxas de remuneração destes dois produtos e ao facto de terem risco e liquidez equiparados, observou-se o aumento das subscrições de CA desde a segunda metade de 2022, atingindo o máximo em março de 2023 (Gráfico C1.2).

Desde o final de 2022, as famílias também canalizaram parte das suas poupanças para amortizações antecipadas, parciais e totais, dos empréstimos à habitação (Gráfico C1.3). Para tal terá contribuído o diferencial entre o custo dos empréstimos e a remuneração dos depósitos. As medidas que entraram em vigor em novembro de 2022 (Decreto-Lei n.º 80-A/2022) também contribuíram para este movimento de reembolso antecipado nos contratos de crédito à habitação, uma vez que incluíram a suspensão temporária da comissão de reembolso antecipado parcial ou total desses contratos. É de notar, contudo, que os dados das amortizações totais incluem, entre outras, situações de troca de habitação e de transferência de empréstimos para outras instituições, que não se refletem na evolução dos depósitos das famílias.

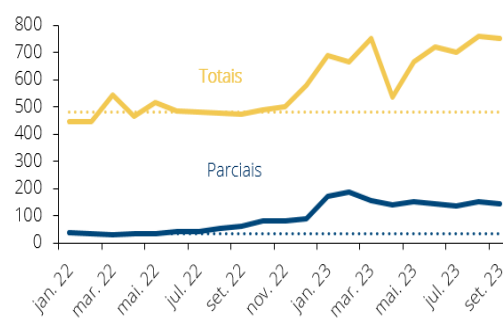
¹² A taxa de juro desta série era determinada mensalmente no antepenúltimo dia útil do mês, para vigorar durante o mês seguinte, segundo a fórmula: $E3+1\%$, em que E3 é a média dos valores da Euribor a 3 meses observados nos dez dias úteis anteriores. Da aplicação da referida fórmula não podia resultar uma taxa base superior a 3,5%, nem inferior a 0%.

Gráfico C1.2 • Subscrições líquidas de certificados de aforro | Em M€



Fonte: IGCP.

Gráfico C1.3 • Amortizações antecipadas de empréstimos à habitação | Em M€

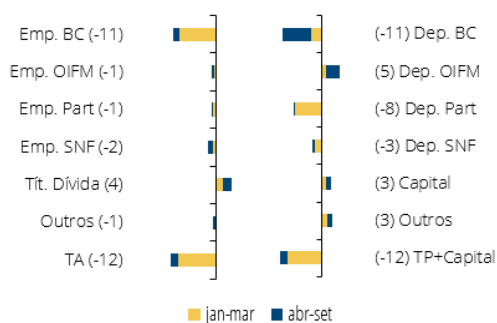


Fonte: Banco de Portugal (valores estimados). | Nota: linhas a tracejado correspondem à média das séries nos primeiros 6 meses de 2022.

Os dados mais recentes apontam para alguma estabilização, com o *stock* a manter-se praticamente inalterado entre março e setembro, ainda assim em contraste com a dinâmica anterior ao segundo semestre de 2022. Para esta evolução recente contribuiu a redução do diferencial de remuneração entre os certificados de aforro e as taxas de juro dos depósitos oferecidas pelo sistema bancário.

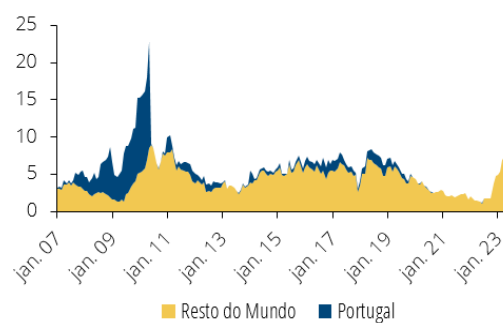
A diminuição dos depósitos dos particulares nos bancos residentes refletiu-se na redução da liquidez aplicada junto do Eurosistema. Em 2023, observaram-se alterações materiais no balanço do sistema bancário, destacando-se, no primeiro trimestre, a redução da liquidez aplicada no Eurosistema (-9,7 mM€) que permitiu acomodar a diminuição de 7,7 mM€ do *stock* de depósitos de particulares em bancos residentes (a que acresce 2,3 mM€ das SNF) (Gráfico C1.4). Adicionalmente, o financiamento junto de bancos centrais reduziu-se, em especial entre abril e setembro (até um total acumulado de 11,5 mM€), refletindo a amortização antecipada e o vencimento das TLTRO III (secção 2.5). Em 2023, os bancos aumentaram de forma mais intensa o seu recurso ao financiamento interbancário, tendo os depósitos (e equiparados) de outras instituições de crédito aumentado 5,1 mM€ desde o início do ano, evolução dominada por acordos de recompra, i.e., empréstimos colateralizados de curto prazo, com bancos não residentes (Gráfico C1.5). O recurso a este tipo de financiamento tinha vindo a reduzir-se continuamente desde junho de 2018.

Gráfico C1.4 • Variação do balanço das OIFM em 2023 | mM€



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: atividade doméstica. BC: Bancos centrais; OIFM: outras instituições financeiras monetárias; TA: Ativo Total; TP: Passivo Total; Dep.: Depósitos e equiparados (inclui acordos de recompra).

Gráfico C1.5 • Acordos de recompra com instituições financeiras monetárias | mM€



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: atividade doméstica.

Caixa 2 • Evolução da atividade dos fundos de investimento imobiliário em Portugal

O setor dos fundos de investimento imobiliário (FII) tem merecido especial destaque no período recente por parte de instituições internacionais (e.g. Banco Central Europeu e Comité Europeu de Riscos Sistémico), pelo seu potencial para amplificar a materialização de riscos no mercado imobiliário comercial, podendo também ser afetado e/ou contribuir para ajustamentos no mercado imobiliário residencial.

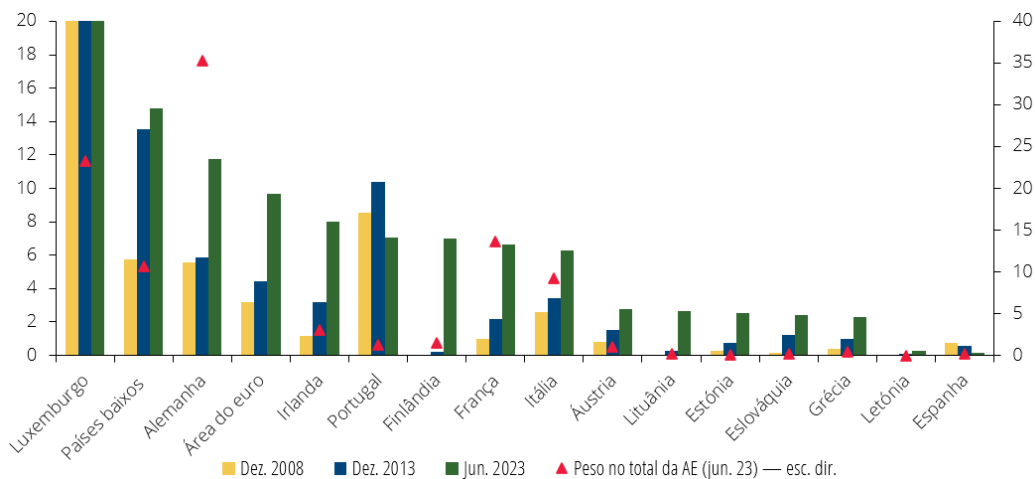
A atividade dos fundos de investimento tem características que também potenciam riscos para a estabilidade financeira, com destaque para o desfasamento entre a liquidez dos ativos dos fundos e as condições de resgate das unidades de participação (risco de liquidez), a alavancagem e as interligações (diretas ou indiretas) com outros setores financeiros, em particular com o setor bancário.

A importância do setor é, contudo, muito heterogénea entre países e reflete a relevância de outras entidades atuando na detenção/gestão ou desenvolvimento de ativos imobiliários. Para além de empresas imobiliárias com características diversas, cotadas ou não cotadas, assumem particular destaque os *Real Estate Investment Trusts* (na sigla inglesa, REIT), que têm materialidade em países sem FII constituídos, como a Bélgica, ou onde a respetiva atividade tem pouca expressão, como Espanha.

Na área do euro, observou-se um crescimento muito significativo dos ativos geridos pelos FII nos últimos anos, refletindo a valorização dos ativos imobiliários e o aumento do volume de ativos sob gestão. Entre dezembro 2013 e junho de 2023, o ativo total dos FII na área do euro triplicou, ascendendo a cerca de 10% do PIB. O crescimento foi transversal à generalidade dos países, mas o aumento agregado refletiu sobretudo o contributo de um conjunto limitado de países — Alemanha (179%), França (283%), Países Baixos (54%) e Luxemburgo (503%).

Em Portugal, os FII perderam alguma expressão (Gráfico C2.1). Na maior parte dos países da área do euro assumem preponderância os FII abertos. Em Portugal e Itália, os FII fechados têm um peso superior (Gráfico C2.2).

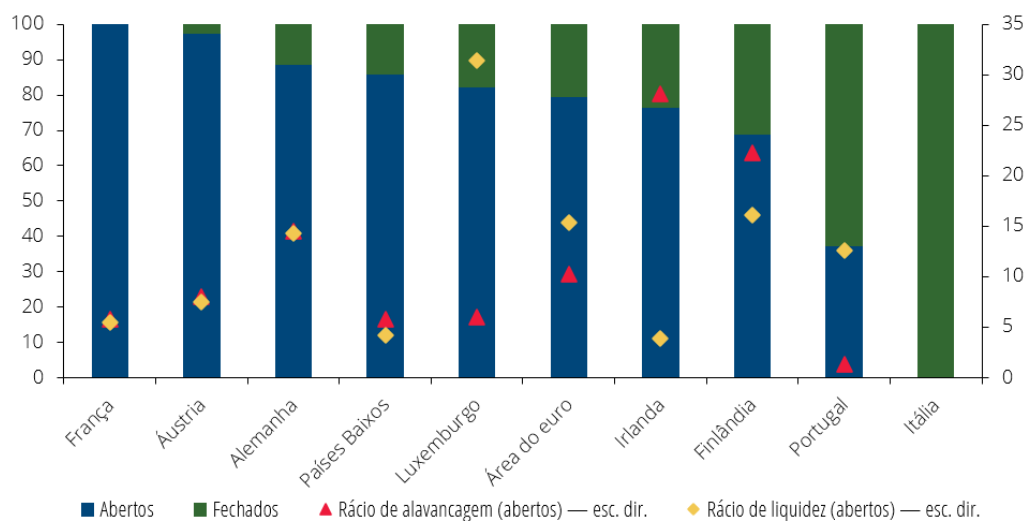
Gráfico C2.1 • Ativos dos fundos de investimento imobiliário | Em percentagem do PIB



Fonte: BCE. | Notas. Países ordenados pelo peso do ativo total em jun. 2023. Para facilitar a leitura o gráfico está truncado no valor de 20%, deixando de fora o valor do Luxemburgo em dezembro de 2008 (81% do PIB), dezembro de 2013 (105% do PIB) e junho de 2023 (cerca de 378% do PIB).

Gráfico C2.2 • Peso dos FII abertos e fechados, alavancagem e liquidez - Junho de 2023

| Em percentagem



Fonte: BCE. | Notas: O gráfico inclui os 9 países da área do euro onde os fundos de investimento imobiliário têm mais peso na economia. Peso relativo dos fundos abertos e fechados no total das unidades de participação emitidas

Os fundos abertos e fechados têm perfis de risco diferentes. Os fundos abertos tipicamente oferecem liquidez diária aos investidores, que podem comprar ou vender unidades de participação (UPs) ao valor de mercado, dispondo por isso de uma maior flexibilidade na gestão da carteira de ativos, para a adequar ao fluxo de investidores. Em contrapartida, em períodos de *stress*, perante pedidos de resgate significativos, estes fundos poderão ser forçados a vender ativos a preços desfavoráveis, contribuindo para reforçar a queda de preços. Por sua vez, os FII fechados, ao emitirem número fixo de unidades de participação, não transacionáveis em contínuo, são menos suscetíveis a alterações nas condições de mercado.

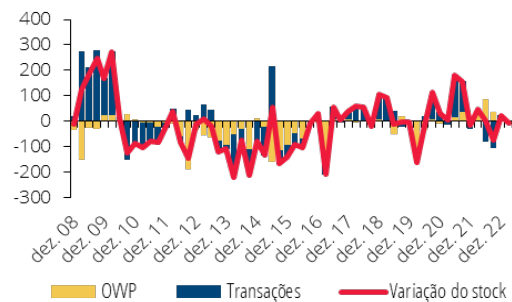
Em Portugal, o ativo total dos FII diminuiu em termos nominais nos últimos 10 anos. Esta queda observou-se nos FII abertos e nos FII fechados. No caso dos FII abertos, após um período de resgates líquidos de 2014 até meados de 2017, o setor tem sido caracterizado sobretudo por subscrições líquidas positivas, ainda que em magnitude reduzida (Gráfico C2.3). Nos últimos 10 anos, o saldo foi virtualmente nulo. Esta situação contrasta com o observado no conjunto da área do euro, onde se registaram subscrições líquidas significativas de FII abertos, cerca de 300 mil milhões de euros. No caso dos FII fechados, em Portugal, observaram-se nos últimos anos, subscrições líquidas negativas. Contudo, este efeito foi compensado pela constituição de Sociedades Imobiliárias de Capital Fixo (SICAFI), na maior parte dos casos associadas a entidades previamente classificadas como empresas do setor das atividades imobiliárias.

A detenção de ativos líquidos para fazer face a resgates não esperados é um mitigante do risco de liquidez. O rácio de liquidez dos FII abertos registou valores muito reduzidos durante a crise da dívida soberana (2%) mas aumentou desde então, situando-se em 12,5% em junho de 2023, um pouco abaixo da média da área do euro (15,3%). Por sua vez, o financiamento dos FII abertos através de dívida é residual. Após um máximo de 11,5% em outubro de 2014, o rácio de alavancagem reduziu-se para próximo de 1%, muito abaixo do observado no conjunto da área do euro, 10%.

