

RELATÓRIO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA

Maio 2014



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA



RELATÓRIO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA

Maio 2014



BANCO DE
PORTUGAL
EUROSISTEMA

Lisboa, 2014 • www.bportugal.pt

Índice

ESTABILIDADE FINANCEIRA: DESENVOLVIMENTOS RECENTES E RISCOS

Apreciação global | **7**

1. Desenvolvimentos recentes | **13**

1.1. Enquadramento macroeconómico e financeiro da economia portuguesa | **13**

1.2. Situação patrimonial dos setores não financeiros | **20**

1.3. Situação patrimonial e prudencial dos setores financeiros | **28**

1.3.1. Setor bancário | **28**

1.3.2. Setor segurador | **38**

1.3.3. Fundos de pensões | **42**

1.3.4. Fundos de investimento | **43**

Caixa | Delimitação do perímetro de *shadow banking* (ótica de entidades) | **46**

2. Riscos para a estabilidade financeira | **51**

ARTIGOS

Estratégia e instrumentos da política macroprudencial | **65**

Um mecanismo de resolução para a União Bancária: fundamentos e configuração | **81**

João Freitas

Gestão da liquidez das empresas não financeiras portuguesas:
uma análise das restrições de financiamento | **115**

Luísa Farinha | Pedro Prego





ESTABILIDADE FINANCEIRA: DESENVOLVIMENTOS RECENTES E RISCOS

Apreciação global

1. Desenvolvimentos recentes
2. Riscos para a estabilidade financeira

Apreciação global

O presente Relatório de Estabilidade Financeira é publicado a pouco tempo do final do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) a Portugal. Decorridos três anos do seu início, é o momento para efetuar um balanço da atual situação, identificando os riscos, desafios e necessidades de ajustamento adicionais que a economia portuguesa, e em particular, o setor financeiro, ainda têm pela frente.

A integração de Portugal na área do euro permitiu que o acesso ao financiamento externo se fizesse a custo reduzido (refletindo o processo de convergência nominal e, em última instância, a eliminação do risco cambial), suprimindo virtualmente restrições de liquidez enfrentadas pelos setores residentes. Neste contexto, a atuação do setor financeiro facilitou o recurso acrescido a crédito por parte do setor privado não financeiro. Num ambiente de taxas de juro relativamente reduzidas, um conjunto significativo de projetos empresariais terá beneficiado de condições de financiamento especialmente favoráveis, sem que o setor financeiro tenha avaliado de forma totalmente adequada o potencial de criação de valor dos recursos utilizados e a sustentabilidade dos níveis de endividamento das empresas não financeiras. Adicionalmente, num quadro de revisão em alta do rendimento permanente das famílias, assistiu-se a uma redução da taxa de poupança do setor e uma promoção do crédito bancário, sobretudo para aquisição de habitação, por vezes sem prestar adequada atenção à capacidade de reembolso dos devedores.

Com o início da crise financeira e sua incidência progressiva no soberano, o setor público perdeu acesso aos mercados financeiros internacionais, passando o setor financeiro português a assegurar a satisfação das suas necessidades de financiamento. Este facto introduziu novas vulnerabilidades no setor financeiro.

A crise financeira internacional veio, assim, expor de forma muito evidente as vulnerabilidades da

economia portuguesa, decorrentes, em particular, do elevado nível de endividamento dos setores privado e público – traduzido numa posição devedora face ao exterior assinalável e num significativo desequilíbrio acumulado nas contas públicas –, e de um fraco ritmo de crescimento económico efetivo e potencial.

No âmbito do PAEF, foi definido um quadro de ajustamento para o setor bancário consistente com a correção dos desequilíbrios inerentes ao balanço do setor privado. Os bancos foram incentivados a proceder a uma desalavancagem ordenada dos seus balanços, salvaguardando a manutenção de um fluxo adequado de financiamento à economia, designadamente aos setores transacionáveis. No entanto, este processo terá também sido influenciado pelos desenvolvimentos económicos adversos, que induziram uma redução da procura de crédito e uma deterioração da sua qualidade. Ainda assim, os níveis de solvabilidade e liquidez do setor financeiro aumentaram significativamente durante este período.

O ajustamento observado no decurso do PAEF permitiu progressos importantes noutros domínios: a economia passou a registar capacidade de financiamento face ao exterior, as contas públicas foram objeto de um significativo ajustamento estrutural e adotaram-se algumas reformas estruturais. De facto, alguns dos desequilíbrios económicos que caracterizavam a economia portuguesa antes do PAEF, com reflexo na situação do setor financeiro, dado o papel de intermediação que o mesmo desempenha, têm vindo a ser corrigidos. No entanto, os progressos registados são insuficientes, como o presente relatório procura deixar claro, exigindo a continuação das reformas iniciadas durante o período de vigência do PAEF. Só assim será possível assegurar a desejável melhoria sustentada da economia e do nível de vida da população portuguesa.

A crise financeira global, que se acentuou com a falência do *Lehman Brothers* em 2008, e se reforçou posteriormente com a crise do

risco soberano na área do euro, envolveu uma profunda reavaliação de riscos por parte dos investidores internacionais, num quadro de grande aumento da incerteza. Neste contexto, a conjugação de níveis elevados de endividamento e de crescimento potencial reduzido de algumas economias veio suscitar dúvidas sobre a situação de liquidez e solvabilidade de numerosos agentes dos diferentes setores institucionais. Observou-se, assim, uma diminuição abrupta dos fluxos financeiros na área do euro, designadamente provenientes dos países *core* / superavitários em direção aos países periféricos / deficitários, a par de um aumento significativo dos *spreads* da dívida destes últimos. Em Portugal, o setor público foi o alvo mais específico desta reavaliação de risco, dados a evolução das contas públicas, marcada por défices constantes e dívida crescente, e o peso dominante que nesta representavam os investidores internacionais. Em ligação com estes desenvolvimentos, o sistema financeiro, que atingiu elevados níveis de alavancagem no período que precedeu a crise, foi também especialmente afetado, perdendo o acesso aos mercados internacionais de dívida por grosso.

A perda do acesso dos agentes residentes aos mercados financeiros internacionais tornou inevitável o pedido de assistência financeira internacional do governo português no início de abril de 2011. O PAEF visou a correção dos desequilíbrios das finanças públicas, a desalavancagem ordenada do setor privado, incluindo o setor financeiro, e uma atuação ao nível das vulnerabilidades estruturais que condicionam o crescimento potencial da economia. Num enquadramento internacional caracterizado pela fragmentação dos mercados financeiros na área do euro e por níveis elevados de incerteza relacionados com a crise da dívida soberana, o PAEF permitiu também que os setores residentes beneficiassem de financiamento externo estável.

No decurso do período de vigência do PAEF, a conjuntura macroeconómica e financeira

contribuiu para um aumento significativo dos níveis de incumprimento do crédito – e, consequentemente, das imparidades reconhecidas pelos bancos nos respetivos balanços –, e para a diminuição expressiva dos níveis de rentabilidade do setor bancário. Para este resultado concorreu igualmente a adoção, no passado, de medidas de avaliação de risco insuficientemente conservadoras por parte dos bancos, bem como a sua excessiva exposição ao setor não transacionável, nomeadamente imobiliário (indissociável do forte crescimento do peso deste setor na economia portuguesa nas últimas décadas). Em paralelo com este impacto, resultante da materialização do risco de crédito, a rentabilidade dos bancos foi também fortemente afetada pelo significativo aumento dos custos de financiamento (face aos referenciais do mercado monetário do euro utilizados como indexantes na concessão de crédito) e consequente estreitamento acentuado da margem financeira. Estes impactos foram ampliados pelo já referido grau elevado de alavancagem do sistema financeiro, espelho do elevado nível de endividamento dos restantes setores da economia.

Com o objetivo de aumentar a transparência e promover a confiança no setor bancário, foram tomadas medidas a nível nacional, que, enquadradas por decisões a nível europeu, em particular da área do euro, permitiram melhorar a resiliência do setor bancário, garantindo níveis de liquidez e de capital compatíveis com a execução regular da sua função de intermediação financeira.

Em matéria de solvabilidade, foram tomadas medidas visando um reforço significativo do capital dos bancos, através de requisitos regulamentares mais exigentes, impostos pela *European Banking Authority* (EBA) e pelo Banco de Portugal. Em consequência, o rácio *Core Tier 1* foi significativamente reforçado ao longo da vigência do PAEF, atingindo 12,3 por cento no final de 2013.

Este reforço refletiu a progressiva redução dos requisitos de capital, associada ao processo

de desalavancagem do balanço dos bancos. Refletiu também, de forma mais marcada em 2012, o aumento dos fundos próprios, associado a um conjunto de operações de recapitalização, por intermédio de investidores privados e de fundos públicos. A este propósito refira-se que o apoio público à recapitalização dos bancos se cifrou em cerca de 6500 milhões de euros, dos quais 5600 milhões de euros por via do recurso ao mecanismo de apoio à solvabilidade bancária, criado no contexto do PAEF. O montante total desta linha de apoio era de 12 000 milhões de euros, pelo que permanecem disponíveis 6400 milhões de euros para fazer face a contingências. Importa também ter presente que este tipo de apoio ocorreu em diversos países europeus e que o reembolso do apoio concedido em Portugal foi já iniciado por dois dos bancos beneficiários (totalizando já cerca de 1400 milhões de euros).

Em termos de liquidez, assistiu-se ao longo dos três anos do PAEF a uma melhoria significativa, associada a uma evolução positiva dos depósitos e à atuação do BCE através de medidas convencionais e não convencionais de política monetária. A evolução dos depósitos teve um papel central no processo de ajustamento das fontes de financiamento do sistema bancário, contribuindo para uma estrutura mais sustentável e menos sensível a alterações na perceção de risco por parte dos investidores internacionais. Este aumento dos depósitos, em simultâneo com a redução de crédito em carteira, permitiu reduzir significativamente o rácio entre crédito e depósitos, de 158 por cento no final de 2010, para 117 por cento no final de 2013.

São também de destacar progressos ao nível do modelo de supervisão. Neste domínio, os principais objetivos prosseguidos consistiram na melhoria da avaliação de risco das instituições e na promoção de práticas adequadas de gestão, visando assegurar, em última instância, o cumprimento do papel central do sistema bancário enquanto intermediário entre a poupança e o financiamento da economia.

A estratégia adotada foi integrada e desenvolvida, a partir de 2011, no contexto do PAEF, tendo abrangido, para os oito maiores grupos nacionais, i) auditorias externas às carteiras de crédito, incluindo uma dedicada aos setores da construção e promoção imobiliária e outra às “maiores exposições”; ii) a verificação dos métodos utilizados para avaliação de risco; iii) a avaliação das metodologias utilizadas nos testes de esforço; iv) um exercício de reavaliação de imóveis adquiridos em reembolso de crédito próprio; e v) a avaliação dos procedimentos de gestão de créditos problemáticos, em especial no que se refere a empréstimos concedidos a empresas não financeiras. Em resultado destes programas o registo de imparidades por parte dos bancos aumentou significativamente, o que tornou necessário um reforço expressivo de fundos próprios, tal como enunciado anteriormente.

Ao nível do enquadramento regulamentar, refira-se que o quadro jurídico em que o Banco de Portugal desenvolve a sua atividade de supervisão tem vindo a ser aperfeiçoado, em linha com os desenvolvimentos observados a nível internacional. O Banco foi formalmente designado como autoridade macroprudencial e de resolução, tendo também vindo a desempenhar um papel ativo na preparação da União Bancária.

O ajustamento e reforço da resiliência do setor bancário foram significativos e possibilitaram a manutenção da estabilidade financeira. Ao mesmo tempo, a importante desalavancagem registada pelo setor bancário no decurso do PAEF refletiu e impulsionou a correção dos desequilíbrios económicos e financeiros dos restantes setores da economia portuguesa.

Com a execução do PAEF, Portugal registou progressos importantes na correção dos seus desequilíbrios estruturais, recuperou credibilidade externa e regressou ao financiamento nos mercados internacionais. A situação positiva nas contas externas – isto é, uma capacidade de financiamento sobre o exterior – permitiu encetar uma redução gradual do

endividamento externo da economia portuguesa; no entanto, não só a manutenção daquela capacidade de financiamento não está garantida, como o ajustamento conseguido até ao momento é insuficiente para dispensar o país da necessidade de ter refinarciado os ainda elevados níveis de endividamento dos setores público e privado.

Neste contexto, a continuação da correção dos desequilíbrios macroeconómicos e financeiros e o acesso ao financiamento externo manter-se-ão como condições necessárias para o crescimento da economia portuguesa. Estas duas condições estão estritamente relacionadas entre si: por um lado, assegurar que esse financiamento ocorre em condições sustentáveis é um fator essencial para garantir a estabilidade financeira e, de forma articulada, permitir a diluição no tempo do esforço de ajustamento dos desequilíbrios acumulados, minimizando o seu impacto social; por outro lado, assegurar o financiamento da economia em condições sustentáveis exige a consolidação e reforço dos progressos alcançados na correção dos desequilíbrios. Esta exigência é particularmente sensível no contexto de saída do PAEF, caracterizado por uma elevada incerteza sobre as condições que, sobretudo, o Estado e o setor bancário irão obter na colocação de nova dívida nos mercados financeiros internacionais. A preservação de condições favoráveis de acesso aos mercados exige políticas credíveis, compatíveis com o reforço da competitividade e do equilíbrio externo e baseadas na disciplina financeira do setor público, num setor financeiro robusto, e no reforço de reformas estruturais indispensáveis a um crescimento económico sustentável.

Deste modo, é importante que o final do PAEF não crie a ilusão de que é possível um abrandamento do processo de ajustamento, em particular das finanças públicas. Esta situação, a ocorrer, afetaria a perceção dos mercados sobre o comprometimento das autoridades no esforço de correção dos desequilíbrios estruturais da economia portuguesa, podendo pôr

em causa de forma duradoura a credibilidade externa. A médio prazo, este cenário implicaria prémios de risco acrescidos na dívida dos setores residentes e, assim, um ajustamento mais intenso a nível orçamental, com maior impacto em termos da perda de rendimento dos setores residentes. Num contexto de excessivo endividamento, esta perda de rendimento implicaria maior dificuldade no cumprimento efetivo das respetivas responsabilidades de crédito, tendo impacto sobre as imparidades do sistema bancário, condicionando de uma forma geral a rentabilidade e solidez das instituições financeiras.

A necessidade de consolidação e reforço dos progressos alcançados é extensível ao setor privado não financeiro. O seu elevado endividamento constitui um importante risco para a estabilidade financeira e para a recuperação da atividade económica, afetando a celeridade do processo de correção dos desequilíbrios macroeconómicos, já de si dificultado pelo contexto de expectativas de inflação reduzidas. No caso dos particulares, é importante consolidar a evolução positiva da taxa de poupança e o aumento da capacidade de financiamento. Tal permitirá sustentar o investimento produtivo necessário à recuperação de um crescimento potencial robusto não comprometendo o equilíbrio externo. As empresas não financeiras terão de reduzir o nível excessivo de endividamento e reforçar os seus níveis de capitalização, tornando-se financeiramente mais sólidas, capazes de enfrentar ambientes cada vez mais competitivos e de promover o investimento necessário para consolidar a recuperação da economia.

O setor financeiro continuará também a enfrentar um conjunto de importantes desafios. No contexto da saída do PAEF e da criação do Mecanismo Único de Supervisão (*Single Supervisory Mechanism*, SSM), o sistema bancário deverá continuar a reduzir a sua ainda elevada dependência do financiamento junto do Eurosistema e gerir o seu regresso aos mercados obrigacionistas e de capitais. Em paralelo, os níveis baixos de rentabilidade implicam um

esforço continuado das instituições de redução dos custos operacionais e de procura de investidores de referência.

Estes desafios são tanto mais prementes quanto o contexto regulamentar e concorrencial em que o setor se insere está em profunda transformação. A nível regulamentar, apesar do contributo positivo para a estabilidade financeira das alterações perspectivadas, a adoção simultânea dum vasto e complexo conjunto de novas regras vai envolver riscos operacionais e induzir o ajustamento de comportamentos, podendo gerar algumas perturbações no curto prazo. São de salientar as regras associadas à criação da União Bancária e a regulamentação comunitária respeitante aos processos de resolução (*Bank Recovery and Resolution Directive* e o *Single Resolution Mechanism*). Também a incerteza associada à interação entre a política monetária e a política macroprudencial, em particular no que diz respeito aos efeitos sobre os rácios de liquidez e/ou alavancagem introduzidos pela CRD IV/CRR, constitui um desafio para o sistema. Ainda no âmbito da entrada em vigor desta regulamentação, será necessário atuar no sentido do reforço dos fundos próprios por parte dos bancos nacionais, designadamente nas componentes de instrumentos de *Tier 2*, para os quais o mercado começa a dar sinais de abertura, e numa segunda fase, na emissão de instrumentos de *Additional Tier 1*, tendo presente que neste caso o mercado se mantém ainda pouco recetivo.

Em termos mais prospetivos, acresce que, no quadro da União Bancária, o modelo de negócio bancário irá certamente diferir do atual. A concorrência pelos melhores clientes será acrescida, privilegiando as instituições mais eficientes. As restantes poderão ver-se remetidas para exposições de pior qualidade, o que penalizará a sua rentabilidade e potencial de crescimento.

Finalmente, é importante salientar que a estabilidade financeira pode também ser afetada pela materialização de riscos macroeconómicos.

A economia portuguesa mostra sinais de recuperação, mas esta permanece moderada e, naturalmente, muito dependente da envolvente externa. A manutenção das exportações como um forte motor de crescimento da economia é fundamental para consolidar o reequilíbrio das contas externas, o que requer a continuação da realocação de recursos para os setores transacionáveis, a redução dos custos de contexto e o reforço do investimento nestes setores. É, assim, essencial prosseguir as reformas estruturais iniciadas durante o período de vigência do PAEF, com vista a criar um quadro de incentivos para a atuação dos agentes económicos que induza um maior crescimento potencial da economia, fator fundamental para assegurar a sustentabilidade da dívida e a estabilidade financeira. Será crucial que os agentes económicos residentes interiorizem que as reformas refletem uma necessidade absoluta de salvaguardar equilíbrios económicos e financeiros fundamentais, numa perspetiva intertemporal, e não uma qualquer imposição externa.

1. Desenvolvimentos recentes

1.1. Enquadramento macroeconómico e financeiro da economia portuguesa

A atividade económica em Portugal reduziu-se em média anual em 2013, mas evidenciou sinais de recuperação a partir do segundo trimestre do ano

A atividade económica em Portugal registou em 2013 uma redução, em termos médios anuais, de 1,4 por cento (Quadro 1). Esta redução foi menor do que a observada em 2012, registando-se, em termos intra-anuais, uma evolução positiva a partir do segundo trimestre de 2013.

A evolução anual do PIB resultou, por um lado, da contração do consumo e do investimento de todos os setores institucionais, contrabalançada, em parte, por algum estímulo da procura externa refletido no excedente da balança

comercial. Por sua vez, a alteração da tendência do PIB em termos intra-anuais resultou da trajetória positiva da procura interna a partir do segundo trimestre de 2013, tendo-se registado um crescimento homólogo no último trimestre do ano. Em termos de média anual, a taxa de desemprego fixou-se em 16,3 por cento, o que representa um aumento de 0,6 pontos percentuais (p.p.) em relação a 2012, mas com um perfil decrescente ao longo do ano. No que se refere à taxa de inflação, a variação média anual dos preços no consumidor foi de 0,4 por cento, (2,8 por cento em 2012) tendo apresentado uma trajetória descendente ao longo do ano.

O enquadramento internacional foi semelhante ao observado em anos anteriores, caracterizado por um fraco crescimento económico mundial, políticas monetárias acomodáticas, níveis relevantes de incerteza e fragmentação nos mercados financeiros, embora se tenham observado alguns sinais de crescimento na segunda metade do ano.

Quadro 1 • PIB e principais componentes da despesa | Taxa de variação homóloga em volume, (salvo indicação em contrário)

	Em % do PIB	Em percentagem							
		2011	2012	2013	2012 T4	2013			
						T1	T2	T3	T4
PIB	100	-1,3	-3,2	-1,4	-3,8	-4,0	-2,0	-0,9	1,7
Procura interna	99	-5,1	-6,6	-2,6	-4,4	-5,9	-2,9	-1,5	0,1
Consumo privado	65	-3,3	-5,3	-1,7	-5,1	-4,0	-2,3	-0,9	0,6
Consumo público	19	-5,0	-4,7	-1,8	-3,8	-3,2	-2,3	-1,3	0,1
Investimento	15	-11,1	-13,4	-7,3	-2,4	-16,1	-6,2	-4,4	-1,8
FBCF	15	-10,5	-14,4	-6,6	-12,4	-16,2	-6,2	-5,1	2,7
Variação de existências ^(a)		-0,2	0,1	-0,1	1,8	0,1	0,0	0,1	-0,7
Exportações	41	6,9	3,2	6,1	0,2	0,7	7,4	7,2	9,4
Importações	40	-5,3	-6,6	2,8	-1,6	-4,4	5,2	5,5	5,2
Contributo da procura interna ^(a)		-5,5	-6,9	-2,6	-4,4	-6,0	-2,9	-1,5	0,1
Contributo das exportações ^(a)		2,2	1,1	2,3	0,1	0,3	2,7	2,7	3,5
Contributo das importações ^(a)		2,2	2,6	-1,1	0,6	1,7	-1,9	-2,1	-2,0

Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

(a) Contributo para a taxa de variação real do PIB, em pontos percentuais.

O défice orçamental situou-se nos 4,9 por cento do PIB em 2013 (6,4 por cento em 2012) – valor abaixo do objetivo acordado no âmbito da sétima avaliação do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) – associado a um esforço de consolidação orçamental¹ estimado de 1,5 por cento do PIB (3,2 por cento em 2012). Tal resultou essencialmente de um aumento da tributação sobre as famílias, parcialmente compensado pela reposição dos subsídios de férias e de natal dos funcionários públicos e pensionistas, e de um impacto, embora limitado, de medidas de natureza temporária.

Por sua vez, a redução média anual do consumo privado esteve em linha com a evolução do rendimento disponível das famílias, condicionado pelo aumento da tributação direta. A diminuição do consumo foi mais acentuada na componente de bens não duradouros, e traduziu-se num novo aumento da taxa de poupança, contribuindo positivamente para a continuação da redução do nível de endividamento. Apesar da aceleração progressiva do consumo a partir do segundo trimestre de 2013, a taxa de poupança continua a situar-se significativamente acima dos valores registados no período anterior ao início da crise, o que traduz uma tendência de reequilíbrio da situação financeira das famílias, num contexto em que o nível de endividamento do setor permanece elevado.

A recuperação da FBCF empresarial assentou nas componentes de Material de transporte e Outras máquinas e equipamentos. A FBCF em construção manteve taxas de variação negativas, ainda que observando uma evolução ascendente ao longo do ano. A contração anual desta atividade insere-se na tendência de estabilização do parque habitacional, iniciada previamente ao PAEF.

Refira-se que a evolução da atividade económica foi diferenciada em termos setoriais, evidenciando uma reafetação de recursos em benefício dos setores transacionáveis. Por um lado, a contração foi mais marcada em setores tradicionalmente orientados para o mercado interno como é o caso da construção, serviços financeiros e serviços prestados pelo setor

público. Por outro lado, o crescimento foi visível em setores como os serviços de comércio a retalho, restauração e alojamento, os quais terão também beneficiado do crescimento do turismo proveniente do exterior em Portugal. A indústria transformadora apresentou uma ligeira queda da atividade em termos médios anuais, embora tenha registado um aumento da atividade ao longo do ano.

Esta heterogeneidade caracterizou também o crédito concedido às sociedades não financeiras, com uma evolução mais penalizadora para as pequenas e médias empresas e para os setores tradicionalmente não transacionáveis, como a construção e atividades imobiliárias. Em termos agregados, o crédito bancário registou uma ligeira redução em 2013, inferior à registada em anos anteriores. As taxas de juro bancárias aplicadas aos empréstimos, embora verificando uma tendência de redução gradual, mantiveram-se condicionadas por uma elevada perceção de risco na economia portuguesa e pelo ainda elevado custo de financiamento enfrentado pelos bancos nacionais (em parte justificada pela fragmentação financeira referida anteriormente).

Ainda que diminuindo face a 2012, o contributo das exportações, líquidas de importações, para a variação do PIB manteve-se positivo. Num enquadramento de fraco dinamismo da procura externa, o aumento das exportações reflete um assinalável ganho de quota de mercado das empresas portuguesas nos últimos anos. Em termos de evolução da balança comercial, o crescimento das exportações foi atenuado parcialmente pelas importações, as quais apresentaram em 2013 um crescimento após dois anos de redução. Esta evolução poderá estar relacionada não apenas com a recuperação da procura agregada (designadamente o consumo), mas também com a própria recomposição da mesma, baseada num aumento das componentes com maior conteúdo importado, como é o caso do investimento em máquinas e material de transporte.

Em resultado destes desenvolvimentos, a economia Portuguesa registou em 2013 uma capacidade de financiamento, medida pelo

saldo conjunto das balanças corrente e de capital, de 2,6 por cento do PIB, aumentando 2,3 pontos percentuais face a 2012.

As projeções para a economia portuguesa apontam para uma recuperação gradual da atividade nos próximos anos, em linha com a evolução observada a partir do segundo trimestre de 2013, para um ritmo de crescimento próximo do projetado para a área do euro².

O crescimento económico a nível mundial manteve-se fraco em 2013, apresentando sinais de crescimento na segunda metade do ano, com perspectivas de intensificação em 2014

Em 2013, manteve-se o abrandamento da atividade económica a nível global evidenciado no ano anterior. As economias avançadas continuaram a ser penalizadas pela reduzida procura interna, num contexto generalizado de elevado desemprego e de adoção de medidas de consolidação das contas públicas em alguns países europeus. Por sua vez, as economias emergentes foram afetadas pela diminuição da procura nas economias avançadas e, em alguns casos, pelas intervenções das autoridades, perante a existência de riscos para a estabilidade financeira relacionados com os movimentos de capital internacionais. De referir ainda alguma instabilidade de cariz político que poderá ter repercussões económicas.

A partir da segunda metade de 2013, surgiram sinais de maior crescimento económico em algumas zonas do globo, nomeadamente nos EUA e na área do euro. Na área do euro, assistiu-se ao início duma recuperação moderada da atividade económica, em resultado essencialmente da robustez da economia alemã e da recuperação gradual das economias sob pressão. Esta recuperação foi coincidente com a atenuação considerável dos riscos associados à crise da dívida soberana, visível na evolução dos *spreads* inerente à dívida soberana das referidas economias e nas perspectivas mais favoráveis das contas públicas.

O ano foi também caracterizado pela manutenção de baixas pressões inflacionistas a nível global. Na área do euro, a taxa de inflação média anual foi de 1,4 por cento (2,5 por cento em 2012), apresentando uma tendência de descida ao longo do ano (passando de 2,0 por cento em janeiro para 0,8 por cento em dezembro), refletindo o fraco crescimento económico, as condições adversas nos mercados de trabalho, a apreciação do euro e a descida dos preços dos produtos energéticos, em particular o petróleo. Não obstante, a evidência disponível sugere que as expectativas de inflação de longo prazo se mantiveram ancoradas em torno do objetivo de estabilidade de preços do Banco Central Europeu (BCE).

Neste enquadramento, as previsões do Fundo Monetário Internacional (FMI) apontam para um crescimento do PIB mundial de 3,6 por cento em 2014 (Quadro 2). Estas previsões têm em consideração os sinais de melhoria ao nível do emprego e dos mercados financeiros e a manutenção de políticas monetárias acomodáticas nas principais economias.

Quadro 2 • PIB – taxa de variação em volume

	Em percentagem			
	2012	2013	2014p	2015p
Economia Mundial	3,2	3,0	3,6	3,9
Economias avançadas	1,4	1,3	2,2	2,3
EUA	2,8	1,9	2,8	3,0
Área do euro	-0,7	-0,5	1,2	1,5
Alemanha	0,9	0,5	1,7	1,6
França	0,0	0,3	1,0	1,5
Itália	-2,4	-1,9	0,6	1,1
Espanha	-1,6	-1,2	0,9	1,0
Japão	1,4	1,5	1,4	1,0
Reino Unido	0,3	1,8	2,9	2,5
Canadá	1,7	2,0	2,3	2,4
Economias emergentes	5,0	4,7	4,9	5,3
China	7,7	7,7	7,5	7,3
Brasil	1,0	2,3	1,8	2,7
Rússia	3,4	1,3	1,3	2,3

Fonte: FMI (*World Economic Outlook*, abril 2014).

Nota: p - previsão.

A política monetária manteve-se acomodatória nas principais economias avançadas, apesar do início do processo de redução do montante de compras mensais de ativos pela Reserva Federal norte-americana

Em 2013 manteve-se o caráter acomodatório da política monetária nas principais economias (Gráfico 1), num contexto caracterizado por um fraco crescimento económico e pela ausência de pressões inflacionistas a nível global.

Na reunião de política monetária de dezembro, a Reserva Federal norte-americana (*Fed*) anunciou o início da redução da compra mensal de ativos a partir de janeiro de 2014, a par da intenção de manter a taxa de referência em níveis baixos (entre 0,0 por cento e 0,25 por cento).

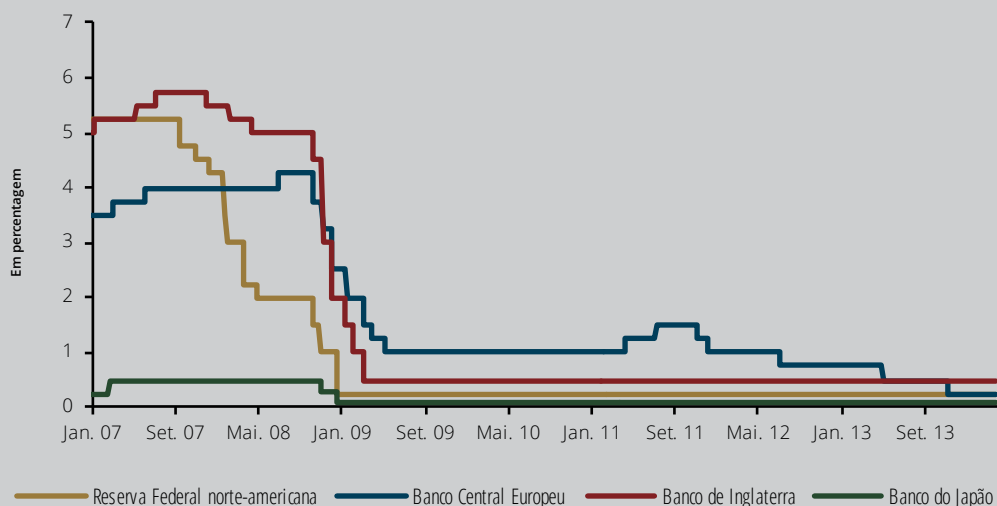
No Japão, existe a expectativa de que a política expansionista possa vir a ser reforçada até ao final de 2014, caso seja necessário contrabalançar o impacto do aumento do IVA, ocorrido em abril de 2014, no dinamismo da economia.

No que diz respeito aos mercados emergentes, observaram-se subidas de taxas de juro em grande parte dos países, procurando precaver a fuga de capitais associada ao início da redução de compras pela *Fed* e a períodos de tensão em alguns destes mercados.

Na área do euro, o BCE reiterou uma orientação explícita sobre a manutenção das taxas de juro em níveis baixos por um período prolongado. Desta forma, em final de 2013, a taxa *repo* permaneceu em 0,25 por cento, as taxas de facilidade de cedência em 0,75 por cento e a de depósito em 0,0 por cento. Paralelamente, tem-se reforçado, entre os participantes de mercado, a expectativa de adoção de novas medidas de estímulo monetário, perante a redução do excesso de liquidez no Eurosistema e a possibilidade de manutenção da taxa de inflação a níveis baixos por um período prolongado. Também ao nível da transmissão do estímulo monetário à economia, será relevante a plena concretização da União Bancária, a qual deverá contribuir para minorar as debilidades que persistem a este nível (nomeadamente a segmentação nos mercados financeiros), evitando a contaminação da confiança no sistema financeiro europeu pelo risco soberano.

Gráfico 1 •
Taxas de juro
diretoras dos
principais bancos
centrais

Fonte: Bloomberg.



No mercado obrigacionista, predominou mais recentemente o movimento de descida das taxas de rendibilidade nos EUA e na Alemanha, após uma subida acentuada no final de 2013

A evolução das taxas de rendibilidade nos mercados obrigacionistas foi condicionada, ao longo de 2013, pelo sentimento de mercado mais positivo, acompanhado por uma menor aversão ao risco e suportado pelas perspetivas mais favoráveis quanto à evolução da atividade económica e à resolução da crise da dívida soberana na área do euro. Este sentimento induziu uma subida das taxas de rendibilidade dos títulos de dívida pública alemã e, sobretudo, norte-americana, acentuada, neste caso, pela perspetiva de redução gradual da compra de ativos pela *Fed* (Gráfico 2).

Contudo, nos primeiros meses de 2014, assistiu-se a uma correção parcial deste movimento, tendo a evolução dos preços sido condicionada pela perspetiva de que a política monetária nas principais economias irá permanecer acomodatória, bem como pelo aumento pontual

da aversão ao risco, perante desenvolvimentos negativos em alguns mercados emergentes.

Os diferenciais de taxas de juro na maioria dos países da área do euro face à Alemanha comprimiram-se

Ao longo de 2013, a perceção de risco dos países mais afetados pela crise da dívida soberana na área do euro melhorou significativamente, beneficiando dos progressos nos respetivos processos de ajustamento económico e financeiro. Neste contexto, e no quadro geral dum sentimento mais positivo do mercado e de procura de títulos com maior rendimento, assistiu-se a uma expressiva compressão de *spreads* face aos mercados *core* (Gráfico 3 e Gráfico 4), ao longo de toda a curva de rendimentos.

A Irlanda e a Espanha finalizaram os respetivos programas de assistência financeira (no caso de Espanha, direcionado apenas aos bancos) sem necessidade de novo apoio por parte das autoridades internacionais. Nesta envolvente, as taxas de rendibilidade dos títulos a dois e a dez anos atingiram valores historicamente baixos.

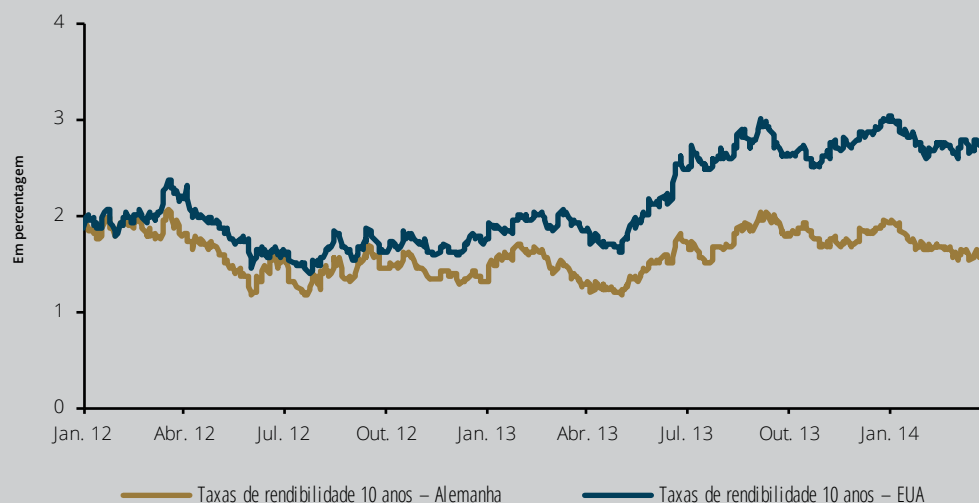


Gráfico 2 •
Taxas de rendibilidade da dívida pública a dez anos

Fonte: Bloomberg.

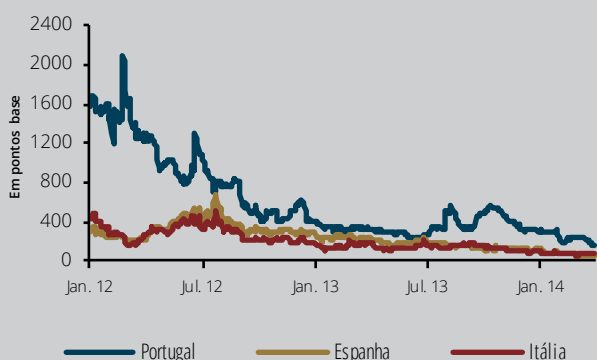
Têm-se registado ganhos expressivos nos mercados acionistas nas economias avançadas

Os principais índices de ações das economias avançadas registaram ganhos, com destaque para os máximos históricos nos EUA e na Alemanha (Gráfico 5), a beneficiarem de um contexto macroeconómico e de uma política monetária favoráveis, da melhoria dos resultados das empresas em 2013 e de algum desanuviar dos focos de tensão geopolítica no final do ano. No primeiro trimestre de 2014, o conflito na Crimeia e o envolvimento da comunidade

internacional trouxe alguma incerteza e volatilidade aos mercados acionistas, não impedindo todavia que fossem atingidos novos máximos históricos, designadamente pelo principal índice norte-americano.

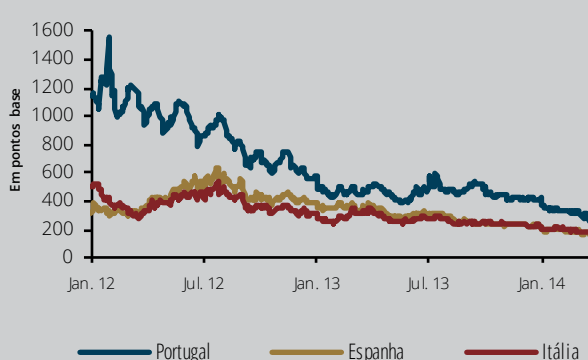
O Estado português tem prosseguido, com sucesso, a estratégia de antecipação do financiamento das necessidades orçamentais, num contexto de melhoria da perceção de risco associado ao país

Gráfico 3 • Taxas de rendibilidade de dívida pública a dois anos | Diferenciais face à Alemanha



Fonte: Bloomberg.

Gráfico 4 • Taxas de rendibilidade de dívida pública a dez anos | Diferenciais face à Alemanha



Fonte: Bloomberg.

Gráfico 5 • Índices acionistas

Fonte: Bloomberg.



O contexto internacional mais favorável e os desenvolvimentos positivos a nível da crise da dívida soberana na área do euro tornaram o mercado de capitais português mais apetecível aos investidores internacionais. Beneficiou igualmente de uma apreciação mais favorável das agências de *rating* quanto à situação financeira do país, alicerçada na divulgação de indicadores económicos e resultados orçamentais positivos.