A ligação entre o setor dos FII e o setor bancário reduziu-se. Em 2012/2013 os bancos substituíram os particulares como principais detentores de UPs, incorporando os ativos dados em pagamento de empréstimos não produtivos e prevenindo a venda forçada de imóveis em carteira para fazer face ao volume significativo de resgates. No caso dos FII abertos, os bancos chegaram a deter 45% das UPs emitidas (+35pp face a junho de 2011). No final de 2015, com a recuperação no mercado imobiliário, os bancos iniciaram uma trajetória de desinvestimento de ativos não *core*, reduzindo a exposição ao setor

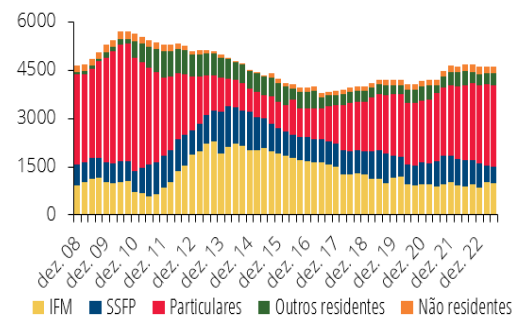
imobiliário, incluindo via UPs de FII. Em junho de 2023, os bancos detinham cerca de 20% das UPs emitidas por FII (Gráfico C2.4). O mesmo aconteceu, embora de forma menos acentuada, com o setor dos seguros e fundos de pensões, tendo os particulares passado a deter mais de 50% das UPs dos FII abertos.

Gráfico C2.3 • Variação das UPs (emitidas) dos FII abertos: transações e outras variações de volume e de preço | Em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: OWP – Outras variações de volume e de preço. Última observação: junho 2023.

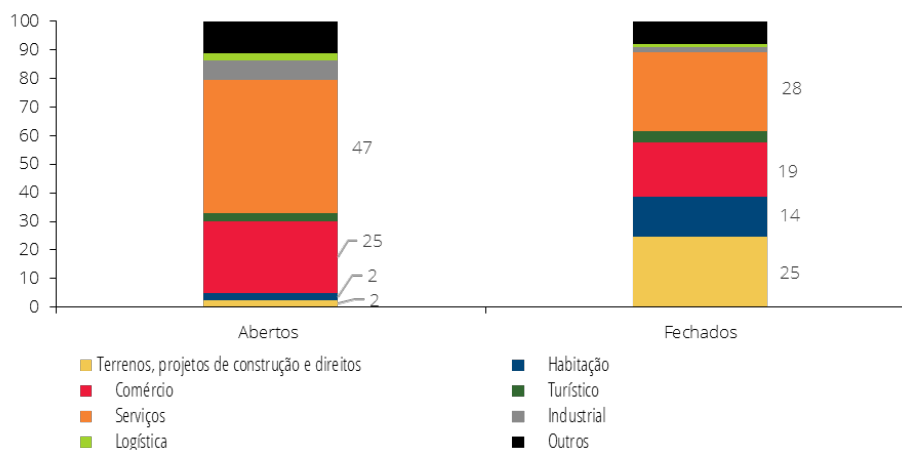
Gráfico C2.4 • Detentores das UPs de FII abertos | Em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: IFM designa instituições financeiras monetárias (vulgo, bancos residentes). SSFP designa Sociedades de seguro e fundos de pensões. Última observação: junho 2023.

Em setembro de 2023, existiam 14 FII abertos ativos em Portugal, o que compara com 227 FII fechados. O ativo dos FII abertos é constituído em 81% por imóveis, sendo a quase totalidade construções acabadas, localizadas em Portugal. Esta situação difere da área do euro, onde se observa um peso de 47% de ativos financeiros, sobretudo ações e outras participações, incluindo UPs de fundos de investimento, tipicamente associados a investimentos transfronteiriços. Em Portugal, os imóveis detidos pelos FII abertos são sobretudo dos setores dos serviços (47%) e do comércio (25%) (Gráfico C2.5). Estes são também os setores dominantes nos imóveis detidos pelos FII fechados, onde se observa, contudo, um maior peso dos terrenos e dos projetos de construção e reabilitação e também um maior peso de imóveis para habitação. Nos últimos anos não se têm observado alterações significativas na finalidade dos ativos imobiliários sob gestão, nos dois tipos de fundos.

Gráfico C2.5 • Tipo de imóveis na carteira dos fundos de investimento imobiliários — agosto de 2023 | Em percentagem



Fonte: CMVM.

Caixa 3 • Margem financeira — o impacto do ajustamento patrimonial desde a crise financeira internacional

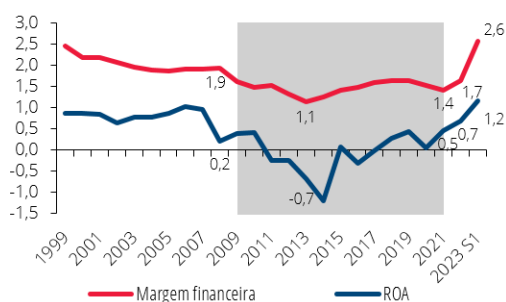
A margem financeira é a componente mais importante da rentabilidade do sistema bancário português, representando entre 50 e 70% dos proveitos nas últimas duas décadas. A sua relevância está associada à natureza da função de intermediação dos bancos, que se reflete na composição do balanço do setor, com elevado peso de ativos/passivos que rendem/vencem juros, onde se destacam os empréstimos e os depósitos, os títulos (detidos e emitidos) e as posições face a bancos centrais e a outras instituições de crédito. Os bancos obtêm proveitos por outras vias, *inter alia*, pela valorização de ativos (associada ou não à sua alienação) ou pela cobrança de serviços prestados. Todavia, essas vias assumem, respetivamente, uma natureza mais volátil ou uma dimensão contida.

Desde a crise financeira internacional, o setor bancário português registou um importante ajustamento patrimonial, que contribuiu para a melhoria da margem financeira face a 2008, quando as taxas de juro oficiais se encontravam em patamar próximo do observado em 2023. O reforço dos depósitos na estrutura de financiamento, em detrimento dos títulos de dívida, tem associada uma menor transmissão das subidas de taxas de juro ao custo total de financiamento, potenciando o efeito positivo da recente subida das taxas de juro pelo BCE na margem financeira. Este efeito domina sobre a recomposição de ativos, relativamente menos favorável em termos de geração de juros a receber.

No primeiro semestre de 2023, o contributo da margem financeira (diferença entre juros recebidos e pagos) para a rentabilidade do ativo atingiu 2,6 pp (Gráfico C3.1). Face ao período homólogo de 2022, observou-se um aumento de 1,1 pp, decorrente do processo de normalização da política monetária, após um longo período de taxas de juro muito baixas. O contributo da margem era de 1,9 pp do ativo em 2008, tendo-se reduzido até 2013, para um mínimo de 1,1 pp, mantendo-se num nível inferior ao de 2008 até 2022. Para esta evolução contribuíram as evoluções das taxas de juro (efeito preço) e da composição do balanço do sistema bancário (efeito composição) (Gráfico C3.2).

Gráfico C3.1 • Margem financeira e ROA

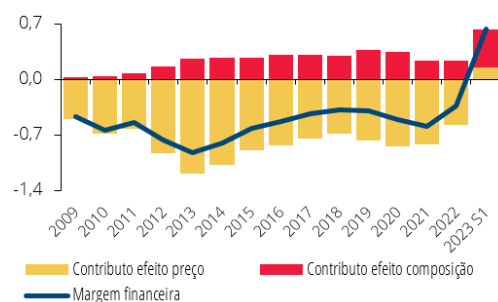
| Em percentagem do ativo médio e percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: a área a cinza representa o período de taxas de juro baixas.

Gráfico C3.2 • Contributo acumulado desde 2008 da margem financeira para o ROA

(excluindo derivados) | Em pontos percentuais do ativo médio



Fonte: Banco de Portugal.

Em termos acumulados face a 2008, a evolução global das taxas de juro originou um efeito preço negativo a partir de 2009, que se avolumou até 2013, permanecendo relevante até 2022. A crise financeira internacional justificou uma descida rápida e significativa das taxas de juro oficiais. Esta descida transmitiu-se às taxas de juro bancárias ativas e, em menor grau, às passivas. Neste período, e de forma agravada pela crise de dívida soberana, a taxa de juro dos passivos foi condicionada pelas dificuldades no financiamento nos mercados internacionais, que contribuiu para o aumento no custo dos depósitos bancários. A repercussão nas taxas passivas no período prolongado de taxas

de juro baixas refletiu em particular a estabilidade, num nível virtualmente nulo, das taxas de juro dos depósitos à ordem, depósitos esses que aumentaram o seu peso no total do passivo.

O efeito preço foi particularmente positivo no primeiro semestre de 2023, permitindo reverter o efeito acumulado negativo que se observou até 2022. Tal refletiu o processo de normalização da política monetária iniciado em meados de 2022, tendo também decorrido da transmissão mais intensa e rápida às taxas de juro ativas do que às passivas. Desde o final de 2021 até junho de 2023, a subida da taxa de juro de novas operações de empréstimo ao setor privado não financeiro na atividade doméstica foi 3,2 pp, o que compara com um aumento de 2,9 pp na taxa relativa aos saldos. No mesmo período, a taxa de juro dos novos depósitos a prazo aumentou 2,1 pp, enquanto a taxa dos saldos de depósitos a prazo subiu 0,7 pp.

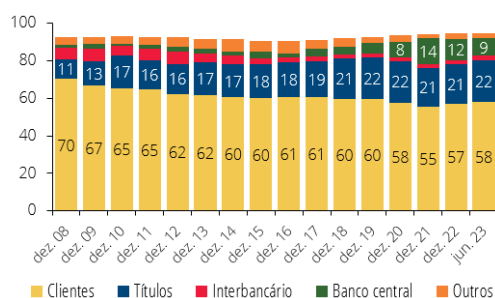
A rápida transmissão nas taxas ativas (dos empréstimos) está associada ao elevado peso dos empréstimos a taxa variável (indexada) e com prazo de refixação de até 1 ano. O menor reflexo na taxa de juro dos depósitos totais traduz, por um lado, uma transmissão mais lenta às taxas de juro dos depósitos a prazo e, por outro, a manutenção da taxa de juro de depósitos à ordem num patamar próximo de zero. Neste quadro, importa realçar que, ao refletir diferentes fases na transmissão da política monetária às taxas de juro ativas e passivas, será de antecipar que os resultados do primeiro semestre de 2023 possam a vir ser parcialmente revertidos, tanto mais que a continuação desta transmissão deverá impactar em alguma medida a estrutura de balanço. Em particular, deverá ocorrer uma realocação mais acentuada dos depósitos à ordem para depósitos a prazo.

A crise financeira internacional veio também motivar ajustamentos na posição financeira dos vários setores residentes, atendendo à elevada dívida de particulares, empresas e administrações públicas que então se observava. No caso do setor bancário, para além do impacto decorrente do ajustamento dos seus clientes, acresceu a necessidade de uma desalavancagem gradual e ordenada, salvaguardando a estabilidade do financiamento da economia. A necessidade de redução do endividamento de empresas e particulares condicionou a dinâmica da carteira de crédito, que assim reduziu a sua importância no ativo (Gráfico C3.3). Paralelamente, os bancos portugueses aumentaram as suas carteiras de títulos de dívida, em particular dívida pública. Entre 2009 e 2013 o crescimento esteve associado à dívida portuguesa, cujo saldo se manteve estabilizado até 2020, reduzindo-se posteriormente. A partir de 2013, o crescimento da carteira de títulos de dívida pública ocorreu face a outras geografias, em especial da área do euro. Nos últimos anos observou-se também o aumento da exposição a bancos centrais, evolução reforçada no âmbito das medidas de política monetária adotadas em reação à crise pandémica.

Os depósitos de clientes aumentaram o seu peso na estrutura de financiamento, tendo como contraponto a redução do financiamento por via de títulos de dívida e junto de outras instituições de crédito (Gráfico C3.4). Esta alteração decorreu inicialmente da dificuldade no acesso aos mercados financeiros internacionais pelos emitentes nacionais e mesmo ao financiamento em banco central (perante uma evolução adversa das notações de crédito dos emitentes portugueses). Posteriormente, a resiliência do crescimento dos depósitos contribuiu para um quadro de liquidez abundante, reforçado nos últimos anos pelas medidas não convencionais de política monetária.

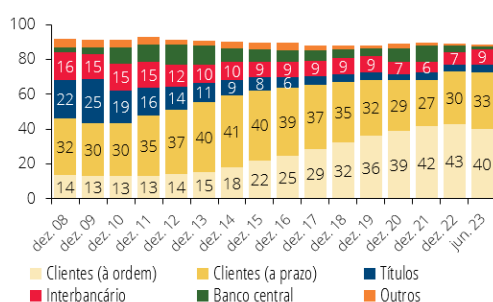
Paralelamente ao aumento da sua importância, observou-se uma recomposição da estrutura dos depósitos de clientes, com um peso crescente dos depósitos à ordem. Num quadro de taxas de juro muito baixas, reduziu-se o custo de oportunidade da detenção dos depósitos à ordem por comparação com aplicações alternativas. Assim, o seu peso passou de 30% dos depósitos totais em 2008, para um máximo de 61% em 2021. Em junho de 2023, apesar da subida das taxas de juro, o seu peso permanecia em 55%.

Gráfico C3.3 • Ativos geradores de juros
| Em percentagem do ativo total



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: “Clientes” diz respeito aos empréstimos líquidos a clientes; “Interbancário” consiste nos empréstimos a outras instituições de crédito; “Banco central” consiste nas disponibilidades e empréstimos aos bancos centrais; “Outros” inclui, entre outros, derivados e disponibilidades em ICs.

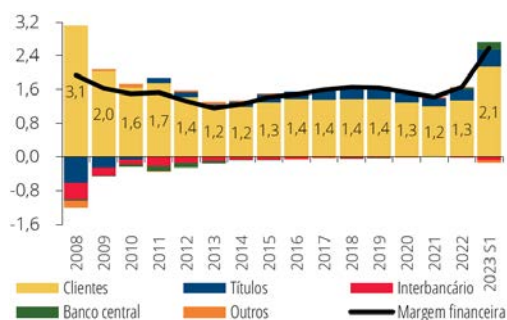
Gráfico C3.4 • Passivos que vencem juros
| Em percentagem do ativo total



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: “Clientes (à ordem)” diz respeito aos depósitos de clientes à ordem; “Clientes (a prazo)” diz respeito aos depósitos de clientes a prazo; “Interbancário” consiste nos depósitos de outras instituições de crédito; “Banco central” consiste nos depósitos de bancos centrais; “Outros” inclui, entre outros, derivados.