Este contexto de atenuação das tensões nos mercados financeiros permitiu às autoridades portuguesas desenvolver uma estratégia de financiamento antecipado das suas necessidades orçamentais, através de emissões sindicadas de Obrigações do Tesouro a cinco e a dez anos, registando-se uma procura várias vezes superior à oferta. Foi também realizada uma operação de troca de Obrigações do Tesouro com vencimento em 2014 e 2015 por outras com vencimento em 2017 e 2018, aliviando, deste modo, o peso dos reembolsos de títulos nos anos mais próximos. Refira-se também a realização de uma operação de recompra de dívida com vencimento em 2015, cujo montante atingiu apenas 50 milhões de euros, o que foi interpretado pelo mercado como um sinal de confiança dos investidores na detenção de dívida pública portuguesa. Finalmente, já em abril de 2014, teve lugar uma emissão não sindicada de Obrigações do Tesouro a dez anos, tendo-se obtido uma taxa historicamente

reduzida. Todas estas operações constituíram etapas muito importantes para consolidar a estratégia de pleno regresso ao mercado.

Esta melhoria da perceção de risco associado ao país foi também visível no mercado secundário, com uma descida das taxas de rendibilidade em todos os prazos da curva de rendimentos (Gráfico 6), com uma diminuição significativa dos diferenciais face à Alemanha. As taxas de rendibilidade das Obrigações do Tesouro a cinco e a dez anos quebraram inclusivamente níveis importantes, ao registarem valores abaixo de três e quatro por cento, respetivamente, o que não se verificava desde janeiro de 2010. Também as condições de negociação no mercado secundário evidenciaram sinais de melhoria, com o aumento do volume de títulos transacionados e uma redução do diferencial entre o preço de compra e venda (*bid-offer spread*).

No mercado acionista observou-se uma forte valorização do setor financeiro português

O cenário favorável às aplicações financeiras em Portugal também beneficiou o segmento acionista, observando-se uma expressiva valorização do índice bolsista PSI20 ao longo dos últimos meses, que excedeu a dos índices da maioria dos países da área do euro. É de assinalar a

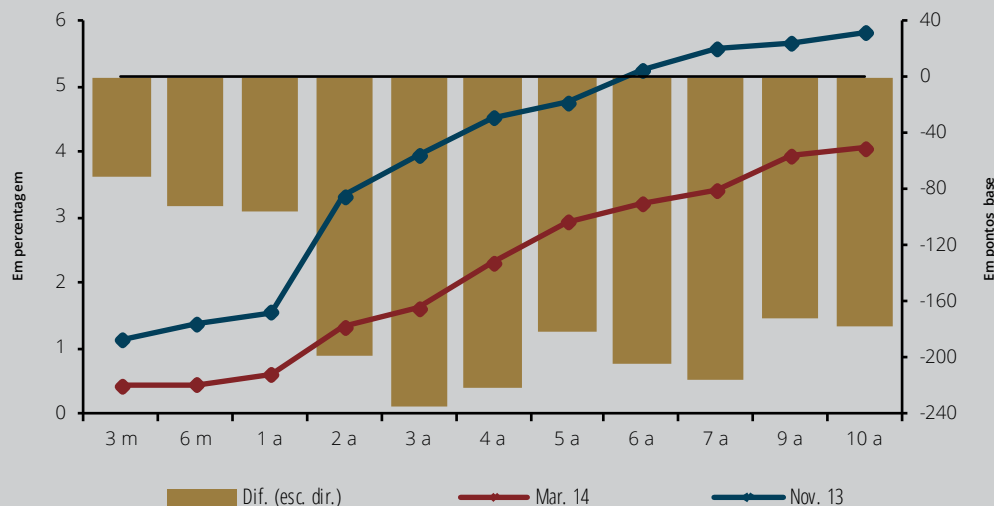


Gráfico 6 •
Curva de rendimentos em Portugal

Fonte: Bloomberg.

evolução positiva do índice financeiro, suportada, por um lado, pela divulgação de resultados de alguns bancos, que sinalizaram melhorias no produto bancário e na margem financeira e, por outro, pelo efetivo retorno aos mercados de alguns bancos portugueses (Gráfico 7).

Com efeito, um conjunto de bancos portugueses regressou ao mercado de capitais, revelando uma capacidade crescente de financiamento a taxas mais baixas, concretizada em diferentes tipos de emissão (colateralizada e não colateralizada). Para esta evolução contribuiu uma forte redução do risco de crédito dos bancos portugueses, medido pelos preços dos *Credit Default Swaps*, que atingiram os valores mais baixos desde 2010 (Gráfico 8). Refira-se que as emissões dos bancos terão beneficiado de um sentimento favorável de mercado, também associado às emissões bem sucedidas do Estado português.

1.2. Situação patrimonial dos setores não financeiros

A capacidade de financiamento dos particulares continuou a aumentar, em 2013, refletindo o crescimento da poupança e a redução, embora ligeira, do investimento

Em 2013, a capacidade de financiamento dos particulares ascendeu a 6,8 por cento do PIB (6,4 por cento, no ano anterior), o que refletiu essencialmente o acréscimo da taxa de poupança (de 8,9 por cento para 9,3 por cento do PIB) e a redução da aquisição líquida de ativos reais (2,8 por cento do PIB, após três por cento em 2012)³ (Gráfico 9). A taxa de poupança atingiu um valor máximo, desde o início da área do euro, tanto em nível, como em percentagem do PIB e do rendimento disponível, aproximando-se da média da área do euro⁴.

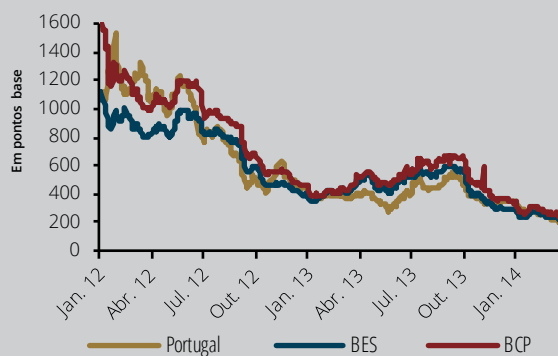
Em 2013, os juros líquidos continuaram a contribuir positivamente para a variação do rendimento dos particulares, ainda que em menor grau do que no ano anterior. Quer os juros pagos quer os juros recebidos diminuíram, em linha com a descida das taxas de juro do mercado monetário, tendo a variação absoluta sido superior no caso dos primeiros⁵. A redução nos juros pagos reflete, por um lado, a diminuição do saldo da dívida dos particulares e, por outro, o facto de a larga maioria dos empréstimos à habitação vivos (que constitui a parcela mais importante da dívida das famílias) ser contratada a taxa variável e com *spreads* fixos. No caso dos juros recebidos, a descida das taxas do mercado monetário reflete-se mais lentamente do que no caso dos empréstimos, visto que a maioria dos depósitos (ativos predominantes entre os que pagam juros) é contratada a taxa fixa⁶.

Gráfico 7 • Índices acionistas de Portugal



Fonte: Bloomberg.

Gráfico 8 • *Credit Default Swap* | *Spreads* a cinco anos



Fonte: Bloomberg.

A capacidade de financiamento dos particulares traduziu-se na continuação da amortização líquida de dívida deste setor

A capacidade de financiamento dos particulares, em 2013, traduziu-se simultaneamente na continuação da amortização líquida de dívida e num aumento da carteira de ativos financeiros do setor (Gráfico 10). A amortização líquida de dívida total foi semelhante à verificada em 2012 (3,9 por cento do PIB), assistindo-se a uma recomposição da carteira de ativos financeiros, no sentido de um aumento de depósitos e de outros créditos sobre outros setores, e uma diminuição dos títulos, quer de dívida, quer de capital de empresas (Gráfico 11).

No final do ano, a dívida total consolidada dos particulares situava-se em 96 por cento do PIB, inferior em cerca de cinco pontos percentuais ao valor de final de 2012. Esta evolução reflete um decréscimo no crédito total concedido por outros setores a particulares, que foi ligeiramente mais acentuado do que em 2012. Em particular, o crédito concedido para consumo continuou a apresentar variações líquidas negativas significativas ao longo de 2013, num contexto de taxas de juro elevadas aplicadas aos empréstimos bancários para consumo. Note-se, todavia, que o volume de crédito

associado aos novos contratos de crédito ao consumo celebrados em 2013 registou um aumento (variação bruta) de perto de 15 por cento face ao ano anterior, tendo o montante de crédito contratado nos meses de 2013 ficado sempre acima do verificado nos meses homólogos de 2012. Por seu turno, a taxa de variação anual dos empréstimos concedidos para aquisição de habitação não se alterou face ao ano anterior (situando-se próximo de menos quatro por cento), observando-se uma ligeira redução dos *spreads* aplicados a estes empréstimos, na metade final do ano.

De acordo com o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito⁷, ao longo de 2013 ter-se-á observado uma menor restritividade na oferta de crédito, ainda que de forma ligeira, continuando a procura a estar condicionada pela confiança reduzida dos consumidores, perspectivas desfavoráveis para o mercado da habitação e nível mais reduzido das despesas de consumo.

Num contexto de quebra do rendimento disponível das famílias, o incumprimento continuou a aumentar, ainda que a um ritmo mais lento do que no ano anterior e permanecendo em níveis moderados no crédito à habitação

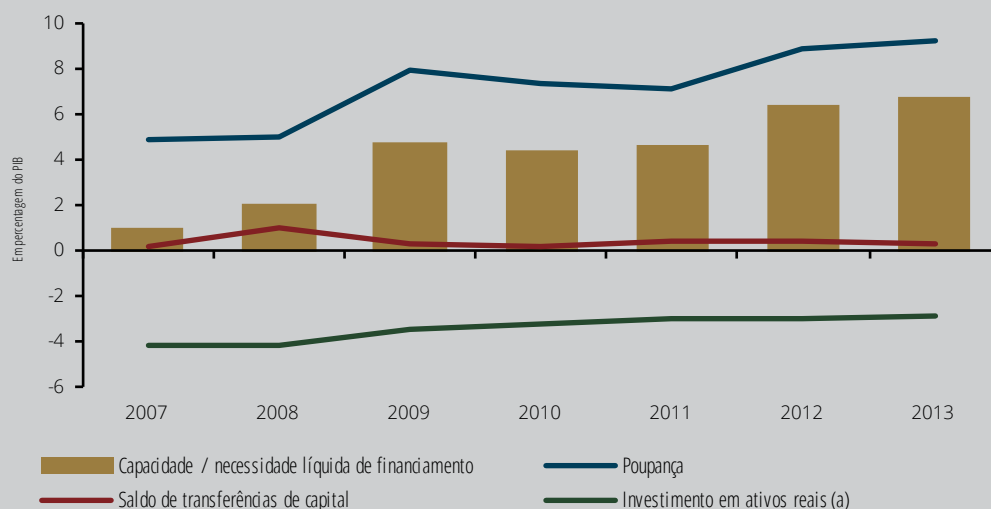


Gráfico 9 • Poupança, investimento e capacidade de financiamento dos particulares

Fonte: INE.
Notas: (a) Corresponde à soma da 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.

A redução do rendimento disponível das famílias e o nível elevado da taxa de desemprego continuaram a traduzir-se na materialização do risco de crédito, sobretudo no segmento dos empréstimos bancários a particulares para consumo e outros fins, cujo rácio de crédito de cobrança duvidosa se mantém numa trajetória ascendente desde 2008. Em contrapartida, no caso dos empréstimos para aquisição de habitação, aquele rácio continua a apresentar níveis moderados, embora denotando uma tendência ligeiramente crescente. A contenção do incumprimento neste segmento tem refletido a significativa redução das taxas de juro o que se traduziu numa diminuição da prestação média do crédito à habitação, permitindo

reduzir o esforço das famílias com os encargos associados a estas responsabilidades. O fluxo anual de novos créditos de cobrança duvidosa em percentagem do total de empréstimos concedidos, por seu lado, apresenta uma trajetória ligeiramente ascendente no caso dos empréstimos para aquisição de habitação, mantendo uma tendência decrescente nos empréstimos para consumo e outros fins.

A evolução do incumprimento por parte dos particulares justificou a adoção de medidas mitigadoras desta situação. Em particular, desde o dia 1 de janeiro de 2013 que está em vigor o regime geral do incumprimento, através do qual foram definidos os princípios e as regras que devem orientar a atuação das instituições de crédito na

Gráfico 10 •
Origens e aplicações de fundos de particulares

Fonte: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) Corresponde à soma da 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) Corresponde à soma de empréstimos e de títulos exceto ações. (c) Ajustadas da discrepância entre a capacidade de financiamento apurada nos âmbitos das contas nacionais não financeiras e financeiras.

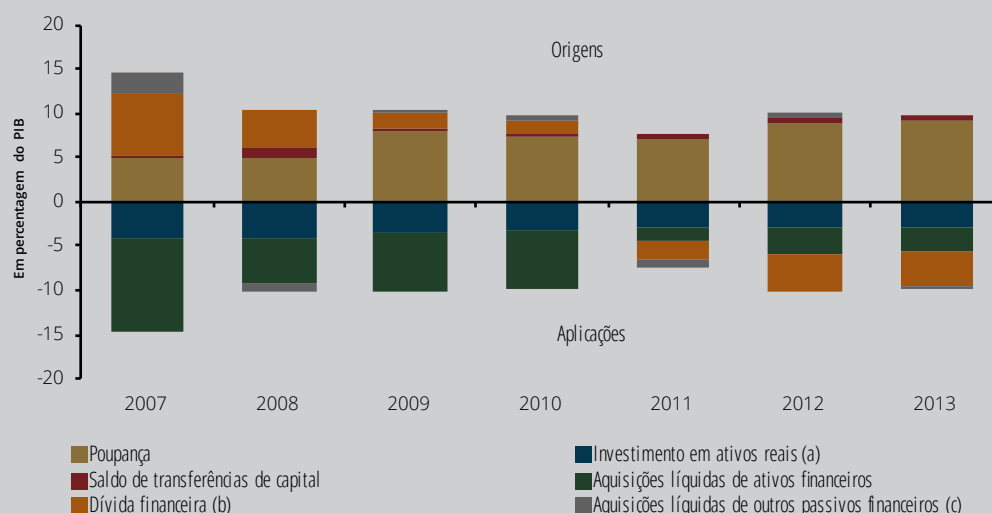
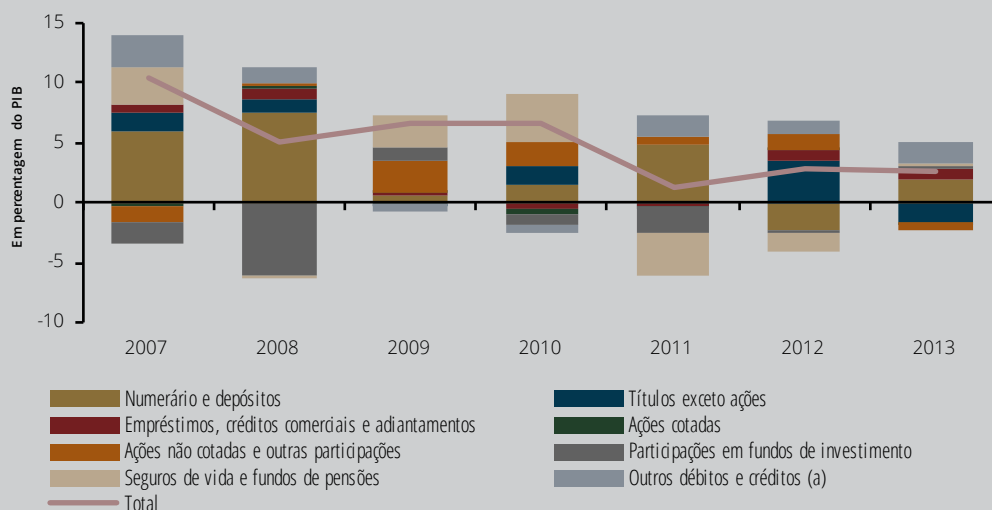


Gráfico 11 •
Ativos financeiros dos particulares | Transações

Fonte: INE e Banco de Portugal.

Notas: Valores consolidados. (a) Inclui outras reservas técnicas de seguros e outras contas a receber.



prevenção e gestão de situações de incumprimento de contratos de crédito por clientes bancários particulares⁸. Ainda no decurso de 2013, foram aprovados outros diplomas legais e regulamentares que visam assegurar uma adequada proteção do consumidor endividado, nomeadamente a revisão do regime de mora e a extensão do regime de crédito à habitação a todos os créditos com garantia hipotecária⁹.

Em 2013, prosseguiu a redução gradual da necessidade de financiamento das sociedades não financeiras, justificada pelo aumento da taxa de poupança e pela redução da taxa de investimento

A necessidade de financiamento das sociedades não financeiras, em 2013, representou 2,1 por cento do PIB, o que corresponde a uma redução face ao ano anterior (3,9 por cento do PIB). Esta evolução refletiu o aumento da taxa de poupança do setor (de 6,4 por cento, em 2012, para 7,5 por cento do PIB) e a redução do investimento para o nível mínimo das últimas duas décadas (10,4 por cento do PIB, após 11,6 por cento no ano anterior) (Gráfico 12). Para a diminuição do investimento terão contribuído, designadamente, a necessidade de desalavancagem por parte das empresas e a incerteza quanto às perspetivas de procura.

O aumento da taxa de poupança das sociedades não financeiras em 2013 deveu-se, em grande medida, à diminuição dos rendimentos de propriedade pagos (2,2 pontos percentuais do PIB)¹⁰. Esta evolução reflete reduções de um ponto percentual do PIB, quer dos rendimentos distribuídos de sociedades (brutos), quer dos juros pagos. Refira-se que, em 2012, os rendimentos distribuídos de sociedades tinham registado um máximo histórico (9,1 por cento do PIB, em termos brutos e 6,4 por cento em termos líquidos) (Gráfico 13).

Acompanhando estes desenvolvimentos, o rácio de rendibilidade das sociedades não financeiras registou uma melhoria em 2013. A melhoria observada foi partilhada pela totalidade dos setores de atividade.

Apesar da evolução da necessidade de financiamento do setor, o rácio da dívida total (em termos consolidados) diminuiu ligeiramente para 141 por cento do PIB, no final de 2013, dois pontos percentuais abaixo do valor registado em dezembro de 2012. O fluxo líquido de amortização de dívida foi virtualmente nulo, tendo a redução verificada no montante em dívida refletido essencialmente variações de volume (tais como reclassificações e abatimentos) e de valor.

A evolução do crédito total apresenta elevada heterogeneidade, favorecendo sobretudo as empresas exportadoras e as empresas públicas em detrimento das empresas de menor dimensão

Em 2013, a variação do crédito total concedido às sociedades não financeiras foi praticamente nula, à semelhança do observado no ano anterior. Esta tendência reflete uma evolução positiva do financiamento junto de não residentes, ao passo que os empréstimos concedidos pelo setor financeiro residente continuaram a reduzir-se, ainda que de forma menos pronunciada do que em 2012.

Existe uma significativa heterogeneidade na evolução do crédito a sociedades não financeiras, quer em termos setoriais, quer no que se refere à dimensão das empresas. Por um lado, observa-se uma orientação do crédito para os setores mais dinâmicos da economia e menos dependentes da procura interna, como é o caso das indústrias transformadoras e extrativa. Por outro lado, a diminuição do crédito continua a concentrar-se em empresas de menor dimensão, mais dependentes do acesso a financiamento bancário (Gráfico 14). Verifica-se,

simultaneamente, que os empréstimos concedidos pelos bancos portugueses a empresas públicas registam taxas de crescimento elevadas, num contexto de manutenção de restrições ao financiamento destas entidades junto de não residentes.

Por seu lado, as taxas de juro dos empréstimos às sociedades não financeiras mantiveram-se numa trajetória descendente, refletindo a diminuição dos *spreads* aplicados pelo sistema bancário, num quadro de redução dos custos de financiamento dos bancos e de melhoria da sua posição de liquidez. No entanto, apesar da redução registada, a taxa de juro dos empréstimos a sociedades

financeiras permanece elevada, refletindo designadamente a elevada perceção de risco por parte dos bancos e o ainda significativo custo de financiamento por estes enfrentado.

O nível reduzido de capitalização das sociedades não financeiras portuguesas constitui uma restrição significativa ao fortalecimento da estrutura produtiva interna

Gráfico 12 •

Poupança, investimento e necessidades de financiamento das sociedades não financeiras

Fonte: INE.

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.

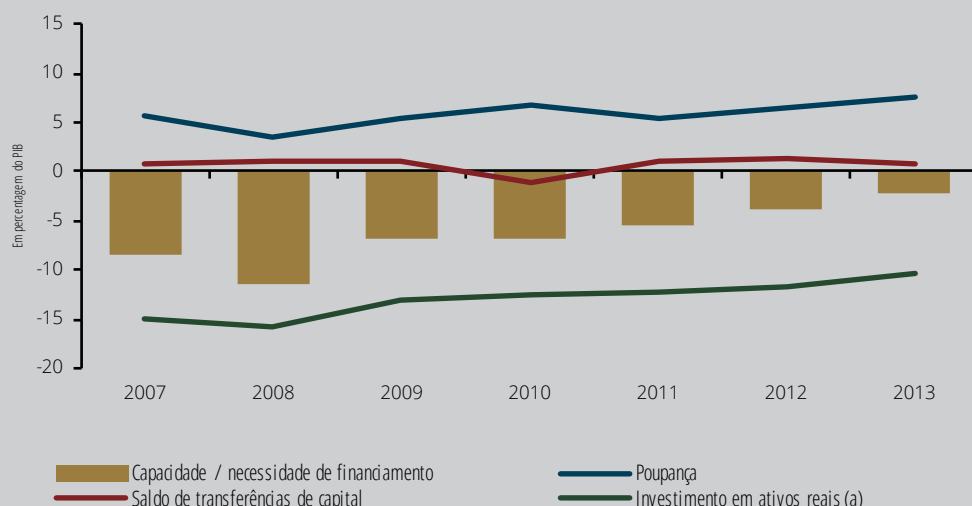
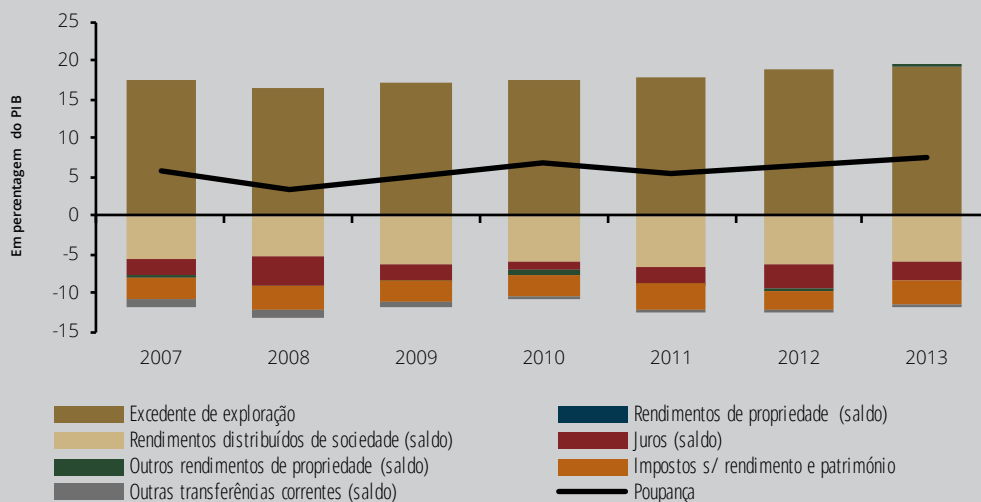


Gráfico 13 •

Aplicação do excedente bruto de exploração das sociedades não financeiras

Fonte: INE.

Notas: A designação saldo refere-se à diferença entre os valores registados em recursos e empregos.



De acordo com os dados da Central de Balanços do Banco de Portugal, o rácio de capital próprio no total do ativo para o total das empresas portuguesas (excluindo as do setor da agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca) cifrava-se em 36 por cento, no final de 2013. Este rácio é especialmente reduzido no caso das empresas públicas (10,5 por cento). Considerando as empresas privadas e excluindo sociedades gestoras de participações sociais, o rácio do capital próprio no ativo é um pouco inferior no caso das pequenas e médias empresas (29 por cento) face às grandes empresas (33 por cento). Note-se que a par de situações de estrutura débil de capital, uma percentagem significativa de sociedades não financeiras apresenta capitais próprios negativos (29 por cento, em 2012)¹¹. Esta situação tem vindo a deteriorar-se no decurso da última década, durante a qual a dívida financeira registou um acréscimo muito significativo¹². A elevada alavancagem financeira das empresas portuguesas constitui um travão à recuperação do investimento e da atividade económica. Entre as empresas privadas, é sobretudo nos setores da construção, eletricidade, gás e água e transportes e armazenagem que os rácios de alavancagem são mais elevados.

Num contexto em que a rentabilidade do setor terá estabilizado em níveis relativamente

baixos, a diminuição dos juros pagos permitiu melhorar o rácio de cobertura dos juros, em 2013 (Gráfico 15). Note-se que a pressão financeira, medida pelo peso dos juros suportados no EBITDA (isto é, pelo inverso do rácio de cobertura de juros), é o principal fator contribuindo para o pior desempenho em termos de rentabilidade dos capitais próprios das empresas portuguesas, comparativamente às de outros países europeus. Em 2012, cerca de 40 por cento das empresas apresentava um rácio de cobertura de juros inferior a um, sendo a diminuição recente deste rácio especialmente significativa no caso das micro empresas¹¹.

O incumprimento das sociedades não financeiras permanece muito elevado, quer em termos de montante de crédito, quer de número de empresas envolvidas

O rácio de crédito de cobrança duvidosa manteve uma trajetória ascendente, registando níveis máximos desde o início da área do euro em termos do montante de crédito e do número de devedores com crédito vencido. Esta trajetória é compatível com o padrão de desfasamento habitual desta variável face à evolução da atividade económica.

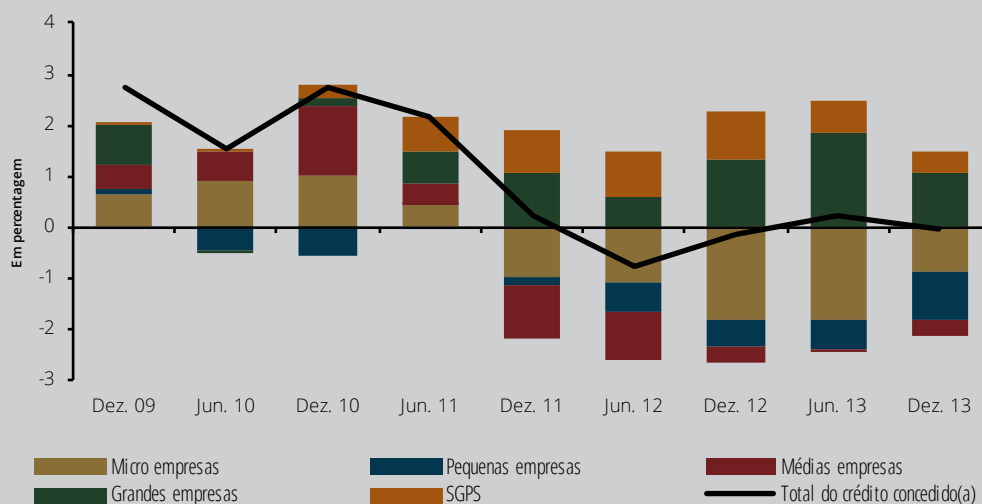


Gráfico 14 •
Crédito concedido às sociedades não financeiras | Contributos para a variação total, por dimensão da empresa

Fonte: Banco de Portugal.
Notas: (a) Não inclui créditos comerciais. Considera o total de créditos concedidos às sociedades não financeiras pelo setor financeiro residente e não residente. A soma dos contributos pode diferir da taxa de variação anual do crédito total devido à não alocação de alguns créditos.

Neste contexto, é importante referir que o fluxo anual de novos empréstimos em incumprimento apresentou uma tendência decrescente com exceção do último trimestre do ano.

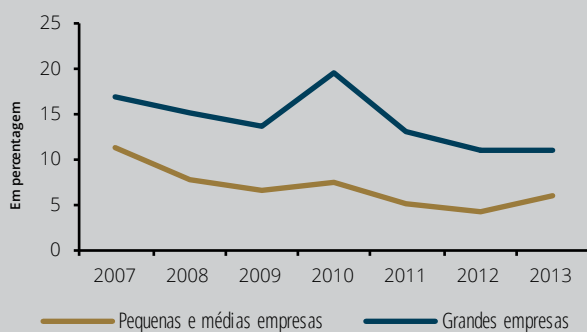
O aumento do incumprimento foi visível na generalidade dos setores de atividade. Os setores da construção, atividades imobiliárias e comércio são aqueles que apresentam rácios de crédito vencido mais significativos.

Em 2013, prosseguiu a consolidação estrutural das finanças públicas, tendo o défice das administrações públicas sido inferior ao do ano anterior e à projeção orçamental

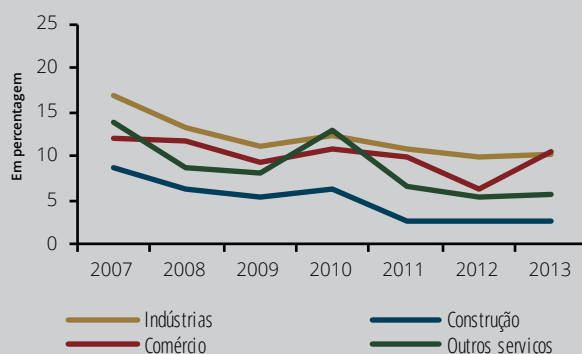
Prosseguiu em 2013 a contração do consumo e do investimento públicos, o que se insere na continuação do processo de ajustamento orçamental. O défice das administrações públicas situou-se em 4,9 por cento do PIB em 2013 (6,4 por cento em 2012), valor claramente inferior ao objetivo estabelecido no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira. Esta evolução tem subjacente um esforço de consolidação, medido pela variação do saldo primário estrutural e estimado em 1,5 por cento do PIB (3,2 por cento em 2012) (Gráfico 16). Este desenvolvimento resultou essencialmente de um aumento da carga fiscal (em particular sobre as famílias), parcialmente compensado pela reposição dos subsídios de férias e de Natal aos funcionários públicos e pensionistas.

Gráfico 15

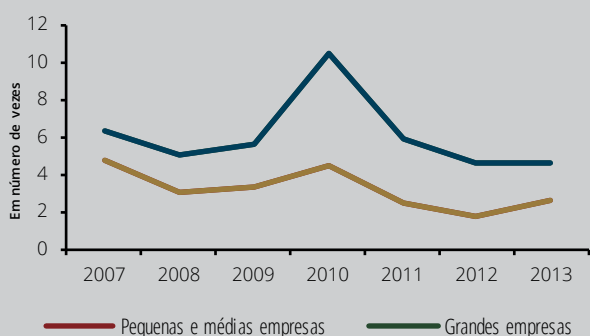
Rácio de rendibilidade | Dimensão da empresa



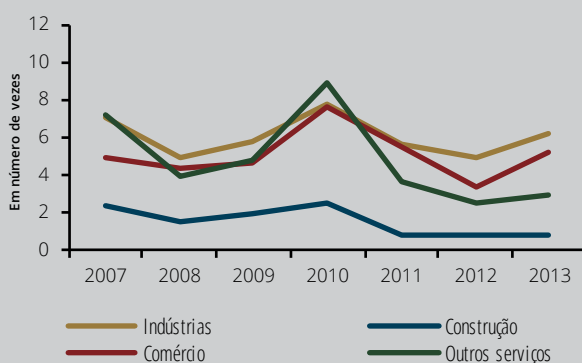
Rácio de rendibilidade | Setores de atividade



Rácio de cobertura de juros | Dimensão da empresa



Rácio de cobertura de juros | Setores de atividade



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Valores extrapolados. Exclui a secção A da CAE – Rev.3: agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca. Outros serviços inclui atividades de informação e de comunicação e exclui agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca, eletricidade, gás e água, transporte e armazenagem e sociedades gestoras de participações sociais. Rácio de rendibilidade = EBITDA / (capital próprio + financiamentos obtidos). Rácio de cobertura de juros = EBITDA / juros suportados (número de vezes).

De acordo com o Orçamento do Estado para 2014, o défice das administrações públicas será de quatro por cento do PIB. A materialização deste défice implicará a existência de um excedente primário, o que é uma condição importante para assegurar a sustentabilidade das finanças públicas. Já em 2015, Portugal deverá corrigir o défice excessivo (isto é, o défice orçamental deverá ser inferior a três por cento do PIB), não sendo esta, porém, uma razão para abrandar o processo de consolidação.

De facto, o processo de consolidação das finanças públicas deve prosseguir e ser aperfeiçoado, especialmente no contexto de recuperação da atividade económica que se perspetiva e da necessidade de reduzir o ainda elevado nível de endividamento do setor público. A consolidação estrutural das contas públicas é essencial para a correção dos desequilíbrios que restringem o crescimento potencial da economia, e deverá ser reforçada no quadro dos objetivos de médio prazo para a economia portuguesa: entre os compromissos europeus assumidos no âmbito, nomeadamente, do Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governação, o saldo estrutural deverá reduzir-se anualmente em 0,5 pontos percentuais do PIB até atingir -0,5 por cento do PIB.

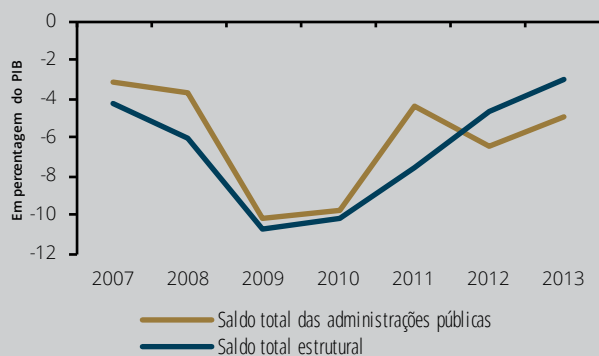
... O valor atingido pela dívida pública em dezembro de 2013 foi ligeiramente superior ao objetivo fixado para essa data

O endividamento das administrações públicas tornou a aumentar em 2013, para 129 por cento do PIB na ótica de Maastricht (124,1 por cento no ano anterior), ficando ligeiramente acima do objetivo fixado para essa data (127,8 por cento)¹³. Quando se excluem os depósitos da administração central, a dívida das administrações públicas representa 118,5 por cento do PIB (114 por cento em 2012) (Gráfico 17).

Refira-se que, em 2013, se assistiu ao regresso de Portugal aos mercados de dívida soberana, ocorrendo, nomeadamente, a colocação de uma nova Obrigação do Tesouro (OT) a dez anos, em maio. Ao longo de 2013, continuaram a verificar-se emissões de Bilhetes do Tesouro a taxas que se fixaram, em média, em torno de 1,5 por cento para o prazo de um ano. Este programa de gestão da dívida tem prosseguido em 2014, com a colocação de uma nova OT a dez anos a par de operações de recompra de OT existentes. A taxa de juro implícita da dívida pública (i.e., o rácio entre a despesa em juros e a média simples do *stock* da dívida no final do ano e do ano anterior) reduziu-se de 3,7 por cento, em 2012, para 3,4 por cento, em 2013.

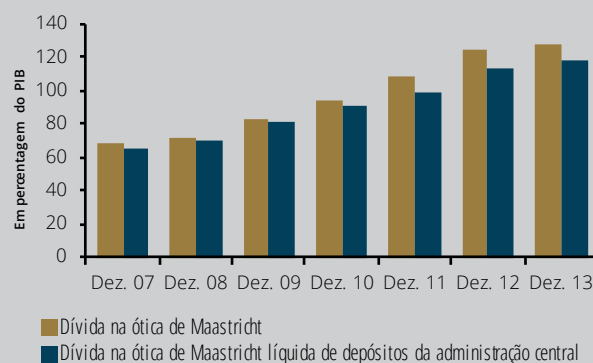
Assegurar a sustentabilidade da dívida pública no longo prazo, promovendo a confiança dos credores e criando condições favoráveis a um crescimento sustentado da atividade económica, é, entre outros fatores, essencial para que o regresso de Portugal aos mercados financeiros internacionais se realize de forma irreversível.

Gráfico 16 • Evolução do saldo das administrações públicas



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 17 • Dívida das administrações públicas



Fonte: Banco de Portugal.

1.3. Situação patrimonial e prudencial dos setores financeiros

1.3.1. Setor bancário¹⁴

A redução do ativo do sistema bancário português continuou alicerçada na diminuição do crédito concedido

Em 2013 a atividade do sistema bancário português, quando avaliada pelo seu ativo total, registou uma significativa redução (taxa de variação homóloga de menos sete por cento), dando continuidade ao processo iniciado no final de 2010 (a variação acumulada ascendeu a -13 por cento) (Gráfico 18).

A variação do ativo continuou a ser alicerçada, de forma consistente, na redução do crédito. Por um lado, no caso da atividade com residentes, a diminuição verificada insere-se no processo de ajustamento da posição financeira destes setores, que se tem verificado nos últimos trimestres. A redução do crédito bancário tem sido relativamente transversal aos vários subsetores do setor privado (com exceção das sociedades não financeiras públicas que não consolidam nas administrações públicas – ver secção 1.2 deste relatório) (Gráfico 19). Por outro

lado, o crédito na atividade com não residentes verificou um decréscimo significativo em meados de 2013, reflexo da cessação de operações na Grécia por um dos principais grupos bancários portugueses.

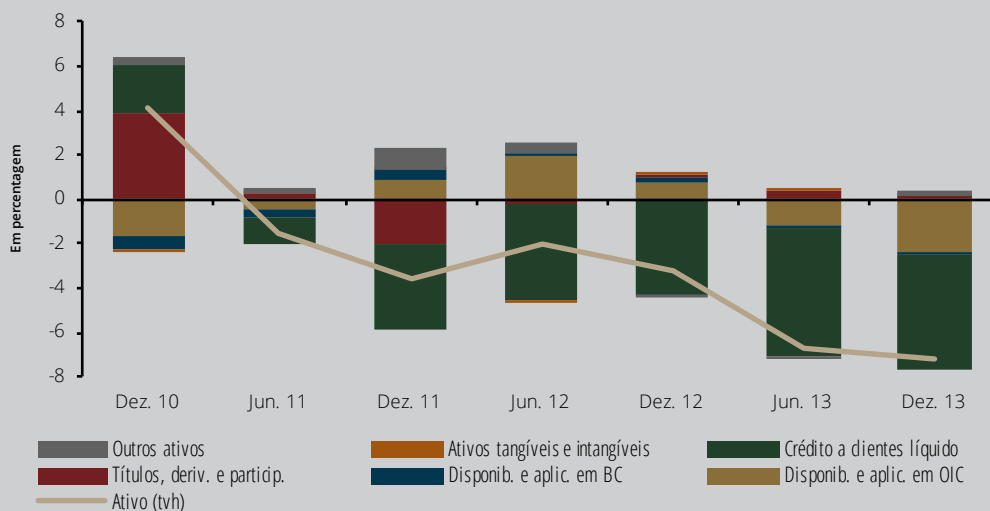
A evolução do ativo do sistema bancário no segundo semestre de 2013 foi também condicionada por uma diminuição das aplicações em instituições de crédito. Este resultado refletiu essencialmente uma alteração da gestão da liquidez intragrupo por uma sucursal de um grupo bancário internacional a operar em Portugal, que reduziu simultaneamente posições ativas e passivas face ao respetivo grupo.

Os rácios de crédito em risco continuaram a aumentar em 2013, embora a um ritmo inferior

A tendência de diminuição da qualidade da carteira de crédito dos bancos, nomeadamente na sua componente doméstica, manteve-se em 2013, em linha com os desenvolvimentos económicos internos. Neste contexto, refira-se a redução da atividade em diversos setores, com impacto na situação financeira das empresas, bem como a diminuição do rendimento das famílias e o aumento do

Gráfico 18 •
Contributos para a evolução homóloga do ativo

Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Os títulos, derivados e participações compreendem os ativos financeiros ao justo valor através de resultados, os ativos financeiros disponíveis para venda, os investimentos detidos até à maturidade, os investimentos em filiais e os derivados de cobertura; O crédito a clientes é ajustado de operações de titularização.



desemprego, que afetaram a situação financeira das famílias.

De facto, o rácio de crédito em risco¹⁵ voltou a aumentar em 2013, com o indicador a situar-se, em dezembro, em cerca de 10,6 por cento, que compara com 9,7 por cento no final de 2012 (no caso da atividade com residentes, o rácio passou de 10,3 para 11,6 por cento) (Gráfico 20). Esta evolução resulta do efeito conjugado entre o aumento do crédito em risco e a diminuição do crédito total. Em termos de segmentos da atividade doméstica, salienta-se, pelo seu contributo para o total, a continuação da deterioração do rácio relativo às sociedades não financeiras, que em final de ano se situava em torno dos 16 por cento. Ainda que tendo um contributo residual, também o rácio relativo ao segmento de crédito a particulares para consumo permaneceu em trajetória ascendente, atingindo um valor na ordem dos 17 por cento. No caso do crédito a particulares residentes para habitação, e apesar de um ligeiro aumento, o rácio de crédito em risco mantém-se em níveis contidos (cerca de seis por cento). Para este resultado concorre o reduzido nível das taxas euribor, face às quais a generalidade dos contratos de crédito está indexada mediante a contratualização de *spreads* fixos (e, regra geral, reduzidos) pelo período de vigência do crédito (normalmente longo).

Assinale-se que, apesar do aumento do rácio de crédito em risco, verificou-se algum abrandamento do ritmo de deterioração da qualidade da carteira de crédito de residentes, o que estará em linha com o padrão de evolução desfasada desta variável relativamente à retoma da atividade económica, bem como com a progressiva redução das taxas de juro do crédito.

Os rácios de cobertura do crédito em risco melhoraram, tendo ocorrido ações de inspeção visando garantir que os ativos dos bancos estejam adequadamente valorizados e provisionados

A par dos desenvolvimentos referidos anteriormente, verificou-se um aumento dos rácios de cobertura do crédito por imparidades. Assim, tendo por base a carteira de crédito¹⁶, esse rácio subiu de 5,5 por cento no final de 2012 para 6,2 por cento em dezembro de 2013. Quando considerada a cobertura do crédito em risco¹⁷, o rácio passou de 53 por cento no final de 2012 para 55 por cento em dezembro de 2013 (Gráfico 21). Este último aumento foi sustentado pelo segmento

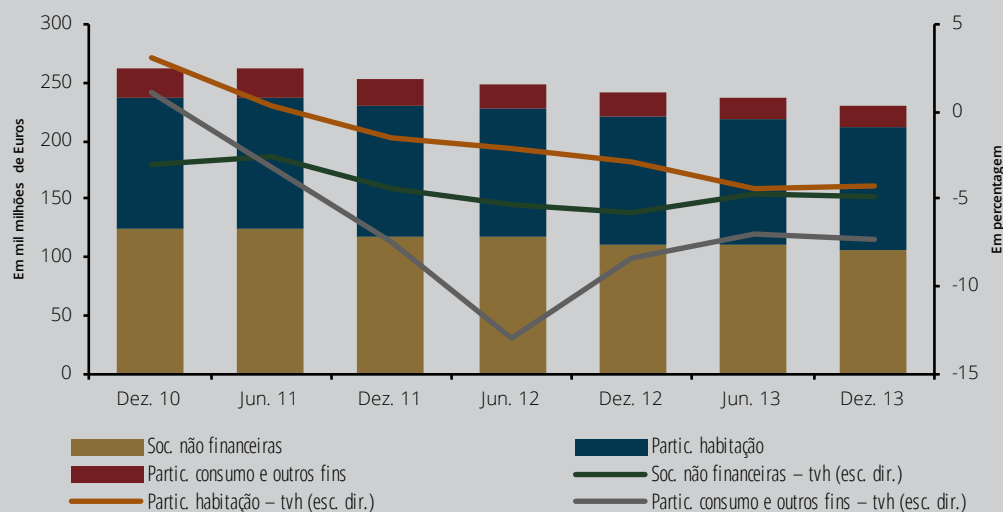


Gráfico 19
• Crédito a residentes

Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Dados obtidos a partir da Instrução n.º 22/2011 do Banco de Portugal.

das sociedades não financeiras, cujo rácio aumentou três pontos percentuais (para 63 por cento).

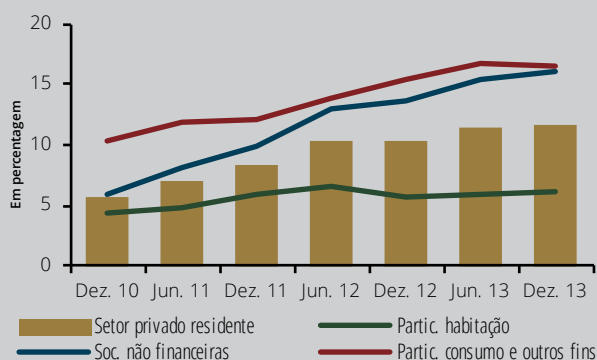
Deverá também notar-se que desde 2011 o Banco de Portugal tem conduzido sucessivas ações de inspeção, transversais à carteira de crédito ou específicas a setores mais sensíveis aos desenvolvimentos económicos ou de mercado desfavoráveis¹⁸. Estas ações têm decorrido em articulação com empresas de auditoria, independentes das entidades inspecionadas, e sob monitorização próxima da Comissão Europeia, BCE e FMI no âmbito do PAEF, visando garantir que, numa base de permanência, as contas dos bancos reflitam adequadamente o valor dos seus ativos e que as imparidades constituídas se situem em níveis apropriados. O exercício mais recente de análise dos planos de negócio de clientes relevantes do sistema bancário (ETRICC2) teve como data de referência 30 de setembro de 2013, tendo sido estimada uma necessidade de reforço de imparidade e de provisões num valor global de mil milhões de euros. Este valor, que acresceu aos 2,8 mil milhões apurados no contexto dos exercícios anteriores, assegura, à data, uma adequada cobertura de riscos relativamente aos grupos económicos abrangidos, contribuindo para a solidez do sistema bancário nacional.

O valor da carteira de títulos aumentou, refletindo a evolução da componente de dívida pública

O valor da carteira de títulos aumentou ligeiramente em 2013 (um por cento), reforçando o seu peso no total do ativo para cerca de 18 por cento (16 por cento no final de 2012). Esta evolução resultou, à semelhança do observado nos anos mais recentes, da evolução da componente titulada de dívida pública, quer portuguesa quer de outros países (Gráfico 22). Por sua vez, os títulos de capital e os títulos de dívida privada, emitida quer por residentes quer por não residentes, registaram reduções, em particular nas posições em títulos não subordinados.

No contexto da diminuição do ativo do sistema bancário, a exposição relativa ao risco soberano português voltou a aumentar, atingindo cerca de nove por cento do total do ativo (sete por cento no final de 2012), com a componente titulada a representar cerca de 80 por cento da exposição total. Este aumento torna a posição financeira dos bancos globalmente mais sensível a alterações no sentimento

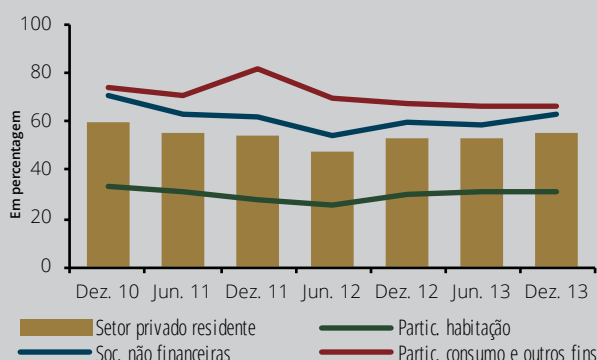
Gráfico 20 • Rácio do crédito em risco por segmento



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Dados obtidos a partir da Instrução n.º 22/2011 do Banco de Portugal.

Gráfico 21 • Rácio de cobertura por segmento



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Dados obtidos a partir da Instrução n.º 22/2011 do Banco de Portugal.

de mercado que tenham implicações sobre a valorização dos títulos de dívida soberana. Assinale-se que em 2013 se verificou uma evolução favorável das *yields* soberanas portuguesas, com consequente efeito positivo sobre a valorização a preços de mercado desta componente da carteira de títulos.

Finalmente, refira-se que o peso dos títulos de capital no total da carteira de títulos se situou, no final de 2013, em seis por cento (correspondendo a um por cento do ativo total) e os “outros títulos” representavam 14 por cento (correspondendo a três por cento do ativo total).

O peso dos depósitos na estrutura de financiamento dos bancos foi reforçado e os *gaps* de liquidez registaram uma evolução positiva ao longo de 2013

Num contexto ainda caracterizado pela fragmentação, na zona euro, do mercado de dívida e, em especial, do mercado interbancário, continuou a assistir-se ao ajustamento das fontes de financiamento do sistema bancário, no sentido de uma estrutura mais sustentável e menos sensível a alterações na perceção do risco por parte dos investidores internacionais (Gráfico 23).

O crescimento dos depósitos tem assumido um papel central neste processo de ajustamento, refletindo, em larga medida, a confiança dos clientes bancários na solidez dos bancos portugueses. Adicionalmente, a contração do ativo do sistema bancário português foi acompanhada por uma redução da importância dos recursos obtidos através da emissão de títulos de dívida. No contexto da referida fragmentação dos mercados financeiros na área do euro, essa redução refletiu as dificuldades de acesso dos emitentes portugueses aos mercados internacionais de financiamento por grosso, bem como algumas operações de recompra de títulos visando a geração de resultados. Mais recentemente, no âmbito da progressiva melhoria das condições de acesso aos mercados, por parte quer do soberano quer dos privados, alguns bancos retomaram emissões de dívida. É desejável que este movimento seja reforçado, tendo em vista uma maior adequação das maturidades de ativos e passivos, e assim uma convergência para as futuras normas prudenciais em matéria de liquidez.

No final de 2013, os depósitos atingiam 55 por cento do total das fontes de financiamento do sistema bancário (51 por cento, em dezembro de 2012). Recorde-se que a variação global dos depósitos no primeiro semestre de 2013

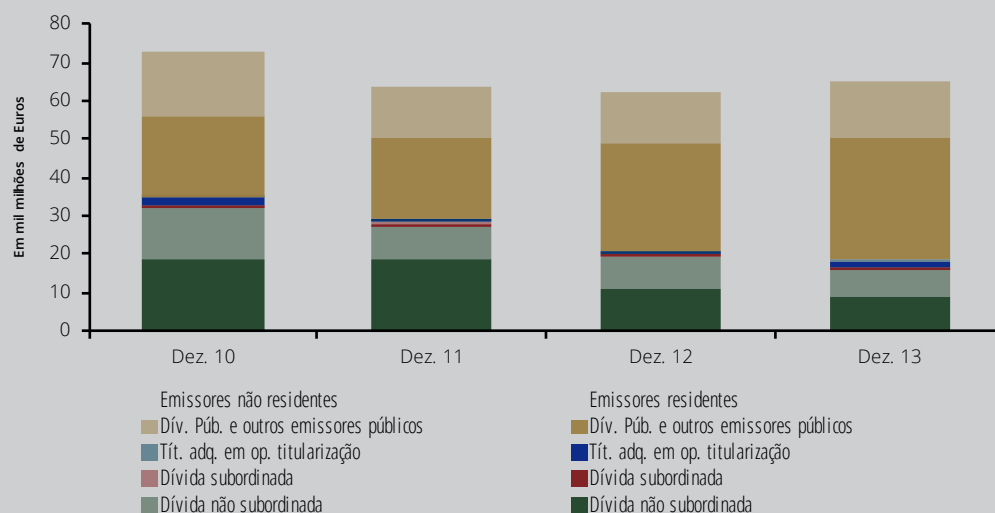


Gráfico 22 •
Carteira de títulos de dívida

Fonte: Banco de Portugal.
Nota: A carteira de títulos de dívida compreende ativos financeiros ao justo valor através de resultados incluindo derivados de negociação (líquidos de passivos financeiros detidos para negociação), ativos financeiros disponíveis para venda e investimentos detidos até à maturidade, líquidos de derivados de cobertura.

foi penalizada pela redução dos depósitos da atividade não doméstica (no âmbito da referida cessação de atividade na Grécia por um dos maiores grupos bancários). Quando controlado este efeito, verifica-se que a atividade internacional tem continuado a contribuir positiva e significativamente para o aumento dos recursos de clientes.

No que diz respeito aos depósitos captados em Portugal¹⁹, o ligeiro acréscimo observado em 2013 foi determinado quer pelo aumento dos depósitos de particulares, quer pelo das sociedades não financeiras. Por sua vez, os depósitos das administrações públicas portuguesas verificaram uma redução no total do ano, mantendo-se, ainda assim, em níveis significativamente superiores aos observados antes da crise soberana (Gráfico 24).

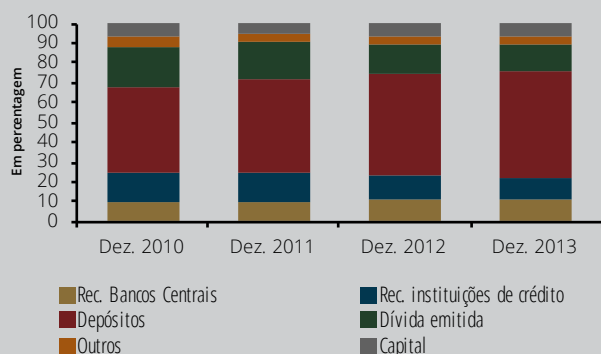
Consequentemente, a diminuição do rácio de transformação²⁰ resultou sobretudo da redução do crédito concedido, na medida em que o valor dos depósitos aumentou apenas ligeiramente. De facto, o rácio de transformação do sistema bancário situava-se em 117 por cento, em dezembro de 2013, o que representa um decréscimo de 11 pontos percentuais face a dezembro de 2012 e prolonga a trajetória descendente iniciada em junho de 2010, data em que o rácio atingiu o seu valor máximo, de 167 por cento (Gráfico 25).

No contexto desta evolução do balanço, o nível de financiamento obtido junto do Euro-sistema pelas contrapartes residentes reduziu-se 5 mil milhões de euros em 2013 (para 48 mil milhões de euros); no entanto, expresso em percentagem do ativo, permaneceu relativamente estável (em torno de dez por cento) e muito acima da média do Eurosistema (cerca três por cento). O recurso ao Eurosistema corresponde maioritariamente (cerca de 90 por cento) a operações de refinanciamento de prazo alargado (três anos, que vencerão no início de 2015).

O recurso a fontes de financiamento de mercado por grosso permaneceu condicionado. Neste contexto, refira-se a diminuição, em 2013, do saldo de títulos de dívida emitida pelos bancos, em cerca de 15 mil milhões de euros. Em magnitude comparável, também os recursos obtidos junto de outras instituições de crédito registaram uma considerável redução, ainda que a mesma tenha sido fortemente condicionada pela já referida alteração da gestão da liquidez intra-grupo por uma sucursal de um grupo bancário internacional a operar em Portugal.

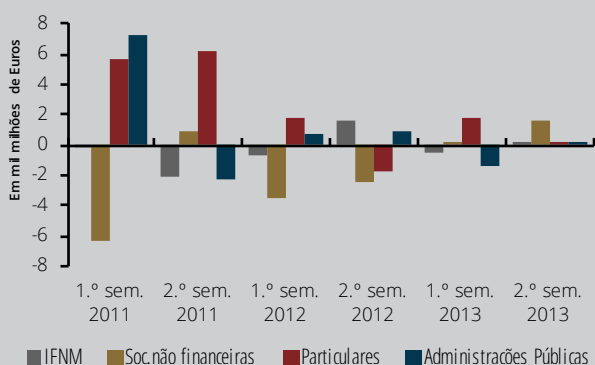
Os *gaps* de liquidez²¹, que registaram uma melhoria expressiva em 2012, voltaram a aumentar em 2013, continuando a sinalizar uma situação de liquidez relativamente

Gráfico 23 • Estrutura de financiamento



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 24 • Variação semestral dos depósitos de clientes captados em Portugal



Fonte: Banco de Portugal.

confortável (Gráfico 26). No entanto, convém assinalar que a evolução destes indicadores beneficia significativamente das medidas de apoio do BCE, com destaque para as duas operações de financiamento pelo prazo de três anos conduzidas no final de 2011 e início de 2012. Caso os recursos obtidos nestas operações não sejam atempadamente substituídos por financiamento de mercado, de médio e longo prazo, é de esperar que os *gaps* de liquidez sejam negativamente afetados, de forma mais visível à medida que o termo das operações de refinanciamento de prazo alargado se aproxima.

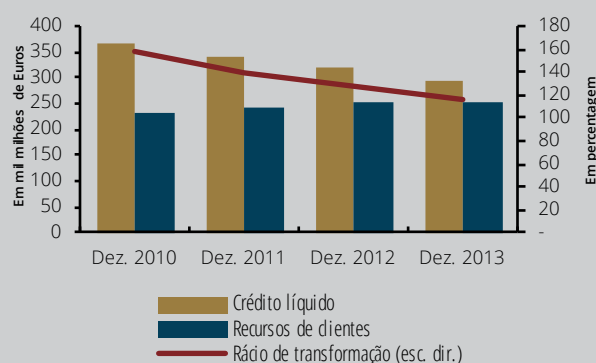
No entanto, mais genericamente, a redução dos *gaps* de liquidez não implicará uma degradação significativa e proporcional da posição de liquidez dos bancos portugueses, atendendo a que o BCE já comunicou que manterá o regime atual de taxa fixa e satisfação integral da procura nas suas operações de refinanciamento até pelo menos julho de 2015 e que os bancos portugueses dispõem de significativos *buffers* de colateral para aceder a essas operações. Saliente-se ainda que, de acordo com a sua política de *forward guidance*, o BCE irá manter uma orientação acomodatória da política monetária, com as taxas de juro de referência ao nível atual ou ainda mais baixo.

A rendibilidade do setor bancário atingiu um novo mínimo em 2013, pressionada pela margem financeira, apesar da retração do fluxo de imparidades

A rendibilidade do sistema bancário português deteriorou-se em 2013, tendo os resultados líquidos negativos mais do que duplicado face ao ano anterior. Esta evolução, que afetou um conjunto significativo de instituições, levou a rendibilidade do ativo e dos capitais próprios para -0,8 por cento e -11,6 por cento, respetivamente (Gráfico 27). A redução da rendibilidade decorreu, principalmente, da diminuição da margem financeira e dos resultados em operações financeiras (em 2012, estes resultados beneficiaram consideravelmente da alienação de ativos financeiros e da recompra de títulos de dívida), parcialmente compensada pela retração do fluxo de imparidades (Gráfico 28).

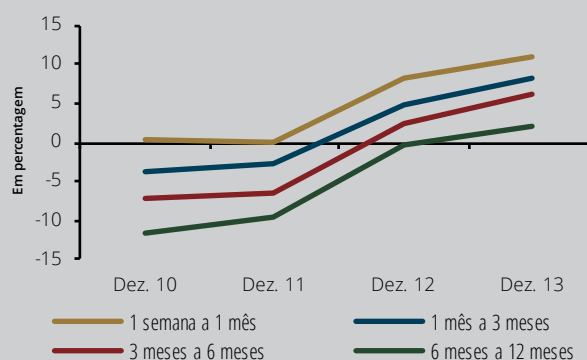
O contributo da margem financeira para a rendibilidade continuou pressionado em 2013, no contexto de taxas de juro de referência em níveis muito baixos. A margem financeira foi afetada por efeitos volume, tendo-se simultaneamente verificado uma redução

Gráfico 25 • Rácio de transformação



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 26 • Gaps de liquidez



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Dados obtidos a partir da Instrução n.º 13/2009 do Banco de Portugal. *Gaps* de liquidez medidos em percentagem dos ativos totais deduzidos dos ativos líquidos.

nos diferenciais de taxa de juro entre operações ativas e passivas, destacando-se o relativo a operações de crédito e de depósitos de residentes (na linha do verificado em 2012 – Quadro 3). Para a redução do diferencial entre taxas de ativos e passivos concorreram vários fatores. Ao nível dos ativos, destaque-se alguma recomposição da carteira de crédito (nomeadamente a redução mais pronunciada nos segmentos com taxas de juro mais elevadas), a já referida deterioração da sua qualidade, bem como a redução dos *yields* de dívida pública. Ao nível dos passivos, salientem-se o facto de a taxa de juro dos depósitos (relativa a saldos) continuar condicionada por um

conjunto de operações contratadas em 2011 e 2012, com prazo superior a dois anos, e com taxas de juro particularmente elevadas, bem como os custos do financiamento associados aos instrumentos híbridos adquiridos pelo Estado Português no âmbito da recapitalização de alguns dos principais grupos bancários.

Não obstante a redução da margem financeira no ano, a evolução intra-anual permite concluir por uma recuperação desta variável no segundo semestre, a qual resultou principalmente da redução de juros pagos.

Gráfico 27 •
Rendibilidade do ativo e rendibilidade dos capitais próprios

Fonte: Banco de Portugal.

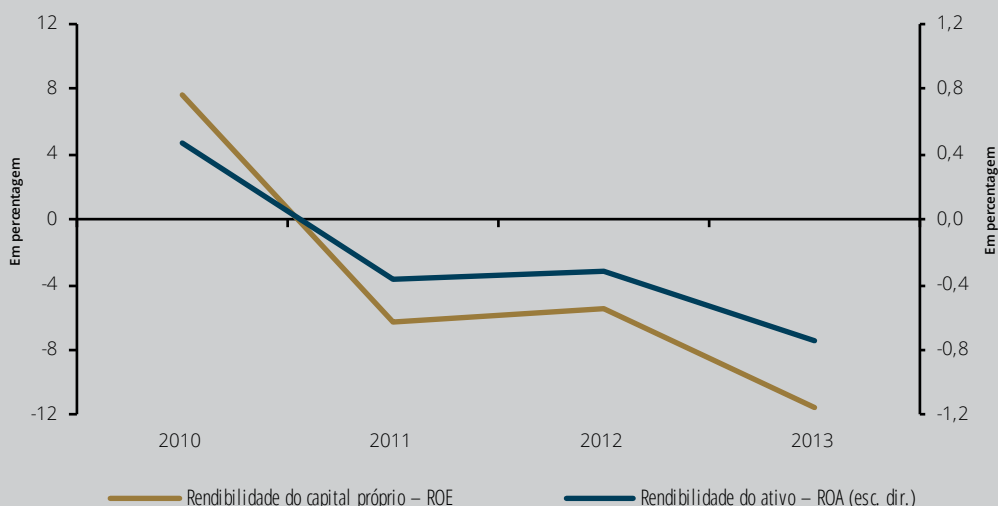
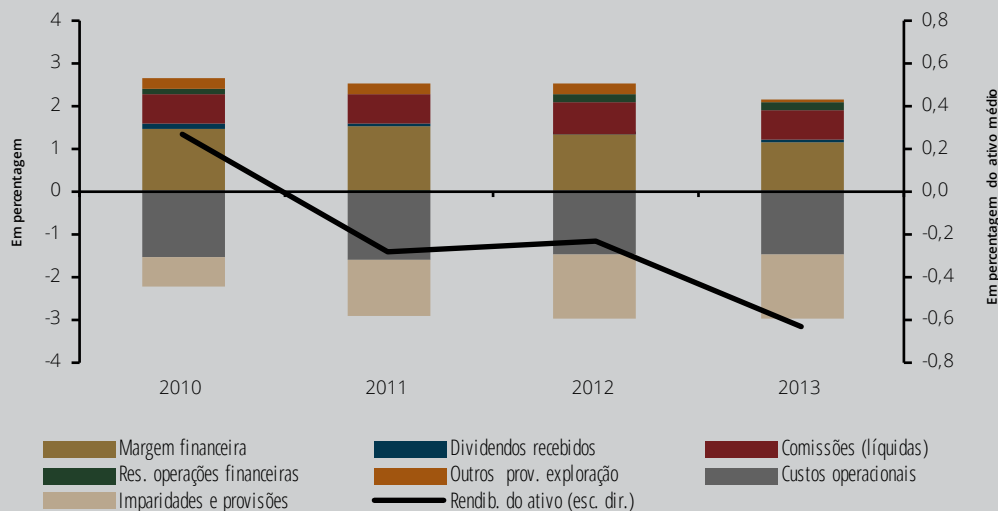


Gráfico 28 •
Composição dos resultados

Fonte: Banco de Portugal.



Quadro 3 • Taxas de juro média implícita das principais rubricas do balanço |
Total do sistema bancário

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ativos interbancários	4,00	4,11	1,59	1,34	1,90	1,46	1,20
Ativos não interbancários							
Crédito	5,87	6,33	4,16	3,43	4,35	4,23	3,70
Crédito interno	5,87	6,37	4,19	3,29	4,12	3,96	3,32
Empresas e administrações públicas	5,92	6,30	3,99	3,25	4,47	4,59	4,11
Particulares	5,82	6,45	4,41	3,33	3,73	3,33	2,62
Habitação	5,06	5,60	3,42	2,13	2,62	2,21	1,55
Crédito ao exterior	6,14	6,31	4,42	4,47	5,59	5,52	5,34
Outros ativos financeiros	5,34	6,01	3,87	3,40	3,92	4,22	3,36
Ativos financeiros disponíveis para venda – títulos	5,31	5,52	3,94	4,02	4,75	4,79	3,75
Ativos remunerados com juros	5,55	6,03	3,84	3,22	4,03	3,93	3,38
Passivos interbancários	4,40	4,60	1,86	1,19	1,90	1,54	1,07
Recursos de bancos centrais	4,72	4,15	0,97	0,91	1,37	1,00	0,60
Recursos de outras instituições de crédito	4,38	4,69	2,09	1,36	2,26	2,04	1,59
Passivos não interbancários							
Depósitos	2,46	3,04	2,00	1,49	2,37	2,64	2,06
De residentes	2,24	2,94	1,88	1,28	2,24	2,54	1,99
Responsabilidades representadas por títulos sem caráter subordinado	4,38	4,79	2,74	2,72	3,36	3,90	4,18
Passivos subordinados	5,30	5,55	3,99	3,25	3,63	5,28	6,42
Passivos remunerados com juros	3,45	3,89	2,21	1,74	2,43	2,56	2,16
Diferenciais (pontos percentuais):							
Ativos remunerados-passivos remunerados	2,10	2,15	1,62	1,48	1,59	1,37	1,22
Crédito-depósitos (residentes)	3,63	3,43	2,31	2,00	1,89	1,42	1,34

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Taxas de remuneração média implícita calculadas como o rácio entre o fluxo de juros anual e o stock médio anual da correspondente rubrica do balanço.

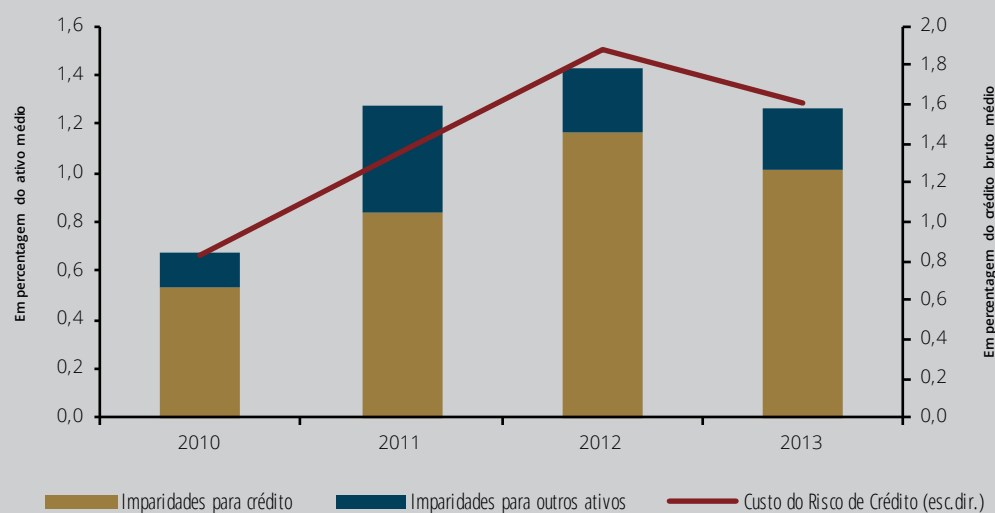


Gráfico 29 •
Fluxo de
imparidades
e custo do risco

Fonte: Banco de Portugal.

Os resultados de operações financeiras continuaram a contribuir positivamente para a rendibilidade do sistema bancário, embora em menor grau do que em 2012. Esta evolução esteve principalmente associada à transação de títulos de dívida pública. Já no início de 2014, a estratégia de venda de títulos de dívida pública no contexto de significativa redução das *yields*, tem permitido a alguns grupos bancários registar ganhos, embora com impacto negativo subsequente na margem financeira.

Os custos com imparidade, embora permanecendo elevados, reduziram-se face a 2012 (Gráfico 29). Esta evolução, que se acentuou no segundo semestre, decorre principalmente da redução dos custos com imparidade para crédito. Para a evolução dos custos com imparidade totais contribuiu também a já referida descontinuação de operações de um grupo bancário na Grécia, assim como a melhoria das condições macroeconómicas ao longo do ano, que se refletiu numa relativa estabilização do rácio de crédito em risco no segundo semestre.

Em linha com o observado em 2012, os custos operacionais reduziram-se, principalmente na

componente de gastos gerais administrativos. Não obstante, esta redução acompanhou a evolução do ativo, tendo o seu contributo para a variação da rendibilidade do ativo sido praticamente nulo. Neste sentido, o agravamento do rácio *cost-to-income*, que passou de 59 para 72 por cento, deveu-se sobretudo à contração do produto bancário. Os resultados dos programas de reestruturação de negócio em curso em alguns dos maiores grupos bancários portugueses só deverão materializar-se de forma significativa a médio prazo.

Ao longo dos últimos anos, o desempenho negativo da atividade doméstica tem sido parcialmente compensado, em alguns dos principais grupos bancários portugueses, pela boa performance da atividade não doméstica. Porém, no período mais recente o contributo da atividade não doméstica para os resultados foi afetado em alguns mercados por um enquadramento económico e financeiro menos favorável e, também nesse contexto, pela descontinuação de atividade em alguns deles, de onde se destaca a já referida cessação de atividade na Grécia (Quadro 4).

Quadro 4 • Importância da atividade internacional para os resultados dos oito maiores grupos bancários residentes

	Em percentagem					
	Peso das filiais estrangeiras		Atividade internacional t.v.h.		Atividade doméstica t.v.h.	
	Dez. 12	Dez. 13	Dez. 12	Dez. 13	Dez. 12	Dez. 13
Margem financeira	30,1	38,8	-14,4	3,9	-20,2	-29,6
Comissões	24,7	22,1	20,2	-13,9	-5,3	-0,3
Produto da atividade bancária	26,6	32,0	-8,8	-9,9	2,1	-30,5
Custos operacionais	27,4	26,3	5,5	-7,2	-8,4	-2,1
do qual: Custos com pessoal	26,2	24,5	7,5	-7,2	-11,7	1,4
Imparidade de crédito	12,2	10,0	63,5	-22,9	0,2	-4,1

Fonte: Banco de Portugal.

No contexto da redução do ativo, os rácios de capital prudenciais registaram uma evolução globalmente positiva, contribuindo para uma transição suave para o novo regime prudencial introduzido no início de 2014

No final de 2013, o rácio *Core Tier 1*²² situava-se em 12,3 por cento, o que compara com 11,5 por cento no final de 2012 (11,9 por cento em Junho de 2013). Por sua vez, o rácio de adequação global de fundos próprios aumentou de 12,6 por cento, no final de 2012, para 13,3 por cento, no final de 2013. Finalmente, o rácio de alavancagem, definido pelo quociente entre capital *Tier 1* e ativo total, manteve-se ao longo de 2013 próximo dos sete por cento (6,7 por cento no final de 2012). A evolução globalmente positiva registada nos rácios em 2013 esteve em linha com a verificada nos anos precedentes.

A melhoria dos rácios em 2013 decorreu da redução significativa dos ativos e dos ativos ponderados pelo risco, e não do aumento dos fundos próprios, em contraste com o verificado em 2012 (Gráfico 30). Recorde-se que em 2012 alguns dos maiores bancos do sistema

bancário português levaram a cabo operações de recapitalização, por intermédio de investidores privados e/ou de fundos públicos, facto que em 2013 teve uma expressão mais restrita. Por outro lado, a evolução dos fundos próprios esteve também muito condicionada pelo registo de resultados líquidos negativos, que se acentuou em 2013.

De referir que a redução dos requisitos de capital continuou a ser muito determinada pela manutenção do processo de desalavancagem por parte do setor bancário, iniciado em 2011 e alicerçado na redução da carteira de crédito. Para além deste efeito volume, esta evolução terá também refletido o recurso a medidas mitigadoras dos riscos por parte de alguns grupos bancários (como seja a realização de operações de titularização sintética para cobertura de risco de crédito), assim como o alargamento do âmbito de aplicação de modelos internos para cálculo dos requisitos mínimos de fundos próprios (*IRB models*) nas carteiras domésticas.

Os rácios prudenciais de capital dos bancos portugueses são, à data, relativamente reduzidos em termos europeus. Esta situação não pode ser dissociada da evolução económica e financeira particularmente adversa que o país verificou nos últimos anos, com reflexos na qualidade média dos ativos dos bancos e, de uma forma geral, na sua rentabilidade.

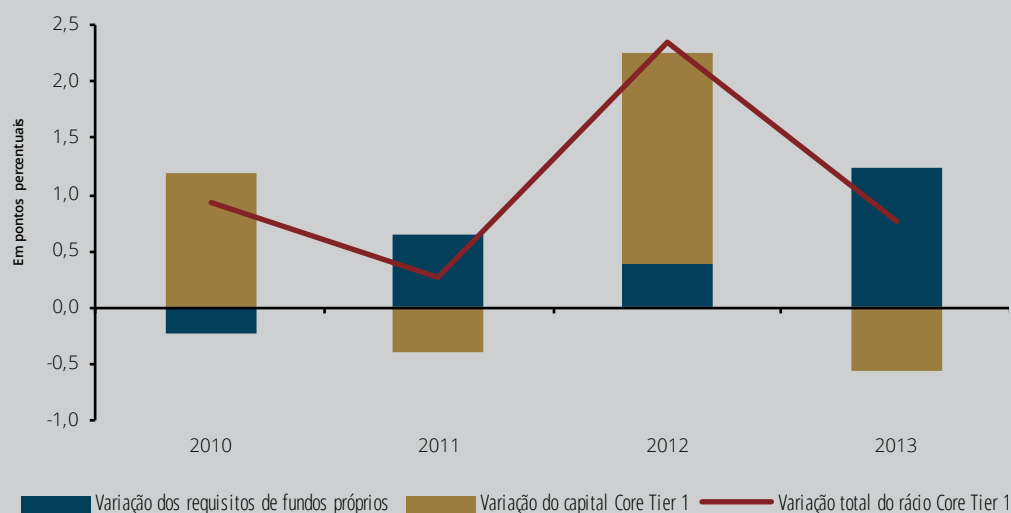


Gráfico 30 •
Rácio Core Tier 1

Fonte: Banco de Portugal.

Por fim, é de assinalar que desde 1 de janeiro de 2014, está em vigor o Aviso do Banco de Portugal n.º 6/2013, que vem estabelecer um novo regime, transitório, destinado a preservar os níveis de fundos próprios. O novo regime foi definido ao abrigo do Regulamento (UE) n.º 575/2013 (ou CRR – *Capital Requirements Regulation*), e consagra a implementação do nível mínimo de 4,5 por cento para o rácio de fundos próprios principais de nível 1. Determina também que as instituições de crédito e as empresas de investimento devem preservar um rácio de fundos próprios principais de nível 1 não inferior a sete por cento, até que a Diretiva 2013/36/UE (ou CRD IV – *Capital Requirements Directive*) seja transposta para o quadro jurídico português. Se, em algum momento, uma entidade apresentar um rácio de fundos próprios principais de nível 1 abaixo desse limiar, ser-lhe-ão aplicadas as disposições previstas na Diretiva 2013/36/UE relativas à manutenção de uma reserva de conservação de fundos próprios. De igual forma, tendo em vista assegurar uma adequada transição até à aplicação integral das disposições previstas na CRR/CRD IV, o Banco de Portugal procurará salvaguardar a manutenção dos níveis de adequação de fundos próprios, avaliando as circunstâncias em que as instituições de crédito podem efetuar operações que, no imediato ou no curto prazo, tenham como efeito certo ou

previsível reduzir o valor nominal de uma ou mais componentes dos seus fundos próprios.

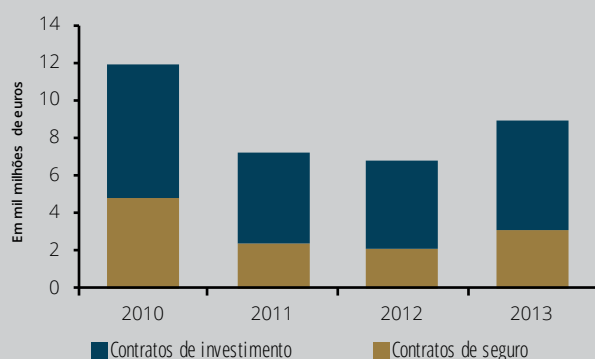
No início de 2014, os principais bancos do sistema bancário português cumprem confortavelmente o mínimo regulamentar de sete por cento. No entanto, será recomendável que as instituições adotem medidas de reforço da sua estrutura dos fundos próprios. Esse reforço deverá assentar não apenas em instrumentos classificados como *Common equity*, mas também na emissão de instrumentos de *Tier 2*, para os quais o mercado começa a dar sinais de abertura, e *Additional Tier 1*, ainda que, neste caso, o mercado se mantenha atualmente pouco recetivo.