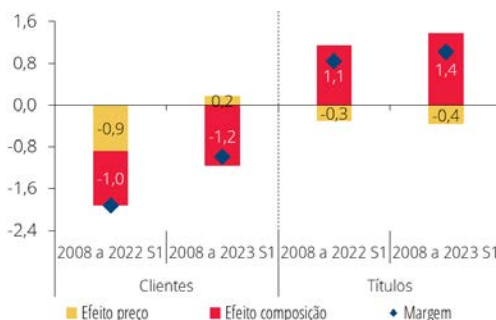
A margem das operações com clientes, que constitui a principal componente da margem financeira, situa-se abaixo do observado em 2008 (Gráfico C3.5). No primeiro semestre de 2023, o contributo das operações com clientes para a margem financeira situou-se em 2,1% do ativo médio, valor inferior ao observado entre 2005 e 2008 (em média, 2,8%, com um máximo de 3,1% em 2008). Este menor contributo face a 2008 deve-se ao já referido aumento do peso dos depósitos e à redução do peso dos empréstimos. Em termos líquidos, tal originou um efeito de composição negativo, ligeiramente atenuado pelo efeito preço positivo, refletindo a evolução do diferencial das taxas de juro no último ano (Gráfico C3.6).

Gráfico C3.5 • Decomposição da margem financeira
| Em percentagem do ativo médio



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico C3.6 • Variação do contributo da margem financeira de clientes e títulos para o ROA
| Em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal.

Em contraponto com a variação negativa na relação com clientes, observou-se uma evolução de sentido contrário nas operações com títulos de dívida, que passou a ter um contributo positivo para a margem financeira. Esta evolução deveu-se, por um lado, à redução do peso dos títulos de dívida no total do financiamento a partir de 2009, que possibilitou uma redução do custo total de financiamento, uma vez que este é o passivo com a taxa de juro mais elevada. Por outro lado, também beneficiou da expansão da carteira de títulos de dívida, em especial de dívida pública. A estes efeitos acresce ainda um contributo para a variação da margem financeira menos negativo nas operações interbancárias (em 0,3 pp) e positivo (em 0,2 pp) na relação com bancos centrais, que era imaterial em 2008.

Caixa 4 • Transmissão das taxas de juro do BCE às taxas de juro de depósitos de particulares em Portugal

As taxas de juro oficiais do BCE têm um papel crucial na formação das taxas de juro de curto prazo do mercado monetário interbancário da área do euro, sendo determinantes das taxas das operações bancárias com os restantes agentes económicos, nomeadamente na remuneração dos depósitos de particulares. Em Portugal, os depósitos constituem a maior fatia dos ativos financeiros das famílias (47% em junho de 2023), reforçando o impacto que a variação das respetivas taxas de juro tem no rendimento disponível e nas decisões de poupança.

A transmissão das alterações das taxas de juro oficiais às taxas de depósitos não é completa ou imediata e depende das características dos sistemas financeiros. A taxa de remuneração dos depósitos a prazo tende a acompanhar, com um diferencial positivo ou negativo, as taxas de juro do mercado interbancário, que por sua vez são determinadas pelas taxas de juro oficiais.

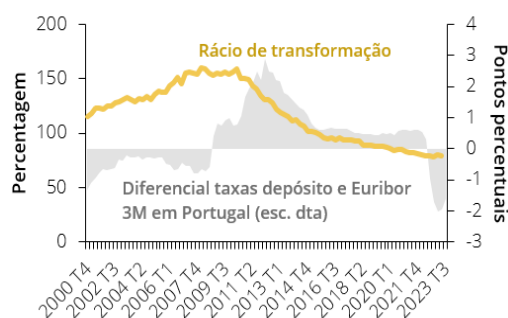
O diferencial na remuneração de depósitos tende a ser negativo quando as necessidades de financiamento das instituições podem ser satisfeitas mediante o recurso a outras fontes de financiamento, com características consideradas mais favoráveis. Tal ocorreu entre a criação do euro e o início da crise financeira internacional (2008), não obstante as necessidades de financiamento significativas do sistema bancário português, associadas, em larga medida, ao aumento do rácio de transformação (que atingiu 161% em março de 2008). A percentagem do ativo financiado no mercado por grosso ascendeu ao máximo de 29 % em novembro de 2009.

Por seu turno, entre 2009 e 2022 o diferencial entre a taxa de remuneração de depósitos e a taxa de referência inverteu-se. No início da crise de dívida soberana, a perda do acesso aos mercados interbancário e de títulos, a par das reduções do *rating* da República portuguesa, levou as instituições a privilegiar o financiamento através da captação de depósitos, que se tornaram a principal forma de financiamento do sistema bancário português. Concomitantemente, as taxas de juro dos depósitos e o diferencial de remuneração face à Euribor aumentaram tendo mesmo sido adotadas medidas prudenciais a fim de evitar um crescimento excessivo das taxas de juro dos depósitos. A partir de 2012 a desalavancagem do setor não financeiro levou à redução do rácio de transformação e o diferencial de remuneração dos depósitos reduziu-se de forma sustentada. Não obstante, a impossibilidade legal de refletir as taxas de juro negativas nas taxas de remuneração dos depósitos de particulares contribuiu para que este diferencial se mantivesse positivo.

No atual ciclo de subida das taxas de juro oficiais também se observa um diferencial negativo, uma vez que, a par de um enquadramento de liquidez abundante, a procura de crédito e as necessidades de financiamento das instituições são contidas (Gráficos C4.1 e C4.2).

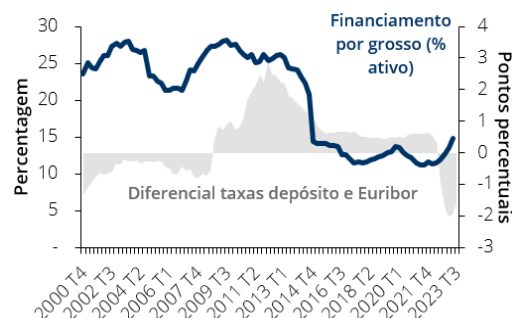
Uma forma de se aferir a rapidez e completude da transmissão da política monetária, é comparar a variação acumulada da taxa de juro de depósitos com a variação acumulada da taxa de referência, a qual pode ser sintetizada mediante o cálculo do rácio entre as duas variações no mesmo horizonte (β). O impacto pode também ser avaliado com algum desfasamento face à variação da taxa de referência (β cumulativo).

Gráfico C4.1 • Rácio de transformação e diferencial na remuneração de depósitos



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O rácio de transformação é obtido pelo quociente entre os empréstimos líquidos de imparidades e os depósitos. O diferencial na remuneração de depósitos é calculado como a diferença entre a taxa de juro de novas operações de depósitos e a Euribor 3 meses. Última observação: Rácio de transformação: 2.º trimestre de 2023; Diferencial: 3.º trimestre de 2023.

Gráfico C4.2 • Financiamento por grosso e diferencial na remuneração de depósitos



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O financiamento por grosso corresponde à soma do financiamento interbancário e da emissão de títulos. O diferencial na remuneração de depósitos é calculado como a diferença entre a taxa de juro de novas operações de depósitos e a Euribor 3 meses. Percentagem de financiamento por grosso: 2.º trimestre de 2023; Diferencial: 3.º trimestre de 2023.

Em junho de 2023, 40% do aumento da Euribor a 3 meses observado a partir de julho de 2022 tinha sido transmitido à taxa de novas operações de depósitos a prazo de particulares em Portugal ($\beta = 1,51 \text{ pp} / 3,78 \text{ pp}$). Após três meses, em setembro de 2023, 59% dessa subida encontrava-se refletida nas taxas de novas operações de depósito a prazo (β cumulativo). Na área do euro, nos mesmos períodos, o β e o β cumulativo, apresentavam valores de, respetivamente, 64% e 74% (Gráficos C4.3. e C4.4).

Durante a crise de dívida soberana a transmissão da política monetária foi perturbada, refletindo as condições macroeconómicas e de financiamento das instituições portuguesas. Assim, na subida das taxas de juro em 2011, o β e o β cumulativo assumem valores anómalos (respetivamente, 1,33 e 2,52), já que não refletiram apenas a reação à alteração de política monetária.

Gráfico C4.3 • β , no fim do ciclo de subida
| Em percentagem

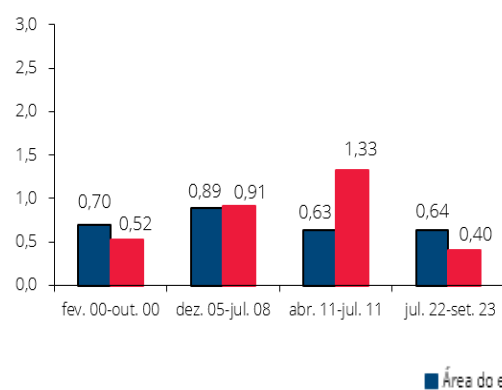
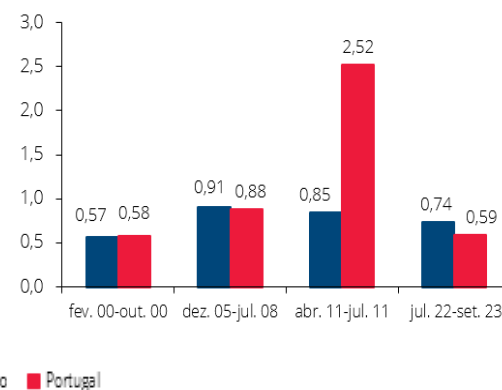


Gráfico C4.4 • β cumulativo três meses após o fim do ciclo de subida
| Em percentagem



Fonte: BCE. | Notas: No ciclo de subida que terminou em julho de 2008 não é correto calcular o impacto após 3 meses, uma vez que o BCE iniciou o ciclo de descida em outubro do mesmo ano, pelo que se apresenta o impacto cumulativo após 2 meses. No ciclo com início em 2022, consideram-se as subidas da Euribor a 3M até junho de 2023, a fim de tornar possível apresentar o impacto cumulativo após três meses (setembro de 2023). No entanto, as alterações entre junho e setembro refletem também os aumentos da taxa oficial que ocorreram entretanto.

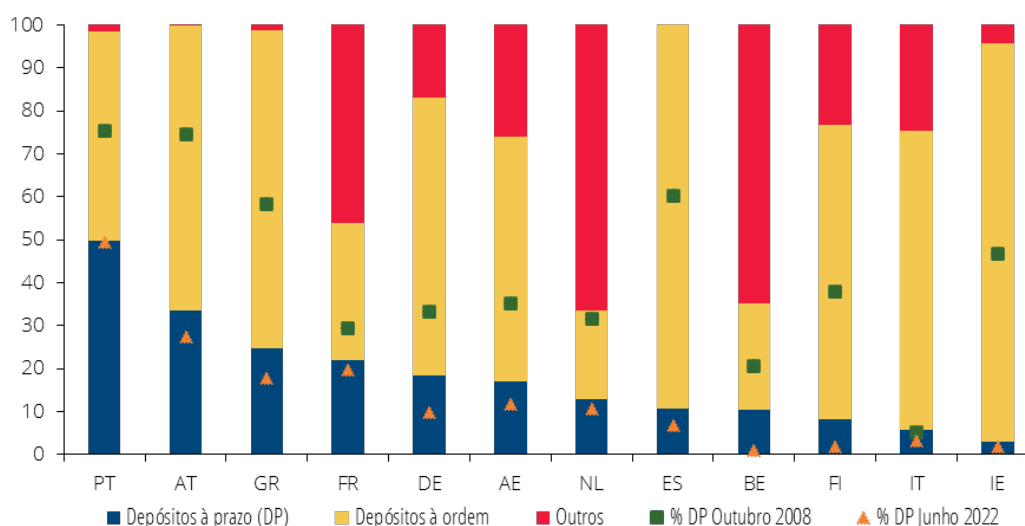
Nos períodos em que há subidas de taxas de juro, observa-se um aumento do peso de depósitos a prazo. No entanto, no atual ciclo, entre junho de 2022 e setembro de 2023, a recomposição da

carteira de depósitos tem sido muito lenta, mantendo-se o peso dos depósitos a prazo distante do observado antes do período prolongado de taxas de juro muito baixas. Este comportamento pode ser explicado, *inter alia*, pela transmissão muito gradual do aumento das taxas de juro às taxas dos depósitos. Refletindo os diferenciais de remuneração de diferentes aplicações da poupança, observou-se também a desmobilização de depósitos (Secção 1.3.2 e Caixa 1).

A lenta recomposição da carteira de depósitos é também observada na generalidade dos países da área do euro. A proporção de depósitos a prazo no total de depósitos é heterogénea entre países, sendo em Portugal superior à média da área do euro. Adicionalmente, as características dos depósitos incluídos na mesma categoria podem diferir de forma material entre países, contribuindo para que as taxas de remuneração praticadas reajam de forma diferente à política monetária (Gráfico C4.5).

Gráfico C4.5 • Composição dos depósitos de particulares em setembro de 2023

| Em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e BCE. | Nota: A componente "Outros" compreende sobretudo depósitos com pré-aviso.

Sistemas bancários mais expostos ao financiamento nos mercados interbancário e de títulos (financiamento por grosso) cujas taxas de remuneração reagem de forma mais imediata e intensa às subidas das taxas oficiais, tenderão também a ajustar mais rapidamente a remuneração dos depósitos a fim de manterem ou captarem essa fonte de financiamento estável, como alternativa ao financiamento de mercado. No atual ciclo de subida das taxas de juro, o baixo recurso dos bancos portugueses a este tipo de financiamento pode explicar parcialmente o desfasamento face à média da área do euro no que toca à transmissão da variação da taxa de referência à taxa de juro de novas operações de depósitos a prazo (Gráfico C4.6).

A heterogeneidade em termos da composição dos depósitos também contribui para que as alterações na remuneração dos depósitos a prazo se reflitam de forma diferenciada no custo de financiamento das instituições, influenciando a reação às alterações de política monetária. Uma forma de ter em conta a heterogeneidade entre países relativamente ao peso dos depósitos a prazo no total dos depósitos é considerar a variação da taxa média do *stock* de depósitos de particulares. Neste caso, a transmissão da variação da taxa Euribor a 3 meses entre julho de 2022 e setembro de 2023 (β) é 10% para Portugal e 18% para a área do euro. Observa-se uma relação de correlação positiva entre a taxa de juro média do *stock* de depósitos totais de particulares e a relevância do financiamento por grosso em cada sistema bancário, encontrando-se Portugal

alinhado com a amostra de países da área do euro considerada. Esta relação é mais forte do que se for considerada a taxa de juro dos novos depósitos a prazo face à importância do financiamento por grosso. Contudo, a análise apresentada é parcial, não contemplando o efeito simultâneo de todos os fatores relevantes (Gráficos C4.6 e C4.7).

Dois fatores adicionais que poderão contribuir para diferentes reações das taxas de juro dos depósitos a alterações das taxas de referência são o rácio de transformação e o grau de concentração dos sistemas bancários. Um rácio de transformação mais elevado traduzir-se-á em maiores necessidades de financiamento e, potencialmente, numa transmissão mais rápida e completa das alterações das taxas de juro do BCE. Por seu turno, em sistemas mais concentrados a transmissão tenderá a ser menos intensa.¹³

Gráfico C4.6 • Financiamento por grosso e variação acumulada da taxa de juro dos novos depósitos a prazo de particulares

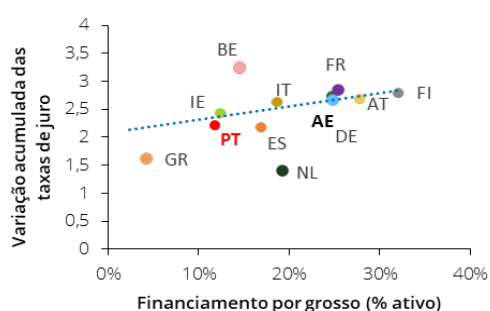
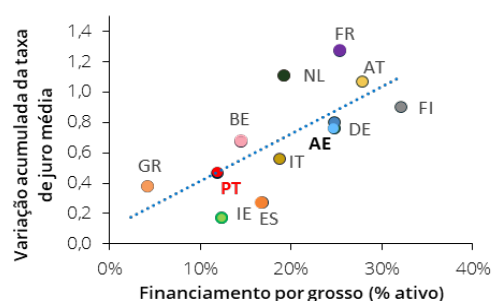


Gráfico C4.7 • Financiamento por grosso e variação acumulada da taxa de juro média do stock de depósitos totais de particulares



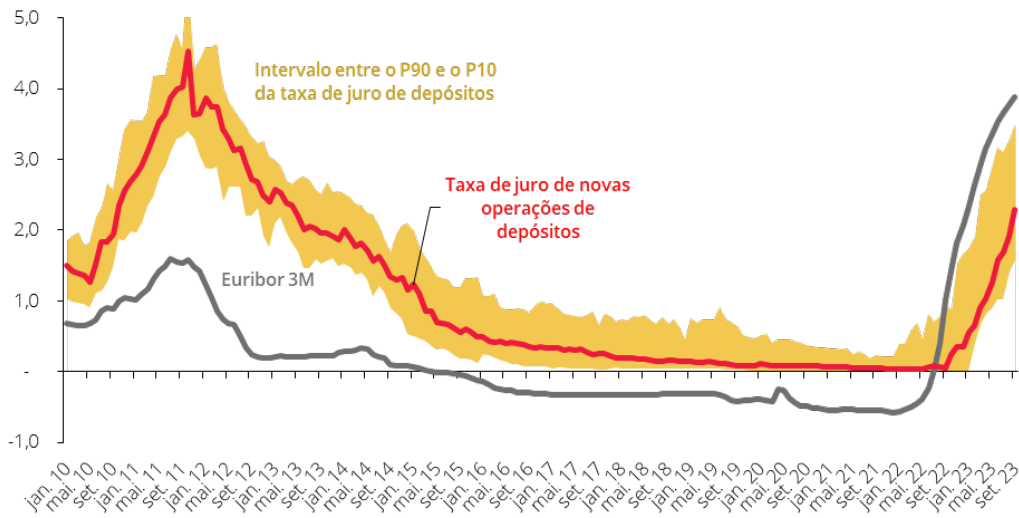
Fonte: BCE. | Notas: (a) Variação acumulada da taxa de juro média do stock de depósitos totais de particulares entre julho de 2022 a setembro de 2023. (b) A análise apresentada é parcial, não contemplando o efeito simultâneo de todos os fatores determinantes da reação das taxas de juro dos depósitos a alterações das taxas de referência.

Em Portugal, a remuneração dos depósitos a prazo varia entre as instituições, apresentando um intervalo significativo. No sistema bancário português, em junho de 2023, a diferença entre o percentil 90 e o percentil 10 das taxas de juro médias praticadas por instituição era 2,15 pp, o máximo desde janeiro de 2010. Em setembro de 2023 esta diferença tinha-se reduzido para 1,92 pp (Gráfico C4.8).

O diferencial entre as taxas de remuneração pode decorrer da heterogeneidade entre instituições ao nível das reservas de liquidez e de características dos próprios depósitos. A menor disponibilidade de alternativas de financiamento, tenderá a aumentar a remuneração oferecida. Estratégias comerciais distintas de cada instituição contribuem, *inter alia*, para que ocorram diferenças nas taxas praticadas. A definição de prazos mínimos, a (im)possibilidade de mobilização antecipada do capital e a periodicidade de pagamento de juros dos depósitos são alguns dos aspetos que condicionam a respetiva remuneração. No entanto, os requisitos de liquidez a que todas as instituições estão sujeitas condicionam a sua procura por depósitos que lhes permitam cumprir esses requisitos.

¹³ Esta relação encontra-se documentada na literatura, para diversos sistemas bancários. A título de exemplo, Messer, T e Niepmann, F. (2023), *What determines passthrough of policy rates to deposit rates in the euro area?*, FEDS notes — Board of Governors of the Federal Reserve System e Gödl-Hanisch, I. (2022), *Bank Concentration and Monetary Policy Pass-Through*, FDIC CFR WP 2022-06.

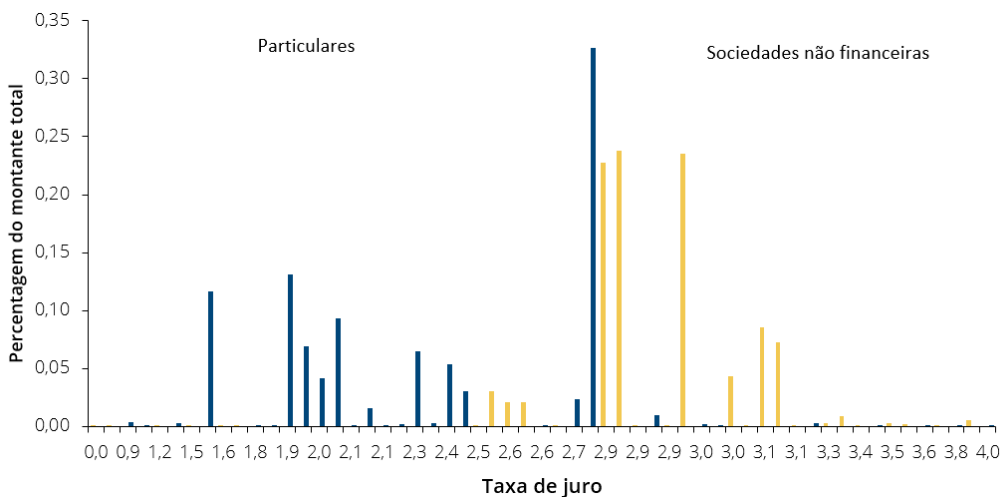
Gráfico C4.8 • Taxas de juro de novas operações de depósitos a prazo de particulares e a Euribor 3M entre 2010 e 2023 | Em percentagem



Fontes: BCE e Banco de Portugal. | Notas: São incluídas as instituições de crédito a operar em Portugal em cada momento. Última observação setembro de 2023.

As instituições podem ainda diferenciar a taxa de juro oferecida entre clientes. As taxas de remuneração das novas operações de depósitos a prazo de empresas são mais elevadas do que as pagas a particulares. Em períodos de subida das taxas de juro oficiais, a transmissão à remuneração dos depósitos de empresas tende a ser mais rápida e completa do que no caso dos particulares. Tal pode refletir o maior poder negocial das empresas, incluindo a possibilidade de participação mais ativa nos mercados financeiros internacionais. Em contraste, no caso dos particulares, observa-se maior dispersão dos titulares de depósitos, um menor montante médio por depósito e uma capacidade limitada de negociação das taxas (Gráfico C4.9).

Gráfico C4.9 • Distribuição das taxas de juro das novas operações de depósitos a prazo de famílias e sociedades não financeiras — setembro de 2023 | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: O gráfico ilustra a distribuição das taxas de juro médias, por instituição.

As famílias continuam a manter um montante elevado de depósitos, refletindo a sua preferência por este tipo de aplicação e a perceção de que, com exceção dos certificados de aforro, existem poucas alternativas com um grau de risco e liquidez semelhante. A gestão passiva das aplicações financeiras por parte de algumas famílias leva a que frequentemente os depósitos sejam renovados de forma automática, o que se traduz na convergência lenta e incompleta entre as taxas de juro de novas operações e as taxas de juro do *stock* de depósitos. Quando tal ocorre em momentos de subida das taxas de juro, as condições destas renovações são menos favoráveis para os seus detentores do que as associadas às novas operações. O inverso ocorre em fases de descida das taxas de juro.

Em suma, o grau e a velocidade de transmissão das alterações das taxas de juro oficiais à remuneração dos depósitos de particulares decorrem de um conjunto de fatores cíclicos e estruturais. No início do ciclo de subida de taxas de juro com início em julho de 2022, as instituições do sistema bancário português dispunham de liquidez abundante e de baixa exposição aos mercados internacionais de financiamento por grosso. Em Portugal, a transmissão tem sido mais lenta do que em ciclos anteriores, existindo alguma heterogeneidade entre bancos. Na generalidade dos países da área do euro registou-se uma transmissão mais rápida às taxas de juro dos novos depósitos a prazo de particulares do que em Portugal. Contudo, quando se avalia a transmissão com base na variação da remuneração média do *stock* de depósitos de particulares, a evolução em Portugal parece estar mais alinhada com os restantes países da área do euro. A transmissão às taxas de juro dos depósitos é reforçada pela gestão das aplicações financeiras por parte dos depositantes, procurando produtos mais bem remunerados para as características de risco e liquidez pretendidas.

Caixa 5 • Garantias públicas a empréstimos e estabilidade financeira

As garantias públicas a empréstimos são uma medida de política pública que protege os bancos contra a insolvência do mutuário, transferindo as perdas com empréstimos do setor bancário para o Estado. É também uma política que diminui as necessidades de capital dos bancos, o que, por sua vez, pode levar a uma expansão do crédito à economia e a uma redução do capital dos bancos. Estas características tornam as garantias públicas particularmente relevantes para a estabilidade financeira.

As garantias públicas nos empréstimos às empresas estiveram entre as políticas adotadas em Portugal para mitigar os efeitos da crise sanitária da COVID-19. O montante dos empréstimos garantido atingiu 8,9 mil milhões de euros em outubro de 2021, 85% dos quais emitidos em 2020. Os empréstimos garantidos foram tipicamente concedidos a empresas dos setores mais afetados pela pandemia. A cobertura da garantia variou entre 80 e 90% do empréstimo, dependendo do tamanho da empresa. A maior parte das garantias foi concedida com prazo máximo de seis anos. Os empréstimos garantidos incluíam uma comissão de garantia paga pelas empresas que dependia do prazo do empréstimo e da dimensão da empresa.

Qual o efeito das garantias públicas na estabilidade financeira, especificamente na probabilidade de incumprimento dos bancos e no nível de crédito na economia? Mediu-se o efeito das garantias públicas através de uma versão modificada do modelo DSGE (*Dynamic Stochastic General Equilibrium*) em Clerc et al. (2015). A economia do modelo é atingida por uma série de choques que imitam as previsões da evolução da economia portuguesa após o início da pandemia COVID-19, e comparam-se as respostas das variáveis de interesse em dois cenários: com e sem garantias públicas.

O risco de incumprimento dos bancos é menor e o crédito e o produto são mais elevados com garantias públicas do que sem garantias (Gráfico C5.1). Em média, uma garantia pública sobre 1% do *stock* de crédito às empresas durante um ano reduz o risco de incumprimento dos bancos em 0,48% e aumenta o crédito e o produto em 0,32 e 0,01%, respetivamente.

Os empréstimos garantidos substituem alguns dos empréstimos que as empresas teriam recebido sem garantia. Cada euro de garantias públicas gera, em média, 31 centimos de novo crédito para as empresas e substitui 69 centimos de crédito que as empresas teriam recebido na ausência de garantias.

Embora os bancos se tornem menos arriscados e as empresas recebam mais financiamento, o incumprimento das empresas aumenta devido às garantias. O incumprimento das empresas depende da sua alavancagem, ou seja, do rácio entre a dívida das empresas e o valor dos seus ativos. No cenário com garantias públicas, o aumento da alavancagem das empresas é superior ao cenário sem garantias, impulsionado pelo aumento da oferta de crédito que as garantias desencadeiam.

As perdas de eficiência (*deadweight losses*) relacionadas com o incumprimento diminuem cumulativamente em 3% ao longo da duração das garantias. O incumprimento desencadeia perdas de eficiência. Estas perdas incluem, entre outros, os custos associados à cobrança da dívida e a perda de eficiência na utilização dos ativos do mutuário. O aumento do incumprimento das empresas aumenta as perdas de eficiência, mas este efeito é compensado com a diminuição das perdas de eficiência associadas a uma menor probabilidade de incumprimento dos bancos.