1.3.2. Setor segurador

Em 2013, observou-se um aumento da produção de seguros, explicado pela evolução positiva do ramo vida

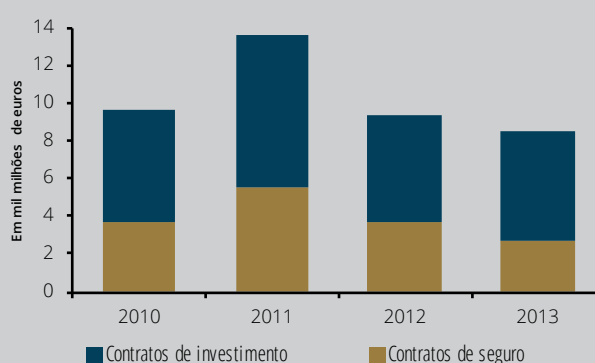
Considerando que as empresas de seguros que operam no mercado nacional são, em muitos casos, detidas por grupos financeiros com presença no setor bancário, as necessidades de ajustamento do setor bancário influenciam de forma significativa o comportamento do setor segurador. Este efeito é ampliado pela concentração dos canais de distribuição

Gráfico 31 • Produção de seguro direto do ramo vida



Fonte: ISP.

Gráfico 32 • Custos com sinistros de seguro direto do ramo vida



Fonte: ISP.

na rede de agências bancárias e pelo efeito de substituição que se observa em alguns produtos dirigidos à captação de poupança.

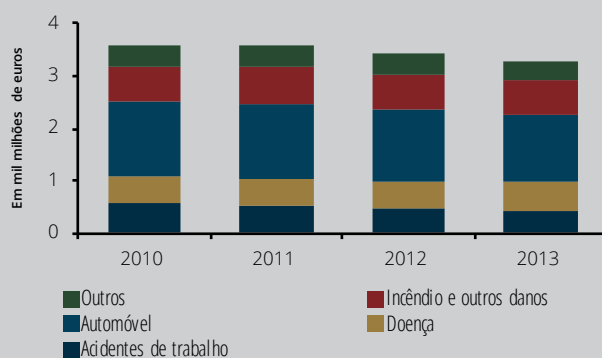
Neste âmbito, os desafios do setor bancário no passado recente terão contribuído para explicar a redução da produção de seguros que se verificou em 2011 e 2012. Por sua vez, os sinais de retoma da atividade económica e a relativa estabilização do setor bancário, associados ao aumento da taxa de poupança dos particulares, terão exercido uma influência positiva sobre a evolução do ramo vida em 2013.

De acordo com o relatório de análise de riscos do setor segurador e dos fundos de pensões – março 2014²³, a taxa de rentabilidade mínima garantida no primeiro ano, pelos novos produtos do ramo vida com taxa garantida (lançados em 2013), foi em média 3,5 por cento²⁴. Refira-se, no entanto, que a redução acentuada dos prémios de risco de algumas das principais aplicações das empresas de seguros, bem como a perspetiva de manutenção das taxas de juro na área do euro em níveis reduzidos durante um período de tempo alargado, deverá dificultar a manutenção das garantias de rentabilidade em níveis elevados. De facto, assegurar o equilíbrio entre a rentabilidade dos ativos em carteira e as garantias financeiras associadas às responsabilidades das empresas de seguros, assume um papel relevante para os resultados futuros.

Em 2013, a produção de seguros²⁵ registou um incremento de quase 21 por cento, justificada exclusivamente pela evolução do ramo vida (aumento superior a 33 por cento), interrompendo o comportamento que se vinha a verificar nos últimos dois anos e que foi especialmente notório em 2011 (Gráfico 31). Adicionalmente, os custos com sinistros no ramo vida registaram um decréscimo em 2013. A sua evolução é essencialmente justificada pela redução dos resgates (diminuição de quase 35 por cento em 2013), reforçando a melhoria da taxa de resgates que se vem observando desde 2012 (Gráfico 32).

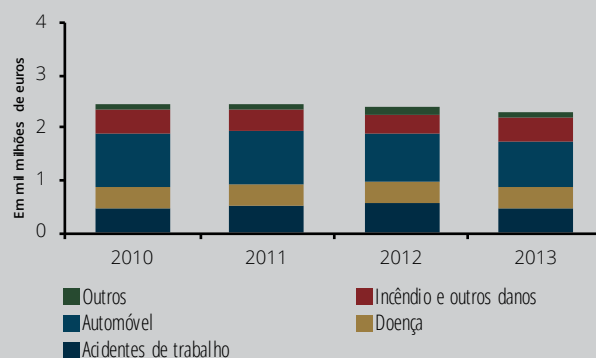
Os resultados técnicos do ramo vida cifraram-se em cerca de 818 milhões de euros em 2013, o que corresponde a um aumento de quase 14 por cento face ao período homólogo. Esta variação resulta sobretudo da melhoria dos resultados financeiros e do saldo de resseguro, este último em consequência de duas operações de resseguro que permitiram a antecipação de fluxos financeiros que seriam recebidos durante a vigência dos contratos em causa. Refira-se que já em 2012 tinha ocorrido uma operação semelhante.

Gráfico 33 • Produção de seguro direto dos ramos não vida



Fonte: ISP.

Gráfico 34 • Custos com sinistros de seguro direto dos ramos não vida



Fonte: ISP.

Nos ramos não vida verificou-se uma queda da produção

Sem prejuízo da recuperação que se observou na atividade global do setor segurador, os ramos não vida observaram um decréscimo da produção de cerca de quatro por cento, exceção apenas para o ramo doença (cujo aumento foi de aproximadamente três por cento) (Gráfico 33).

A conjuntura económica ainda frágil e o aumento da concorrência em determinados segmentos de atividade, têm vindo a concorrer para a queda da produção em alguns dos ramos mais significativos do negócio não vida (com efeitos no volume e nas tarifas médias), tais como acidentes de trabalho e automóvel, cuja produção verificou quebras superiores a sete por cento.

A diminuição na produção dos ramos não vida foi parcialmente compensada por uma redução de quase quatro por cento dos custos com sinistros, cujo comportamento se deveu também essencialmente aos ramos automóvel e acidentes de trabalho, com reduções superiores a dez por cento em ambos os casos (Gráfico 34). Em sentido contrário, salienta-se o aumento de aproximadamente 32 por cento dos custos com sinistros no ramo incêndio e outros danos, que se justifica pelos temporais ocorridos no início do ano transato.

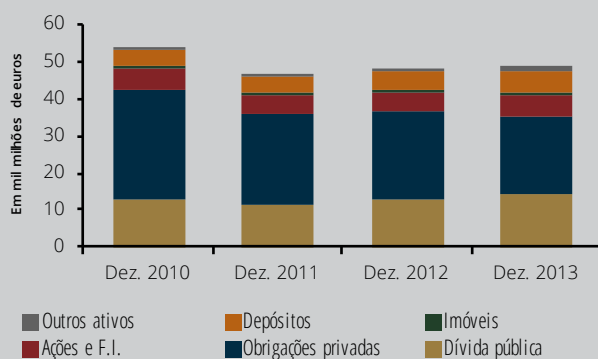
Apesar da melhoria observada nos rácios de sinistralidade dos ramos automóvel e acidentes de trabalho, os resultados técnicos globais dos ramos não vida observaram uma queda significativa em 2013 (diminuição superior a 77 por cento), o que se explica essencialmente pelas reduções dos resultados operacionais de seguro direto e dos resultados financeiros.

Relativamente à modalidade acidentes de trabalho, os resultados técnicos encontram-se em valores negativos desde 2011, o que justificou a adoção de ações de supervisão por parte da autoridade microprudencial. No que respeita ao ramo automóvel, principal segmento do negócio não vida, embora se continue a observar uma redução do volume de prémios, os custos com sinistros têm vindo a diminuir de forma mais pronunciada, justificando uma melhoria da taxa de sinistralidade e a manutenção dos resultados técnicos em níveis positivos.

A redução das *yields* nacionais teve impacto positivo nos resultados financeiros e na valorização das carteiras de investimento

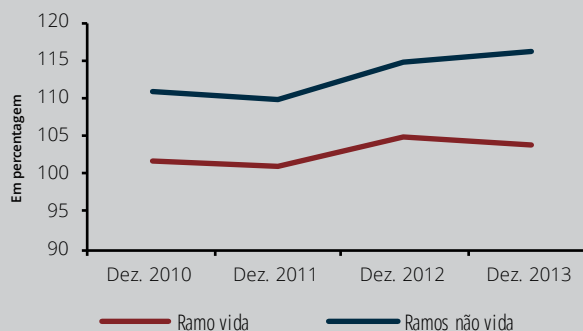
O valor global das carteiras de ativos representativos das provisões técnicas ascendeu a 48,6 mil milhões de euros, dos quais 87 por

Gráfico 35 • Composição da carteira de ativos



Fonte: ISP.

Gráfico 36 • Rácio de cobertura das provisões técnicas (ativos afetos / provisões técnicas)



Fonte: ISP.

cento se encontram afetos ao ramo vida. O valor global destes ativos verificou um aumento próximo de dois por cento em 2013.

No que se refere à composição das carteiras de investimentos, salienta-se o aumento do peso da dívida pública, em detrimento das obrigações privadas (Gráfico 35). Adicionalmente, verificaram-se ligeiros aumentos da exposição a ações e unidades de participação em fundos de investimento, bem como a depósitos.

Interessa referir que as *yields* dos títulos de dívida emitidos por entidades nacionais reforçaram em 2013 o movimento de descida, contribuindo de forma positiva para a valorização das carteiras de ativos das empresas de seguros e, consequentemente, para os resultados financeiros.

O rácio de cobertura das provisões técnicas diminuiu cerca de 0,8 pontos percentuais em 2013, o que decorre de comportamentos distintos entre os negócios vida e não vida (Gráfico 36). No ramo vida registaram-se aumentos tanto no montante das provisões técnicas, como nos ativos representativos destas, embora a variação da primeira variável tenha sido relativamente superior à última, o que justificou uma ligeira redução deste indicador. Nos ramos não vida, o decréscimo das provisões técnicas foi relativamente superior ao dos ativos, o que justificou a melhoria do indicador em análise.

O aumento significativo do resultado líquido agregado encontra-se influenciado por fatores não recorrentes

O resultado líquido agregado do setor segurador cifrou-se em aproximadamente 670 milhões de euros, o que representa um acréscimo face a 2012 (cerca de 525 milhões de euros). O rácio *return on assets*, situou-se em 1,3 por cento em 2013, o que representa um aumento de aproximadamente 0,3 pontos percentuais. No entanto, interessa realçar que os resultados obtidos nestes dois anos se encontram influenciados por fatores não recorrentes, nomeadamente as operações de resseguro anteriormente referidas. Na medida em que estas operações permitiram a antecipação de *cash-flows*, as mesmas poderão prejudicar os resultados futuros.

A taxa de cobertura da margem de solvência diminuiu em 2013, mas permanece em níveis relativamente elevados

A taxa de cobertura da margem de solvência registou um decréscimo de aproximadamente

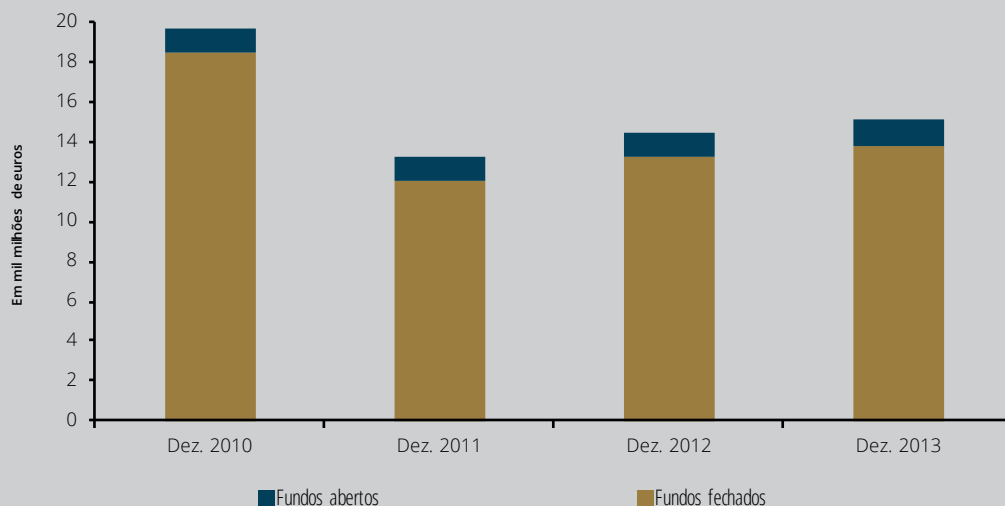


Gráfico 37 •
Ativos sob gestão

Fonte: ISP.

30 pontos percentuais em 2013, mas permaneceu em valores confortáveis (220 por cento). Este valor é distinto entre os diferentes segmentos de negócio, com os operadores dos ramos não vida a registarem o valor mais elevado (265 por cento), seguidos pelas empresas mistas (213 por cento) e pelas entidades do segmento vida (210 por cento).

1.3.3. Fundos de pensões

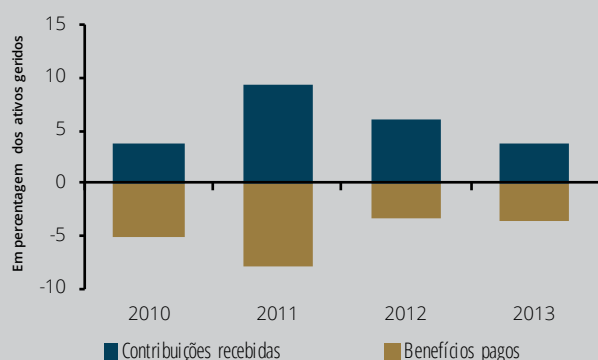
O aumento dos ativos geridos pelos fundos de pensões foi influenciado pela trajetória descendente dos prémios de risco dos títulos de dívida nacionais

O valor total dos ativos geridos por fundos de pensões superou, em dezembro de 2013, os 15 mil milhões de euros, o que corresponde a um aumento de quase cinco por cento face ao ano anterior (Gráfico 37). A redução das taxas de rendibilidade dos títulos de dívida emitidos por entidades nacionais contribuiu positivamente para este efeito.

Depois de descontados os efeitos das contribuições recebidas e dos benefícios pagos, a rendibilidade dos fundos de pensões foi próxima de quatro por cento em 2013.

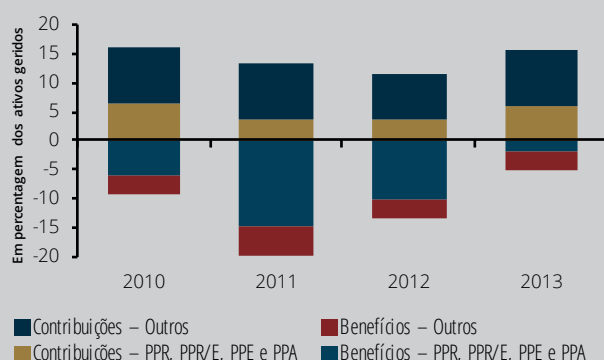
Os fundos de pensões fechados continuam a representar a grande maioria dos ativos totais, atingindo, em dezembro de 2013, aproximadamente 14 mil milhões de euros e cerca de 91 por cento do total das carteiras de

Gráfico 38 • Contribuições e benefícios – fundos fechados



Fonte: ISP.

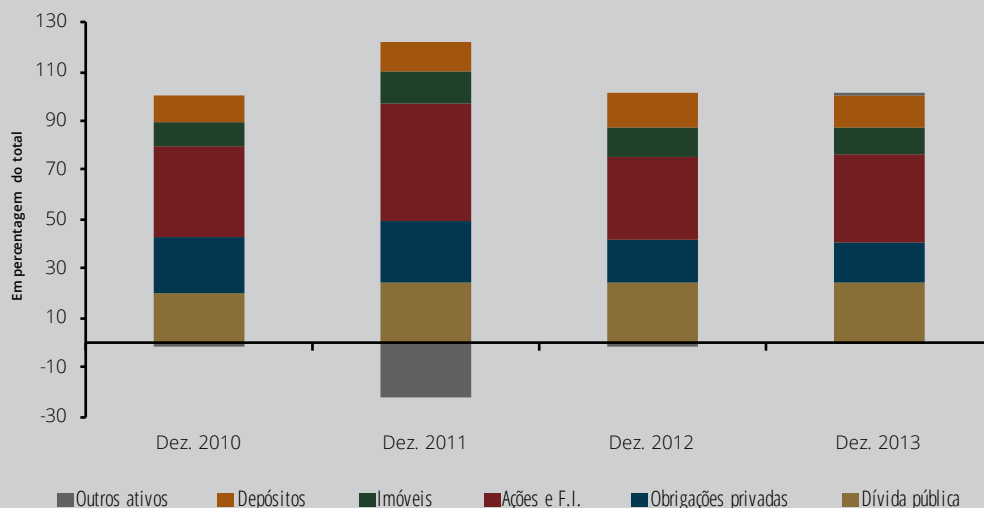
Gráfico 39 • Contribuições e benefícios – fundos abertos



Fonte: ISP.

Gráfico 40 • Composição da carteira de ativos

Fonte: ISP.
Nota: A categoria Outros refletia, em dezembro de 2011, o valor dos fundos de pensões do setor bancário transferido para a Segurança Social durante o primeiro semestre de 2012.



investimento. Tal como referido no relatório de estabilidade financeira anterior, a transferência de responsabilidades e ativos financeiros para a Segurança Social em 2011, referentes a fundos de pensões do setor bancário, condicionou a evolução do ativo, bem como das contribuições recebidas e dos benefícios pagos pelo setor.

As contribuições dos associados, participantes e beneficiários registaram uma redução significativa em 2013, explicada pelo comportamento dos fundos de pensões fechados de benefício definido, visto que apresentaram um decréscimo de quase 35 por cento (este comportamento resultou de um acréscimo extraordinário das contribuições em 2012, por efeito do reconhecimento de contribuições referentes a 2011) (Gráfico 38). Não obstante, as contribuições para fundos de pensões abertos observaram um aumento significativo em 2013 (cerca de 52 por cento) (Gráfico 39).

Os benefícios pagos registaram um ligeiro acréscimo – de cerca três por cento – em 2013, que se deveu ao comportamento dos fundos fechados de benefício definido. Neste âmbito, interessa ainda salientar a quebra acentuada nos benefícios pagos por fundos abertos do tipo PPR (de aproximadamente 79 por cento).

A composição das carteiras de ativos permanece relativamente estável

Em 2013, a composição da carteira de ativos dos fundos de pensões permaneceu relativamente estável, destacando-se apenas um ligeiro aumento da exposição a ações e a unidades de participação em fundos de investimento (Gráfico 40).

Num cenário de ajustamento dos pressupostos de cálculo, verificou-se um ligeiro decréscimo da cobertura das responsabilidades dos fundos de pensões de empregados bancários²⁶

Importa ainda aprofundar a evolução do nível de cobertura dos fundos de pensões dos empregados bancários, tendo em consideração a sua relevância no total do setor e o impacto que a evolução das responsabilidades ou dos ativos dos fundos de pensões possam assumir nos resultados ou no balanço dos bancos.

Em 2013, observou-se uma redução ligeira no nível de cobertura global dos fundos de pensões, que passou de 103 por cento para 101 por cento, refletindo um acréscimo de 10,9 por cento das responsabilidades totais. Esta evolução do passivo dos fundos de pensões deve-se sobretudo a um ajustamento dos pressupostos atuariais adotados na avaliação das responsabilidades com pensões, iniciado no final de 2012, e que resultou numa redução das taxas médias de desconto atuarial²⁷ em cerca de 50 pontos base durante o ano de 2013.

No total do sistema bancário, o impacto negativo nos capitais próprios decorrente dos desvios atuariais e financeiros dos fundos de pensões de empregados bancários registados em 2013, assume valores pouco significativos, podendo, no entanto repercutir-se de forma diferenciada entre bancos.

1.3.4. Fundos de investimento

O valor dos ativos sob gestão dos fundos de investimento reduziu-se em 2013, refletindo o resgate destes instrumentos por particulares

Em 2013, o valor dos ativos sob gestão dos fundos de investimento reduziu-se dois por cento, para cerca de 27 mil milhões de euros.

Esta evolução foi justificada pelo comportamento dos fundos de investimento mobiliário, que sofreram um decréscimo de nove por cento, representando cerca de 10 mil milhões de euros no final de 2013, devido ao resgate de fundos de obrigações e de fundos mistos.

Num contexto de perda de valor dos ativos reais e de resgates dos particulares, o aumento de quatro por cento dos fundos imobiliários

Gráfico 41 •
Aplicação dos
fundos de
investimento
por instrumento
financeiro

Fonte: Banco de Portugal
e Comissão do Mercado
de Valores Mobiliários.

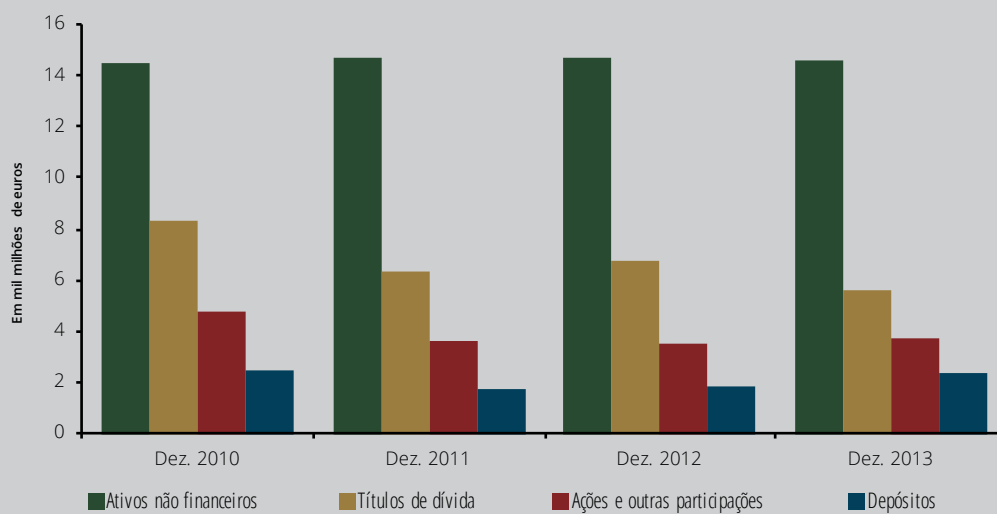


Gráfico 42 •
Aquisições
líquidas de
unidades de
participação pelo
setor residente

Fonte: Banco de Portugal
e Comissão do Mercado
de Valores Mobiliários.

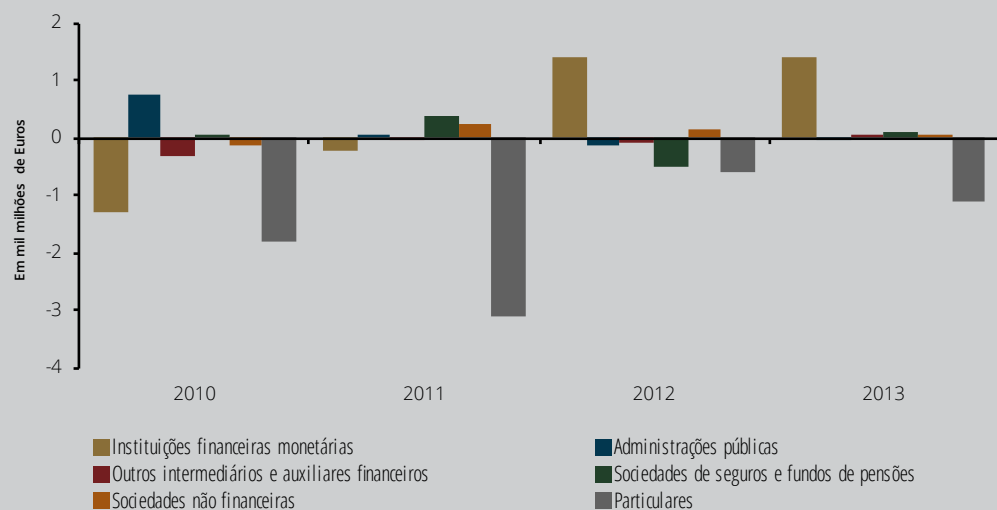
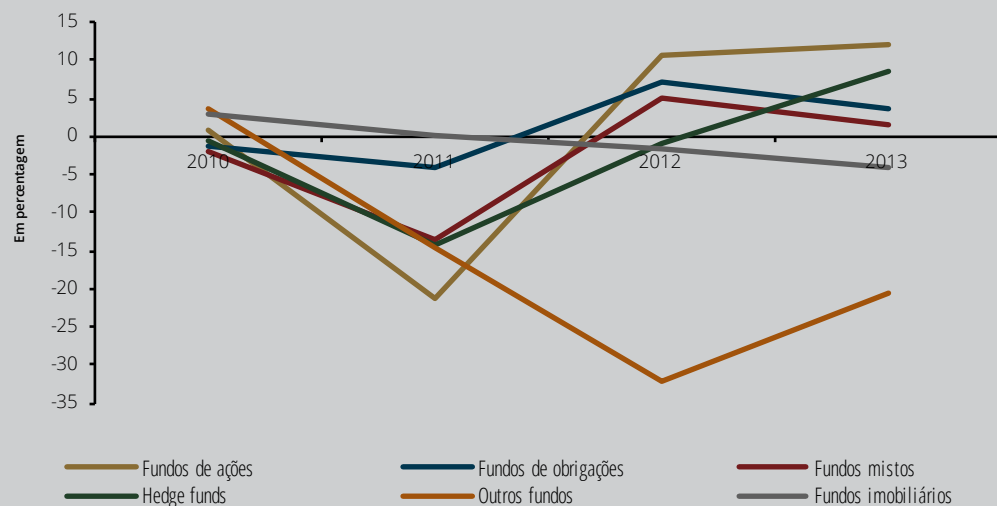


Gráfico 43 •
Taxas de
rendibilidade por
tipo de fundo

Fonte: Banco de Portugal.
Nota: As taxas de
rendibilidade refletem
as variações de preço em
relação à posição em final
do período.



em 2013 esteve relacionado com a compra de unidades de participação pelos bancos e seguradoras [ver Caixa “Delimitação do perímetro de *shadow banking* (ótica de entidades)”]. Neste contexto, refira-se que foram criados novos fundos de arrendamento habitacional, tendo as unidades de participação sido adquiridas, na sua maioria, pelos bancos.

O resgate de fundos de investimento teve impacto negativo na carteira de obrigações e ações. No entanto, a aquisição de unidades de participação e a valorização das ações contribuíram para o acréscimo da componente de ações e outras participações no total das aplicações dos fundos de investimento (Gráfico 41).

No que concerne a exposição aos diferentes setores institucionais, os resgates ocorridos em 2013 refletiram-se na redução da exposição a dívida de bancos residentes em Portugal e a dívida de sociedades não financeiras e intermediários financeiros de países pertencentes à área do euro, excluindo Portugal. Em sentido inverso, verificou-se um ligeiro aumento da exposição ao setor público e a dívida de sociedades não financeiras residentes que, ainda assim, representam apenas dois e três por cento do total do ativo em dezembro de 2013, respetivamente.

⋮ A exposição do setor
⋮ financeiro ao risco imobiliário
⋮ aumentou por via da
⋮ detenção de fundos de
⋮ investimento imobiliário

Relativamente aos detentores de unidades de participação de fundos de investimento, continuou a verificar-se o resgate de unidades de participação por particulares (fundos de obrigações e fundos imobiliários), e a aquisição de unidades de participação de fundos imobiliários pelos bancos, tal como acima referido (Gráfico 42). Em conformidade com este comportamento as companhias de seguros e os fundos de pensões reforçaram a sua carteira

em fundos imobiliários reduzindo a sua exposição a fundos mistos.

Em linha com o ano anterior, os fundos de investimento imobiliário e os outros fundos apresentaram rendibilidades negativas em 2013 (Gráfico 43). Por sua vez, a rendibilidade dos fundos de obrigações e dos fundos mistos, apesar de positiva, foi inferior à apresentada em 2012 enquanto a valorização das ações de sociedades não financeiras permitiu que os fundos de ações e os *hedge funds* melhorassem a sua performance em 2013.

Caixa | Delimitação do perímetro de *shadow banking* (ótica de entidades)

O Banco de Portugal, enquanto autoridade macroprudencial nacional, tem como responsabilidade definir e executar a política macroprudencial. Deverá, assim, identificar, acompanhar e avaliar riscos sistémicos, assim como propor e adotar medidas de prevenção, mitigação ou redução desses riscos, com vista a reforçar a resiliência do setor financeiro como um todo.

Nesta perspetiva, saliente-se a preocupação manifestada pelo G20 que, no final de 2010 – após o acordo sobre os novos requisitos de capital dos bancos (Basel III) –, alertou para a necessidade de analisar potenciais *gaps* regulamentares no designado *shadow banking* (sistema de intermediação de crédito efetuado fora dos canais bancários), tendo mandatado o *Financial Stability Board* (FSB) para a elaboração de um estudo sobre este assunto. À luz do trabalho desenvolvido, o FSB apresentou uma estratégia que assenta: i) na definição de mecanismos de monitorização, e ii) no desenvolvimento de políticas que reforcem a supervisão e regulamentação do *shadow banking*.

A presente caixa apresenta uma metodologia de delimitação do perímetro de *shadow banking*, tendo presente as recomendações e propostas do FSB, bem como a sua aplicação ao caso português. De acordo com os relatórios do FSB é possível considerar duas abordagens para a caracterização do *shadow banking*, consoante se tenha em conta um conceito mais abrangente ou mais restrito deste setor. Estas abordagens podem ainda ser analisadas na ótica de entidades ou de atividades. Esta caixa incide sobre a ótica de entidades, sendo a ótica de atividades objeto de análise futura²⁸.

Tendo presente um conceito mais abrangente, *shadow banking* compreende o “sistema de intermediação financeira que envolve entidades e atividades (total ou parcialmente) fora do sistema bancário regulado”. Desta forma, de acordo com o conceito abrangente, considera-se *shadow banking* a totalidade dos outros intermediários financeiros²⁹, excluindo as companhias

de seguros e os fundos de pensões, e incluindo os fundos do mercado monetário³⁰.

As companhias de seguros e fundos de pensões não são contempladas nesta abordagem por se considerar que a especificidade do seu negócio não apresenta a exposição aos riscos considerados de *shadow banking*. No entanto, num contexto de taxas de juro baixas, o comportamento de *search for yield* poderá justificar o aumento de atividades não tradicionais (e.g., concessão de garantias de crédito, venda de *unit links*, operações de *securities lending*³¹) geradoras de riscos. Adicionalmente, atendendo ao papel destas instituições enquanto investidores nos mercados financeiros, importa assinalar a elevada interligação com o sistema bancário.

Por sua vez os fundos do mercado monetário devem ser considerados no âmbito do *shadow banking* porque as unidades de participação (UP) destes fundos assumem características próximas dos depósitos bancários. Com efeito, estes fundos investem em ativos altamente líquidos (depósitos e papel comercial), sendo as UP resgatáveis a qualquer momento. Os fundos do mercado monetário são uma importante fonte de financiamento de curto prazo do setor bancário criando uma potencial fragilidade no sistema financeiro.

De acordo com uma definição mais restrita, o *shadow banking* consiste no sistema de intermediação financeira que abrange as entidades e atividades fora do sistema bancário regulado e que envolve i) risco sistémico, em particular decorrente da transformação de liquidez e maturidade, alavancagem e transferência de risco de crédito e/ou ii) questões de arbitragem regulamentar.

Segundo esta abordagem alternativa, o FSB propõe a exclusão dos fundos de ações (por se considerar que não financiam diretamente a economia), das titularizações retidas nos grupos bancários (decorrente da não transferência efetiva de risco) e dos outros intermediários financeiros que consolidem em grupos bancários.

A partir do conceito restrito é ainda possível analisar, por tipo de intermediário, se as atividades desenvolvidas são geradoras de risco sistémico de forma a delimitar o universo do *shadow banking*. As características definidas pelo FSB como sendo potenciais geradoras de risco são: 1) a captação de financiamento com características similares aos depósitos; 2) a transformação de maturidade/liquidez; 3) a

transferência de risco de crédito; e 4) a alavancagem direta / indireta (*leverage*).

A aplicação desta metodologia ao caso português, permite concluir que o montante de *shadow banking* em Portugal, medido em termos do total de ativos, situava-se, em dezembro de 2013, em 106 mil milhões de euros de acordo com o conceito alargado, e em 69 mil milhões, de acordo com o conceito mais restrito (ver Quadro 5).

Quadro 5 • Shadow Banking em Portugal de acordo com a ótica de entidades (10⁶ euros)

Conceito abrangente	Conceito restrito
Fundos de investimento (FI) 29 634 d.q.: FMM 2392	Fundos de investimento excluindo FA 28 349 d.q.: FMM 2392
STC/FTC: 41 306	STC/FTC excluindo operações retidas 17 061
Outros intermediários financeiros (OIF) 35 001	OIF excluindo entidades consolidadas 23 216

Fonte: Banco de Portugal e CMVM.

Legenda: FMM – fundos do mercado monetário; STC/FTC – sociedades e fundos de titularização de crédito; FA – fundos de ações.

Em termos de evolução, constata-se que no período anterior à crise financeira – em particular de 2002 a 2007 – os ativos sob gestão (conceito alargado) cresceram a um ritmo elevado (Gráfico 44), à semelhança do observado noutros países. Este aumento resultou de dois fatores: do aumento dos ativos sob gestão pelos fundos de investimento (mobiliários e imobiliários) e da realização de operações de titularização.

Após a crise financeira, verificou-se na União Europeia uma moderação das atividades de intermediação fora do sistema bancário. No entanto, em Portugal, de 2008 a 2010, assistiu-se a um novo impulso das atividades de titularização, que atingira um máximo em 2010, momento a partir do qual se observou a amortização de operações de titularização de

crédito na sequência da alteração da política de financiamento junto do Eurosistema. A este efeito acresce a redução da atividade dos fundos de investimento, sobretudo dos fundos de obrigações abertos.

Apesar desta contração, o *shadow banking* em Portugal continua a assumir uma importância não negligenciável. Em 2013 representava cerca de 14 por cento do ativo total do sistema financeiro (cerca de 60 por cento do PIB), que compara com 29 por cento na área do euro.

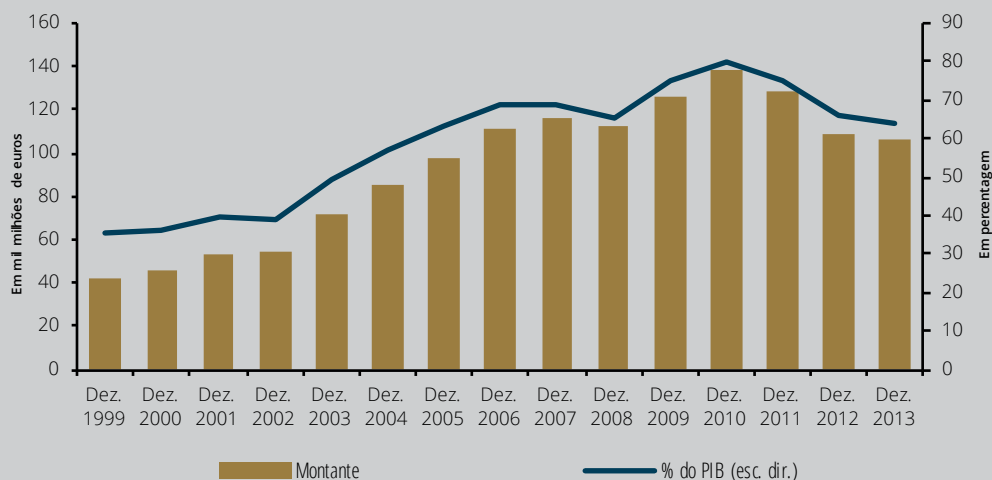
Com vista a delimitar o conceito de *shadow banking* procurou-se avaliar quais as entidades que assumem atividades, identificadas pelo FSB, como potenciais geradoras de risco sistémico partindo dos indicadores apresentados no Quadro 6.

Quadro 6 • Indicadores por tipo de risco / atividade de intermediação³²

Risco de maturidade	Ativos de curto prazo / Total de ativos Passivos de curto prazo / Ativos de curto prazo
Risco de liquidez	Ativos líquidos / Total de ativos
Leverage	Dívida / Total de ativos financeiros
Interligações	Ativos face a intermediários financeiros / Total de ativos Passivos face a intermediários financeiros / Total de ativos
Concessão de crédito	Crédito / Total do ativo

A análise destes indicadores permite concluir que o risco decorrente da exposição a outros intermediários financeiros (risco de interligações), em particular ao setor bancário, é um risco transversal a todas as categorias sob análise (ver Quadro 7), potenciando os canais de contágio de risco. Nalguns casos esta exposição tem impacto a nível do ativo e passivo bancário o que potencia ainda mais o efeito de contágio. Por exemplo, perante resgates antecipados de unidades de participação de

fundos de investimento é possível identificar três impactos potenciais: i) impacto no valor de mercado da dívida bancária resultante da venda de ativos que integram a carteira dos fundos (títulos bancários); ii) potencial impacto no valor das unidades de participação detidas pelos bancos decorrente da venda de ativos; e iii) necessidade de aquisição de unidades de participação para evitar descida de preços e efeitos reputacionais (designado apoio implícito).

Gráfico 44 • Evolução do *Shadow Banking* em sentido abrangente em Portugal

Fonte: Banco de Portugal e CMVM.

Nota: Com vista a delimitar o conceito de *shadow banking* procurou-se avaliar quais as entidades que assumem atividades, identificadas pelo FSB, como potenciais geradoras de risco sistémico partindo dos indicadores apresentados no Quadro 6.

Quadro 7 • Tipo de riscos dos vários intermediários financeiros

Riscos	FMM	FA	FO	FM	HF	OF	STC / FTC	FII
Risco de maturidade	X	+++	X	?	?	X	X	+++
Risco de liquidez	+	+++	++	+	+	+	X	+++
<i>Leverage</i>	X	X	X	X	X	?	+++	+++
Interligações	+++	+	+++	+	+++	++	+++	++
Concessão de crédito	X	X	++	+	?	X	+++	X

Legenda: FMM = fundos do mercado monetário; FA = fundos de ações; FO = fundos de obrigações; FM = fundos mistos; HF = *hedge funds*; OF = outros fundos; STC/FTC = sociedades e fundos de titularização de crédito; FII = fundos de investimento imobiliário. +++/++/+ = com risco material; X = sem risco material; ? = persistem dúvidas.

De acordo com os indicadores supracitados, os fundos de ações e os fundos imobiliários são os que assumem maior exposição ao risco de liquidez e maturidade. No entanto, se considerarmos o universo de fundos abertos nos quais pode ser feito o resgate de unidades de participação a qualquer momento, concluiríamos que todos os tipos de fundos em Portugal podem assumir risco de liquidez.

Relativamente aos fundos de investimento imobiliário, para além de assumirem uma dimensão relativa importante no total de fundos de investimento, a análise dos indicadores referidos revela a presença de risco de maturidade, risco de liquidez e de *leverage*. No entanto, apenas cerca de 30 por cento³³ destes fundos são fundos abertos³⁴ pelo que o risco decorrente de resgates antecipados encontra-se parcialmente limitado.