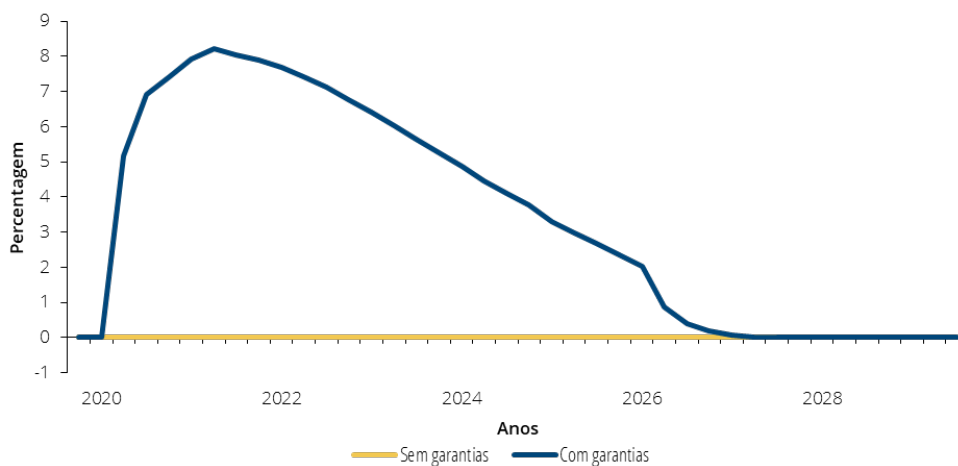
A comissão de garantia é um fator-chave do custo fiscal das garantias públicas. O custo fiscal das garantias é o valor esperado da transferência que o Estado fará para compensar os bancos pelas perdas em empréstimos garantidos. Em média, o custo fiscal das garantias é de 0,02% do produto por cada 1% de crédito garantido num ano. Mas, se as garantias fossem gratuitas — ou seja, se a comissão de garantia fosse zero — o custo fiscal das garantias aumentaria 65%.

A evidência empírica leva a crer que a taxa de incumprimento das empresas usada no modelo pode estar a sobrestimar o risco de crédito das empresas que receberam garantias e, portanto, o custo fiscal destas. No modelo, o custo fiscal das garantias é, em parte, determinado pela taxa de incumprimento da empresa média antes da crise sanitária. No entanto, Mateus e Neugebauer (2022) mostram que as empresas com menor risco de crédito foram os principais beneficiários das garantias de empréstimos portuguesas e obtiveram empréstimos maiores do que as empresas com

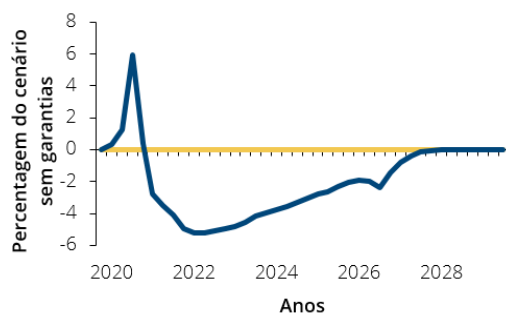
maior risco. Além disso, a probabilidade de incumprimento das empresas que receberam garantias de empréstimo é, antes da crise sanitária, 61,5% inferior ao valor calibrado. Assim, quando se calibra a taxa de incumprimento para que seja igual à taxa de incumprimento das empresas que receberam as garantias de empréstimo em vez de igual à taxa de incumprimento da empresa média na economia, o custo fiscal das garantias reduz-se em 83%.

Gráfico C5.1 • O impacto das garantias após o choque da COVID-19 | Em percentagem

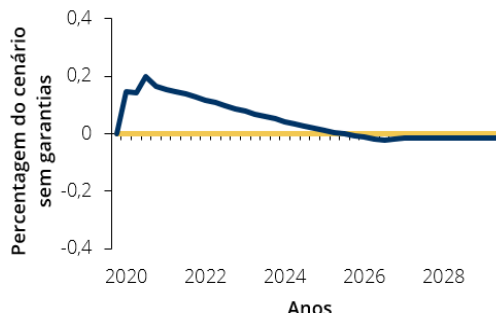
Painel A — Quota de empréstimos com garantias



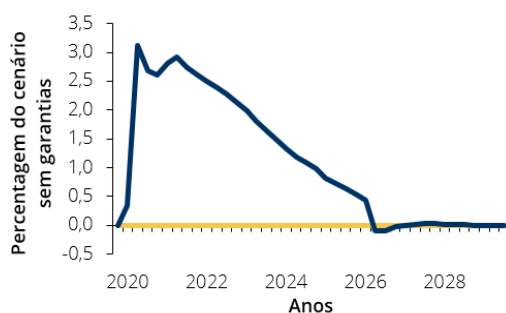
Painel B — Risco de incumprimento dos bancos



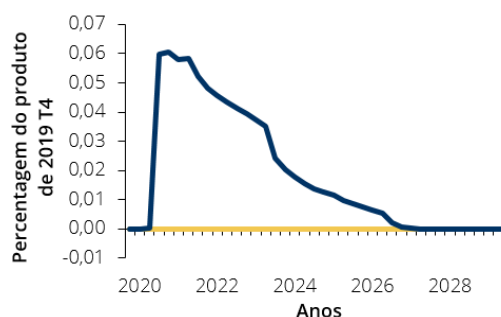
Painel C — Produto



Painel D — Crédito às empresas



Painel E — Custo fiscal



Fonte: De Lorenzo Buratta and Pinheiro (2023). | Notas: respostas das variáveis após o choque da COVID-19 na presença de garantias.

A seleção de empresas mais seguras pelo esquema de garantias português contrasta com o que aconteceu em alguns países Europeus. Por exemplo, Laeven et al. (2022) concluem que as empresas espanholas com maior exposição de crédito pré-COVID aos bancos eram mais propensas a obter

empréstimos garantidos, especialmente as de maior risco. Como resultado, o custo fiscal nestes outros países poderá acabar por ser mais elevado do que em Portugal.

O custo fiscal das garantias ignora o possível impacto de outras políticas públicas implementadas durante a crise sanitária ou de outros choques não relacionados com a crise sanitária. Os choques não relacionados com a crise sanitária podem aumentar subitamente a probabilidade de incumprimento das empresas. Se esta probabilidade aumentar, aumentam também os custos fiscais das garantias. Este aumento pode ser mitigado pelo facto de empresas mais seguras terem sido seleccionadas para o esquema de garantias. Um exemplo é o atual choque nas taxas de juro. As empresas estão sob pressão financeira na sequência do aumento significativo das taxas de juro e podem entrar em incumprimento com maior frequência. Os beneficiários de garantias de empréstimo, estando mais seguros no momento da implementação do regime, têm maior probabilidade de resistir ao choque do que outras empresas na economia. Assim, é provável que o custo fiscal das garantias aumente como resultado do choque nas taxas de juro, mas menos do que aumentaria se os beneficiários das garantias de empréstimo tivessem maior risco de crédito.

Também são explorados esquemas de garantias alternativos para avaliar o impacto da dimensão, duração e tempestividade das garantias. O aumento da dimensão das garantias aumenta o seu efeito sobre o incumprimento dos bancos, sobre o crédito e sobre a recuperação económica, mas implica custos fiscais esperados mais elevados. O alargamento do prazo de vencimento das garantias tem um efeito negligenciável no incumprimento e no crédito dos bancos. Mas aumenta os benefícios para a economia. Por último, adiar a implementação do regime para além do trimestre do choque da COVID-19 prolongaria a recuperação económica e aumentaria a probabilidade de incumprimento dos bancos no momento da crise sanitária.

Referências

Clerc, L., Derviz, A., Mendicino, C., Moyen, S., Nikolov, K., Stracca, L., Suarez, J., and Vardoulakis, A. P. (2015). "Capital Regulation in a Macroeconomic Model with Three Layers of Default". *International Journal of Central Banking*, Vol.11(3), pp 9–63.

De Lorenzo Buratta, I. and Pinheiro, T. (2023). "The COVID-19 Pandemic, Sovereign Loan Guarantees, and Financial Stability". *Working Papers 2023/1*, Banco de Portugal.

Laeven, L., Jiménez, G., Martínez-Miera, D., and Peydró, J.L. (2022). "Public Guarantees, Relationship Lending and Bank Credit: Evidence from the COVID-19 Crisis". *CEPR Discussion Papers 17110*, C.E.P.R. Discussion Papers.

Mateus, M. and Neugebauer, K. (2022). "Stayin' alive? Government support measures in Portugal during the COVID-19 pandemic". *Working Papers 2022/12*, Banco de Portugal.

II Temas em destaque

Risco de taxa de juro na carteira bancária

A importância das reservas de capital de gestão
para a concessão de crédito a empresas

Risco de taxa de juro na carteira bancária¹

1 Enquadramento

A gestão e a monitorização do risco de taxa de juro assumem uma importância acrescida para os bancos e para os supervisores, tendo em conta o recente aumento das taxas de juro, com impacto já materializado na rentabilidade e no capital regulamentar dos bancos (Capítulo 2).

Os bancos e o supervisor devem avaliar a existência de eventuais vulnerabilidades que, num cenário de alterações adicionais, possam materializar-se, ao que poderá acrescer o impacto via risco de crédito e de liquidez.

O quadro regulatório da União Europeia diferencia o tratamento do risco de taxa de juro na carteira de negociação, isto é, na carteira que inclui instrumentos que são detidos maioritariamente com o objetivo de realização de mais-valias no curto prazo — do tratamento do risco de taxa de juro dos restantes instrumentos, que constituem a denominada carteira bancária.

A avaliação da vulnerabilidade dos bancos a choques de taxas de juro na carteira bancária exige a aferição de diferentes impactos. Numa perspetiva de curto prazo, importa avaliar o efeito, e respetiva velocidade de ajustamento, na margem financeira. Por sua vez, numa perspetiva de médio prazo, é importante aferir a variação do valor económico de ativos e de passivos e, em termos líquidos, dos capitais próprios. O impacto dos choques de taxas de juro pode ser mitigado pela existência de cobertura do risco através de derivados.

Os bancos deverão incorporar na sua análise as diferentes dimensões do risco de taxa de juro. Nesse quadro, são de salientar:

- O risco de refixação da taxa de juro, que decorre do desfasamento de maturidades residuais e/ou prazos de refixação da taxa entre ativos e passivos;
- O risco da curva de taxas de juro, quando, para o mesmo prazo de refixação, eventuais variações no declive das curvas de taxa de juro são potenciais geradoras de perdas;
- O risco de indexante, que resulta da inexistência de uma correlação perfeita entre os diferentes indexantes com o mesmo prazo de refixação de taxa de juro, admitindo que as restantes características dos instrumentos financeiros são semelhantes; e
- O risco de opção, que decorre da inclusão de cláusulas de opção em instrumentos de balanço ou extrapatrimoniais.

Este Tema em destaque pretende informar sobre o risco de taxa de juro na carteira bancária. Para tal, apresenta-se uma descrição do atual enquadramento regulatório, seguida da apresentação dos impactos dos diferentes cenários na margem financeira e no valor económico dos capitais próprios para o sistema bancário, com base em estimativas apresentadas pelos próprios bancos, tendo como referência dezembro de 2022.

¹ Preparado por Bruno Dias, Sílvia Santos e Tomás Salen.

2 Enquadramento regulatório do risco de taxa de juro

O atual quadro prudencial aplicável ao risco de taxa de juro na carteira bancária (*Interest Rate Risk on the Banking Book — IRRBB*) define um conjunto de normas que procura desincentivar os bancos a assumirem exposições excessivas ao risco. Essas normas, bem como as expectativas de supervisão associadas ao seu cumprimento, enquadram-se na componente regulatória comumente designada como Pilar 2, tendo como principal objetivo levar os bancos a manter estruturas de governo interno adequadas para a gestão deste risco e a desenvolver políticas e procedimentos de gestão e mensuração proporcionais ao risco em que incorrem. O risco de taxa de juro da carteira bancária não está sujeito a regras para cálculo de requisitos mínimos de fundos próprios (tal como definidos em Pilar 1).

No processo de revisão e avaliação pelo supervisor (*Supervisory Review and Evaluation Process — SREP*) é verificado se as estratégias, processos, capital e liquidez são adequados aos riscos a que cada banco está ou poderá vir a estar exposto. Neste contexto, e para além de medidas qualitativas de supervisão, o supervisor dispõe de poderes para impor requisitos adicionais de fundos próprios (Pilar 2), caso conclua que um banco não dispõe de capital regulamentar suficiente face a uma situação que considere ser de risco excessivo.

No seguimento de recomendações metodológicas internacionais, na sua avaliação do risco, os bancos devem calcular a exposição a variações de taxa de juro (de curto, médio e longo-prazo) numa ótica instrumento a instrumento, com recurso a modelos internos, *Value at Risk* (VaR) e/ou à duração do instrumento. Assim, numa ótica instrumento a instrumento, os bancos classificam as rubricas de ativos, passivos e elementos extrapatrimoniais da carteira bancária por intervalos de prazos de refixação da taxa de juro, isto é, de acordo com o tempo que medeia até à data mais próxima em que é esperada uma atualização da taxa de juro aplicável ao instrumento, tendo como limite máximo a respetiva data de vencimento. Assim, para cada intervalo de tempo é possível calcular os desfasamentos existentes entre ativos e passivos, correspondentes à diferença entre os respetivos montantes.

Com base nesta informação e aplicando choques nas taxas de juro da carteira bancária, são estimados os impactos no valor económico dos capitais próprios e na margem financeira a um ano. Estes impactos constituem a base para a avaliação de risco de taxa de juro, sendo que o enquadramento regulamentar da União Europeia define choques padronizados que as instituições devem aplicar e reportar periodicamente ao supervisor, denominados testes de *outlier*.

Os resultados destes testes fazem também parte das divulgações periódicas ao mercado que os bancos têm de realizar, sendo que a frequência e conteúdo das mesmas varia consoante a sua dimensão e complexidade (Pilar 3).

3 Testes de avaliação de risco de taxa de juro na carteira bancária para efeitos de supervisão

Os testes de *outlier* para efeitos de supervisão servem como ponto de partida para uma avaliação mais abrangente sobre se a exposição ao risco de taxa de juro de um determinado banco é considerada excessiva, para efeitos de *SREP*.

Na ótica de valor económico, os bancos analisam se, perante seis cenários de choque padronizados de alterações das taxas de juro, a redução do valor económico dos capitais próprios é superior a 15% dos fundos próprios de nível 1 (*Tier 1*). Estes cenários são os seguintes: subida paralela da curva de rendimentos; descida paralela da curva de rendimentos; aumento do declive da curva de rendimentos; diminuição do declive da curva de rendimentos; aumento das taxas de curto prazo; e, diminuição das taxas de curto prazo. Para tal, é considerado o valor atual dos desfasamentos entre ativos e passivos para cada intervalo de refixação, atualizados de acordo com as taxas de juro que decorrem da

aplicação do choque considerado. Este valor irá comparar com o valor atual desses mesmos desvios quando atualizados às taxas de juro observadas no momento, assumindo-se um balanço em que os instrumentos que se amortizam não são renovados (referido como balanço *run-off*).

Na ótica da margem financeira, analisar-se-á se perante os cenários de subida e descida paralela da curva de taxas de juro esta sofre uma grande redução. Para este efeito, pode tomar-se como referência o limiar correspondente a 5% do *Tier 1*, proposto pela Autoridade Bancária Europeia (EBA) na Opinião que dirigiu à Comissão Europeia², em abril de 2023 (EBA/OP/2023/03). Para o cálculo desta variação é considerada a projeção de receitas e despesas com juros para o final do horizonte de um ano que compara com a margem financeira esperada para esse mesmo horizonte tendo por base o perfil de taxas de juro atuais, assumindo-se para este efeito um balanço constante, em que os instrumentos que se amortizam são renovados por outros com iguais características, mas com uma nova taxa de juro. Tendo presente o horizonte temporal definido para este cálculo, todos os instrumentos cuja refixação de taxa de juro ocorra um ano após a data de referência do cálculo encontram-se excluídos.

A ultrapassagem dos limiares definidos para os testes de *outlier* não tem consequências automáticas relativamente à atuação do supervisor, sendo que eventuais medidas de supervisão estão associadas a uma avaliação mais abrangente da exposição e gestão do risco, específica a cada instituição.

Existem vários requisitos harmonizados que as instituições têm de cumprir no cálculo destes testes, em particular no que se refere ao perímetro de inclusão de ativos e passivos da carteira bancária e ao cálculo por divisa. O perímetro considerado inclui instrumentos contabilizados a custo amortizado e exclui, por seu turno, ativos imobiliários, ativos intangíveis e ações. A segmentação do cálculo por divisa, por seu turno, apenas se aplica a divisas consideradas significativas, tendo em conta a totalidade dos ativos e passivos denominados nessa divisa.

Nos testes de *outlier*, os principais fatores que determinam a avaliação do risco de taxa de juro são o período que decorrerá até à refixação da taxa de juro para cada instrumento financeiro, o montante de cada instrumento que é sujeito a refixação da taxa de juro e, por último, a variação da taxa de juro resultante da aplicação do choque. Estes três fatores são determinantes na aferição da sensibilidade do valor dos ativos e passivos a variações das taxas de juro.

Embora existam instrumentos com um elevado grau de certeza quanto ao momento em que ocorre a refixação da taxa de juro, para uma percentagem ainda relevante do balanço existe a necessidade de os bancos modelizarem o momento mais provável em que essa refixação acontece. A relevância do impacto da modelização dependerá igualmente do modelo de negócio das instituições. A incerteza pode ser motivada por decisões que estão na esfera de discricionariedade dos clientes, opcionalidade comportamental, e está presente, por exemplo, nos créditos onde exista a possibilidade de reembolso antecipado, nos depósitos a prazo com possibilidade de levantamento antecipado e nos depósitos à ordem. Nestes casos, os bancos modelizam o exercício destas opções pelos clientes e incorporam os resultados na avaliação global do risco de taxa de juro desses instrumentos. As orientações da EBA estabelecem diversos requisitos que os bancos têm de cumprir e introduzem um limite máximo de 5 anos à maturidade média aplicável à modelização dos depósitos à ordem, que é igual para todas as instituições e que pode ser ultrapassado em determinadas circunstâncias.

4 Análise de cenários de exposição ao risco de taxa de juro

Tendo como base a informação reportada pelas instituições de crédito com referência a 31 de dezembro de 2022, apresentam-se os resultados dos testes de *outlier*. O universo considerado representa cerca de 91% do total do ativo do sistema bancário português.

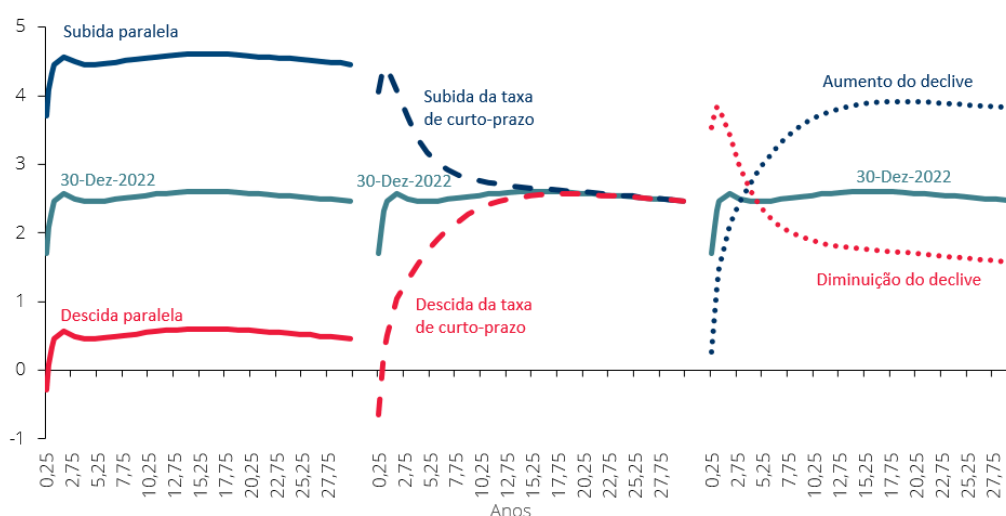
² Aguarda-se ainda o endosso desta Opinião da EBA pela Comissão Europeia, que a acontecer refletir-se-á na alteração das normas técnicas sobre o teste de *outlier* [EBA/RTS/2022/10] (EBA/RTS/2022/10).

Estes resultados refletem os cálculos realizados pelos próprios bancos na estimação dos impactos dos seis choques padronizados na curva de taxa de juro no valor económico dos capitais próprios e na margem financeira de cada instituição e incluem posições em todas as moedas significativas.

Os resultados refletem os pressupostos e modelos que as instituições utilizam, nomeadamente quanto à modelização da componente comportamental, que são comunicados ao supervisor. Os exercícios tiveram como referência os cenários regulatórios para o choque imediato à curva de rendimentos (Gráfico 1) que para os instrumentos denominados em euros corresponde a 200 pb nos choques paralelos (descida e subida).³ e 250 pb para o cenário de subida/descida da taxa de juro de curto prazo com convergência para zero no longo prazo.

Gráfico 1 • Choques às taxas de juro em EUR — Cenários (dezembro 2022)

| Em percentagem



Fonte: BCE e EBA (European Banking Authority).

A análise da informação reportada permite concluir que o impacto no valor económico dos capitais próprios apresenta uma maior dispersão nos cenários em que existe uma alteração paralela da curva de rendimentos (Gráfico 2 — Painel A e B), o que é explicado pelo facto da alteração de taxa de juro abranger todos os prazos, impactando de forma transversal os diferentes instrumentos financeiros independentemente do prazo de refixação da taxa de juro em cada um deles. Os cenários de alteração de declive apresentam uma distribuição mais homogênea.

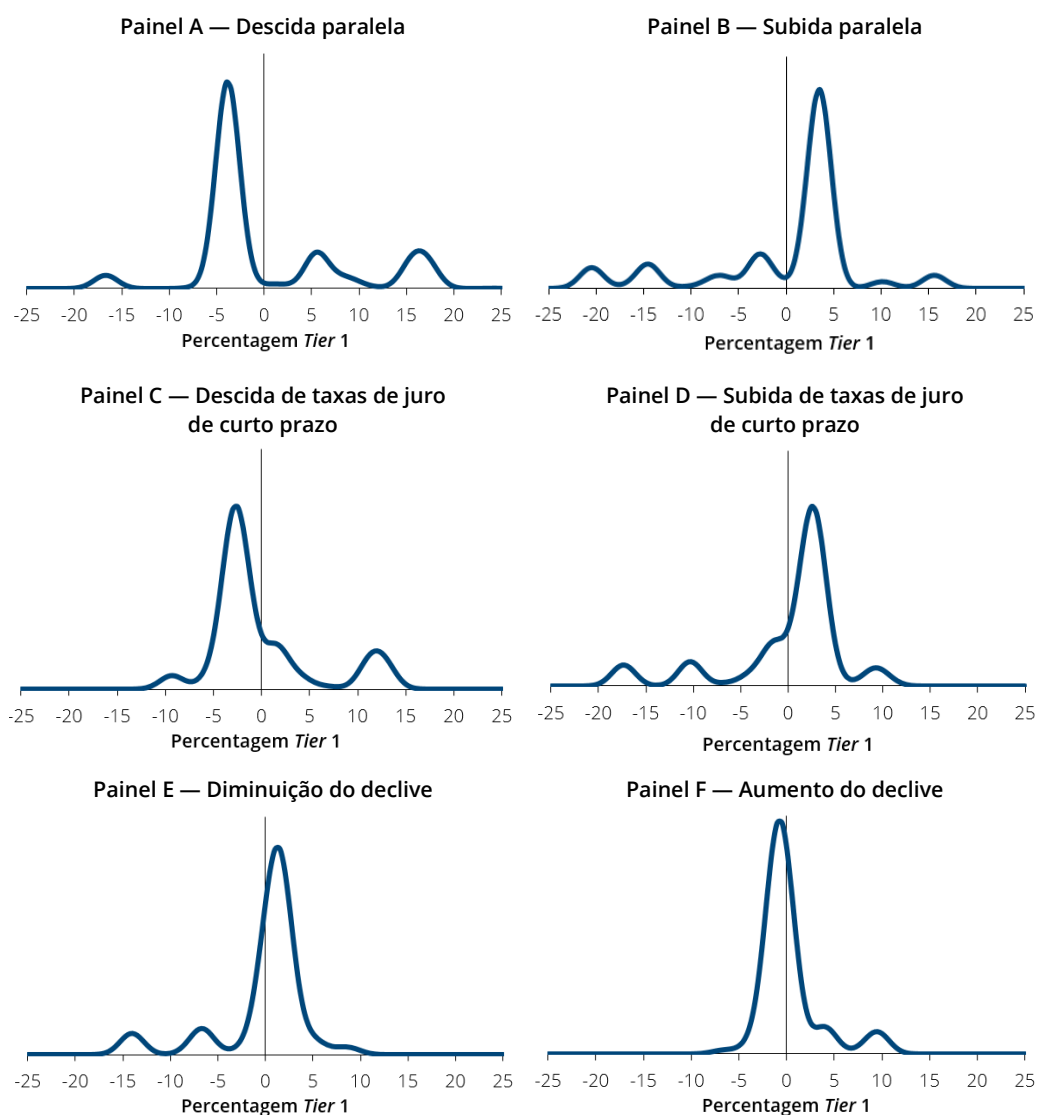
Alguns bancos estimaram, para alguns cenários, uma redução no valor económico dos respetivos capitais próprios (em percentagem do *Tier 1*) acima de 15%, sendo considerados *outliers* à luz dos limiares definidos pela EBA. Essa situação teve uma maior predominância no cenário de subida paralela da curva de taxas de juro, no qual se identificaram *outliers* que representam 6% do total do ativo do sistema bancário. Nos cenários de descida paralela e de subida das taxas de juro de curto prazo existiu apenas um *outlier*, enquanto nos restantes cenários não existiram *outliers*.

Numa análise instrumento a instrumento, é necessário ter presente que a carteira de crédito a clientes, por ser maioritariamente constituída por empréstimos a taxa variável, acompanha a evolução da subida de taxas de juro, pelo que o impacto desta componente no valor económico

³ As fórmulas para apurar as curvas de rendimento dos restantes cenários estão descritas no projeto de normas técnicas sobre o teste de outlier (EBA/RTS/2022/10).

dos capitais próprios, em resultado de variações na taxa de juro, é reduzido em qualquer um dos cenários. Esta carteira representa, em média, cerca de 80% do total da carteira de crédito a clientes. É ainda possível concluir que o impacto no valor económico dos capitais próprios é explicado, tendencialmente, por desfasamentos entre ativos ou passivos com prazos de refixação mais longos, dado o seu valor económico ser mais sensível a variações de taxa de juro. Os resultados apurados estão muito dependentes das maturidades comportamentais modelizadas para certas rubricas, como é o caso dos depósitos à ordem. Adicionalmente, existem bancos com estratégias de cobertura de risco de taxa de juro para títulos de dívida a taxa fixa, através da utilização de derivados, que também limitam parte do risco de taxa de juro.

Gráfico 2 • Distribuição empírica dos impactos projetados no Valor Económico dos Capitais Próprios — dezembro 2022 | Densidade empírica



Fonte: Banco de Portugal | Notas: Dados reportados pelas instituições de crédito (IC) no âmbito do *Quantitative Impact Study* da EBA e da Instrução n.º 34/2018 do Banco de Portugal. Os resultados dos testes de outlier são apresentados sob a forma de distribuição empírica recorrendo a um kernel gaussiano que pondera as instituições pela sua importância relativa no sistema, utilizando o montante de fundos próprios de nível 1.

Os bancos com impactos negativos no valor económico dos capitais próprios num cenário de subida paralela tendem a refletir prazos de refixação de taxa de juro, em média, mais curtos para

os passivos (em grande parte, depósitos) do que para os ativos (em particular, títulos de dívida a taxa de fixa). Assim, nos prazos de refixação mais longos o desfasamento entre ativos e passivos tende a ser predominantemente positivo. A sua atualização a uma taxa de juro mais elevada traduz-se numa redução do valor económico dos capitais próprios, dado serem mais sensíveis a alterações nas taxas de juro do que os desfasamentos com prazos de refixação mais curtos. Os *outliers* neste cenário refletiram situações em que os desfasamentos entre ativos e passivos para diferentes prazos de refixação são mais acentuados.

Apesar de existirem impactos negativos no cenário de subida paralela da curva de taxa de juro (Gráfico 2 — Painei B), 70% da densidade acumulada da distribuição reflete um aumento do valor económico dos capitais próprios, concentrada em torno de uma variação positiva de 3,5%. Isto resulta de os bancos de maior dimensão do sistema terem prazos de refixação dos passivos, em média, superiores aos dos ativos, levando a que neste cenário a redução de valor económico estimada para os passivos seja, em média, superior à diminuição de valor estimada para os ativos.