As sociedades e fundos de titularização de crédito têm vindo a assumir rácios de *leverage* crescentes muito condicionados pela envolvente fiscal que fez com que estas operações passassem a ser realizadas por sociedades e não por fundos de titularização. No entanto, tal como anteriormente referido, 60 por cento destas operações ficam retidas no balanço dos bancos que adquirem as unidades / obrigações emitidas, não existindo uma total transferência de risco de crédito. Refira-se, adicionalmente, que na atual conjuntura, a qualidade dos ativos transferidos deve ser monitorizada de forma a não colocar em causa o objetivo deste tipo de operações.

Neste contexto, tem surgido um conjunto de iniciativas a nível internacional que visam dinamizar este tipo de operações através da possibilidade de aliviar os requisitos de capital nos casos em que os ativos titularizados assumem elevada qualidade.

Os *hedge funds* apresentam um comportamento bastante instável em termos de composição da sua carteira, pelo que ainda subsistem dúvidas relativamente à caracterização dos riscos a que se encontram sujeitos. Refira-se que estes fundos têm vindo a reduzir a sua importância em termos do total do ativo sob gestão. De qualquer forma, deverá agora analisar-se se, à luz da definição de *hedge funds*³⁵, existem outros tipos de fundos que assumam características semelhantes.

Os fundos de capital de risco não se encontram cobertos pela presente análise. No entanto, a transferência de créditos para fundos de capital de risco mereceu especial atenção por parte do Banco de Portugal (Carta Circular n.º 13/2012) e CMVM, tendo sido emitidos esclarecimentos no que respeita aos requisitos prudenciais a adotar nestas situações.

Os riscos e benefícios do *shadow banking* devem continuar a ser monitorizados conjugando a análise aqui apresentada com as atividades que no seio do setor financeiro sejam geradoras de risco sistémico, e que não sejam captadas pela abordagem de entidades, em particular tendo presente as iniciativas regulamentares entretanto desenvolvidas.

2. Riscos para a estabilidade financeira

O elevado endividamento dos setores público e privado continua a ser o principal fator de risco para a estabilidade financeira

Nas últimas décadas, a economia portuguesa acumulou significativos desequilíbrios estruturais que se traduziram em níveis de endividamento muito elevados, quer do setor público, quer do setor privado (Gráfico 1). Esta dívida foi em larga medida contraída junto de não residentes, ou diretamente ou com a intermediação do setor financeiro nacional, tendo a dívida total dos residentes face a não residentes atingido o elevado valor de 95 por cento do PIB, no quadro duma forte deterioração da posição de investimento internacional (que passou de cerca de -30 por cento do PIB em 1999 para quase -120 por cento do PIB no final de 2013).

A crise financeira internacional, iniciada em 2007 e reforçada posteriormente com a crise do risco soberano na área do euro, tornou inviável a manutenção desta trajetória. O agravamento da pressão sobre a dívida portuguesa, associado a sucessivas revisões em baixa das notações de *rating* atribuídas a emittentes portugueses, públicos e privados, financeiros e não financeiros, e à consequente dificuldade crescente de acesso

a financiamento, tornou inevitável o pedido de assistência financeira internacional por parte do governo português no início de abril de 2011.

O Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) acordado em maio daquele ano visou, por um lado, contribuir para a criação de um quadro de financiamento estável, nomeadamente para as administrações públicas e para o sistema bancário e, por outro lado, promover a correção dos desequilíbrios das finanças públicas e das vulnerabilidades estruturais que condicionam o crescimento potencial da economia portuguesa. No contexto do programa a economia portuguesa registou progressos consideráveis, em particular no que diz respeito ao processo de consolidação estrutural das contas públicas e à melhoria substancial do saldo das contas externas (balança corrente e de capital). A evidência aponta também para alguma reafetação de recursos no sentido dos setores produtores de bens e serviços transacionáveis. No entanto, este ajustamento foi acompanhado por uma queda do rendimento e da procura internos, refletida na redução pronunciada da atividade económica e no aumento significativo do desemprego. No decurso do último trimestre de 2013 e no início de 2014, os indicadores macroeconómicos apresentaram sinais de melhoria, permitindo perspetivar uma evolução da economia em

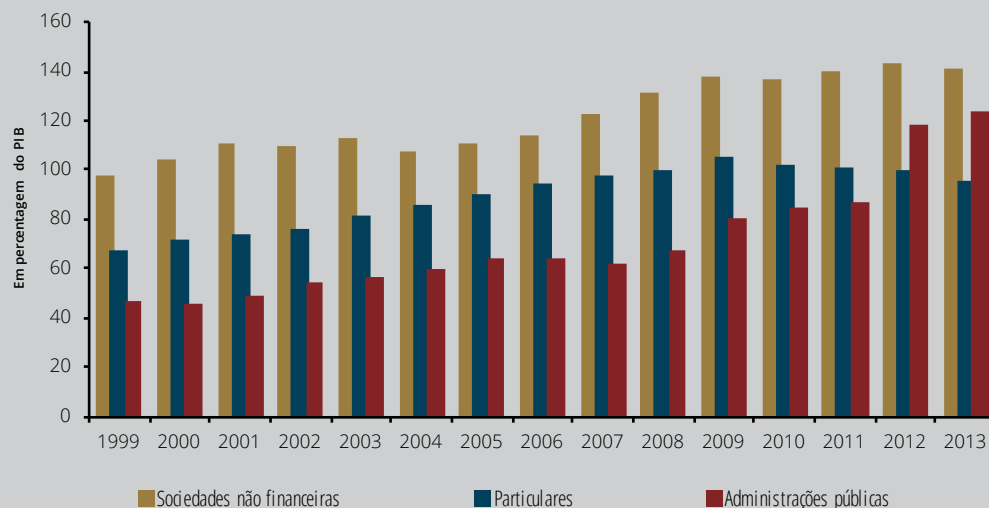


Gráfico 1 •
Dívida total bruta consolidada

Fonte: Banco de Portugal.

2014 mais favorável do que a prevista anteriormente. Apesar deste cenário, subsistem riscos para a estabilidade financeira da economia portuguesa que podem comprometer a sustentabilidade dos progressos acima referidos.

O processo de ajustamento das finanças públicas deverá ser prosseguido, no sentido de garantir a sua sustentabilidade

Um dos principais fatores de risco situa-se no processo de ajustamento das finanças públicas. Este ajustamento – que decorre da necessidade de diminuir a dívida pública, assegurar a sustentabilidade das contas públicas e garantir a confiança dos investidores internacionais – deverá necessariamente prosseguir, apesar de condicionar no curto prazo o ritmo de recuperação do rendimento e da procura internos, pois permite criar as condições para o crescimento económico sustentado no médio prazo.

A informação disponível sugere que nos próximos anos o ajustamento terá lugar num contexto de fraco crescimento económico, desemprego elevado e baixa inflação. A verificar-se este enquadramento, o processo tenderá a ser longo e com riscos em termos de impacto social, o que acentua a necessidade da adoção e reforço de medidas de política que favoreçam o crescimento potencial da economia. Essas medidas poderão abranger áreas diversas, tais como a simplificação e estabilização do quadro fiscal e jurídico, o aumento da concorrência em setores chave (e.g., energia, telecomunicações), a desburocratização dos processos públicos e a racionalização dos recursos públicos.

Note-se que o final do PAEF potencia o risco de um eventual abrandamento do processo de ajustamento das finanças públicas e da adoção das medidas estruturais. Esta situação, a ocorrer, para além dos efeitos negativos que teria internamente, afetaria a perceção dos mercados sobre o compromisso das autoridades no esforço de correção dos desequilíbrios estruturais da economia, podendo comprometer de forma duradoura a credibilidade

externa. A médio prazo, este cenário poderia implicar prémios de risco acrescidos na dívida dos setores internos e, assim, um ajustamento mais forte a nível orçamental e financeiro, com maior impacto em termos da perda de rendimento dos setores residentes.

A manutenção duma evolução positiva da taxa de poupança dos particulares é essencial para assegurar a estabilidade financeira e o equilíbrio externo da economia portuguesa

Nos dois últimos anos, a taxa de poupança dos particulares – que é tipicamente o setor aforrador da economia – atingiu valores máximos desde o início da área do euro, o que reflete comportamentos de consumo mais prudentes e ajustados a níveis de rendimento permanente inferiores aos que estavam implicitamente antecipados antes do pedido de assistência internacional por parte do governo português. Atendendo à significativa componente importada do consumo privado, este desenvolvimento, a par do crescimento robusto das exportações, contribuiu para que o saldo das contas externas registasse uma melhoria assinalável e, assim, que a economia portuguesa atingisse uma situação de capacidade de financiamento sobre o exterior. Tal significa que a economia portuguesa tornou-se capaz de gerar internamente mais recursos do que os necessários para financiar a despesa dos setores domésticos, ficando em condições de poder reduzir a dívida externa.

A informação mais recente sugere um abrandamento neste processo de ajustamento. Num contexto em que o processo de consolidação orçamental deve prosseguir, e em que é necessária a recuperação do investimento produtivo, a verificação de níveis de consumo consentâneos com a evolução do rendimento disponível e a continuação da redução do endividamento das famílias é uma condição essencial para assegurar a estabilidade financeira do setor e o equilíbrio externo da economia portuguesa.

O elevado grau de alavancagem das empresas e o ajustamento lento do seu endividamento representa um risco para a estabilidade financeira e para a recuperação macroeconómica sustentada

O nível reduzido de capitalização das sociedades não financeiras portuguesas constitui uma restrição significativa ao reforço da estrutura produtiva interna. Com efeito, a manutenção de uma estrutura financeira inadequada e subcapitalizada dificulta o acesso aos fundos (dívida ou capital) necessários para o normal desenvolvimento da atividade das empresas. Mesmo que viáveis, as empresas são restringidas nas suas possibilidades de investimento, dificultando, consequentemente, não só a recuperação da atividade económica imediata mas também o crescimento potencial da economia, de que o volume e a qualidade do investimento empresarial são determinantes importantes. Com efeito, a renovação do *stock* de capital produtivo do setor empresarial desempenha um papel fundamental na incorporação de tecnologias mais avançadas e na absorção de recursos humanos mais qualificados, o que é essencial à melhoria da qualidade dos bens e serviços produzidos e ao aumento da eficiência na produção, assegurando a competitividade da economia portuguesa e o crescimento económico sustentado.

Neste contexto, devem ser promovidas medidas que permitam acelerar a desalavancagem de empresas viáveis mas com elevado endividamento, incluindo incentivos regulamentares e fiscais à substituição de dívida por capital e ao aumento de capitais próprios. Na medida em que a participação dos acionistas e de empresas do grupo no financiamento das sociedades não financeiras assume frequentemente a forma de dívida (os financiamentos de participantes e participadas representam cerca de 13 por cento do ativo das empresas portuguesas), a introdução de incentivos regulamentares e fiscais que favoreçam a transformação de suprimentos em participações no capital poderá contribuir para

estruturas financeiras mais robustas. Também o reinvestimento dos lucros gerados ou a sua utilização para reduzir a dívida deverão ser promovidos para contribuir para o equilíbrio das empresas excessivamente endividadas, aumentando o seu valor para os acionistas e para a economia.

Em contrapartida, processos de reestruturação de dívida de empresas não financeiras que se traduzam meramente em práticas de *forbearance* pelo sistema bancário, assentes em colateral cujo valor pode diminuir significativamente em períodos de recessão económica ou em contexto de reduzida liquidez nos mercados relevantes, podem ter custos elevados em termos de estabilidade financeira e atrasar a reafetação de recursos na economia. Neste sentido, o Banco de Portugal desenvolveu em 2013 uma ação para avaliar as estratégias e procedimentos seguidos pelos bancos na recuperação de créditos de empresas em dificuldades. Na sequência desta ação foram emitidas recomendações tendentes a melhorar a eficiência e eficácia desses processos, as quais têm sido implementadas pelos bancos e acompanhadas pelo Banco de Portugal.

A incerteza associada à envolvente externa da economia portuguesa é também um elemento de risco macroeconómico

A recuperação da economia portuguesa está fortemente dependente da procura externa que lhe é dirigida. Assim, as expectativas sobre os desenvolvimentos macroeconómicos internos têm inerentes riscos quanto à envolvente externa, nomeadamente relacionados com o ritmo de crescimento na área do euro e noutras economias de destino das exportações portuguesas.

Apesar das perspetivas de recuperação moderada na área do euro, permanecem riscos para a prossecução deste cenário. Com efeito, subsistem desequilíbrios orçamentais em algumas economias, que fazem antever a manutenção de políticas orçamentais contracionistas, ao que acrescem elevados níveis de endividamento do

setor privado em alguns desses Estados membros, que fazem com que a procura interna se perspetive pouco dinâmica, com potenciais consequências negativas para as exportações portuguesas.

Mais recentemente, as expetativas de abrandamento do crescimento económico e o acréscimo da instabilidade económica, política e social em economias emergentes, constituem um elemento de risco adicional para a economia portuguesa pelo seu impacto sobre os fluxos de comércio internacional e sobre os fluxos de capitais, com potenciais repercussões nos mercados financeiros globais.

No que diz respeito à evolução perspetivada para os fluxos de comércio internacional, a desaceleração da atividade, nomeadamente no Brasil e na China, irá afetar negativamente a procura mundial de bens e serviços. Ao invés, espera-se que aquele abrandamento tenha efeitos favoráveis nos preços do petróleo e das matérias-primas, sendo incerto o modo como influenciará a recuperação do crescimento nas economias desenvolvidas. Também a instabilidade geopolítica relacionada com a situação na Ucrânia poderá resultar em sanções económicas contra a Rússia com impacto no comércio mundial e nos fluxos de capitais.

Atendendo à correção dos desequilíbrios externos globais e a uma eventual reversão dos fluxos de capitais das economias emergentes para os países desenvolvidos, em particular para os países da periferia da zona euro, com *yields* de dívida mais elevados, a evolução cambial do euro poderá também vir a ter consequências sobre a competitividade externa das economias da área, afetando as exportações e o ritmo de recuperação da atividade económica.

Por fim, a evolução da taxa de inflação na área do euro, que neste momento é bastante reduzida, deverá ser objeto de particular atenção. A persistência duma taxa de inflação média baixa na zona euro dificulta a correção dos desequilíbrios dentro da zona, afetando particularmente as economias em processo de ajustamento como é o caso da economia portuguesa. Além disso, não obstante a evidência disponível sugerir que as expetativas

de inflação de longo prazo se mantêm ancoradas em torno do objetivo de estabilidade de preços do Banco Central Europeu, não será de excluir que a persistência dos atuais níveis de inflação possa conduzir a uma revisão gradual dessas expetativas. Nestas condições, este facto poderá assumir particular importância, na medida em que se traduza no adiamento de decisões relativas a investimento e consumo, ameaçando a retoma da atividade económica.

O final do PAEF e os desenvolvimentos no quadro do Eurosistema e da criação da União Bancária constituem desafios à manutenção de condições regulares no financiamento do sistema bancário

Considerando a importância das instituições de crédito domésticas no financiamento à economia, o refinanciamento regular do setor bancário é um elemento fundamental para a prossecução de uma trajetória de crescimento sustentado, constituindo um importante pilar da estabilidade financeira. Neste domínio, é importante referir que o financiamento da banca vai defrontar um conjunto de desafios no futuro próximo, designadamente ligados ao final do PAEF e à criação da União Bancária (com destaque para o exercício de *Comprehensive Assessment* no âmbito do *Single Supervisory Mechanism*, SSM, e para outras medidas regulatórias abordadas à frente, nomeadamente a *Bank Recovery and Resolution Directive*, BRRD). Estes desafios deverão ser adequadamente geridos, de modo a evitar perturbações e a salvaguardar a estabilidade financeira e a solidez do sistema.

Há riscos importantes associados às condições de mercado enfrentadas pelos emittentes nacionais, em particular o Estado e os bancos, na colocação de nova dívida nos mercados internacionais após a conclusão do PAEF. Na medida em que o retorno aos mercados de dívida pública e o acesso do sistema

bancário aos mercados por grosso não ocorra em condições favoráveis e de forma sustentada, tal poderá provocar dificuldades de refinanciamento para os bancos. Estas dificuldades serão repercutidas no financiamento da economia, seja ao nível do custo ou da disponibilidade de fundos, constituindo um risco para a estabilidade financeira. Assim, uma gestão da saída do PAEF, adequadamente planeada e comunicada, quer por Portugal, quer pelos parceiros da área do euro, é essencial para evitar perturbações no acesso da economia portuguesa a financiamento externo bem como na estabilidade do sistema bancário.

Do ponto de vista do quadro de acesso pelos bancos portugueses a refinanciamento do Eurosistema, a conclusão do PAEF terá como consequência o fim da dispensa do cumprimento dos requisitos mínimos de *rating* para os ativos emitidos ou garantidos pela República Portuguesa (vulgo *waiver*), para efeitos da sua utilização em garantia nas operações de política monetária do Eurosistema. Portugal, tal como outros Estados sob um programa de assistência financeira da UE / FMI, teve acesso, por decisão pública do BCE, a este *waiver* durante a vigência do respetivo programa, o que permitiu aos bancos portugueses manterem o acesso a liquidez do Eurosistema, nos montantes considerados apropriados para a gestão das respetivas posições de liquidez em particular, e para o financiamento regular da economia, de uma forma geral. Findo o PAEF, e tal como previsto na decisão do *Governing Council* de concessão do *waiver*, os referidos ativos passarão a ser elegíveis no âmbito do quadro normal de avaliação de risco do Eurosistema, sendo a sua elegibilidade função, entre outros requisitos, dos níveis de *rating* que lhes são atribuídos pelas agências. Atualmente, o melhor *rating* atribuído à dívida pública portuguesa é o dado pela agência DBRS, ao nível de “BBBL”. Uma vez que este nível coincide com o mínimo aceite pelo Eurosistema, os ativos emitidos ou garantidos pela República Portuguesa continuarão a ser elegíveis como garantia para acesso a financiamento do Eurosistema, como até aqui. No entanto, um eventual *downgrade* do *rating* atribuído pela DBRS à República

Portuguesa tenderia a reduzir a capacidade do sistema financeiro se refinanciar junto do Eurosistema, com efeitos potenciais sobre o volume de crédito a conceder aos agentes económicos e sobre a rendibilidade das instituições financeiras. Sublinhe-se, porém, que este risco é pouco provável na atual conjuntura, esperando-se, pelo contrário, que as próximas alterações do *rating* da República sejam no sentido de uma revisão em alta (a *Fitch* reviu recentemente o *outlook* da República Portuguesa, de negativo para positivo), na condição de o processo de consolidação fiscal e a melhoria de perspetivas da economia portuguesa prosseguirem.

Outro fator de incerteza com impacto nas condições de financiamento da economia portuguesa decorrerá do *phasing-out* das medidas temporárias de política monetária adotadas ao nível do Eurosistema. Este desenvolvimento dependerá da avaliação que for feita quanto à fragmentação dos mercados financeiros da área do euro, designadamente no que diz respeito ao mercado interbancário, e à normalização do mecanismo de transmissão da política monetária. Adicionalmente considerará a evolução da conjuntura macroeconómica, atendendo ao cumprimento do objetivo de estabilidade de preços na área do euro. Neste quadro, existe incerteza quanto ao momento e à forma que este *phasing-out* irá assumir. Será assim desejável que os bancos portugueses prossigam um processo de ajustamento, em linha com o verificado na globalidade na área do euro, de forma que esse *phasing-out* não venha a fazer emergir situações de fragilidade idiossincráticas.

O regresso gradual dos bancos ao financiamento nos mercados internacionais, a par da continuação do processo de desalavancagem, tenderá a permitir a prossecução da redução paulatina do custo com as novas operações de depósitos, que permanece ainda algo elevado em termos relativos (Gráfico 2). Isto, no pressuposto de que instrumentos concorrentes de captação de poupança (como sejam os Certificados do Tesouro Poupança Mais) se ajustem igualmente às novas circunstâncias.

Os desenvolvimentos das taxas de juro no mercado têm riscos para o sistema financeiro português, nomeadamente por efeito de uma subida rápida e generalizada dos atuais prémios de risco

Um ambiente prolongado de baixas taxas de juro e de ampla liquidez, por efeito das políticas adotadas pelos principais bancos centrais a nível internacional, dos fluxos internacionais de capitais e do reforço da capitalização das instituições financeiras, tem contribuído para a intensificação de comportamentos de “*search for yield*”. Pressionados pela necessidade de rentabilização ou reinvestimento dos ativos em carteira, os agentes financeiros tendem a aceitar mais risco, ficando vulneráveis a uma reversão do sentimento de mercado ou a um aumento súbito dos prémios de risco.

Eventos como o abrandamento do crescimento económico nas economias emergentes, os focos de instabilidade política e as medidas de *tapering* conduzidas pela Reserva Federal dos Estados Unidos poderão constituir *triggers* que levem a uma reavaliação súbita do risco associado aos ativos e a uma saída de capitais das economias emergentes, contribuindo para

aumentar o risco das instituições financeiras expostas, direta ou indiretamente, a estas economias. Embora esta saída de capitais tenha beneficiado até ao momento os países da periferia do euro, com *yields* de dívida mais elevados, entre os quais Portugal, e a exposição do sistema financeiro português a economias emergentes não seja particularmente significativa, não se pode excluir que uma eventual intensificação destes fenómenos crie perturbações mais generalizadas nos mercados internacionais e efeitos de contágio que possam afetar negativamente o sistema financeiro português.

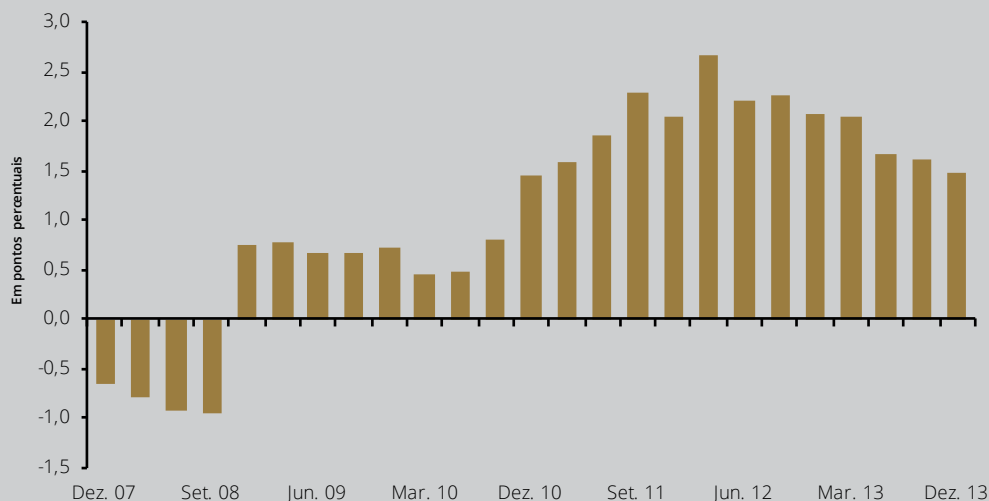
Por seu lado, a manutenção dos atuais níveis baixos de taxas de juro no mercado monetário por um período prolongado continuará a condicionar negativamente a margem financeira dos bancos portugueses, afetando em particular a margem de juros do crédito à habitação (Gráfico 3). Note-se, todavia, que a manutenção de taxas de juro baixas tem permitido conter o incumprimento neste segmento, com efeitos positivos ao nível das imparidades do sistema financeiro e da estabilidade financeira das famílias.

Paralelamente, o prolongamento das taxas de juro reduzidas coloca desafios importantes para as instituições financeiras que detêm nos seus passivos produtos com taxas de juro garantidas.

Gráfico 2 •

Diferencial entre a taxa de juro de novas operações de depósitos e a Euribor

Fonte: Banco de Portugal.



Tal é o caso de alguns produtos das companhias de seguros do ramo vida e dos fundos de pensões de benefício definido. Esta situação eleva o risco de reinvestimento e cria incentivos ao investimento em ativos com mais risco.

Adicionalmente, num contexto de taxas de juro muito baixas, existe uma maior predisposição para aceitar projetos com taxas de rentabilidade reduzidas, o que não favorece um crescimento económico sustentável. Note-se contudo que uma recuperação progressiva da atividade económica a nível mundial e na área do euro, com impacto nas taxas de inflação, reduz a probabilidade de ocorrência deste cenário, na medida em que influencie de forma ascendente as taxas de juro a nível internacional.

Apesar da redução evidenciada pelos preços no mercado imobiliário e dos ajustamentos nos balanços das instituições financeiras, subsistem riscos associados à evolução deste mercado

A evolução do mercado imobiliário é da maior relevância para a estabilidade financeira. No caso de Portugal, verifica-se, por um lado, que

a carteira dos investidores institucionais está significativamente exposta ao setor imobiliário. Esta exposição decorre por via dos ativos imobiliários próprios, por via de participação em fundos imobiliários ou de reestruturação cujos ativos são predominantemente imóveis, por via de exposição a titularizações de empréstimos hipotecários ou, ainda, por via dos ativos imobiliários, residenciais ou comerciais, aceites como garantia de operações financeiras (incluindo em particular, no caso dos bancos, a concessão de crédito à habitação e ao setor da construção e promoção imobiliária). Por outro lado, uma parte importante da riqueza das famílias é constituída por habitação, estando uma parcela maioritária das suas responsabilidades associada a essa mesma habitação, pelo que alterações no seu preço condicionam a situação patrimonial das famílias de uma forma significativa.

Desde meados de 2010 que se tem vindo a assistir a uma descida significativa dos preços da habitação (Gráfico 4). Nos últimos anos, a atuação do Banco de Portugal tem contribuído para mitigar o risco de sobrevalorização destes ativos na carteira das instituições analisadas, através da realização de várias inspeções a classes específicas de ativos particularmente expostas a desenvolvimentos macroeconómicos ou de mercado, onde se incluem os ativos imobiliários. Subsistem, no entanto, riscos

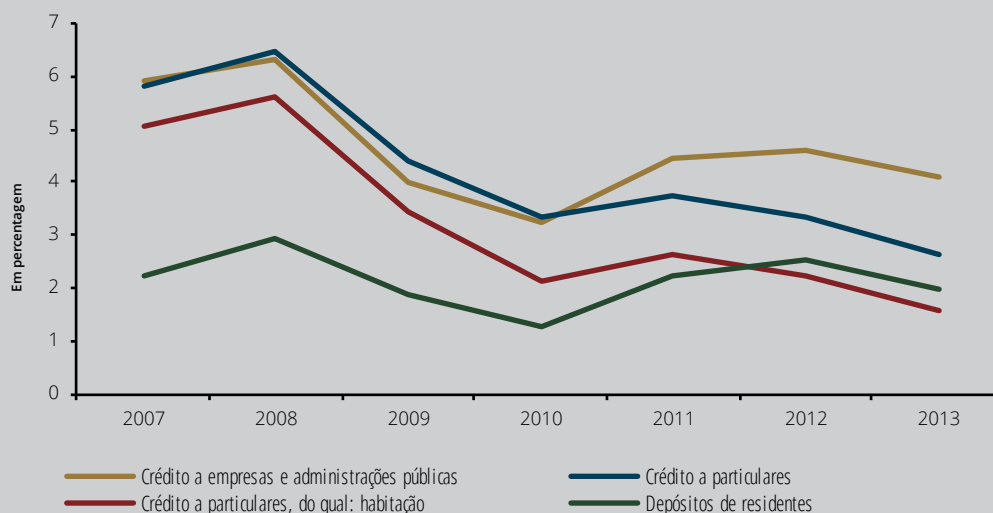


Gráfico 3 •
Taxa de juro
média implícita
do total do
sistema bancário

Fonte: Banco de Portugal.

derivados do importante *stock* na posse dos bancos e de uma possível reavaliação em baixa do valor dos ativos imobiliários em carteira no sistema financeiro e/ou tomados como colateral. Estes riscos surgem num contexto em que, por um lado, os preços do imobiliário poderão ainda não ter estabilizado, face ao ajustamento que o setor tem vindo a verificar, e, por outro lado, alguns agentes (como sejam fundos de investimento imobiliário) poderão não ter ainda completado as necessárias reavaliações.

Refira-se ainda que se poderá assistir a um período prolongado de fraca atividade no setor imobiliário, com implicações sobre a conjuntura macroeconómica e sobre a qualidade da exposição do setor financeiro a contrapartes ainda demasiado endividadas. A recuperação lenta da atividade neste mercado decorrerá de um excessivo investimento no passado que agora vem sendo corrigido, do facto de a liquidez e solvabilidade de famílias e empresas se encontrarem condicionadas pela evolução da situação económica doméstica e pela necessidade de redução do respetivo endividamento. O ajustamento do setor é também dificultado pelo facto de os bancos concorrerem, atualmente, na colocação de ativos neste mercado, visto que o volume de imóveis (em parte, comerciais) que mantêm em carteira é significativo. A entrada de investidores não

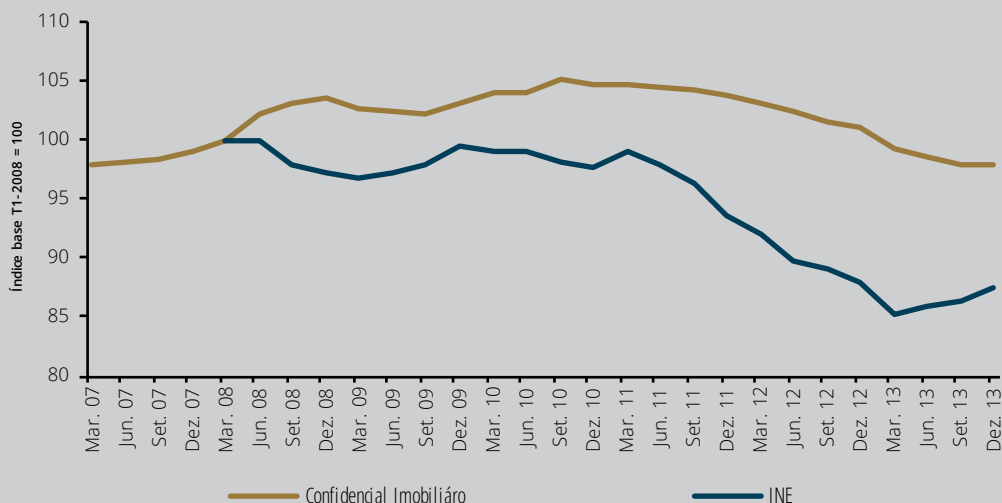
residentes na aquisição deste tipo de ativos poderá contribuir para um mais rápido ajustamento do mercado imobiliário português, não sendo porém desejável regressar ao sobreinvestimento verificado antes da crise financeira.

Atendendo à importância deste mercado na ótica da estabilidade financeira, será de realçar a publicação da Diretiva 2014/17/UE do Parlamento Europeu e do Conselho relativa a contratos de crédito a particulares para imóveis de habitação. Esta Diretiva tem por objetivo garantir práticas de crédito responsável, quer por parte do mutuante (*responsible lending*), quer do mutuário (*responsible borrowing*). Deverá ser transposta para o ordenamento jurídico nacional até 21 de março de 2016, definindo um vasto conjunto de regras de conduta e deveres de informação a cumprir pelas instituições de crédito e pelos intermediários de crédito.

A elevada inter-relação entre os setores financeiros residentes envolve riscos para a estabilidade financeira, apesar do papel estabilizador que teve no desenrolar da crise financeira

Gráfico 4 •
Preços do
imobiliário
residencial |
Índices de preços

Fonte: Eurostat
e Confidencial Imobiliário.



O sistema financeiro português apresenta um elevado grau de concentração, sendo dominado por um conjunto reduzido de grupos bancários que detêm posições dominantes no setor segurador e no mercado de valores mobiliários.

Neste contexto, os grupos financeiros portugueses concentram na rede de agências bancárias a distribuição de alguns produtos financeiros originados noutras instituições do grupo. Estas estratégias conduziram a que parte dos recursos captados pelas redes bancárias fosse aplicada fora do balanço dos bancos, especialmente em fundos de investimento e seguros de vida, potenciando a geração de resultados ao nível do grupo através do aproveitamento de sinergias na rede comercial já existente.

Esta integração dos intermediários financeiros assumiu particular importância na gestão de liquidez e do processo de desalavancagem dos bancos no desenrolar da crise financeira. Em particular, os bancos que integram grupos financeiros, impossibilitados de renovar o seu financiamento no exterior, substituíram-no por financiamento interno, canalizando para o seu balanço, direta ou indiretamente, fundos aplicados em produtos de outras entidades do mesmo grupo. Entre as medidas tomadas para este efeito refira-se, a título de exemplo, a adaptação das políticas de *pricing* e *marketing* dos produtos do grupo, que permitiu aos bancos reorientar as escolhas dos aforradores, bem como a celebração de contratos *repo* intragrupo, que possibilitou o aumento do colateral disponível para recurso a financiamento junto do Eurosistema. A integração dos intermediários financeiros também tem permitido, nalguns casos, introduzir um efeito de diversificação com impacto nos resultados consolidados do grupo, quer por via da atividade regular das várias entidades, quer pela via de operações especiais geradoras de resultados. Neste aspeto destacam-se, nos últimos anos, as operações efetuadas nalguns grupos financeiros, envolvendo contratos de resseguro de algumas carteiras de seguros do ramo Vida, que se traduziram numa antecipação de fluxos financeiros e de

resultados, que seriam gerados ao longo dos contratos objeto de resseguro.

Assim, observou-se, desde o início da crise financeira, um aprofundamento das interligações setoriais no sistema financeiro residente, notório também no aumento dos níveis de concentração das carteiras de investimento. Neste contexto, interessa referir a análise publicada pelo Instituto de Seguros de Portugal (ISP) no relatório de Análise de Riscos do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões, que vem evidenciar a relevância dos investimentos intragrupo das empresas de seguros. De acordo com este relatório, os investimentos intragrupo das empresas de seguros que integram os sete maiores grupos financeiros nacionais, representavam, em dezembro de 2013, cerca de 22 por cento do total de ativos representativos das provisões técnicas.

Embora estes mecanismos possam desempenhar um papel positivo numa situação de saída dos investidores internacionais, podem traduzir-se também num acréscimo do risco de concentração e numa maior vulnerabilidade a perdas nos restantes subsectores financeiros, com potencial para afetar a estabilidade financeira. Acresce que a definição ao nível do grupo de estratégias de negócios, de gestão de capital e de investimento deverão estar muito alinhadas, por força da integração das instituições, o que se poderá traduzir num aumento das exposições a riscos comuns.

Além disso, a integração dos intermediários financeiros pode suscitar riscos reputacionais que deverão ser acautelados. Tradicionalmente, o setor bancário português beneficia de uma forte relação de confiança por parte do setor não financeiro, que tem sido mantida e que se revela fundamental à preservação da estabilidade financeira. No entanto, a canalização de poupanças para aplicações que transferem os riscos financeiros para a esfera dos aforradores nem sempre foi acompanhada pela adequada consciencialização dos riscos assumidos, sublinhando-se a relevância da promoção de adequados níveis de literacia financeira, bem como de canais de comunicação, entre as instituições financeiras e os aforradores,

apropriados à experiência e conhecimento de cada indivíduo. De facto, a oferta de produtos financeiros complexos a aforradores que não compreendem todos os riscos envolvidos poderá refletir-se numa perda da confiança no sistema, o que se traduzirá num acréscimo, não negligenciável, do risco de liquidez para os bancos. Nesta perspetiva, é importante salientar o acordo celebrado, no final de 2013, entre a CMVM e 19 instituições bancárias, relativo à comercialização de produtos financeiros complexos junto de investidores não qualificados³⁶.

Sem prejuízo do contributo positivo para a estabilidade financeira, a implementação simultânea dum vasto e complexo conjunto de novas regras vai envolver riscos operacionais e induzir o ajustamento de comportamentos, podendo gerar algumas perturbações no curto prazo e desafios relevantes no médio a longo prazo

O desenvolvimento da regulação do sistema financeiro na Europa visa reforçar a confiança no setor, contribuindo para a estabilidade financeira na Europa. Neste contexto, perspetiva-se no futuro próximo a implementação dum vasto e complexo corpo de regulação referente ao setor bancário, aos seguros e ao mercado de capitais. Com respeito ao setor bancário, destaca-se a regulamentação ligada a Basileia III, o acordo sobre a *Bank Recovery and Resolution Directive* (BRRD) e a criação da União Bancária [com destaque para o *Single Supervisory Mechanism* (SSM) e o *Single Resolution Mechanism* (SRM)]. É ainda importante referir a entrada em vigor da Solvência II, no caso dos seguros, e o acordo relativo a *Markets in Financial Instruments Directive / Regulation* (MiFID/R) que abrange sobretudo o mercado de capitais.

No âmbito da implementação do SSM, há desafios relacionados designadamente com os resultados do *Asset Quality Review* (AQR) e do teste de esforço bem como à respetiva comunicação. Neste quadro, existe também incerteza quanto à definição de metodologias específicas de avaliação de risco das instituições bancárias (pilar 2).

De igual modo, a implementação da *Bank Recovery and Resolution Directive* (BRRD) e da Recomendação do ESRB referente ao financiamento das instituições de crédito (ESRB/2012/2) tenderão a afetar a estrutura de financiamento das instituições de crédito com alteração dos custos relativos dos vários instrumentos e um potencial impacto ao nível do custo do financiamento, por efeito da redução ou eliminação de garantias implícitas.

Também com eventual repercussão sobre o custo de financiamento dos bancos, refira-se a imposição de regras por parte do ESRB quanto à *disclosure* da parcela de ativos consignados, nomeadamente para obtenção de financiamento junto do Banco Central e de reforço dos requisitos de margens para garantia de contratos de derivados.

Refira-se ainda que a adoção de diplomas comunitários relativos aos sistemas e meios de pagamento poderá também repercutir-se ao nível da rentabilidade dos bancos. Destaca-se, nomeadamente, o Regulamento das taxas de intercâmbio nas transações com cartão e a revisão da Diretiva de Serviços de Pagamento. No primeiro caso, a proposta em discussão fixa limites para as taxas de intercâmbio pagas entre bancos adquirentes e emissores de cartões, refletindo-se nas taxas de serviço ao comerciante e traduzindo-se potencialmente numa redução da receita de comissões no mercado nacional; no segundo caso, a proposta de revisão, entre outros aspetos, possibilita o acesso futuro às contas de depósito (ditas de pagamento) por prestadores de serviços de pagamento terceiros.

A incerteza associada aos efeitos da interação entre medidas de política monetária e medidas de política macroprudenciais, em particular no que diz respeito a eventuais externalidades

negativas das medidas de política monetária sobre os rácios de liquidez e/ou alavancagem introduzidos pela CRD IV/CRR constitui um fator de risco adicional.