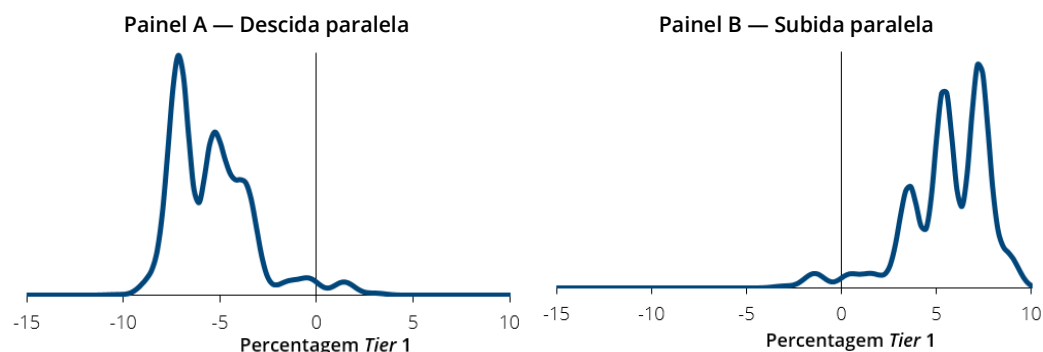
O facto de, também no cenário de subida de taxas de juro de curto prazo (Gráfico 2 — Painei D), a distribuição estar concentrada em torno de uma variação positiva, evidencia que o desfasamento entre ativos e passivos por prazo de refixação, neste cenário, é predominantemente negativo logo a partir dos primeiros anos.

Em sentido contrário, no cenário de descida paralela de taxas de juro (Gráfico 2 — Painei A), a distribuição concentra-se em torno de uma variação negativa de 4%, no valor económico dos respetivos capitais próprios, suportada nos mesmos fatores que explicam o registo de variações positivas no cenário inverso.

Em qualquer dos cenários, não existe uma correspondência direta entre o valor da perda de valor económico dos capitais próprios, apurada pelas instituições, e o impacto imediato que essa perda poderia ter nas demonstrações financeiras das instituições. As variações de justo valor de ativos e passivos contabilizados ao custo amortizado que não reflitam perdas de crédito, não são reconhecidas contabilisticamente. A exceção é se essas variações de valor vierem a ser realizadas através da venda desses ativos ou recompra desses passivos, em condições de mercado, antes do respetivo vencimento.

No que se refere à margem financeira (Gráfico 3), o cenário de subida paralela de taxas de juro reflete-se rapidamente nos créditos, maioritariamente, a taxa variável ou com prazos de refixação curtos, enquanto o ajustamento da remuneração dos depósitos ocorre de forma mais lenta, levando a que o impacto seja positivo na generalidade da distribuição. No cenário inverso, e pelas mesmas razões anteriormente referidas, a generalidade da distribuição apresenta variações negativas na margem financeira.

Gráfico 3 • Distribuição empírica dos impactos projetados na Margem Financeira
— dezembro 2022 | Densidade empírica



Fonte: Banco de Portugal | Notas: Dados reportados pelas instituições de crédito (IC) no âmbito do *Quantitative Impact Study* da EBA e da Instrução n.º 34/2018 do Banco de Portugal. Os resultados dos testes de *outlier* são apresentados sob a forma de distribuição empírica recorrendo a um *kernel* gaussiano que pondera as instituições pela sua importância relativa no sistema, utilizando o montante de fundos próprios de nível 1.

5 Conclusões

A avaliação da vulnerabilidade dos bancos ao risco de taxa de juro deve ter em conta diferentes dimensões. Neste sentido, e apesar do teste de *outlier* não considerar os eventuais efeitos da variação das taxas de juro sobre o risco de crédito ou de liquidez, a sua realização permite ter uma visão do risco de taxa de juro da carteira bancária, ao aferir impactos de choques nas taxas de juro num conjunto significativo de rubricas do balanço e na margem financeira.

A análise da informação de IRRBB disponibilizada pelas instituições de crédito com referência a dezembro de 2022 permitiu concluir que uma variação paralela na curva de taxas de juro, de subida e de descida, teria um impacto limitado no valor económico dos capitais próprios para o setor bancário.

Tendo por base o limiar de 15% do Tier 1 na ótica de valor económico, existem *outliers* com maior predominância no cenário de subida paralela da curva de taxas de juro, embora com uma expressão reduzida em termos de distribuição. Nos cenários de alteração do declive e de descida das taxas de curto prazo não se observaram *outliers*.

Dada a natureza e o propósito do exercício, é de esperar que as instituições tenham em consideração os respetivos resultados nas suas tomadas de decisão por forma a mitigar a sensibilidade da carteira bancária a eventuais choques na taxa de juro.

Para a margem financeira, a distribuição encontrava-se concentrada em variações positivas no cenário de subida das taxas de juro, acontecendo o contrário no cenário de descida. Estes resultados são explicados, em ambos os cenários, por um elevado peso de créditos a taxa variável cujas taxas de juro se ajustam rapidamente, conjugado com um ajustamento mais lento da remuneração dos depósitos.

Os testes de *outlier* para o valor económico dos capitais próprios e para a margem financeira permitem às instituições e ao supervisor terem métricas objetivas para avaliar as duas óticas do risco de taxa de juro, criando incentivos a uma gestão prudente e evitando a assunção de riscos excessivos para o balanço e para a atividade das instituições. Estes devem ainda ser complementados por outros cenários de choque às taxas de juro desenvolvidos pelos bancos ou eventualmente exigidos pelas autoridades de supervisão.

Os resultados dos testes de *outlier*, ou de qualquer outro cenário de choque às taxas de juro, podem ser complementados com análises de sensibilidade, nomeadamente aos pressupostos utilizados nas opções comportamentais, e com uma revisão periódica dos mesmos em momentos de maior volatilidade de taxas de juro, bem como de alterações no comportamento dos clientes. Estes temas são essenciais no risco de taxa de juro da carteira bancária, e constam das prioridades de supervisão a nível europeu para 2024.

A importância das reservas de capital de gestão para a concessão de crédito a empresas¹

1 Introdução

O enquadramento regulatório pós-Crise Financeira Global, é caracterizado por requisitos mínimos de capital regulatório (requisitos de Pilar 1 e de Pilar 2), a que acrescem as reservas de capital. As reservas de capital permitem aos bancos absorver perdas não esperadas decorrentes de um choque adverso sem colocar em causa os seus requisitos mínimos de capital. O incumprimento das reservas de capital impõe sanções e restrições menos severas do que o incumprimento dos requisitos mínimos de capital. Em períodos de crise, se os bancos não dispuserem de reservas de capital, são forçados a atuar de imediato, aumentando o seu capital, reduzindo os seus ativos e/ou o ponderador de risco médio, por forma a evitar que a absorção das perdas leve a um incumprimento dos requisitos mínimos de capital que coloque em causa a manutenção da sua atividade. A teoria e a evidência empírica sugerem que, nestas circunstâncias, os bancos optam por reduzir os seus ativos ponderados pelo risco, uma vez que a obtenção de novo capital é dispendiosa, especialmente em períodos de crise (Adrian e Shin, 2014; Behn et al., 2016; Repullo e Suarez, 2012). Aliás, um dos objetivos das reservas de capital é assegurar que existem condições para que seja mantido um fluxo adequado de crédito à economia durante períodos de crise (BCBS, 2011; BCBS, 2020b).

Em resposta ao choque COVID-19, as autoridades macroprudenciais e de supervisão microprudencial de vários países libertaram algumas das reservas de capital exigidas ou flexibilizaram as restrições relacionadas com o seu incumprimento (BCBS, 2020a), por forma a permitir que os bancos absorvessem perdas não antecipadas e continuassem a financiar a economia. No entanto, os rácios de capital observados não diminuíram na sequência do choque COVID-19, pelo que, de uma forma geral, as reservas de capital não chegaram a ser utilizadas. Embora as medidas governamentais ou a procura de crédito ajudem a explicar esta evolução, coloca-se a questão de saber se as reservas de capital de gestão — i.e., a parte do rácio de capital dos bancos que não é imposta pelos reguladores — têm um efeito positivo na oferta de crédito após um choque adverso (Abboud et al., 2021; BCE, 2020).

Avezum, Oliveira e Serra (2023) analisam o efeito da reserva de capital de gestão dos bancos portugueses na variação do crédito às empresas durante o período pandémico da COVID-19. Uma vez que, no contexto da pandemia de COVID-19, o BCE permitiu que as instituições operassem, de forma temporária, com um nível inferior ao da orientação de fundos próprios (P2G), a reserva de capital de gestão considerada corresponde à soma das reservas voluntárias de capital com o P2G.

2 Dados

Para a análise do efeito das reservas de capital de gestão sobre créditos concedidos a empresas utilizou-se a informação da Central de Responsabilidades de Crédito (CRC). Estes dados incluem todos os créditos acima de 50 euros concedidos por bancos que operam em Portugal. Adicionalmente, utilizaram-se dados trimestrais (financeiros e de supervisão) dos bancos com

¹ Preparado por Diogo Serra e Vítor Oliveira.

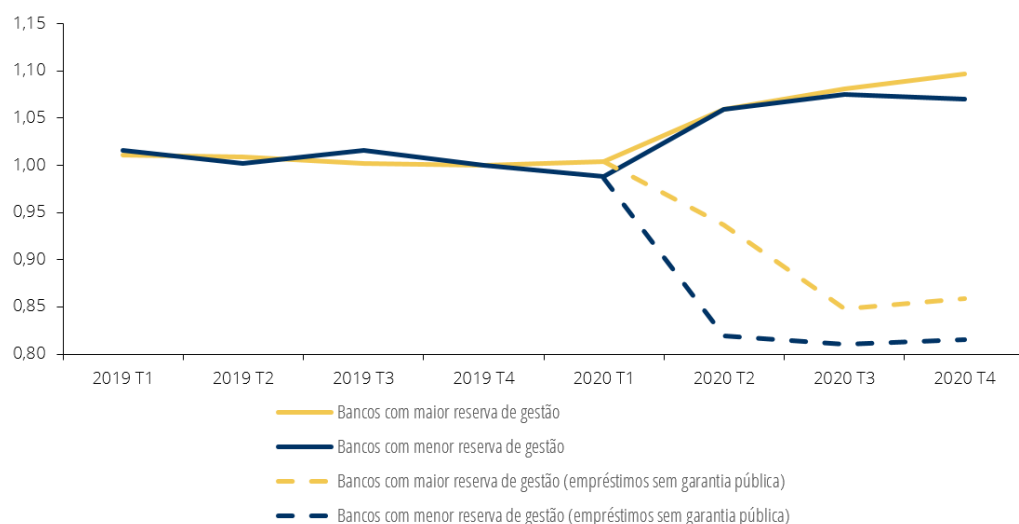
base nos reportes de informação FINREP-COREP. A amostra inclui bancos em base consolidada, quando aplicável. A amostra não inclui as sucursais de outros Estados-Membros, uma vez que não estão obrigadas a cumprirem requisitos de capital ao nível individual e, por isso, não reportam dados prudenciais. Finalmente, os dados sobre as características das empresas foram obtidos a partir da Informação Empresarial Simplificada, que fornece informação sobre o balanço das empresas, com frequência anual.

Os períodos pré e pós-choque COVID-19 compreendem o segundo, terceiro e quarto trimestres do ano, respetivamente de 2019 e 2020. A análise tem por objetivo explicar a evolução percentual entre 2019 e 2020 do crédito concedido às empresas, bem como a probabilidade de um banco deixar de emprestar ou conceder crédito a um novo cliente após o choque COVID-19, em função das características dos bancos e das empresas no período anterior à pandemia. A amostra consiste em 492 615 créditos, de 20 bancos para 271 601 empresas.

A evolução do crédito não poderá ser dissociada do papel das medidas governamentais de resposta à pandemia de COVID-19, designadamente do programa de garantias públicas. Entre março e dezembro de 2020, as linhas de crédito com garantia de Estado representaram cerca de 33% dos novos empréstimos concedidos às SNF.

Os grupos de bancos com maior e menor reserva de capital de gestão apresentam uma evolução de crédito semelhante ao longo do período considerado (Gráfico 1). Dado o papel fundamental do programa de garantias públicas na evolução do crédito em resposta à pandemia, que pode influenciar os resultados, fez-se a mesma comparação considerando apenas os créditos que não beneficiaram de garantias públicas, representados nas linhas a tracejado. De facto, é entre estes créditos que, a partir do segundo trimestre de 2020, o choque COVID-19 parece ter tido um impacto mais forte, uma vez que o grupo de bancos com reservas de capital de gestão menores exibiu uma maior queda no crédito concedido.

Gráfico 1 • Evolução do crédito concedido a empresas por bancos com maior e menor reserva de capital de gestão | Índice



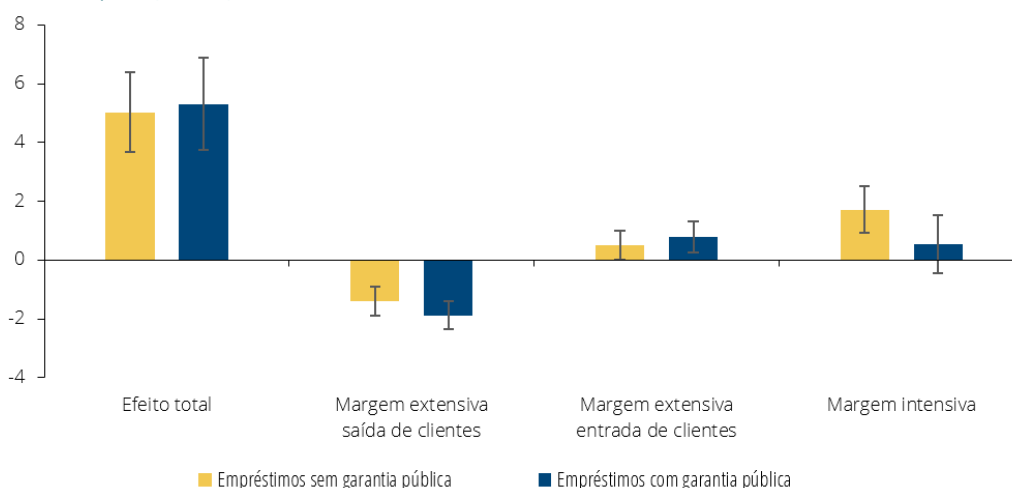
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os bancos com níveis de reserva de capital de gestão menores estão no primeiro quartil da distribuição dessa variável no quarto trimestre de 2019. As linhas a tracejado representam o subconjunto de crédito concedido pelos bancos sem garantias públicas. As tendências do crédito são normalizadas para igualar 1 no quarto trimestre de 2019.