Para além dos fatores de risco identificados, refira-se que os bancos portugueses poderão enfrentar desafios importantes na preservação dos fundos próprios em níveis e composições adequados, atendendo nomeadamente aos níveis de rendibilidade atuais. Relembre-se que, no final de 2013, o mínimo regulamentar definido pelo Banco de Portugal para o *Core Tier 1*, de acordo com o Aviso n.º 3/2011, era de dez por cento dos ativos ponderados pelo risco. Com efeito, esse limite mínimo foi sendo aumentado por iniciativa do Banco de Portugal desde o início da crise financeira em 2007, tendo sido reforçado no âmbito de aplicação do PAEF. A imposição de mínimos de fundos próprios mais exigentes decorreu da necessidade de reforçar a confiança dos mercados no sistema bancário português, bem como melhorar a respetiva capacidade de fazer face às situações

adversas verificadas nos contextos externo e interno, contribuindo para a resiliência do sistema financeiro nacional. A par do reforço do rácio de solvabilidade, verificou-se uma melhoria da qualidade do capital, passando o total dos fundos próprios a ser quase integralmente constituído por capital *Core Tier 1*. No âmbito da entrada em vigor da CRD IV/CRR, no entanto, serão necessárias medidas de reequilíbrio da estrutura dos fundos próprios por parte dos bancos nacionais. Numa primeira fase estas medidas deverão assentar na emissão de instrumentos de *Tier 2*, para os quais o mercado começa a dar sinais de abertura, e numa segunda fase, na emissão de instrumentos de *Additional Tier 1*, tendo presente que neste caso o mercado se mantém ainda pouco recetivo.

Acresce que a concretização de todos os passos necessários à plena realização da UEM é fundamental para minimizar o risco de uma reversão do sentimento de mercado, que faria emergir novamente a fragmentação dos mercados na área do euro.

Notas

1. Ver Banco de Portugal, *Boletim Económico da Primavera de 2014*.
2. Para mais detalhes, ver comunicado do Banco de Portugal de 26 de março de 2014, *Projeções para a economia portuguesa: 2014-2016*, disponível em <http://www.bportugal.pt/pt-PT/OBancoeEurosisistema/ComunicadoseNotasdeInformacao/Paginas/comp20140326.aspx>.
3. A capacidade de financiamento de um setor corresponde à diferença entre a respetiva poupança bruta acrescida do saldo líquido de transferências de capital, e as aquisições líquidas de ativos reais (formação bruta de capital e aquisições líquidas de cessões de ativos não financeiros não produzidos) efetuadas pelo setor.
4. Desde 1999, a taxa de poupança dos particulares, em percentagem do PIB, variou entre 4,9 por cento em 2007 e 9,3 por cento, registado em 2013.
5. Consideram-se os juros ajustados de serviços de intermediação financeira indiretamente medidos (SIFIM).
6. Sobre o nível e evolução dos *spreads* no mercado do crédito à habitação, bem como sobre desenvolvimentos no mercado de depósitos simples, ver Banco de Portugal, *Relatório de Acompanhamento dos Mercados Bancários de Retalho*, 2012.
7. Para consultar, ver <http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/IBMC/Paginas/InqueritoaosBancossobreoMercadodeCredito.aspx>.
8. O regime geral do incumprimento inclui a adoção de procedimentos por parte das instituições de crédito no âmbito da prevenção do incumprimento, concretizados num plano de ação para o risco de incumprimento (PARI), e um procedimento harmonizado de negociação com os clientes bancários de soluções que promovam a regularização extrajudicial do incumprimento de contratos de crédito, o procedimento extrajudicial de regularização de situações de incumprimento (PERSI).
9. Sobre o assunto, ver Banco de Portugal, *Relatório de Supervisão Comportamental*, 2013.
10. Consideram-se rendimentos de propriedade os juros, os rendimentos distribuídos de sociedades (onde se incluem os dividendos), os lucros do investimento direto estrangeiro reinvestidos e as rendas.
11. Para uma análise setorial detalhada das sociedades não financeiras em Portugal, ver Banco de Portugal, *Estudos da Central de Balanços*, 13, Novembro 2013.
12. Em 2006, o rácio de capital próprio no ativo do total das empresas cifrava-se em cerca de 43 por cento.
13. A dívida na ótica de Maastricht, relevante para a avaliação efetuada no âmbito do Procedimento dos Défices Excessivos, difere da dívida na ótica das Contas Nacionais utilizada para os restantes setores não financeiros porque, por um lado, não inclui derivados financeiros, créditos comerciais e outros débitos e créditos e, por outro, utiliza critérios distintos na valorização dos passivos (valor nominal ao invés de valor de mercado).
14. O conceito de setor bancário, bem como dos restantes setores financeiros considerados nesta secção, surge definido na Caixa 3.1 "Sistema financeiro português: da classificação estatística à abordagem prudencial", do *Relatório Estabilidade Financeira Novembro 2013*.

15. O conceito de crédito em risco foi definido inicialmente pelo Banco de Portugal ao abrigo da Instrução n.º 22/2011, tendo sido posteriormente alterado pela Instrução n.º 24/2012, com vista a incorporar a informação de crédito reestruturado por segmento. O crédito em risco corresponde ao conjunto dos seguintes elementos: a) Valor total em dívida do crédito que tenha prestações de capital ou juros vencidos por um período igual ou superior a 90 dias. Os créditos em conta corrente não contratualizados deverão ser considerados como crédito em risco decorridos 90 dias após a verificação dos descobertos; b) Valor total em dívida dos créditos reestruturados não abrangidos na alínea anterior, cujos pagamentos de capital ou juros, tendo estado vencidos por um período igual ou superior a 90 dias, tenham sido capitalizados, refinanciados ou postecipada a sua data de pagamento, sem que tenham sido adequadamente reforçadas as garantias constituídas (devendo estas ser suficientes para cobrir o valor total do capital e juros em dívida) ou integralmente pagos pelo devedor os juros e outros encargos vencidos; c) Valor total do crédito com prestações de capital ou juros vencidos há menos de 90 dias, mas sobre o qual existam evidências que justifiquem a sua classificação como crédito em risco, designadamente a falência ou liquidação do devedor. Em caso de insolvência do devedor, os saldos recuperáveis poderão deixar de ser considerados em risco após a homologação em tribunal do respetivo acordo ao abrigo do *Código de Insolvência e Recuperação de Empresas*, caso não persistam dúvidas sobre a efetiva cobrabilidade dos valores em dívida. Finalmente, refira-se que neste novo rácio de crédito em risco não é efetuada nenhuma dedução decorrente da existência de colateral. Desta forma, este rácio estará entre os mais conservadores a nível europeu.

16. O conceito de crédito neste rácio compreende também o crédito que foi titularizado mas não desreconhecido.

17. O rácio de cobertura corresponde ao quociente entre o valor de provisões e imparidades acumuladas para crédito e o valor do crédito a clientes em risco (bruto), reportados a um mesmo período, em conformidade com os dados reportados no âmbito da Instrução n.º 22/2011 do Banco de Portugal.

18. Uma descrição detalhada do ciclo de ações transversais de inspeção desenvolvidas pelo Banco de Portugal desde 2011 é apresentada no documento disponível em <http://www.bportugal.pt/pt-PT/OBancoEuroSistema/ComunicadoNotasdeInformacao/Documents/comb20140328.pdf>

19. Com base na informação das *Estatísticas Monetárias e Financeiras* (informação não consolidada sobre os depósitos captados em Portugal, incluindo atividade *off-shore*).

20. O rácio de transformação corresponde ao quociente entre o valor do crédito líquido de provisões / imparidades para crédito (incluindo o crédito titularizado e não desreconhecido) e o valor dos recursos de clientes e outros empréstimos, reportados a um mesmo período.

21. Os *gaps* de liquidez são definidos de acordo com o rácio (Ativos líquidos – Passivos voláteis) / (Ativo – Ativos líquidos)*100, para cada escala cumulativa de maturidade residual.

22. O rácio *Core Tier 1* corresponde ao rácio entre os fundos próprios de base, líquido dos elementos *non-core*, e os ativos ponderados pelo risco.

23. Disponível em www.isp.pt.

24. Valor apurado com base na média simples das taxas garantidas oferecidas no primeiro ano.

25. Medida pelos prémios brutos emitidos de seguro direto e pelas entregas efetuadas para produtos considerados para efeitos contabilísticos como contratos de investimento.

26. A análise incide sobre o universo de bancos que reportam a Instrução n.º 4/2002.

27. Esta informação corresponde a aproximadamente 96 por cento do valor do ativo dos fundos de pensões do sistema bancário de acordo com a informação reportada pela Instrução n.º 4/2002.

28. Para uma análise da abordagem de atividades consultar https://www.financialstabilityboard.org/publications/r_130829c.pdf.

29. Ver *Relatório de Estabilidade Financeira de Novembro de 2013*. Os outros intermediários financeiros incluem os fundos de investimento (excluindo Fundos do Mercado Monetário), as sociedades gestoras de participações sociais do setor financeiro, as sociedades de *leasing*, as sociedades de factoring, as instituições financeiras de crédito, entre outras entidades.

30. Os fundos de capital de risco não se encontram cobertos pela presente análise. No entanto, a transferência de créditos para fundos de capital de risco mereceu especial atenção por parte do Banco de Portugal (Carta Circular n.º 13/2012) e pela CMVM, tendo sido emitidos esclarecimentos no que respeita aos requisitos prudenciais a adotar nestas situações.

31. Operações de *securities lending* (empréstimos de títulos) correspondem a transações em que um agente financeiro empresta títulos em troca de uma comissão e tendo por base uma garantia sob a forma de instrumento financeiro ou de dinheiro.

32. O conceito de ativo líquido inclui os depósitos e títulos da dívida pública da área do euro. O rácio de *leverage* não reflete o valor nominal dos derivados transacionados, uma vez que esta informação ainda se encontra sob análise.

33. Em termos do total de ativos sob gestão.

34. Os fundos fechados são fundos com um número fixo de unidades de participação em circulação, enquanto nos fundos abertos podem ser adquiridas ou resgatadas novas unidades de participação.

35. Os *hedge funds* assumem estratégias que permitem maximizar rendibilidades. Adicionalmente, o gestor de um *hedge fund* para além da comissão de gestão é remunerado tendo em conta a performance do fundo.

36. Ver <http://www.cmvm.pt/cmvm/comunicados/comunicados/pages/20131210a.aspx> e também <http://www.todoscontam.pt/pt-PT/PNFF/PNFF/Noticias/Paginas/not30012014.aspx>.



ARTIGOS

Estratégia e instrumentos da política
macroprudencial

Um mecanismo de resolução
para a União Bancária: fundamentos
e configuração

João Freitas

Gestão da liquidez das empresas
não financeiras portuguesas: uma análise
das restrições de financiamento

Luísa Farinha | Pedro Prego

Estratégia e instrumentos da política macroprudencial

RESUMO

A crise financeira internacional e o seu impacto na economia internacional estiveram na origem de inúmeras reformas na regulação e supervisão dos sistemas financeiros ao nível global. Neste contexto, diversos países têm vindo a desenvolver um enquadramento institucional e operacional para a implementação da política macroprudencial, visando a promoção da estabilidade financeira. Em Portugal, a autoridade em matéria de política macroprudencial foi conferida ao Banco de Portugal, competindo-lhe assim a definição de uma estratégia e dos instrumentos a utilizar com vista à prevenção de riscos sistémicos. Esta

função implica uma análise dos riscos considerados mais relevantes no âmbito do sistema financeiro nacional e uma seleção dos instrumentos adequados à sua prevenção. Este artigo pretende contribuir para esta análise: a secção 1 analisa a motivação subjacente à definição de uma estratégia de política macroprudencial e os critérios a ter em conta na seleção dos seus instrumentos; a secção 2 examina os riscos sistémicos mais relevantes no contexto do sistema financeiro nacional; a secção 3 descreve os instrumentos adequados à prevenção dos vários riscos analisados; e a secção 4 conclui.

1. Motivação e critérios para a definição de uma estratégia e seleção de instrumentos para a política macroprudencial

A recente crise financeira internacional tornou evidente que o modelo de supervisão existente até então, centrado na solvabilidade da instituição individual, era pouco adequado a detetar riscos sistémicos, decorrentes de externalidades e interligações no sistema financeiro e com a capacidade de propagação para a globalidade da economia.

Neste contexto, diversas instituições com responsabilidades na supervisão do setor financeiro têm vindo a desenvolver um enquadramento regulamentar e institucional para a implementação da política macroprudencial e instrumentos adequados à mitigação de riscos sistémicos suscetíveis de comprometer a estabilidade financeira. Estas reformas estão concretizadas, em particular, no quadro regulamentar de Basileia III¹, que define as condições de aplicação de um conjunto de instrumentos disponíveis para a execução da política macroprudencial.

Neste contexto, o *European Systemic Risk Board* (ESRB), entidade responsável pela coordenação da política macroprudencial na União Europeia, tem vindo a emitir recomendações com vista a orientar as autoridades macroprudenciais nacionais na execução desta política. Estas recomendações definem, em particular, um conjunto de objetivos intermédios para a operacionalização da política macroprudencial e os diversos instrumentos disponíveis para o alcance desses objetivos² (ver Quadro 1). No âmbito dos vários trabalhos realizados ao nível do ESRB foram também desenvolvidos critérios para a utilização desses instrumentos e definido um conjunto de indicadores para orientar a sua ativação / desativação.

O enquadramento legal comunitário tem subjacente o equilíbrio entre o desenvolvimento de regras harmonizadas e a necessidade de garantir alguma flexibilidade a nível nacional. A harmonização tem como objetivo evitar distorções na concorrência entre instituições que atuam em diferentes Estados-membros. A flexibilidade nacional permite ter em conta as diferenças estruturais e no ciclo de crédito entre os vários países, que se materializam em riscos específicos, e que requerem um maior grau de autonomia na utilização dos instrumentos. De acordo com as recomendações do ESRB, as autoridades macroprudenciais nacionais deverão definir os objetivos intermédios e os instrumentos que considerem mais relevantes até ao final de 2014, e a estratégia das suas políticas até ao final de 2015.

Assim, várias autoridades macroprudenciais têm vindo a selecionar um conjunto de instrumentos a desenvolver e operacionalizar para a execução da política macroprudencial ao nível nacional – os denominados *macroprudential toolkits*. A definição de um *toolkit* nacional carece de uma análise individualizada, que tenha em conta os riscos específicos e as características do sistema financeiro nacional (não ignorando os riscos que possam advir de efeitos de *spillover* entre diferentes países). Em particular, a operacionalização dos instrumentos macroprudenciais implica i) a identificação de um conjunto de indicadores adequados à sinalização / antecipação da acumulação de desequilíbrios macro-financeiros e / ou de períodos de crise ou *stress* financeiro e ii) a calibração dos instrumentos tendo em conta o seu impacto esperado no sistema financeiro e sobre a atividade económica, tendo em vista a sua ativação. Estas análises baseiam-se normalmente nos trabalhos desenvolvidos ao nível do ESRB, adaptadas ao contexto nacional.

Por outro lado, importa ter em atenção que, embora a política macroprudencial seja da competência das autoridades nacionais, o BCE pode, no âmbito do *Single Supervisory Mechanism* (SSM) da União Bancária, propor, relativamente às medidas previstas na legislação comunitária, requisitos mais exigentes do que os aplicados pelas autoridades nacionais,³ dirigidos ao setor bancário. Este facto reforça também a necessidade de as autoridades nacionais refletirem e definirem um enquadramento para a operacionalização da política macro-prudencial.

Sendo o Banco de Portugal a autoridade nacional competente em matéria de política macroprudencial, cabe-lhe a definição de um conjunto de instrumentos passíveis de ser utilizados na mitigação de riscos sistémicos. Estes instrumentos serão normalmente selecionados entre os instrumentos definidos pelo ESRB e disponíveis no âmbito da regulação macroprudencial ao nível da União Europeia e da jurisdição nacional.

Nesta seleção diversos critérios são relevantes. Em primeiro lugar importa assegurar um equilíbrio adequado entre, por um lado, a cobertura e a eventual sobreposição dos riscos que os instrumentos permitem mitigar e, por outro, os esforços a desenvolver para a sua operacionalização ao nível nacional. O facto de os riscos suscetíveis de afetar a estabilidade financeira poderem ter origem e natureza diferente implica a seleção de um leque de instrumentos também diversificado. Selecionar um conjunto mais amplo de instrumentos permitiria assegurar a cobertura de um maior número de riscos. No entanto, o desenvolvimento de critérios de ativação de instrumentos, a obtenção e análise de dados relevantes e a sua calibração requer uma análise aprofundada, pelo que, numa primeira fase poderá haver vantagem em concentrar esta análise num conjunto mais restrito de instrumentos, considerados prioritários para a mitigação dos riscos mais relevantes. Por outro lado, a existência de alguma sobreposição entre os efeitos e os riscos cobertos pelos vários instrumentos, também sugere que a seleção de um grupo mais restrito de indicadores pode não implicar grandes perdas em termos de cobertura dos referidos riscos.

Adicionalmente, importa também assegurar que os instrumentos selecionados são os mais indicados para a mitigação dos riscos identificados. Esta seleção baseia-se normalmente em critérios de eficácia, eficiência e transparência, que procuram avaliar i) em que medida o instrumento permite atingir o objetivo; ii) se o custo ou eventuais efeitos adversos decorrentes da sua ativação são proporcionais face aos objetivos pretendidos; e iii) se o instrumento é claro e perceptível quanto à aplicação e aos objetivos que pretende alcançar, de forma a conferir credibilidade e *accountability* à política.

A análise da eficácia e eficiência implica o conhecimento do mecanismo de transmissão do instrumento, nomeadamente quanto ao alcance dos resultados pretendidos e de eventuais efeitos que podem limitar a sua eficácia. Numa fase inicial, esta análise será essencialmente teórica e conceptual, na medida em que não existe ainda experiência suficiente de ativação dos instrumentos, que permita uma avaliação empírica rigorosa. Assim, é previsível que a seleção dos instrumentos ao nível nacional seja objeto de revisões e atualizações ao longo do tempo. Neste contexto, a seleção de instrumentos não deve ser vista como restritiva (no sentido que não impede a ativação de outros instrumentos que não tenham sido selecionados), mas apenas como indicativa dos instrumentos que as autoridades consideram prioritários e sobre os quais vão desenvolver condições para a sua operacionalização ao nível nacional.

O Quadro 1 apresenta uma listagem de instrumentos disponíveis às autoridades macroprudenciais, harmonizados no âmbito da CRDIV / CRR, ou que poderão ter origem na legislação nacional. Os instrumentos encontram-se agrupados conforme o objetivo intermédio que pretendem atingir, definido pela recomendação do ESRB, e de acordo com o tipo de risco que lhe está associado e que poderá ser mais relevante no contexto do sistema financeiro nacional.

De modo a assegurar uma cobertura adequada dos riscos potencialmente mais relevantes no contexto nacional, a seleção de instrumentos deverá incluir instrumentos destinados a prevenir riscos de natureza cíclica associados ao crescimento excessivo do crédito, na sua globalidade e, em particular, em setores específicos, como seja o setor imobiliário. Adicionalmente, dada a relativa concentração do mercado bancário num número reduzido de instituições, importa definir instrumentos destinados a prevenir o incentivo acrescido ao risco por parte de instituições de maior importância sistémica e com maior capacidade de propagação pelo sistema financeiro. Importa também prevenir riscos de natureza estrutural, que poderão estar correlacionados com as características e interligações no sistema financeiro. Estes riscos estão em grande parte associados à inovação financeira, sendo por isso muitas vezes difíceis de antecipar de forma exaustiva. Uma outra fonte de riscos considerada relevante é o risco de liquidez que, não obstante a sua natureza cíclica, justifica a disponibilização de um conjunto específico de instrumentos.

Por outro lado, importa também realçar que a seleção de um número restrito de instrumentos no *toolkit* nacional não impede a utilização de outros instrumentos que as autoridades macroprudenciais nacionais venham a considerar necessários⁴.

Em suma, a definição de um *toolkit* permite à autoridade macroprudencial definir com maior precisão a sua estratégia de política e os instrumentos que considera mais adequados à prevenção dos riscos mais relevantes, conferindo assim maior legitimidade, credibilidade e *accountability* a essa política.

Quadro 1 • Instrumentos previstos no âmbito da política macroprudencial

Tipo de risco	Objetivo intermédio (ESRB)	Instrumento	Base legal
Cíclico	Mitigar e prevenir o crescimento excessivo de crédito e alavancagem	Reserva contracíclica de fundos próprios (<i>Countercyclical capital buffer</i>)	CRD IV
		Rácio de alavancagem	Nacional
		Reserva de conservação de fundos próprios	CRD IV
Setorial		Requisitos setoriais de capital	CRD IV
		Limite ao rácio entre o empréstimo e o valor do ativo dado em colateral (<i>Loan-to-value – LTV</i>)	Nacional
		Limite ao rácio entre o empréstimo e o rendimento e ao rácio entre serviço da dívida e o rendimento (<i>Loan-to-income – LTI / Debt service-to-income – DSTI</i>)	Nacional
Estrutural	Limitar o impacto sistémico de incentivos desalinhados tendo em vista reduzir o risco moral	Reserva de fundos próprios às instituições de importância sistémica global (<i>Global systemically important institutions – G-SII</i>)	CRD IV
		Reserva de fundos próprios a outras instituições de importância sistémica (<i>Other systemically important institutions – O-SII</i>)	CRD IV
	Limitar as concentrações diretas e indiretas de exposições	Restrições a grandes exposições	CRD IV
		Instrumentos fiscais	Nacional
		Reserva de fundos próprios para o risco sistémico (<i>Systemic risk buffer</i>)	CRD IV
Liquidez	Reforçar a resiliência das infraestruturas	Colaterais e câmaras de compensação (<i>central counterparty – CCP</i>)	EMIR
	Mitigar e prevenir o excessivo desfasamento de prazos e a falta de liquidez do mercado	Rácio de cobertura de liquidez (<i>Liquidity coverage ratio – LCR</i>)	CRR / CRD IV
		Rácio líquido de financiamento estável (<i>Net stable funding ratio – NSFR</i>)	CRR / CRD IV
		Rácio de transformação (rácio entre empréstimos e depósitos)	Nacional

2. Relevância dos vários tipos de riscos sistémicos no sistema financeiro nacional

Existem vários fatores que poderão estar na origem de riscos sistémicos, normalmente definidos como o risco de distúrbios nos serviços financeiros decorrentes de vulnerabilidades em parte ou na totalidade do sistema financeiro, com o potencial de originarem consequências negativas graves para a atividade económica⁵.

Em termos muito genéricos, os riscos sistémicos podem ter uma origem estrutural ou cíclica. A estrutural resulta da distribuição de riscos e da interligação entre instituições, mercados e infraestruturas no sistema financeiro. Estas características podem materializar-se através de uma correlação elevada de riscos decorrente de exposições comuns das várias instituições, com maior capacidade de se propagarem pelo sistema financeiro através de uma complexa rede de interligações. A cíclica (temporal ou pró-cíclica) manifesta-se através do facto de as vulnerabilidades no sistema financeiro terem tendência a acumular-se durante a fase expansionista do ciclo. O menor risco de crédito e a maior valorização dos ativos dados em colateral em períodos de expansão promovem o crescimento do crédito e o financiamento de bolhas especulativas.

Na medida em que as vulnerabilidades estruturais tendem a ser maiores na fase ascendente do ciclo financeiro, nem sempre é fácil segmentar os riscos com base nestas características. Por outro lado, em termos operacionais, poderá ser útil uma classificação mais detalhada, de forma a relacionar de forma mais direta determinado instrumento com a mitigação de um tipo de risco específico. Por exemplo, os riscos de natureza cíclica podem abranger a totalidade da economia ou concentrar-se em setores específicos. Para além disso, os riscos de natureza cíclica podem também materializar-se em problemas de liquidez, cuja mitigação requer instrumentos específicos, e os riscos estruturais podem ter origem nas diferentes características do sistema financeiro.

No âmbito deste trabalho analisa-se a eficácia e eficiência relativa dos instrumentos destinados a mitigar quatro tipos de riscos, considerados potencialmente relevantes dadas as características e a evolução recente do sistema financeiro nacional: i) cíclicos; ii) setoriais; iii) estruturais e iv) de liquidez. Importa ter em atenção que a relevância dos riscos aqui considerados não tem necessariamente em conta a sua maior probabilidade de ocorrência no curto prazo. O carácter preventivo da política macroprudencial implica a ativação dos instrumentos antes da acumulação de vulnerabilidades no setor financeiro, o que normalmente coincide com a fase de expansão do ciclo de crédito, levantando desafios adicionais à sua implementação. Assim, na definição de uma estratégia para a política macroprudencial importa ter em atenção os riscos que possam ocorrer nas várias fases do ciclo económico e definir antecipadamente um enquadramento para a sua mitigação.

2.1. Riscos associados à prociclicidade do crédito

A maioria das crises financeiras surge na sequência de um crescimento excessivo do crédito. Com efeito, na fase expansionista do ciclo do crédito, os riscos são frequentemente subavaliados e consequentemente tomados em excesso. A transmissão dos efeitos destas crises à atividade económica manifesta-se normalmente em desequilíbrios macroeconómicos graves, tais como o défice da balança corrente elevado e o endividamento excessivo. Estes efeitos são particularmente graves quando o crescimento do crédito é acompanhado por políticas orçamentais expansionistas, na medida em que o endividamento excessivo em ambos os setores, público e privado, torna mais difícil o subsequente processo de ajustamento, conforme evidenciado na recente crise da dívida soberana na área do euro.

Desde o início da década de 90, verificou-se em Portugal um crescimento elevado do crédito. A maior integração financeira e a redução das taxas de juro, na sequência do processo de convergência nominal da economia portuguesa no período que antecedeu a adoção do euro, reduziram significativamente as restrições e o custo no acesso ao crédito. O enquadramento regulamentar e as políticas expansionistas dos anos que antecederam a crise, facilitando a alavancagem do crédito, permitiram a continuação desta tendência.

Este aumento do crédito foi acompanhado pela acumulação de desequilíbrios macroeconómicos (v.g. Gráfico 1) e por um aumento considerável dos níveis de endividamento dos vários setores institucionais da economia portuguesa. A alavancagem do setor bancário e os elevados níveis de endividamento das famílias e das empresas não financeiras contribuem para aumentar o risco de crédito (v.g. Gráficos 2 e 3), que se materializa na fase descendente do ciclo económico. Para além disso, uma possível descida do valor dos ativos dados em colateral, na sequência do processo de desalavancagem do setor financeiro e decorrente da fase descendente do ciclo, poderá contribuir para o aumento das perdas resultantes do incumprimento do crédito.

Esta evidência de que o período de expansão do ciclo do crédito é acompanhado de um aumento de riscos, deixando o setor financeiro mais vulnerável a perdas que se materializam na fase descendente, reforça a necessidade de um instrumento que, atuando preventivamente e de forma contra-cíclica, permita contrariar os efeitos de amplificação dos ciclos económicos, atenuando a fase de expansão do crédito e reforçando a resiliência das instituições para uma melhor absorção de perdas na fase recessiva.

Gráfico 1 •
Crédito a particulares e a sociedades não financeiras e saldo da balança corrente

Fonte:
Banco de Portugal.

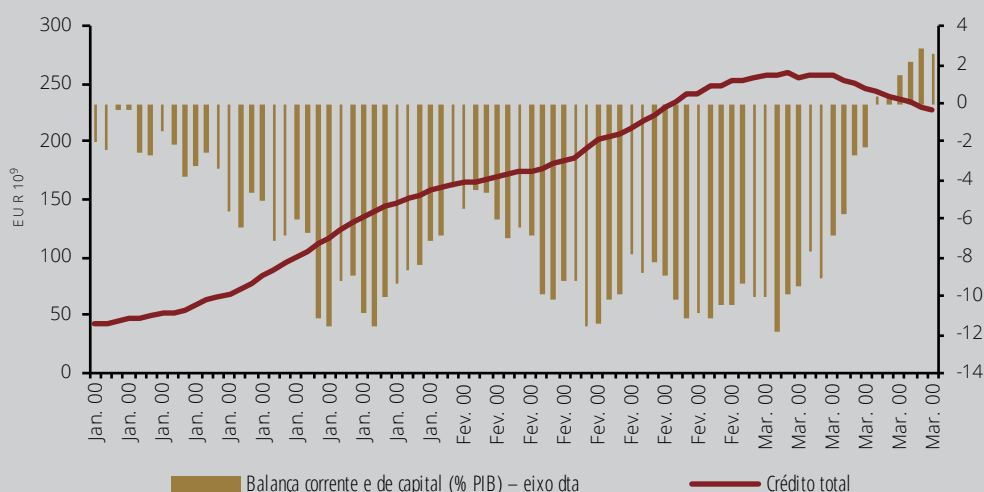
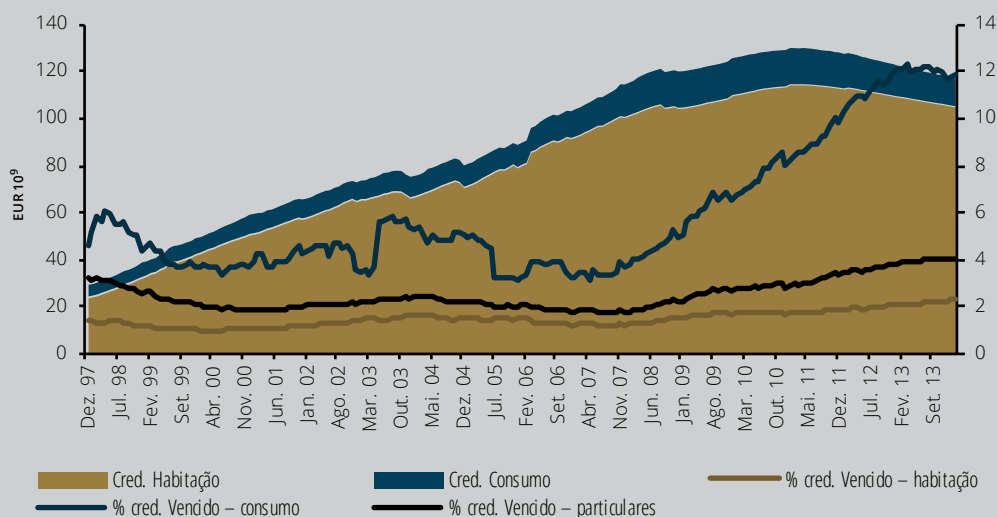


Gráfico 2 •
Crédito a particulares e percentagem de crédito vencido (habitação e consumo)

Fonte:
Banco de Portugal.



2.2. Riscos setoriais

Vulnerabilidades decorrentes de um aumento excessivo do crédito hipotecário e da emergência de bolhas especulativas no mercado imobiliário têm estado na origem de um número significativo de crises financeiras. A importância do setor imobiliário para a riqueza dos agentes económicos e o facto de bolhas especulativas neste mercado serem normalmente financiadas com recurso a crédito bancário, torna-o uma importante fonte de riscos para o sistema financeiro e para a economia em geral.

Em Portugal, uma parte significativa do crédito bancário aos particulares diz respeito ao crédito imobiliário (cerca de 80 por cento). Embora em Portugal a subida de preços no imobiliário tenha registado valores inferiores aos de outros países, onde foram observadas bolhas especulativas, esse facto poderá ter ficado a dever-se a um acréscimo da construção e a um aumento da oferta de habitação (v.g. Gráficos 4 e 5). Assim, é possível que o ajustamento das condições de mercado, num contexto de oferta excedentária e de maiores limitações no acesso ao crédito, seja acompanhado por uma descida no nível dos preços no mercado imobiliário.

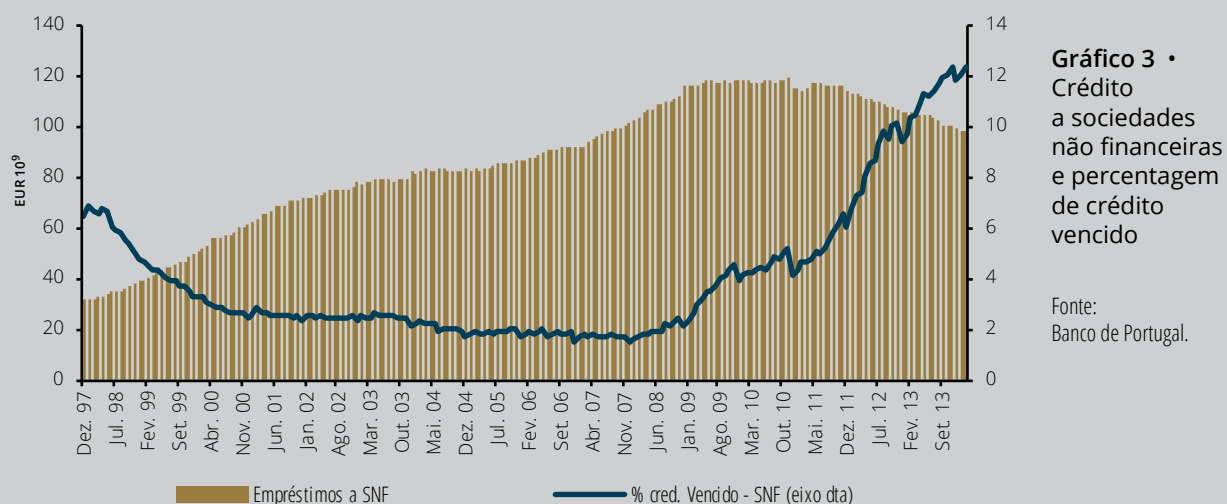


Gráfico 4 • Índices de preços reais do mercado imobiliário (base 1997)

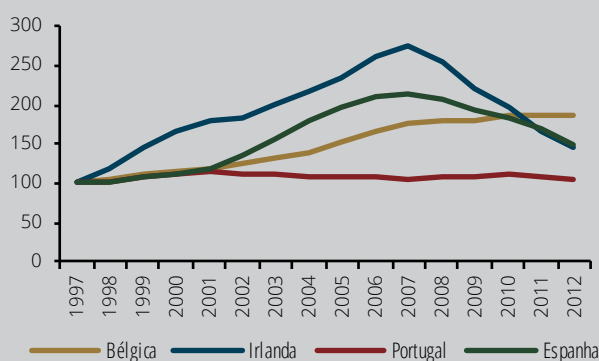
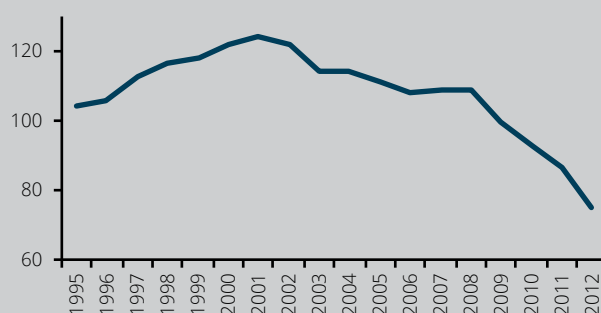


Gráfico 5 • Índice do valor acrescentado na construção (base 1995)



Embora as taxas de incumprimento no crédito concedido às famílias para habitação continuem em níveis relativamente baixos, estas têm vindo a aumentar ao longo dos últimos anos, tendência que se poderá vir a agravar com uma eventual subida das taxas de juro. A materialização de uma descida nos preços do mercado imobiliário, e consequentemente do valor do colateral associado ao crédito, pode contribuir para agravar as perdas em caso de incumprimento. A este respeito, importa referir que o crédito às empresas é também frequentemente garantido através de imobiliário comercial, pelo que a promoção da estabilidade financeira implica igualmente necessidade de acompanhar a evolução deste segmento de mercado.

De referir que apesar do setor imobiliário merecer especial destaque, outros setores deverão ser igualmente monitorizados.

2.3. Riscos estruturais

As interligações e distribuição de exposições dentro do sistema financeiro podem dar origem a riscos sistémicos com consequências particularmente negativas para a atividade económica. Os riscos de natureza estrutural estão muitas vezes relacionados com a maior inovação financeira, sendo assim bastante mais difíceis de prever. Por exemplo, a tendência para a titularização dos créditos, sem distinção entre a qualidade dos diversos ativos, e a consequente dispersão do risco pelo sistema financeiro foi um fator decisivo para a maior alavancagem no período que antecedeu a crise financeira.

Acresce que um elevado nível de concentração no sistema financeiro e, em particular, a existência de instituições que, devido à sua dimensão ou interconetividade, possam ser consideradas de importância sistémica, podem constituir uma fonte de riscos adicional. As garantias implícitas de que estas instituições beneficiam – decorrentes do seu estatuto de *too big-to-fail* – podem constituir um incentivo para a tomada de riscos em excesso, com maior capacidade de propagação devido ao carácter sistémico da instituição.

Em Portugal, o sistema financeiro é relativamente concentrado num número reduzido de bancos. Para além disso, essas instituições têm exposições comuns a um nível restrito de contrapartes, incluindo o Estado. Por outro lado, verificou-se um conjunto de alterações no enquadramento económico e financeiro da economia (e.g. crise financeira, Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) e reformas regulamentares) que, sendo suscetíveis de originar modificações na estrutura do sistema financeiro, podem contribuir para dificultar a deteção de eventuais riscos.

Estes factos sugerem a necessidade de monitorizar de perto a evolução de alterações estruturais no sistema financeiro nacional e de desenvolver instrumentos de política para mitigar eventuais riscos daí decorrentes.

2.4. Riscos de liquidez

Os riscos sistémicos também podem decorrer da existência de desfasamentos entre a maturidade dos ativos e passivos das instituições financeiras. A título de exemplo, o financiamento de ativos com reduzida liquidez através de passivos de curto prazo aumenta a vulnerabilidade das instituições a corridas aos bancos e potencia o impacto de fenómenos como o *sudden stop* que ocorreu no pico da recente crise financeira relativamente aos países sob pressão da área do euro. A pressão de satisfazer responsabilidades de curto prazo, pode levar à venda massiva de ativos (*fire sales*) e a uma consequente quebra do preço desses ativos, também com impacto nos balanços de outras instituições financeiras com ativos semelhantes. Para além disso, a incerteza relativamente à qualidade e grau de liquidez dos ativos dos bancos pode levar a perturbações no funcionamento do mercado interbancário, prejudicando a eficácia da política monetária e a situação de liquidez da economia em geral.

Conforme demonstrado pela crise da dívida soberana e pela consequente fragmentação do mercado financeiro na UE, os países com maiores desequilíbrios macroeconómicos são alvo de maiores pressões financeiras. Refira-se, neste contexto que o Banco de Portugal, no âmbito do PAEF, transmitiu orientações aos bancos com o objetivo de promover o ajustamento da respetiva posição estrutural de liquidez, avaliada através do rácio entre o crédito e depósitos. Para além disso, a posição de liquidez dos bancos portugueses tem também beneficiado da atuação do BCE ao nível das medidas convencionais e não convencionais da política monetária.

A eventual limitação pelo BCE das medidas não convencionais de política monetária e a necessidade de acesso aos mercados com o fim do PAEF são fatores que podem contribuir para o aumento do risco de liquidez no sistema financeiro português.

3. Instrumentos adequados para a mitigação dos riscos

Esta secção descreve instrumentos que poderão vir a ser considerados para mitigar os riscos acima descritos. De referir que esta seleção se baseia nos instrumentos que têm vindo a ser debatidos mais frequentemente a nível internacional, o que não afasta a possibilidade de outros poderem vir a ser considerados no futuro.

3.1. Mitigação de riscos associados à prociclicidade do crédito

De acordo com a recomendação do ESRB, a **reserva contracíclica de fundos próprios** tem como principal objetivo mitigar o risco decorrente do endividamento e nível de alavancagem excessivos. Este instrumento consiste numa reserva de fundos próprios principais de nível um (a adicionar ao rácio entre os fundos próprios de nível um e os ativos ponderados pelo risco), que deverá ser constituída durante a fase ascendente do ciclo com o objetivo de aumentar a resiliência do sistema bancário a vulnerabilidades associadas ao crescimento excessivo do crédito. Esta reserva de capital deverá ser libertada na fase descendente do ciclo financeiro, de forma a permitir a absorção de perdas sem comprometer o financiamento da economia, contribuindo assim para reduzir a prociclicidade dos requisitos de capital.

Este instrumento tem como objetivo aumentar a resiliência do sistema bancário e mitigar o crescimento excessivo do crédito. No entanto, o seu impacto está dependente das opções que os bancos tomarem para satisfazer este requisito regulamentar. Em particular, para fazer face a este requisito adicional de capital, os bancos terão de aumentar o seu nível de capital (através de emissões de capital adicional, retenção de lucros ou de dividendos), ou reduzir os seus ativos ponderados pelo risco (através da redução de ativos ou aumentando a proporção de ativos com menor ponderação de risco). Qualquer destas opções permite aumentar a resiliência das instituições para absorver perdas futuras, mas tem um impacto diferenciado sobre as condições de oferta de crédito. O ajustamento dos rácios de capitais impõe custos para os bancos que, ao serem refletidos nas condições do crédito, têm impacto sobre a taxa de juro e o crescimento do crédito. No caso do ajustamento se materializar através da redução dos ativos, existe um efeito direto sobre a oferta do crédito.

Existem diversos fatores que podem contribuir para reduzir a eficácia deste instrumento, principalmente no que respeita ao seu impacto sobre o crescimento do crédito. Em primeiro lugar, caso os bancos resolvam libertar eventuais reservas excedentárias de capital que detenham, o impacto do instrumento será nulo. Este facto não limita a resiliência das instituições, na medida em que os bancos já detêm níveis de capitais adequados, mas torna o instrumento ineficaz para a mitigação do

crédito excessivo. Alternativamente, se a redução do ponderador médio do risco dos ativos se concretizar através de um aumento do crédito em setores com ponderadores de risco baixo, a eficácia do instrumento sobre o crédito total poderá ser limitada. Tal poderá não comprometer a resiliência das instituições se os ponderadores continuarem a refletir adequadamente o grau de risco. Uma forma de obviar esta limitação consiste em complementar este instrumento com a imposição de um rácio de alavancagem já que, na medida em que não considera os ativos ponderados pelo risco, elimina os incentivos em reajustar a carteira de ativos em função dos ponderadores de risco.

A possibilidade de arbitragem regulamentar, através da transferência de operações para instituições não incluídas no perímetro regulamentar (filiais de bancos estrangeiros ou setor não bancário), é outro fator que poderá reduzir a eficácia do instrumento em mitigar o crescimento do crédito. Esta possibilidade é, contudo, limitada pelo facto de este instrumento estar sujeito à obrigatoriedade de reciprocidade⁶ por parte de filiais de bancos estrangeiros, para valores da reserva contracíclica até 2,5 por cento.

Para além disso, a eficácia da desativação do instrumento poderá estar sujeita a uma maior incerteza, na medida em que os bancos poderão facilmente optar por manter capitais excedentários, não contribuindo para atenuar o decréscimo de financiamento à economia. Por outro lado, importa também assegurar que a libertação de capital por parte dos bancos não se materializa através da distribuição de lucros ou dividendos pelos sócios, mas que contribui para aumentar a capacidade de financiamento da economia.

Em termos operacionais, a eficácia do instrumento requer uma avaliação adequada da fase do ciclo de crédito em tempo real e uma avaliação o mais precisa possível do caráter excessivo do crédito concedido, acima do que os “fundamentais” fariam prever (na fase de expansão). Este facto implica a definição de indicadores apropriados para essa avaliação e, consequentemente, para a ativação do instrumento.

A este respeito, refira-se que a reserva contracíclica de fundos próprios tem a vantagem de ser provavelmente o instrumento macroprudencial mais estudado. Diversas análises efetuadas permitiram identificar o gap entre o rácio do crédito e do PIB e a respetiva tendência de longo prazo como o indicador globalmente mais adequado para a sinalização de crises financeiras, bem como um conjunto de outros indicadores relevantes para a ativação do instrumento⁷.

Potenciais indicadores mais relevantes para ativação do instrumento*

Gap entre o rácio crédito / PIB e a respetiva tendência de longo prazo

Outras variáveis relevantes para a ativação / desativação da reserva:

Medidas alternativas de crédito

Rácios de serviço da dívida

Variáveis macroeconómicas

Variáveis relacionadas com os preços no mercado de habitação

Indicadores de mercado

* Ver ESRB (2014).

A transparência e uma comunicação adequada aquando da utilização deste instrumento são também aspetos importantes para garantir a sua eficiência. A credibilidade da comunicação é particularmente importante i) na fase descendente do ciclo financeiro, de forma a tornar perceptível que a libertação de capital, aquando da materialização das vulnerabilidades, cumpre o objetivo sem pôr em causa a solvabilidade dos bancos, ii) na fase ascendente do ciclo, de forma a tornar claros os motivos que levam à introdução de uma medida que, no curto prazo, terá um impacto negativo sobre o crédito concedido à economia, e, portanto, um efeito potencialmente negativo sobre a atividade económica.

Comparativamente aos restantes instrumentos com o objetivo de mitigar riscos associados ao crescimento excessivo de crédito e à alavancagem (**rácio de alavancagem** e **reserva de**

conservação de fundos próprios) a reserva contracíclica de fundos próprios tem a vantagem de a sua ativação e calibração terem sido explicitamente definidas em função do ciclo de crédito, o que a torna particularmente apropriada para a mitigação de riscos de natureza cíclica. Comparativamente ao rácio de alavancagem, a reserva contracíclica tem ainda a vantagem de impor requisitos de capital em função dos ativos ponderados pelo risco o que, admitindo que os ponderadores refletem adequadamente os níveis de risco, poderá melhor contribuir para a resiliência do setor. Conforme acima referido, em algumas circunstâncias, justifica-se a utilização dos dois instrumentos de forma complementar.

3.2. Mitigação de riscos setoriais

Embora a reserva contracíclica de fundos próprios possa ser considerado um instrumento eficaz e eficiente para mitigar riscos de natureza cíclica, trata-se de um instrumento demasiado abrangente e pouco vocacionado para situações em que os fatores de risco se concentram em determinado setor da economia. Nesses casos, poderá ser mais eficiente utilizar instrumentos que atuem especificamente sobre os riscos setoriais, sem impor custos para a generalidade da economia – como é o caso dos requisitos setoriais de capital ou dos instrumentos visando restringir as condições de acesso ao crédito, como os limites ao rácio entre o montante do empréstimo e o valor do ativo dado em colateral (*loan-to-value* – LTV) ou os limites ao rácio entre o montante do empréstimo e o rendimento do mutuário (*loan-to-income* – LTI).

Os requisitos setoriais de capital traduzem-se em requisitos de capital adicional aplicáveis a exposições face a determinado setor (frequentemente ao imobiliário). Estes requisitos podem ser impostos de forma direta (através de um requisito de capital adicional aplicável a empréstimos garantidos por hipotecas, por exemplo) ou indiretamente, através de alterações nos parâmetros que determinam os requisitos de capitais: uma ponderação de risco (*risk weights* – RW) mais elevada para o crédito imobiliário ou; um limite mínimo mais elevados às perdas em caso de incumprimento (*loss given default* – LGD), variável utilizada nos cálculos dos ponderadores de risco por alguns bancos (em regime IRB⁸).

Estes instrumentos têm como objetivo contribuir para aumentar a resiliência do setor bancário e para mitigar o crescimento excessivo do crédito no setor imobiliário, em particular. O seu mecanismo de transmissão é, em muitos aspetos, semelhante ao impacto da reserva contracíclica de fundos próprios. Para fazer face aos requisitos de capital mais exigentes, os bancos podem aumentar o capital ou reduzir as exposições ao setor. Ambos os casos contribuem para reforçar a capacidade do sistema financeiro para absorver perdas, podendo igualmente contribuir para a mitigação do crescimento do crédito e, conseqüentemente, dos preços do imobiliário.

Tal como no caso da reserva contracíclica de fundos próprios, o impacto deste instrumento sobre o crescimento do crédito estará condicionado ao facto de os bancos não optarem por libertar capitais excedentários. Para além disso, poderá ser difícil calibrar o instrumento de modo a que o aumento do custo do crédito, decorrente da imposição dos requisitos adicionais de capital, seja suficiente para dissuadir o investimento num setor em expansão – neste aspeto o instrumento é geralmente considerado menos eficaz quando o crescimento do crédito se encontra numa fase avançada de expansão. Adicionalmente, caso os requisitos de capital sejam impostos como um limite mínimo às variáveis utilizadas nos ponderadores de risco (RW ou LGD), existe a possibilidade de os bancos compensarem os custos decorrentes da imposição desses requisitos através de exposições de maior risco. Estas limitações poderão ser minimizadas se os requisitos de capitais forem acompanhados de um instrumento que condicione o acesso ao crédito imobiliário, tais como os LTV ou LTI.

Um **limite máximo ao LTV** pode contribuir para a resiliência do setor bancário, na medida em que reduz o valor das perdas em caso de incumprimento (LGD). A imposição de limites ao LTV tem um impacto direto sobre o acesso ao crédito, podendo igualmente contribuir para conter a subida de preços dos ativos.

Este instrumento tem menor possibilidade de ser contornado pela arbitragem regulatória, na medida em que pode ser aplicado relativamente à totalidade do crédito (incluindo ao crédito concedido por bancos estrangeiros) se imposto enquanto medida de proteção do cliente bancário. Trata-se igualmente de um instrumento fácil de explicar e comunicar publicamente.

Os limites ao LTV deverão ser aplicados de forma contracíclica, uma vez que, se aplicados enquanto limite fixo, têm implicações pro-cíclicas – são menos restritivos na fase de expansão dada a valorização do colateral.

Em termos operacionais, os limites sobre o LTV aplicam-se normalmente apenas em relação a novos créditos – a aplicação à totalidade da carteira de crédito obrigaria a uma atualização constante do valor do colateral e a reforços periódicos do valor do colateral por parte dos mutuários.

A eficiência destes instrumentos está em grande parte dependente da definição e medição das variáveis subjacentes ao seu cálculo. Uma correta avaliação do valor do colateral e estimativa quanto à sua evolução são determinantes para limitar futuras perdas em caso de incumprimento do crédito. Em particular, o numerador do rácio LTV deve ser definido de forma abrangente (considerando a totalidade do crédito garantido através da hipoteca) para evitar a possibilidade de o instrumento ser contornado através de uma segunda hipoteca ou da subdivisão do empréstimo.

O LTV podem ser combinados com outros instrumentos (e.g. diferenciação dos RW em função dos LTV) para uma maior eficácia.

O LTV têm várias vantagens comparativamente a outros instrumentos que incidem igualmente sobre as condições de concessão de crédito – por exemplo **limites ao *loan-to-income* (LTI) ou ao *debt service-to-income* (DSTI)**. Em particular, a avaliação do denominador é mais fácil, no caso do LTV, e a sua evolução ao longo do tempo está sujeita a um menor grau de dispersão. Para além disso, a aplicação de restrições em função do rendimento do mutuário, ao excluir o acesso de algumas pessoas ao mercado imobiliário, em função do rendimento, poderá ser politicamente mais sensível. Estes últimos instrumentos têm, no entanto, a vantagem de contribuírem para a redução da probabilidade do incumprimento do crédito (geralmente muito dependente do rendimento do mutuário) e de poderem incidir sobre o crédito sem colateral.

Relativamente ao LTV importa ainda referir que já foi utilizado em diversos países, permitindo assim análises empíricas quanto ao seu impacto e eficácia.

Tal como relativamente à reserva contracíclica de fundos próprios, a eficiência dos instrumentos setoriais (requisitos setoriais de capitais ou LTV) requer a definição de indicadores que sinalizem o aumento de vulnerabilidades no setor em causa. A análise efetuada ao nível do ESRB permitiu já selecionar alguns indicadores que poderão ser utilizados pelas autoridades nacionais na execução da política macroprudencial.

Potenciais indicadores mais relevantes para ativação de instrumento direcionados ao setor imobiliário*:

Crédito total (em percentagem do PIB)
Valor acrescentado na construção (em percentagem do PIB)
Crédito às famílias (em percentagem do PIB ou desfasamento face à tendência)
Rácio do endividamento das famílias sobre o rendimento
Preço nominal do imobiliário (taxa de crescimento, ou desfasamento face à tendência)
Rácio do preço do imobiliário sobre o rendimento (taxa de crescimento)
Rácio do preço do imobiliário sobre o preço do arrendamento (taxa de crescimento)
Investimento imobiliário (em percentagem do PIB)
Crédito a empresas não financeiras (taxa de crescimento, em percentagem do PIB, ou desfasamento face à tendência)
Preços do imobiliário comercial (taxa de crescimento, ou desfasamento face à tendência)

*Ver ESRB (2014).

3.3. Mitigação de riscos de natureza estrutural

Um instrumento destinado a mitigar o maior risco associado a instituições de **importância sistémica** consiste na **reserva de fundos próprios aplicada às instituições de importância sistémica global e outras instituições de importância sistémica (G-SII e O-SII)**. Esta reserva é constituída por fundos próprios principais de nível 1. A CRD IV / CRR identifica dois tipos de instituições de importância sistémica: global (G-SII), de importância a nível da UE, e outras (O-SII), que poderão ter importância sistémica a nível nacional. Em Portugal não existe nenhum banco identificado como G-SII pelo que apenas se poderão aplicar os instrumentos relativos às O-SII. A reserva de O-SII (identificada em base individual, subconsolidada ou consoante o nível sistémico considerado) pode ascender a dois por cento do montante total das posições em risco.

Este instrumento tem como objetivo restringir os incentivos desadequados e o risco moral associado a instituições de maior importância sistémica. Com efeito, as garantias implícitas de que estas instituições usufruem por apresentarem características que as tornam *too big to fail* poderão constituir um incentivo para a tomada de riscos em excesso, com um potencial impacto para os contribuintes, em caso de insolvência.

A principal vantagem destas reservas de fundos próprios aplicadas às instituições de importância sistémica prende-se com o aumento da robustez destas instituições e, por conseguinte, do sistema como um todo, dada a sua importância. Adicionalmente, contribui para mitigar o risco de contágio, uma vez que as reservas de O-SII aumentam a capacidade de os grupos bancários absorverem perdas imediatas não afetando, assim, o restante sistema financeiro.

Tal como relativamente aos restantes instrumentos que consistem em requisitos de capitais, existe a possibilidade de arbitragem regulamentar através da transferência de operações para entidades não incluídas no perímetro de supervisão.

De acordo com a CRDIV, a importância sistémica deve ser avaliada com base pelo menos num dos seguintes critérios: dimensão; importância para a economia da União Europeia ou do Estado-Membro em causa; importância das atividades transfronteiriças; e interconetividade da instituição ou do grupo com o sistema financeiro.

A **reserva de capital para risco sistémico (Systemic Risk Buffer – SRB)** é outro instrumento que pode ser utilizado para mitigar riscos de natureza estrutural, resultantes, por exemplo, de exposições comuns ou da interligação no sistema financeiro. Este instrumento consiste na imposição de requisitos adicionais de fundos próprios principais de nível um aplicáveis à totalidade ou a um ou mais subsectores do sistema financeiro que possam constituir uma fonte de risco sistémico de longo prazo e de natureza não cíclica. Este instrumento tem como objetivo aumentar a resiliência do setor bancário e das infraestruturas financeiras.

Dependendo das razões para a ativação e determinação do nível do SRB, bem como o conjunto de instituições a que este se aplica, este instrumento pode ainda ajudar a limitar a concentração de exposições diretas e indiretas, tal como restringir o impacto sistémico de incentivos desadequados com vista a reduzir o risco moral.

O mecanismo de transmissão deste instrumento, assim como os seus efeitos indiretos, são semelhantes aos dos restantes requisitos de capital. Em particular, o impacto do instrumento poderá ficar limitado ao setor regulado nacional (embora a reciprocidade seja permitida, ela não é obrigatória).

Este instrumento tem a vantagem relativa de poder ser direcionado para um tipo de risco específico, ainda que não possa ser aplicado a carteiras específicas. Para além disso, é um instrumento com a flexibilidade de poder ser aplicável à totalidade ou a um subgrupo de instituições financeiras e de não ter um nível ou limites máximos, ainda que as obrigações de notificação e

autorização de entidade europeias difiram consoante o nível imposto. Por fim, pode ser aplicado a um tipo específico de exposições geográficas (em concreto, a reserva de capital para risco sistémico pode ser aplicada a exposições localizadas no Estado-membro que define o nível da reserva, a exposições localizadas em países terceiros e noutros Estados-membros).

À semelhança dos casos anteriores, também aqui o ESRB avançou com alguns indicadores que serão mais relevantes para ativação deste tipo de instrumento:

Potenciais indicadores mais relevantes para ativação do instrumento*

Indicadores relevantes para determinar a probabilidade e dimensão dos choques para o sistema financeiro (de natureza não cíclica):

Endividamento do setor não financeiro;
Sobrevalorização no preço dos ativos;
Outros desequilíbrios macroeconómicos;
Dimensão do setor não regulado e peso dos bancos detidos por não residentes ou de filiais de bancos não residentes.

Indicadores sobre os canais de amplificação desses choques (e.g. exposições comuns, interligações, concentração setorial):

Exposições comuns:

Setoriais: crédito imobiliário / ativo total; títulos de dívida pública (doméstica e estrangeira) / ativo total; *asset backed securities* / ativo total, índice herfindahl;

Geográficas: ativos transfronteiriços / ativo total; peso dos empréstimos em moeda estrangeira; exposições ao país mais significativo / ativo total; índice herfindahl;

Cambiais: peso dos empréstimos em moeda estrangeira; peso da moeda de maior importância no total dos ativos; peso dos empréstimos das famílias em moeda estrangeira; índice herfindahl;

Atividade: (*proprietary*) *trading book* / ativo total.

Interligações:

Balanço: ativos intra-setor financeiro / ativo total; ativos intra-setor financeiro (por tipo de ativo) / ativo total;

Efeitos de rede: distância geodesica média;

Falência: probabilidade de falências simultâneas, número de falências em caso de contágio; perdas totais do setor / capital da totalidade dos bancos;

Concentração: índice herfindahl; índice herfindahl do *turnover* de bancos em mercados particulares; quota de mercado das SII relativamente ao balanço do setor bancário ou ao total de empréstimos;

Indicadores sobre a importância do setor financeiro para a economia (e.g. dimensão do setor): total dos ativos domésticos / PIB; total dos ativos / PIB; total dos depósitos / PIB; resolvability;

Indicadores sobre a importância sistémica de algumas instituições (ver indicadores relativos a G-SSI e O-SSI).

*Ver ESRB (2014).

3.4. Mitigação do risco de liquidez

A regulação de Basileia III prevê dois instrumentos para mitigar os riscos decorrentes de um excessivo desfasamento de prazos e da falta de liquidez nos mercados: **o rácio de cobertura de liquidez (*liquidity coverage ratio* – LCR) e o rácio de financiamento líquido estável (*net stable funding ratio* – NSFR).**

Com o LCR pretende-se assegurar que as instituições mantêm reservas prudenciais de liquidez adequadas para fazer face a eventuais desequilíbrios entre as entradas e as saídas de liquidez em condições de esforço agravadas durante um período de trinta dias. O NSFR assegura que os ativos ilíquidos das instituições sejam financiados através de fontes estáveis tanto em condições normais como de esforço.

De acordo com a regulamentação europeia (CRDIV / CRR), estes requisitos mínimos de liquidez deverão ser aplicados a partir de 2016, no caso do NSFR, e a 100 por cento a partir de 2018 no caso do LCR (relativamente a este último, existe um período transitório, que se inicia em janeiro

de 2015, em que as instituições deverão observar 60 por cento do requisito de cobertura de liquidez, sendo este limite acrescido de dez pontos percentuais ao ano até 2018, quando o rácio deverá ser observado a 100 por cento).

Estes requisitos podem contribuir para mitigar desfasamentos de prazos e o risco de liquidez. Para observar esses requisitos, os bancos terão de aumentar a maturidade do seu financiamento ou alterar a estrutura dos seus ativos, de forma a deter uma maior proporção de ativos líquidos. Dado que estas alterações nos balanços implicam custos para os bancos, a repercussão dos mesmos nas condições de crédito também pode contribuir para limitar o crescimento excessivo do crédito.

De referir que estes requisitos, enquanto mínimos regulamentares, são considerados instrumentos microprudenciais. Com efeito, a utilização desses rácios enquanto instrumento de política macroprudencial também deveria contemplar a possibilidade de os impor de forma contracíclica: ou seja, impor requisitos mais exigentes do que o mínimo regulamentar em períodos de excessiva liquidez (caraterizados normalmente pela valorização dos ativos dados em colateral, por *spreads* de taxas de juro reduzidos e quando os riscos de liquidez são normalmente subestimados) e libertar essas reservas de liquidez em períodos de maior de turbulência nos mercados.

No entanto, dado que estes requisitos mínimos podem contribuir para reduzir o risco de liquidez – um objetivo macroprudencial – e o seu impacto ainda não foi testado, poderá ser prematuro considerar o ajustamento macroprudencial dos rácios de liquidez numa fase inicial.

4. Conclusões

Conforme se verifica pelas condições relativas à ativação dos instrumentos acima descritos, a política macroprudencial tem uma natureza eminentemente preventiva. Na generalidade, os instrumentos destinam-se a aumentar a capacidade das instituições para absorver perdas em situações de crise, o que implica a sua ativação nos períodos de expansão do ciclo do crédito, antes da materialização dos riscos. Assim, importa que a estratégia para a política macroprudencial seja definida atempadamente. Este facto poderá contribuir para conferir legitimidade e credibilidade à política, facilitando a sua execução.

A definição de uma estratégia para a política macroprudencial implica a seleção e operacionalização dos instrumentos: a definição de indicadores para a ativação / desativação e a calibração dos instrumentos em função da intensidade dos riscos que se pretende mitigar. Dada a experiência limitada com a utilização destes instrumentos para fins macroprudenciais, as análises efetuadas para a operacionalização dos instrumentos têm ainda um carácter preliminar. Este facto não tem, contudo, inibido alguns países de definir desde já um conjunto mais restrito de instrumentos, considerados mais adequados para aplicação ao nível nacional (um *toolkit* macroprudencial). Com efeito, na medida em que esta decisão promove a recolha, compilação e monitorização de informação relevante, ela contribui para melhorar a qualidade da análise. Importa ter presente que esta seleção deverá ser objeto de atualizações e revisão, à medida que se adquire uma maior experiência com a implementação da política.

A eficácia e eficiência dos instrumentos macroprudenciais podem ser limitadas pela ocorrência de efeitos não planeados que condicionam a obtenção dos objetivos. Este facto implica a necessidade de monitorizar o mecanismo de transmissão dos instrumentos, a fim de evitar que o seu impacto seja limitado pela arbitragem regulatória ou pela eventual transferência de riscos dentro do sistema financeiro.

Uma comunicação adequada é essencial para garantir a transparência e credibilidade da política macroprudencial. A monitorização e publicação regular dos indicadores relevantes para a ativação dos instrumentos poderá contribuir para reduzir a incerteza relativa ao enquadramento regulamentar.

Referências bibliográficas

Bonfim, Diana, Monteiro, Nuno. 2013. *A implementação do buffer de capital contracíclico: regras versus discricionariedade*. Relatório de Estabilidade Financeira, Novembro, 2013.

ESRB. 2013. *Recommendation of the ESRB of 4 April 2013 on intermediate objectives and instruments of macro-prudential policy* (ESRB / 2013/1), OJ 2013/C 170/01.

ESRB. 2014. *The ESRB handbook on operationalising macro-prudential policy in the banking sector*.

Notas

1. Na União europeia, estas disposições foram consubstanciadas na Diretiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de junho de 2013 (CRDIV) e no Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento (CRR).

2. http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2013/ESRB_2013_1.en.pdf?0c06f147ee0a53d177b98f2245486698.

3. A adoção destas medidas está, no entanto, sujeita à notificação prévia da autoridade nacional, que se pode opor às propostas do BCE devendo, contudo, explicar as razões da sua discordância.

4. A transposição da Diretiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de junho de 2013 (CRDIV) para a legislação nacional disponibiliza o conjunto de instrumentos aí previstos, estando os restantes já disponíveis na legislação nacional.

5. FSB-IMF-BIS (2011) e Committee on the Global Financial System (2010 e 2012).

6. A reciprocidade significa que as filiais de bancos estrangeiros a operar no país em questão são submetidos aos mesmos requisitos regulamentares que os bancos nacionais.

7. Ver Bonfim e Monteiro (2013) para uma análise sobre o desempenho do rácio entre o crédito e o PIB enquanto indicador para sinalizar crises bancárias.

8. *Internal ratings based* (IRB): regime em que os bancos calculam os requisitos de capital com base em modelos de notação interna.

Um mecanismo de resolução para a União Bancária: fundamentos e configuração¹

João Freitas ²

RESUMO

A recente crise económica e financeira representou um retrocesso no processo de integração financeira na União Europeia, originando uma acentuada divergência nas condições de financiamento entre os diferentes Estados-Membros e uma segmentação clara no acesso a financiamento por parte dos agentes económicos consoante as condições financeiras dos respetivos soberanos. A crise também evidenciou a existência de uma forte interdependência entre a banca e os Estados, que se retroalimenta e cria um efeito vicioso que dificulta o retorno ao equilíbrio por parte dos países afetados, aumentando a divergência entre os Estados-Membros.

Neste artigo discute-se a importância da criação de uma união bancária para a quebra do nexo entre os setores bancários e os soberanos e a necessidade de o mecanismo único de supervisão, já em fase de operacionalização, ser complementado com um mecanismo único de resolução, para além de um mecanismo comum de garantia de depósitos (tema que, porém, não é objeto do artigo).

Apresenta-se ainda uma reflexão sobre a configuração que melhor assegura a eficácia do mecanismo único de resolução, em *steady state*. Argumenta-se que há quatro elementos estruturantes, sem os quais o mecanismo único de

resolução (e a União Bancária) não cumprirá os seus propósitos de promoção da integração financeira e de quebra da interdependência entre os setores bancários e os soberanos: i) a definição de um regime normativo verdadeiramente único para a resolução; ii) a criação de um mecanismo de decisão centralizado, com capacidade de atuação independente; iii) a criação de um mecanismo de financiamento comum, de nível pan-europeu; e iv) a criação de um mecanismo comum de financiamento de último recurso que consagre a possibilidade de utilização de fundos públicos, mas que seja fiscalmente neutro, a médio e longo prazo.

O figurino do mecanismo único de resolução (*Single Resolution Mechanism* – SRM), que vigorará para os Estados-Membros que integram a União Bancária, foi recentemente objeto de acordo entre o Parlamento Europeu e o Conselho da União Europeia, perspetivando-se para breve a adoção dos atos legislativos pelos quais aquele mecanismo entrará em vigor, já depois de ter sido estabelecido o regime jurídico comunitário relativo à resolução, aplicável em todo o espaço da União Europeia, através da adoção da Diretiva relativa à recuperação e resolução de instituições de crédito e empresas de investimento. Este artigo apresenta também uma caracterização sumária do SRM, com referência aos seus elementos estruturantes.

1. Introdução

Perante uma situação de desequilíbrio financeiro numa instituição de crédito, que seja de tal maneira grave que a continuidade da instituição fica ameaçada e a insolvência se afigura iminente (ou já está materializada), e não havendo a possibilidade de restabelecer a solidez financeira, a liquidação³ deveria ser a via natural para a cessação da atividade da instituição e para que se procedesse ao pagamento dos compromissos perante os credores, na medida permitida pelos valores obtidos com a alienação do ativo.

Nesse cenário, opera-se uma absoluta descontinuidade da atividade da instituição e os seus credores são ressarcidos, após a venda integral do ativo, através da partilha dos valores daí obtidos ao *pro-rata* dos respetivos créditos e de acordo com uma hierarquia de subordinação estipulada na lei.

Contudo, por estar em causa um setor de atividade que desempenha um papel nevrálgico no funcionamento das economias e sociedades modernas, não raras vezes é entendido, pelos governos e pelas autoridades competentes, que a natureza disruptiva da liquidação desordenada de um banco pode colocar em risco a estabilidade do sistema financeiro no seu todo e gerar externalidades negativas que penalizem a economia real. Nessa perspetiva, e na ausência de outros instrumentos, o objetivo de preservação da estabilidade financeira e de prevenção do contágio foi, por demasiadas vezes, e um pouco por todo o mundo, prosseguido através da utilização de fundos públicos que transferiram para a esfera dos contribuintes os custos inerentes ao desequilíbrio financeiro de instituições de crédito.

Os mecanismos de resolução visam, nesse contexto, mitigar o referido efeito disruptivo, ao procurarem assegurar que, em face da ocorrência de desequilíbrios financeiros graves em instituições de crédito, seja preservada a estabilidade financeira, com o menor custo possível para o erário público, ao mesmo tempo que se promove uma disciplina adequada ao assegurar-se que a instituição originária (mas não necessariamente a sua atividade) é encaminhada para liquidação e / ou os seus credores assumem os custos inerentes ao desequilíbrio.

Para esse efeito, é fundamental assegurar a continuidade da prestação de serviços financeiros essenciais e possibilitar que determinados credores – em especial os depositantes – sejam protegidos, na estrita medida em que isso seja necessário para evitar comprometer a confiança no sistema e para prevenir perturbações generalizadas que coloquem em risco a estabilidade financeira.

Em Portugal, encontra-se em vigor, desde fevereiro de 2012, um regime de resolução nos termos do qual são conferidos ao Banco de Portugal poderes para aplicar medidas de resolução quando uma instituição de crédito ou empresa de investimento abrangida pelo regime não cumpra, ou esteja em sério risco de não cumprir, os requisitos para a manutenção da autorização para o exercício da sua atividade, se a aplicação de tais medidas for considerada indispensável para assegurar a continuidade da prestação dos serviços financeiros essenciais, acautelar o risco sistémico, salvaguardar os interesses dos contribuintes e do erário público, ou para salvaguardar a confiança dos depositantes. As medidas de resolução ao dispor do Banco de Portugal compreendem, especificamente, a alienação, parcial ou total, do património da instituição que se encontre em dificuldades financeiras para uma ou mais instituições autorizadas a desenvolver as atividades em causa e a constituição de um banco de transição e a transferência, parcial ou total, do património da instituição que se encontre em dificuldades financeiras para esse banco. Para efeitos de prestação de apoio financeiro às medidas de resolução que eventualmente venham a ser adotadas pelo Banco de Portugal, foi criado um Fundo de Resolução, financiado integralmente através de contribuições provenientes do setor financeiro, designadamente: as contribuições, iniciais e periódicas, pagas diretamente ao Fundo pelas instituições nele participantes; e as receitas da contribuição sobre o setor bancário, criada pela Lei n.º 55-A/2010, de 31 de dezembro⁴.

O objetivo do presente artigo consiste em demonstrar a importância da criação de um mecanismo único de resolução no espaço da União Bancária e enquadrá-lo como elemento fundamental para que se corrijam os desequilíbrios evidenciados pela recente crise económica e financeira internacional e que conduziram, entre outros efeitos, a que os agentes económicos enfrentassem diferentes condições no acesso a financiamento, consoante o Estado-Membro em que se encontravam sediados, mais do que em função do seu perfil de risco intrínseco. A eventual correção desses desequilíbrios contribuirá para que se aprofunde a integração financeira no espaço da União Económica e Monetária (UEM) e se quebre, ou pelo menos se enfraqueça, a interligação entre a atividade bancária e o risco dos soberanos, cujos efeitos perversos foram amplamente expostos no contexto da

crise económica e financeira. Pretende-se ainda identificar os elementos que se consideram estruturantes e essenciais para assegurar a eficácia daquele mecanismo de resolução.

A criação de um mecanismo único de resolução para a União Bancária constitui um tema da maior atualidade, na sequência de uma proposta nesse sentido, apresentada pela Comissão Europeia, em julho de 2013 e, sobretudo, do recente acordo alcançado entre o Parlamento Europeu e o Conselho da União Europeia. No atual contexto de reformulação do quadro institucional do setor financeiro na União Europeia, a criação de um mecanismo único de resolução tem sido objeto de intenso debate e reflexão e é nesse âmbito que o presente artigo procura apresentar, de forma estruturada, sistematizada e tão fundamentada quanto possível, um conjunto de argumentos que, não só procuram demonstrar por que razão o mecanismo único de resolução é essencial para a União Bancária, mas também procuram suportar um conjunto de ideias e propostas quanto àqueles que devem ser os elementos estruturantes daquele mecanismo, em *steady-state*.

Com este fim em vista, procede-se, no ponto 2, à identificação do problema, através da descrição das manifestações, nos mercados financeiros, de um retrocesso no processo de integração financeira na União Europeia e de um agravamento da interdependência entre a banca e os Estados soberanos.

No ponto 3, descreve-se, sinteticamente, a resposta da União Europeia e, no ponto 4, discute-se o papel crucial de um mecanismo único de resolução para a mitigação das fragilidades identificadas no ponto 2. No ponto 5, apresenta-se uma reflexão sobre os elementos que se consideram essenciais para que seja assegurada a eficácia do mecanismo único de resolução, i.e. que melhor garantem uma dissociação, tão completa quanto possível, entre o risco do setor bancário e o risco dos soberanos e que, portanto, melhor promovem a integração financeira na área do euro. No ponto 6, são apresentados, sumariamente, os elementos estruturantes do Mecanismo Único de Resolução, conforme acordado recentemente entre os legisladores comunitários, e com base nos elementos que foram tornados públicos até à data. Por fim, no ponto 7, são sistematizadas as conclusões resultantes da reflexão sobre a criação do mecanismo único de resolução.

2. Retrocesso no processo de integração financeira

A promoção de um sistema financeiro integrado na União Europeia tem sido considerada um objetivo fundamental de política para as autoridades europeias, por se entender que a integração financeira constitui um catalisador para o crescimento económico (BCE, 2007; Comissão Europeia, 2007).

As vantagens tipicamente apontadas à integração financeira incluem, nomeadamente, a possibilidade de os agentes económicos terem acesso a uma base alargada de financiamento, tendencialmente a custos mais reduzidos, a melhoria das condições de estabilidade financeira, em resultado de uma maior capacidade de absorção de choques e o aumento da eficácia na transmissão da política monetária (BCE, 2007).

Com a introdução do Euro, os mercados financeiros conheceram uma significativa integração na União Europeia, sobretudo no espaço da UEM, embora com intensidade diferenciada nos diversos segmentos de mercado, dado que o processo de integração foi mais pronunciado nos mercados interbancários, mas menos evidente na banca de retalho (Sapir, 2013).

Porém, a recente crise financeira representou um retrocesso no processo de integração.

Com efeito, com a emergência de tensões nos mercados financeiros, passou a verificar-se uma acentuada divergência nas condições de financiamento entre os diferentes Estados-Membros e uma segmentação clara no acesso a financiamento por parte dos agentes económicos consoante as condições financeiras dos respetivos soberanos.

As evidências de fragmentação nos mercados financeiros europeus são abundantes, sobretudo na sequência da crise no mercado de dívida soberana. Nesse segmento, e depois de um longo período em que foi reduzida a diferenciação entre os Estados-Membros, verificou-se um aumento muito acentuado da dispersão nos custos de financiamento dos Estados, operando-se uma segmentação entre os países mais afetados pela crise da dívida soberana e os restantes países.

O mesmo tipo de segmentação é observado ao nível do financiamento da economia real: por um lado, alargaram-se os diferenciais entre países no que respeita ao custo de financiamento das respetivas empresas não-financeiras (efeito preço); por outro lado, passou a verificar-se um padrão diferenciado na evolução da concessão de crédito àquelas empresas, registando-se um abrandamento mais forte na concessão de crédito às empresas não-financeiras dos países mais afetados (efeito volume); além disso, alguns dados sugerem ter ocorrido um efeito de retrocesso no financiamento transfronteiriço, no sentido em que os agentes económicos dos países mais afetados pela crise da dívida soberana enfrentam restrições na obtenção de financiamento junto do exterior e acabam por conseguir apenas financiar-se junto de bancos do respetivo país.

É legítimo admitir que a contaminação da atividade de financiamento das empresas não financeiras pelo efeito de segmentação observada ao nível dos mercados de dívida soberana teve como canal intermediário a diferenciação nas condições de financiamento das instituições de crédito. Efetivamente, existe abundante evidência de que, no setor bancário, a redução dos níveis de emissão de dívida foi mais vincada nas instituições de países mais afetados pela crise de dívida soberana, as quais, em alternativa, recorreram com mais intensidade aos mecanismos de financiamento do Eurosistema. Em consonância com esse efeito, verificou-se um aumento do diferencial dos custos de financiamento entre as instituições de crédito, consoante a perceção dos mercados quanto ao risco dos respetivos soberanos. Este efeito não será alheio à noção de que a “garantia implícita” de que, na perceção dos mercados, beneficiam as instituições de crédito se enfraquece quando fica afetada a credibilidade do respetivo Estado. A existência dessa “garantia” encontra-se também amplamente documentada e tem expressão, por exemplo, no designado *rating uplift*, isto é, a melhoria da notaçao financeira de uma instituição relativamente à sua notaçao intrínseca, como resultado da expectativa de que, em caso de potencial incumprimento, existirá apoio público para o evitar. É neste contexto que a deterioração do risco dos soberanos, tal como percecionado pelos mercados, tende a repercutir-se na perceção quanto ao risco do respetivo sistema bancário, induzindo diferenças nas condições de financiamento, independentemente dos “fundamentais” das instituições.

O processo de segmentação, em função da “nacionalidade”, como consequência da crise da dívida soberana é ilustrativo da interligação que existe entre os setores bancários e os respetivos Estados, no contexto da UEM.

A existência daquela interligação tem sido objeto de debate alargado, em regra com a conclusão de que existe um nexu biunívoco entre o risco de crédito do setor bancário e o do respetivo soberano (Acharya *et al*, 2011, por exemplo), algo a que Shoenmaker e Gros (2012) designaram de *diabolical loop*, na medida em que aquela relação se retroalimenta: a existência de sistemas bancários percebidos como frágeis pode levar a que se perspetive a existência de responsabilidades contingentes elevadas por parte do soberano e, em contrapartida, a existência de um

soberano frágil, cria uma percepção de incapacidade para apoiar o setor bancário, em caso de necessidade, para além de potenciar um efeito de contágio direto por via da exposição dos bancos à dívida pública doméstica, que, na União Europeia, atinge níveis significativos, de forma transversal.