3 O efeito da reserva de capital de gestão na concessão do crédito a empresas²

A dimensão da reserva de capital de gestão teve um impacto positivo na variação do crédito às empresas no período pandémico. O efeito no crédito é positivo tanto para as relações entre bancos e empresas que já existiam no período pré-COVID-19 (margem intensiva), como para o total de crédito concedido, que inclui a entrada e saída de clientes no período pós-choque COVID-19 (margem extensiva). Esta relação é reforçada na margem extensiva e mitigada na margem intensiva pela utilização de garantias públicas (Gráfico 2).

Na margem extensiva, os resultados mostram que, quanto maior a reserva de capital de gestão de um banco, menor é a probabilidade desse banco deixar de emprestar a um cliente (saída) e maior é a probabilidade de emprestar a um novo cliente (entrada), sendo estes efeitos reforçados pela utilização de garantias públicas. Relativamente à margem intensiva, verifica-se igualmente uma maior propensão à concessão de crédito sem recurso a garantia pública pelos bancos com maiores reservas de gestão, tendo a utilização deste programa de apoio público eliminado o efeito positivo da reserva de gestão na concessão de crédito.

Gráfico 2 • Efeito marginal estimado da reserva de capital de gestão na taxa de crescimento do crédito | Em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O gráfico apresenta o impacto de um aumento na reserva de capital de gestão em magnitude igual ao seu desvio padrão (2,8 pp.) na taxa de crescimento do crédito a uma empresa entre o período pré-COVID-19 (segundo trimestre ao quarto trimestre de 2019) e o período pós-choque COVID-19 (segundo trimestre ao quarto trimestre de 2020). Em todas as regressões, são incluídos efeitos fixos ao nível da empresa para controlar pela procura de crédito, bem como variáveis de controlo ao nível dos bancos (rácio de financiamento de mercado sobre o total do passivo, o ponderador médio de risco, o rácio de capital mínimo regulamentar total, o logaritmo do total dos ativos, e o rácio de provisões sobre o total de ativos). Os intervalos de confiança a 99% são obtidos pelo método delta utilizando erros padrão calculados ao nível da indústria-localização-banco do mutuário. Os resultados apresentados são estatisticamente significativos ao nível de 1% se os intervalos de confiança não intersectarem o eixo horizontal.

O resultado na margem intensiva é consistente com o apresentado no Tema em destaque do *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2021 (Banco de Portugal, 2021). Ao analisar a evolução do crédito agregado ao nível dos bancos, conclui-se que a partir do segundo trimestre de 2020, entre os bancos que não concederam empréstimos com garantia pública, aqueles com uma maior reserva de capital de gestão aumentaram mais a taxa de crescimento do crédito ao setor privado não financeiro comparativamente

² Para maior detalhe, ver Avezum, Oliveira e Serra (2023).

aos bancos com menor reserva. Em contrapartida, para os bancos que concederam créditos ao abrigo do programa de apoio público, não se observa uma diferença estatisticamente significativa na taxa de crescimento do crédito entre bancos com diferentes reservas de capital de gestão.

É de salientar que os resultados da presente análise não se alteram de forma significativa se for retirado o P2G do cálculo da reserva de capital de gestão. Adicionalmente, se se substituir a reserva de capital de gestão pelas suas componentes (reservas voluntárias de capital e o P2G), os resultados sugerem alguma relutância dos bancos em utilizar o P2G independentemente das medidas de flexibilização adotadas no contexto da pandemia de COVID-19..³

Os resultados desta análise sugerem que bancos com menor reserva de capital de gestão recorreram a garantias públicas preservando as suas relações de crédito e a sua quota de mercado, considerando o baixo risco associado a este tipo de crédito que se reflete em menores requisitos de capital. Por outro lado, os bancos com reserva de capital mais elevada mantiveram a sua exposição ao risco e recorreram menos a crédito com garantia pública. Em linha com esta interpretação, Mateus e Neugebauer (2022) concluíram que (i) os limites nos *spreads* das linhas de crédito ao abrigo do regime de garantia pública (1%, 1,25%, e 1,5% em créditos com prazo inferior a 1 ano, entre 1 e 3 anos, e entre 3 e 6 anos, respetivamente) se refletiram numa taxa de juro média de 1,4%, enquanto a mesma é de 3,6% para os créditos sem garantias públicas, e (ii) os bancos foram mais propensos a conceder crédito com garantias públicas a empresas a quem já concediam crédito, o que ajuda a explicar por que razão a utilização de garantias públicas atenua somente o efeito da reserva de capital de gestão na margem intensiva.

4 Impedimentos ao uso da reserva de capital de gestão

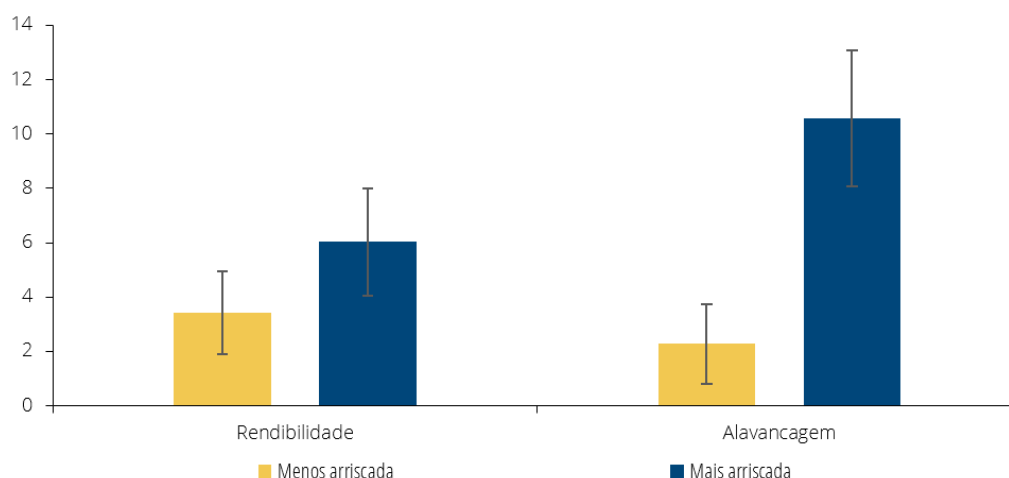
A pressão do mercado para manter ou mesmo aumentar os rácios de capital pode impedir os bancos de utilizarem as suas reservas de capital, especialmente, durante um período de crise (Behn et al., 2020, Schmitz et al., 2021, e Carvalho et al., 2022). Os custos de financiamento dos bancos podem aumentar se o mercado associar uma diminuição do rácio de capital durante uma crise com um aumento do risco de incumprimento. Assim, perante um choque adverso, para evitar o estigma do mercado, os bancos podem resistir a aumentar os ativos, em particular o crédito, e consequentemente podem reduzir a sua reserva de gestão.

Na presente análise, a disciplina de mercado é medida pelo rácio entre o financiamento de mercado do banco e o passivo total. Os resultados sugerem que quanto maior for a disciplina de mercado, maior é o impacto da reserva de capital de gestão na variação do crédito às empresas. Conforme mencionado anteriormente, os bancos com menor reserva de capital de gestão têm maior propensão para conceder crédito ao abrigo de garantias públicas. Contudo, observa-se que a disciplina de mercado mitiga este incentivo.

Outro potencial impedimento ao uso de reservas de capital é o aumento de aversão ao risco por parte dos bancos. Altunbas et al. (2017) documentam um elevado grau de heterogeneidade na aversão ao risco entre os bancos da área do euro, consistente com teorias que tratam os bancos como agentes avessos ao risco que operam em ambientes incertos (Sealey, 1980; Ratti, 1980; Ho e Saunders, 1981; Koppenhaver, 1985; e Angbazo, 1997). Avezum, Oliveira e Serra (2023) também concluíram que o efeito da reserva de capital de gestão no crescimento do crédito é mais forte para empresas consideradas mais arriscadas em termos de rendibilidade e alavancagem (Gráfico 3). A reserva de capital de gestão torna-se, assim, num fator ainda mais importante na concessão de crédito a empresas mais arriscadas em contexto de crise.

³ Para informação adicional sobre as análises de robustez efetuadas ver Avezum, Oliveira e Serra (2023).

Gráfico 3 • Efeito marginal estimado da reserva de capital de gestão no crescimento do crédito condicional ao risco da empresa | Em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O gráfico apresenta o impacto de um aumento na reserva de capital de gestão em magnitude igual ao seu desvio padrão (2,8 pp) na taxa de crescimento do crédito a uma empresa entre o período pré-COVID-19 (segundo trimestre ao quarto trimestre de 2019) e o período pós-choque COVID-19 (segundo trimestre ao quarto trimestre de 2020). Para a análise de rendibilidade, considera-se que empresas mais arriscadas, são as que têm um rácio de cobertura de juros menor do que 2 ou um EBITDA não positivo. Para a análise de alavancagem, as empresas mais arriscadas serão aquelas cujo rácio da dívida sobre os ativos é maior do que 1. Em todas as regressões, são incluídas variáveis de controlo ao nível dos bancos (rácio de financiamento de mercado sobre o total do passivo, o ponderador médio de risco, o rácio de capital mínimo regulamentar total, o logaritmo do total dos ativos, e o rácio de provisões sobre o total de ativos). Os intervalos de confiança a 99% são obtidos pelo método delta utilizando erros padrão calculados ao nível da indústria-localização-banco do mutuário. Os resultados apresentados são estatisticamente significativos ao nível de 1% se os intervalos de confiança não intersectarem o eixo horizontal.

5 Conclusões

Os bancos com maior reserva de capital de gestão concederam mais crédito no contexto do choque COVID-19, tendo assim utilizado as suas reservas de gestão para financiarem a economia. O efeito global positivo na oferta de crédito em resultado de maiores reservas de gestão foi impulsionado em grande parte pela margem extensiva (i.e. entrada e saída de clientes). Em contrapartida, o impacto das reservas de gestão foi negligenciável na margem intensiva (i.e., no que se refere à concessão de créditos a clientes já existentes antes do choque COVID-19). Esta divergência é explicada pela constatação de que as garantias públicas reforçaram o efeito positivo da reserva de capital de gestão sobre o crédito a novos clientes na margem extensiva, mas atenuaram o efeito na margem intensiva. Finalmente, conclui-se que o efeito positivo das reservas de capital de gestão sobre a variação do crédito aumenta com a disciplina de mercado a que os bancos estão sujeitos e com o risco ou a vulnerabilidade das empresas.

Referências

- Abboud, A. et al (2021). COVID-19 as a stress test: Assessing the bank regulatory framework. Available at SSRN 3965801.
- Adrian, T., & Shin, H. S. (2014). Procyclical leverage and value-at-risk. *The Review of Financial Studies*, 27(2), 373-403.
- Altunbas, Y., Manganelli, S., & Marques-Ibanez, D. (2017). Realized bank risk during the great recession. *Journal of Financial Intermediation*, 32, 29-44.
- Angbazo, L. (1997). Commercial bank net interest margins, default risk, interest-rate risk, and off-balance sheet banking. *Journal of Banking & Finance*, 21(1), 55-87.
- Avezum, L., Oliveira, V., and Serra, D. (2023). To use or not to use? Capital buffers and lending during a crisis. *Banco de Portugal, Working Papers*.
- Banco Central Europeu. (2020). Financial market pressure as an impediment to the usability of regulatory capital buffers. *Macroprudential Bulletin*, Issue 11. Outubro.
- Banco de Portugal (2020a). Carta Circular n.º CC/2020/00000017. <https://www.bportugal.pt/cartacircular/cc202000000017>
- Banco de Portugal (2021). *Relatório de Estabilidade Financeira*, junho.
- BCBS (2011), "Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems – revised version", Banco de Pagamentos Internacionais, junho.
- BCBS (2020a). "Basel Committee coordinates policy and supervisory response to COVID-19." Banco de Pagamentos Internacionais, março. <https://www.bis.org/press/p200320.htm>
- BCBS (2020b), "Basel Committee meets; discusses impact of COVID-19; reiterates guidance on buffers." Banco de Pagamentos Internacionais, junho. <https://www.bis.org/press/p200617.htm>
- Behn, M., Haselmann, R., & Wachtel, P. (2016). Procyclical capital regulation and lending. *The Journal of Finance*, 71(2), 919-956.
- Behn, M., Rancoita, E., e Rodriguez d'Acari, C. (2020), "Macroprudential capital buffers – objectives and usability", *Macroprudential Bulletin*, 11.
- Carvalho, H., Avezum, L., & Silva, F. (2022). The solvency and funding cost nexus – the role of market stigma for buffer usability. *Banco de Portugal, Working Papers*.
- Ho, T. S., & Saunders, A. (1981). The determinants of bank interest margins: theory and empirical evidence. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 16(4), 581-600.
- Kopenhagen, G. D. (1985). Bank funding risks, risk aversion, and the choice of futures hedging instrument. *The Journal of Finance*, 40(1), 241-255.
- Mateus, M., & Neugebauer, K. (2022). Stayin'alive? Government support measures in Portugal during the COVID-19 pandemic. *Banco de Portugal, Working Papers*.
- Ratti, R. A. (1980). Bank attitude toward risk, implicit rates of interest, and the behavior of an index of risk aversion for commercial banks. *The Quarterly Journal of Economics*, 95(2), 309-331.
- Repullo, R., & Suarez, J. (2013). The procyclical effects of bank capital regulation. *The Review of financial studies*, 26(2), 452-490.
- Schmitz, S., Nellessen, V., Posch, M., & Strobl, P. (2021). Buffer usability and potential stigma effects. *SUERF Policy Note*, (219).
- Sealey, C. W. (1980). Deposit rate-setting, risk aversion, and the theory of depository financial intermediaries. *The Journal of Finance*, 35(5), 1139-1154.