É certo que a interdependência entre o setor bancário e o respetivo soberano é um fenómeno identificado de forma generalizada, a nível mundial, e é frequente que crises bancárias sejam sucedidas de crises de dívida soberana (Reinhart e Roggof, 2008)⁵. Aquela relação parece, contudo, ser mais expressiva na área do Euro (Pisani-Ferry e Merler, 2012). Este efeito é visível, por exemplo, na existência de uma elevada correlação entre os perfis de risco de cada um dos “setores”, estimados pelos *spreads* dos respetivos *credit default swaps* (CDS). Os dados apurados, por exemplo, em Pisani-Ferry e Merler, 2012, são impressionantes e sugerem ilações importantes: i) por um lado, a interdependência entre a banca e os Estados parece ter-se intensificado na área do Euro mais recentemente; ii) por outro lado, ela não é tão relevante nos EUA, onde, aliás, também em 2009 se geraram dúvidas quanto à solidez do respetivo sistema bancário, sem que isso tivesse produzido um impacto, material ou duradouro, no perfil de risco do governo federal.

Os casos recentes demonstram que os efeitos negativos de contágio entre o setor bancário e o respetivo soberano têm sido mais intensos num ou noutro sentido, consoante os países. É legítimo considerar-se, por exemplo, que, na Irlanda, foi sobretudo a crise bancária – apontada como uma das dez maiores crises bancárias, a nível mundial, desde 1970 (Laeven e Valencia, 2012) – que contaminou as contas públicas e se transformou numa crise de dívida soberana, em resultado dos custos fiscais, realizados e contingentes, que gerou para o Estado irlandês (Woods, 2012; Pisani-Ferry e Merler, 2012). Pelo contrário, em Portugal, o contágio entre os dois setores parece ter seguido um sentido inverso, na medida em que terá sido, sobretudo, o aumento do risco soberano que se transferiu para o setor bancário, traduzindo-se no agravamento das condições de financiamento dos bancos portugueses e na degradação da qualidade dos seus ativos, como consequência da deterioração da envolvente económica resultante do processo de ajustamento orçamental⁶.

Por certo, a diferenciação das condições de acesso a financiamento em função da geografia onde operam os agentes económicos resulta, em parte, de diferenças entre os Estados-Membros, ao nível dos “fundamentais”. O desempenho económico dos diversos países é diferenciado, como são também diferentes a solidez dos respetivos sistemas bancários ou as condições de estabilidade política. Parece evidente, no entanto, que a “nacionalidade”, e mais concretamente, o risco de crédito de cada soberano, constitui um determinante da formação dos custos de financiamento junto dos mercados financeiros por parte das instituições de crédito e das empresas não financeiras, independentemente da solidez financeira do devedor. Aliás, esse efeito é claramente evidenciado pelo critério de atribuição de *ratings* designado de *sovereign ceiling*, segundo o qual dificilmente um emitente poderá beneficiar de um *rating* superior ao do respetivo soberano.

No contexto atual da União Europeia, marcado por vincadas diferenças entre o risco de crédito dos Estados-Membros, a interdependência acima descrita traduz-se em grandes divergências ao nível dos custos de financiamento da atividade económica e mesmo em restrições no acesso ao financiamento por parte dos agentes económicos dos Estados-Membros cujos soberanos são percebidos como mais frágeis. Para além de comprometer a concorrência entre os agentes económicos dos diferentes Estados-Membros no espaço do mercado comum, esta fragmentação tem impedido a eficácia da transmissão da política monetária e tem sido apontada como um dos obstáculos à recuperação do crescimento económico na União Europeia (Darvas, Pisani-Ferry e Wolff, 2013).

3. A resposta da União Europeia: criação de uma união bancária

Em face da crise económica e financeira na União Europeia, foi dado início a um processo de fortalecimento da União Económica e Monetária. Um dos vetores dessa iniciativa contempla a criação daquilo que se designou de União Bancária⁷, cuja motivação assentou, precisamente, na consciência de que a interdependência entre os setores bancários e os respetivos soberanos prejudica os mecanismos de transmissão da política monetária, distorce as condições de concorrência entre os agentes económicos e, em última instância, constitui uma forte condicionante ao crescimento económico e à convergência no espaço europeu, e mais particularmente no espaço da moeda única.

A União Bancária encontra-se estruturada em torno de três dimensões: um mecanismo único de supervisão (SSM, da expressão *Single Supervisory Mechanism*), um mecanismo único de resolução (SRM, do original *Single Resolution Mechanism*), e um mecanismo único de garantia de depósitos.

O SSM contempla a atribuição da responsabilidade pela supervisão prudencial das instituições de crédito da área do euro⁸ ao Banco Central Europeu (BCE), em estreita cooperação com as autoridades de supervisão nacionais. Mais concretamente, o BCE assume a responsabilidade pelo funcionamento efetivo e consistente de todo o sistema integrado de supervisão, tendo por base uma distribuição articulada de tarefas entre o BCE e as autoridades de supervisão nacionais, segundo a qual o BCE é diretamente responsável pela supervisão prudencial de um conjunto de instituições definidas como significativas à luz de critérios previamente estabelecidos⁹, cabendo às autoridades de supervisão nacionais a responsabilidade pela supervisão direta das restantes instituições, respeitando um enquadramento comum e instruções gerais definidas pelo BCE.

O SRM, por sua vez, visa a criação um quadro institucional integrado para a resolução de instituições de crédito em situação de desequilíbrio financeiro grave. O mecanismo contempla a criação de uma autoridade de resolução europeia, bem como a constituição de um mecanismo comum para o financiamento das medidas de resolução (um fundo de resolução europeu). O SRM assentará num quadro normativo harmonizado ao nível de toda a União Europeia, consubstanciado na Diretiva relativa à recuperação e resolução de instituições de crédito e certas empresas de investimento (BRRD, da expressão anglo-saxónica *Banking Recovery and Resolution Directive*).

Por fim, a plena realização da União Bancária passará pela evolução para um sistema único para a garantia dos depósitos constituídos junto das instituições de crédito da área do Euro, na sequência da harmonização das regras relativas à garantia dos depósitos proporcionadas a nível nacional, que foi recentemente acordada.

As três componentes (ou pilares) do projeto de União Bancária serão implementadas de forma faseada.

O diploma que cria o SSM (Regulamento do Conselho n.º 1024/2013) encontra-se já em vigor e o BCE assumirá plenamente as suas funções de supervisão a partir de novembro de 2014.

No que respeita ao SRM, depois de uma proposta de diploma apresentada pela Comissão Europeia, em julho de 2013, foi alcançado um acordo político entre o Parlamento Europeu e o Conselho da União Europeia em março de 2014, perspetivando-se a adoção do respetivo ato legislativo (sob a forma de Regulamento), entre abril e maio do corrente ano, tendo em vista a entrada em funcionamento pleno do mecanismo a partir de 2016 (sem prejuízo de haver determinadas componentes do mecanismo que entram em vigor já em 2015)¹⁰.

O projeto de criação de um sistema comum para a garantia dos depósitos, por sua vez, será prosseguido numa fase ulterior do processo de constituição da União Bancária, não havendo previsão para a sua finalização.

4. A componente da resolução como condição essencial para uma verdadeira integração financeira

Os fundamentos da União Bancária assentam na convicção de que a criação de um mercado verdadeiramente único e integrado para a atividade bancária exige que a liberdade de estabelecimento e de prestação de serviços no espaço da União seja complementada com um quadro normativo e institucional único, sob pena de, enquanto as instituições se virem condicionadas por normas e políticas de índole nacional, se manter a segmentação do mercado ao longo das fronteiras nacionais.

Nessa perspetiva, considera-se que o exercício centralizado da supervisão bancária garantirá uma ação uniforme em todo o espaço do Euro, com maiores padrões de exigência e de imparcialidade. Desse modo, para além de se esperar aumentar a eficácia da supervisão, assegura-se a criação de um verdadeiro *level-playing field* entre as instituições de diferentes Estados-Membros e potencia-se a superação de eventuais dificuldades de coordenação e de cooperação na supervisão de grupos bancários transfronteiriços.

Sucede que a criação de um quadro único de normas prudenciais e a implementação de um mecanismo único de supervisão – os quais serão definitivamente consumados ao longo do corrente ano – não são suficientes para assegurar a integridade do mercado financeiro, nem para quebrar a interdependência entre o setor bancário e os Estados.

A crise financeira internacional recente demonstrou amplamente – não apenas no seio da União Europeia, como a nível global – que, atendendo ao papel nevrálgico que o setor bancário assume no funcionamento das economias e sociedades modernas, são necessários instrumentos de intervenção que mitiguem os riscos de que situações de desequilíbrio grave em instituições de crédito se transmitam para a generalidade do sistema financeiro e provoquem danos na atividade económica e no erário público. Com efeito, na ausência daqueles instrumentos de intervenção, o objetivo de preservação da estabilidade financeira e de prevenção do contágio foi, por demasiadas vezes, traduzido em encargos muito significativos para o erário público, um pouco por todo o mundo.

Foi neste contexto que se tornou consensual, senão unânime, a necessidade de complementar as regras que disciplinam a atividade das instituições de crédito “em vida”, com regimes normativos e institucionais que disciplinam a sua “doença” e a sua “morte”. É precisamente esse o espaço de atuação dos regimes de resolução, cuja principal finalidade consiste em procurar que, em face da ocorrência de desequilíbrios financeiros significativos em instituições de crédito, seja preservada a estabilidade financeira, com o menor custo possível para o erário público.

No contexto da União Europeia, esse esforço consubstanciou-se na preparação de duas Diretivas comunitárias: a Diretiva relativa à recuperação e resolução de instituições de crédito e determinadas empresas de investimento e a Diretiva relativa à garantia de depósitos. Em ambos os casos, as Diretivas visam promover a harmonização das regras nacionais referentes a cada um daqueles domínios e, portanto, têm subjacente uma arquitetura normativa e institucional em que a aplicação dos respetivos regimes jurídicos se faz ao nível de cada Estado-Membro, pelas respetivas autoridades competentes.

Essa arquitetura não é, porém, compatível com o exercício centralizado da função de supervisão prudencial a nível europeu, e mesmo que o fosse, tornaria pouco eficaz o mecanismo único de supervisão nos seus propósitos de promoção da integração financeira.

Em primeiro lugar, é indispensável que as funções de supervisão e de resolução sejam exercidas ao mesmo nível, na medida em que o controlo sobre a atividade desenvolvida pelas instituições de crédito deve encontrar-se alinhado com a responsabilidade pela resolução de eventuais problemas que emirjam quando aquele controlo não permitiu evitá-los. Se assim não for, i.e. se por exemplo o controlo proporcionado pela supervisão prudencial for exercido a nível europeu, mas a responsabilidade de corrigir ou sanar situações de crise for mantida a nível nacional, verificar-se-á um desencontro de incentivos, potencialmente ineficiente. A autoridade de supervisão, de nível europeu, poderia ter menores incentivos para insistir, enquanto tal fosse possível, na via da recuperação de uma instituição de crédito viável, uma vez que o custo decorrente de “deixar cair” a instituição seria suportado por recursos de nível nacional, não podendo até excluir-se o cenário em que os incentivos da autoridade de supervisão europeia estariam dependentes do Estado-Membro que estivesse envolvido em cada caso concreto, e da sua dimensão e relevância no conjunto do sistema financeiro da área do euro. Por sua vez, as autoridades nacionais ver-se-iam confrontadas com uma “fatura” sobre a qual não haviam tido qualquer responsabilidade ou possibilidade de evitar ou minimizar.

Em segundo lugar, a manutenção da função de resolução na esfera nacional continuaria a fazer depender a resolução de grupos bancários com atividade transfronteiriça da predisposição das autoridades de cada país para cooperar e para discutir, entre si, a partilha das perdas inerentes à resolução. Os benefícios obtidos, ao nível da eficiência, com a existência de uma supervisão centralizada a nível europeu, acabariam, em situação de crise, por ser destruídos pela previsível gestão em função de perspetivas e de interesses estritamente nacionais.

Em terceiro lugar, a transferência dos poderes e competências de resolução para o nível europeu tende a promover a imparcialidade nos processos de decisão e mitiga riscos de eventual captura das autoridades nacionais por parte dos bancos sedeados nos respetivos territórios. Nessa perspetiva, pode contribuir para que a intervenção ocorra numa fase mais precoce do processo de degradação da situação financeira da instituição que se encontra em dificuldades, o que pode permitir evitar perdas acrescidas de valor e, assim, conduzir a uma poupança de custos.

Em quarto lugar, a condução da resolução sob uma perspetiva europeia deverá também evitar um possível enviesamento em favor de soluções estritamente nacionais (em que, por exemplo, se privilegiam instituições domésticas na realização de uma venda da atividade e do património da instituição sob resolução). Acresce que, por ser conduzida num contexto centralizado e sob a égide de uma instância europeia, a resolução poderá atrair mais interesse para as soluções de mercado, o que alarga o espectro de potenciais adquirentes do negócio da instituição em dificuldades. Nestes pressupostos, poderá conseguir-se que, também por estes motivos, e comparativamente com um regime de resolução nacional, as soluções de resolução de nível pan-europeu possam ser concretizadas com menores custos financeiros. A mitigação do enviesamento em favor de soluções nacionais também aumenta a probabilidade de a resolução ser realizada através de transações transfronteiriças, o que contribui, *a posteriori*, para o aprofundamento da integração financeira no espaço da união bancária.

Por fim, importa sublinhar que a manutenção da função de resolução na esfera nacional conservaria quase incólume o nexo entre o setor bancário de cada país e o respetivo soberano. Repare-se que, no caso de os custos emergentes de uma situação de crise continuarem a ter que ser suportados por soluções de nível nacional e, em última instância, por cada Estado-Membro¹¹, os Estados ficam expostos a uma responsabilidade contingente que potencialmente tem implicações fiscais muito severas, pelo que a ocorrência de situações de desequilíbrio financeiro grave no sistema bancário continuaria a ter um efeito de contágio potencial sobre o soberano. Aliás, bastará pensar que a hipotética existência de uma autoridade de supervisão europeia em 2008, sem que

fosse complementada por uma autoridade de resolução e correspondente mecanismo de financiamento, ao mesmo nível, não teria evitado, por exemplo, a contaminação do Estado irlandês pelos problemas do respetivo setor bancário. No sentido contrário dos canais de contágio, i.e. do Estado para o setor bancário, a manutenção da função de resolução na esfera nacional manteria o risco de cada instituição de crédito inelutavelmente dependente da capacidade financeira e da credibilidade do respetivo soberano, de onde resultaria que o acesso a financiamento continuaria a ser determinado, menos pela solidez financeira do devedor e pelo seu perfil de risco e mais pelas características do respetivo soberano, resultando em distorções concorrenciais.

Conforme se procurou evidenciar, só um mecanismo único de resolução permitirá que efetivamente se alcance o objetivo de enfraquecer a interdependência entre o setor bancário e os soberanos, e, assim, se assegurem condições adequadas de concorrência entre as instituições de crédito e se aprofunde a integração financeira na UE.

Com efeito, o exercício integrado e centralizado da supervisão contribui, sobretudo, para incrementar a qualidade e a eficiência do processo de supervisão, para ultrapassar obstáculos de cooperação transfronteiriça e para mitigar eventuais problemas de *forbearance*, porventura mais prováveis num quadro de proximidade das autoridades nacionais com as respetivas instituições domésticas. Ou seja, a centralização da função de supervisão, a nível europeu, contribuirá, acima do mais, para reforçar a componente de prevenção de problemas na União Bancária. Mas a segmentação observada no sistema financeiro europeu na sequência da crise financeira não se corrige apenas por essa via, na medida em que, apesar daquele reforço, por certo continuarão a ocorrer situações de desequilíbrio financeiro grave em instituições de crédito e episódios de crise financeira. Se, ou enquanto, a responsabilidade pela resolução desses desequilíbrios ou crises permanecer na esfera de cada Estado-Membro, e portanto os custos continuarem a ser distribuídos numa ótica nacional, o sistema bancário continuará a representar uma responsabilidade contingente para os respetivos soberanos e o perfil de risco destes continuará a influenciar a perceção do mercado quanto ao perfil de risco do sistema bancário. O reforço da componente **preventiva** poderá contribuir – caso se confirme a melhoria na qualidade e eficiência do processo de supervisão – para reduzir a probabilidade de se materializarem problemas que requeiram a intervenção das autoridades de resolução e dos Estados. No entanto, enquanto aquela probabilidade não for igual a zero – e, na verdade, nunca o será –, a interdependência entre o setor bancário e os soberanos permanecerá materialmente inalterada, tornando-se os seus efeitos mais visíveis e mais graves em cada episódio de perturbação no setor bancário e / ou nos mercados financeiros.

5. Requisitos de um mecanismo de resolução para a União Bancária

O Conselho Europeu de dezembro de 2012 mandou a Comissão Europeia para apresentar, no decurso de 2013, uma proposta para a criação de um mecanismo único de resolução, com vista a ser adotada ainda no presente ciclo parlamentar. A Comissão Europeia apresentou uma proposta de Regulamento para a criação do SRM em julho de 2013, dando assim início a um processo legislativo cujo epílogo se perspetiva para o mês de maio de 2014, depois de longas e complexas negociações entre os legisladores comunitários.

O presente artigo não tem por finalidade proceder a uma análise crítica da solução que está muito perto de ser definitivamente aprovada a nível comunitário – e cujos elementos estruturantes são sumariamente descritos no ponto seguinte –, mas antes apresentar uma discussão, no plano

dos princípios, sobre as características de que se deve revestir um mecanismo único de resolução para que seja eficaz no seu propósito de promoção da integração e estabilidade financeiras e de quebra da interligação entre o setor bancário de cada país e o respetivo soberano.

Identificado o problema no ponto 2, e demonstrada, nos pontos três e quatro, a importância, para a sua mitigação, de um mecanismo único de resolução, pretende-se no presente capítulo refletir sobre os elementos que melhor asseguram a eficácia daquele mecanismo, i.e. que melhor garantem uma dissociação, tão completa quanto possível, entre o risco do setor bancário e o risco dos respetivos Estados e que, portanto, melhor promovem a integração financeira na área do euro.

A reflexão que se apresenta incide sobre a configuração desejável para um mecanismo de resolução em *steady-state*. Naturalmente que a transição para um novo quadro normativo e institucional, caracterizado por uma profunda integração transfronteiriça e por uma mutualização de responsabilidades entre os Estados-Membros aconselha a que sejam devidamente tratados um conjunto de riscos latentes, que resultam da atividade bancária e financeira desenvolvida até à data, num contexto em que essa atividade, e a respetiva regulamentação e supervisão, se encontravam segmentados em função das fronteiras nacionais. A discussão sobre o processo de transição não é abrangida pela presente reflexão.

A eficácia do mecanismo único de resolução na área do euro dependerá do grau de cumprimento de um princípio fundamental: a absoluta equiparação entre todas as instituições de crédito que integram a União Bancária, independentemente do país onde se encontram sedeadas ou do território onde desenvolvem a sua atividade.

Esta **absoluta equiparação** em contexto de resolução é fundamental para que os clientes e investidores tenham **confiança** que o tratamento de que vão ser objeto em cenário de desequilíbrio financeiro grave de uma determinada instituição será exatamente o mesmo em qualquer dos Estados-Membros da União Bancária. Só nesse caso será possível que os agentes económicos tomem as suas decisões com base nas características intrínsecas de cada instituição e dos produtos e serviços que as mesmas oferecem, sem discriminar em função da “nacionalidade” das instituições de crédito.

A **equiparação** das instituições de crédito requer que se encontrem verificadas um conjunto de condições, nomeadamente:

- a. Criação de um quadro normativo único no que respeita ao regime material de resolução;
- b. Transferência da autoridade para decisão em matérias de resolução para o nível supranacional, em condições que assegurem princípios de governação adequados;
- c. Criação de um mecanismo de financiamento de resolução supranacional e verdadeiramente comum;
- d. Criação de uma responsabilidade comum para a função de “prestamista de última instância”.

É importante notar que a equiparação entre todas as instituições de crédito exige, como condição prévia, que **todas** as instituições de crédito sejam abrangidas pelo mesmo mecanismo de resolução. Se assim não fosse – por exemplo, se o mecanismo único de resolução ficasse circunscrito a determinadas instituições, em função da sua relevância no sistema onde operam ou no conjunto do sistema ou em função da sua atividade transfronteiriça –, existiria, de forma vinculada, uma diferenciação entre as instituições abrangidas pelo mecanismo e as restantes. Para as primeiras, o acesso a condições de financiamento equiparadas e a quebra do nexo entre o setor bancário e o soberano poderiam ser conseguidos, dependendo da verificação das condições

aqui enunciadas; para as segundas, o atual quadro de fragmentação e de interligação banca-soberano não só não registaria melhoria, como sofreria um severo agravamento. Com efeito, nesse cenário hipotético, passaria a existir um sistema dual, que na realidade agravaria a fragmentação do mercado financeiro europeu, ao impor uma separação clara entre as instituições participantes no mecanismo de resolução e as restantes¹².

a. Criação de um quadro normativo único¹³

A existência de um regime de resolução único (e não meramente harmonizado), para toda a área do euro é um pré-requisito indispensável para que se cumpra o princípio de absoluta equiparação entre as instituições de crédito. O regime de resolução define as condições a partir das quais uma instituição de crédito deverá ser objeto de medidas de resolução e estabelece as regras que orientam a aplicação dessas medidas: estipula as finalidades que devem ser prosseguidas, define os instrumentos ao dispor da autoridade competente e determina os meios de financiamento daquelas medidas, incluindo a contribuição para esse financiamento que caberá aos acionistas e credores da instituição visada.

Na ausência de um regime único, as instituições podem ser objeto de um tratamento desigual em situações de dificuldade. Não sendo iguais as condições que determinam a “entrada em resolução”, pode suceder, por exemplo, que determinada instituição de um Estado-Membro continue em atividade (eventualmente, até beneficiando de auxílio público) enquanto uma instituição em circunstâncias idênticas, mas sujeita a um regime de resolução distinto, é objeto de medidas de resolução, de onde resultam, por hipótese, perdas para os respetivos credores e perturbações na prestação de serviços aos clientes. Acresce que, havendo meios diferenciados de financiamento de medidas de resolução (ou regras distintas para a imputação de perdas aos credores), os credores poderão ser desobrigados de participar no esforço de partilha de perdas, ou, pelo contrário, serem forçados a absorver perdas, consoante o Estado-Membro onde a instituição em causa se encontre sedeadada.

Assim, enquanto persistirem diferenças ao nível das normas que regem a resolução, os credores das instituições de crédito poderão ser objeto de um tratamento diferenciado consoante o Estado-Membro onde se encontra a respetiva sede. Repare-se que o que resulta desta diferenciação é que, do ponto de vista dos credores, a simples coexistência de regimes de resolução diferenciados implica que, consoante o Estado-Membro, sejam distintas a probabilidade de incumprimento (“PD”, do termo anglo-saxónico *probability of default*) e a perda dado o incumprimento (“LGD”, de *loss-given default*) da sua exposição. Com efeito, pode admitir-se que a “PD” é sensível às regras quanto às condições para aplicação de medidas de resolução, no sentido em que a “entrada em resolução”, geradora de um potencial incumprimento, pode estar sujeita a limiares menos exigentes nuns casos do que em outros; por outro lado, a “LGD” será sensível, por exemplo, às regras quanto à imputação de perdas aos credores.

Nesta perspetiva, enquanto não existir uma completa uniformização do quadro normativo material aplicável, a mera coexistência de regras diferenciadas pode conduzir a diferentes condições de financiamento por parte das instituições de crédito de diferentes Estados-Membros, dificultando a desejável integração financeira.

Mas o requisito de existência de um quadro normativo único não se esgota na criação de um regime de resolução. O regime de resolução tem, por exemplo, fortes conexões com o regime de insolvência, pelo que também a esse nível é importante que existam regras uniformes. Embora a resolução se destine, precisamente, a evitar a liquidação desordenada das instituições em desequilíbrio, as regras aplicáveis em caso de liquidação disciplinam também certos domínios da resolução. O exemplo mais paradigmático – e de grande relevância – diz respeito ao princípio designado de *no creditor worse-off*, segundo o qual, no quadro de uma resolução, nenhum credor pode ser

submetido a perdas superiores àquelas que lhe caberiam se a mesma instituição tivesse, em alternativa, sido encaminhada para liquidação. Em conformidade com este princípio basilar dos regimes de resolução, as perdas a que os credores seriam sujeitos num cenário de liquidação constituem um referencial na aplicação de medidas de resolução e a determinação desse referencial depende especialmente da hierarquia de subordinação de créditos em caso de liquidação. Assim, a hierarquia de subordinação de créditos – estipulada nos regimes de insolvência – acaba por ser determinante para a imputação de perdas a credores, mesmo num contexto de resolução. Existindo diferenças ao nível daquela hierarquia de subordinação, os credores poderão ser objeto de tratamento diferenciado em cada Estado-Membro, ainda que exista um regime de resolução único.

Para que não restem dúvidas quanto à relevância desta questão, atente-se no caso dos privilégios creditórios, e mais concretamente, dos privilégios que são conferidos aos depósitos, em algumas jurisdições. Em Portugal, por exemplo, está legalmente consagrado o privilégio creditório dos depósitos abrangidos pela garantia do Fundo de Garantia de Depósitos ou do Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo, no estrito montante coberto por aqueles sistemas de garantia. Essa não é ainda, contudo, uma regra generalizada na União Europeia e em muitas jurisdições os depósitos são equiparados a créditos comuns. Nesse contexto, ainda que seja criado um regime de resolução único na área do euro, e na hipótese de não ocorrer uma harmonização das regras de insolvência, as perdas a assumir pelos credores em contexto de resolução acabarão por ser muito diferenciadas: os depósitos cobertos por garantia (ou, por subrogação dos seus direitos, o FGD ou o FGCAM) terão um tratamento mais favorável em jurisdições em que, como a portuguesa, existe um privilégio consagrado no regime de insolvência, mas os restantes credores terão, necessariamente, um tratamento mais desfavorável. É por esta razão, aliás, que é a própria Diretiva comunitária relativa à resolução que virá estabelecer a obrigação de os Estados-Membros alterarem os regimes internos de insolvência com vista a prever um tratamento harmonizado de determinados créditos, em liquidação (incluindo um privilégio creditório para os depósitos cobertos). Note-se, porém, que a Diretiva deverá harmonizar o tratamento de determinadas classes de credores, mas não harmoniza as regras de insolvência, em geral, pelo que, naquilo que não ficar a coberto da Diretiva, continuarão a existir diferenças entre os Estados-Membros.

Claro está que, para além de contribuir para um reforço da integração financeira, a criação de um quadro normativo único é da maior importância para a eficácia e eficiência da adoção de medidas de resolução junto de grupos bancários com atividade transfronteiriça. Na ausência de um regime único não é possível assegurar, por exemplo, que as autoridades de resolução dos diferentes Estados-Membros envolvidos disponham dos mesmos instrumentos, nem que os diferentes regimes prevejam métodos equivalentes para convocar os credores ao esforço de partilha de perdas. Nesse cenário, dificilmente se conseguiria encontrar soluções integradas para o conjunto das instituições que compõem um grupo bancário em dificuldades e acabaria por ser necessário encontrar soluções compartimentadas, ajustadas aos regimes de resolução de cada um dos Estados-Membros. A resolução de um grupo bancário em função das fronteiras nacionais, em detrimento de uma solução comum e estruturada para o conjunto do grupo, que seguisse a lógica económica que o próprio grupo seguia “em vida”, seria, por certa, geradora de ineficiências, como aliás o comprovam os casos do Dexia e do Fortis¹⁴.

b. Transferência da autoridade para decisão em matérias de resolução para o nível supranacional

A criação de um quadro normativo único no espaço da União Bancária poderia ser parcialmente almejada através de iniciativas de harmonização dos regimes jurídicos de cada Estado-Membro. A BRRD – que, aliás, tem aplicação, não apenas à União Bancária, mas a toda a UE – constitui

um passo nesse sentido. Porém, a harmonização que vai resultar dessa Diretiva continua a ser incompleta, uma vez que prevê alguma margem para discricionariedades nacionais.

Mas ainda que se defina um regime jurídico harmonizado, a questão que se coloca é se isso é suficiente para assegurar a equiparação entre as instituições que integram a área do euro.

Na verdade, enquanto o poder de decisão residir na esfera nacional, não será possível assegurar um tratamento equiparado para as instituições de diferentes Estados-Membros e, portanto, para os seus credores. Os regimes de resolução conferem, em regra, alguma discricionariedade às autoridades responsáveis pela decisão e execução de ações de resolução, pelo que ainda que a discricionariedade dos legisladores nacionais possa ser disciplinada por iniciativas de harmonização legislativa, é inevitável que, na prática, a flexibilidade de que dispõem as autoridades de resolução no âmbito da aplicação do regime possa levar a decisões diferenciadas entre os Estados-Membros.

De uma maneira geral, as autoridades de resolução têm, nomeadamente, discricionariedade para decidir a medida de resolução mais apropriada em cada caso concreto e para decidir sobre os exatos contornos dessa medida. As autoridades de resolução podem, por exemplo, selecionar quais os credores que devem absorver perdas e quais os que a elas devem ser poupados, à luz dos princípios orientadores dos regimes de resolução e das suas finalidades (i.e. podem, em tese, determinar que certos credores possam ser *bailed-out* se for entendido que, se assim não fosse, seria colocada em sério risco a estabilidade financeira, por exemplo). Além disso, cabe também às autoridades de resolução selecionar os eventuais adquirentes do negócio do banco que é objeto de medidas de resolução, se for essa a medida a aplicar.

Aqueles dois exemplos de discricionariedade servem para evidenciar o potencial de divergência que resulta da manutenção do poder de decisão na esfera nacional.

No primeiro caso, a imputação de perdas a credores pode acabar por depender, em parte, da predisposição de cada autoridade de resolução ou do seu entendimento quanto ao impacto sistémico de determinadas decisões: as autoridades podem seguir, por exemplo, uma “linha dura” na imputação de perdas, dando absoluta primazia ao princípio segundo o qual as perdas devem ser absorvidas pelos acionistas e pelos credores da instituição em causa e atribuindo menor relevância aos riscos de contágio resultantes dessa abordagem; ou podem seguir uma linha mais moderada, se sobrelevarem os riscos para a estabilidade financeira e adotarem uma postura mais conservadora, que se traduza na maior propensão para “poupar” determinados credores, por existirem receios de que o contrário possa ter um efeito disruptivo.

No que respeita à seleção dos adquirentes do negócio da instituição que se encontra sob resolução, não é de excluir que, sendo essa decisão tomada a nível nacional, exista, em teoria, um enviesamento em favor de soluções domésticas, que se traduza no privilégio de adquirentes nacionais. A ser assim, a ocorrência de episódios de resolução, que poderia constituir uma oportunidade para a consolidação do mercado numa ótica transfronteiriça, acabaria por se traduzir no aprofundamento da segmentação dos mercados em função das fronteiras nacionais.

É neste contexto que é da maior importância que a uniformização das regras seja complementada com a uniformização das **práticas**, o que só é possível mediante o exercício do poder de decisão por parte de um órgão centralizado, de nível europeu.

A atribuição do poder de decisão a uma instância de nível europeu tende a assegurar que o quadro normativo é utilizado de forma consistente, independentemente do Estado-Membro em que determinada instituição se encontra localizada, e fortalece a convicção, por parte dos clientes e investidores, que o tratamento que poderão merecer, em caso de resolução, não depende do país em que as instituições operam ou estão sedeadas.

Não se pode excluir, ainda assim, que o exercício da resolução a um nível centralizado na área do euro possa levar a algum enviesamento em favor de instituições de crédito de Estados-Membros com maior relevância no sistema financeiro europeu. Mais concretamente, é razoável admitir que uma instância europeia apresente menor sensibilidade para problemas circunscritos a determinados Estados-Membros, se eles não colocarem em causa a estabilidade do sistema financeiro europeu, ainda que esse risco exista a nível nacional. A verdade é que a transferência de poderes para um nível europeu altera a perspetiva de atuação da autoridade de resolução: enquanto a resolução exercida no plano nacional tem em vista a preservação da estabilidade financeira do respetivo país, ao ser exercida a nível da área do euro, a finalidade primordial será a estabilidade financeira dessa área. Assim, o tratamento que mereceriam determinadas instituições – relevantes para o sistema nacional em que operam – poderá ser diferente (mais penalizador) do que aquele que podem merecer por parte de uma autoridade europeia. Este tipo de enviesamento tem de certa forma ficado patente, aliás, no tratamento que têm merecido as crises bancárias ocorridas em determinados Estados-Membros de menor dimensão face aos problemas de sistemas bancários em outros Estados-Membros, de maior relevância na área do euro.

É por isso essencial que a finalidade que por norma é atribuída aos regimes de resolução – a preservação da estabilidade financeira, mesmo perante a ocorrência de situações de desequilíbrio financeiro grave numa ou várias instituições, independentemente da sua dimensão – tenha por referência, não apenas o sistema financeiro europeu, mas o sistema financeiro de cada Estado-Membro.

A atribuição do poder de decisão a uma instância de nível europeu aconselha também a que se pondere sobre as características que deverá reunir o organismo ao qual vier a ser conferido aquele poder. Pelas razões que foram sendo expostas anteriormente, é da maior importância que o exercício da função de resolução seja confiado a uma entidade com um mandato claro para a preservação da estabilidade financeira. Conforme já foi referido, a resolução visa, não exclusivamente, mas especialmente, a salvaguarda da estabilidade financeira. O mandato da autoridade de resolução deve, por isso, ser alinhado com as finalidades dessa função, sob pena de a estabilidade financeira acabar por ficar subalternizada face a outras atribuições da autoridade de resolução. É também essencial que a autoridade de resolução seja dotada de independência e de capacidade operacional e financeira para exercer o seu mandato com firmeza e equidistância face a qualquer dos interesses que se agitam, inevitavelmente, em situações de crise.

c. Criação de um mecanismo de financiamento de resolução verdadeiramente comum

Conforme referido anteriormente, constitui um princípio basilar da resolução que as perdas que deram origem ao desequilíbrio financeiro em que dada instituição se encontra sejam suportadas prioritariamente pelos respetivos acionistas e credores.

Nessa perspetiva, é possível que, em determinadas circunstâncias, os recursos que integram o balanço da instituição sejam, só por si, suficientes para absorver as perdas que estão na origem do desequilíbrio ou que resultem do próprio processo de resolução. Porém, quando assim não é, a resolução gera necessidades de financiamento por utilização de recursos exógenos à instituição. Essas necessidades de financiamento serão tanto maiores quanto maior a dimensão do desequilíbrio financeiro e quanto mais elevado o valor de passivos poupados a perdas¹⁵.

Na sequência da crise financeira, generalizou-se a consciência de que as necessidades de financiamento por utilização de recursos exógenos à instituição devem ser supridas, não por fundos públicos, mas por fundos oriundos do próprio setor financeiro.

Foi nesse contexto que em Portugal, por exemplo, foi criado, em 2012, o Fundo de Resolução, precisamente com o mandato de providenciar o financiamento que venha a ser necessário na

sequência da aplicação de medidas de resolução pelo Banco de Portugal, com base em recursos financeiros que o próprio Fundo vai acumulando através de contribuições do setor financeiro.

No quadro de um mecanismo de resolução para a União Bancária, só um mecanismo de financiamento comum (um fundo de resolução único) contribui para uma verdadeira equiparação entre as instituições de crédito, independentemente da sua “nacionalidade”. Com efeito, a definição de regras comuns para a resolução e de uma **prática** uniforme, assegurada por uma autoridade de nível europeu não são suficientes se não forem complementadas com um mecanismo de financiamento comum. Repare-se que, na eventualidade de residir ao nível nacional a responsabilidade pelo **financiamento** de medidas de resolução, os exatos termos dessas medidas, e a sua eficácia, acabam por ser determinados pela capacidade financeira de cada fundo nacional. Por um lado, sem uma adequada capacidade financeira para sustentar as decisões adotadas pelas autoridades de resolução, a resolução pode tornar-se inexecutável (por exemplo, se não houver recursos suficientes para facilitar a alienação da atividade). Por outro lado, e uma vez que o financiamento pode ser utilizado para absorver as perdas que de outro modo caberiam a determinados credores, quando se entenda que estes merecem proteção em sede de resolução, a coexistência de diferentes mecanismos nacionais levaria a que a probabilidade de aqueles credores beneficiarem efetivamente de proteção dependesse da capacidade financeira de cada fundo nacional.

Nesta perspetiva, na ausência de um mecanismo de financiamento verdadeiramente comum, a “sorte” das instituições em caso de desequilíbrio financeiro, e a dos seus credores, continuaria dependente de especificidades nacionais e essa perceção por certo conduziria a uma diferenciação entre as instituições por parte dos clientes e investidores.

Acresce que, sem um mecanismo de financiamento comum, a criação de uma autoridade de resolução de nível europeu introduziria um desalinhamento entre o nível a que são tomadas as decisões e a responsabilidade pelo pagamento dos custos daquelas decisões. Ou seja, o esforço de financiamento por parte dos fundos nacionais seria determinado por decisões tomadas por uma autoridade europeia, de forma centralizada. Como habitualmente sucede perante situações de desencontro entre a decisão e a responsabilidade, esta hipótese poderia gerar incentivos perversos e dar origem a soluções ineficientes.

É também relevante ter presente que uma das principais finalidades dos mecanismos de financiamento passa por conferir credibilidade à “ameaça de resolução”. O facto de existir uma via alternativa à liquidação de instituições de crédito, e em particular o facto de essa via oferecer algumas garantias de que a estabilidade financeira fica assegurada, contribuem para que seja criada a perceção de que as instituições de crédito podem, afinal, “falir”, independentemente da sua relevância no sistema onde operam. Esta perceção é determinante para que seja afastada a convicção de que determinadas instituições são demasiado relevantes para “falir” (i.e. *too big to fail*) e, por conseguinte, para que seja removido, ou pelo menos diminuído, um “subsídio implícito” de que beneficiam aquelas instituições em relação às quais os mercados acreditam que serão “salvas” (*bailed-out*) em caso de dificuldades financeiras. Naturalmente que este efeito apenas tem lugar se a resolução for entendida como uma ameaça efetivamente credível, i.e. se os agentes económicos acreditarem que é exequível aplicar medidas de resolução a uma dada instituição. Ora, sem que exista um mecanismo de financiamento robusto e suficientemente dotado, a resolução pode ser entendida como pouco mais que “pólvora seca”: existiriam poderes de resolução e uma autoridade devidamente mandatada, mas sem financiamento esta não teria capacidade de atuação. Já se vê, por isso, que na eventualidade de a responsabilidade pelo financiamento ser mantida na esfera nacional, a credibilidade da “ameaça de resolução” seria diferenciada consoante as “munições” disponíveis em cada Estado-Membro. Essa circunstância

não só prejudicaria a credibilidade do mecanismo de resolução no seu conjunto, como manteria pouco alterado o quadro atual, nos termos do qual as instituições são diferenciadas em função da jurisdição onde operam.

d. Criação de uma responsabilidade comum para a função de “prestamista de última instância”

O mecanismo de financiamento por excelência, no que respeita à resolução, assenta, como referido na alínea anterior, em contribuições pagas pelo setor bancário, assegurando-se, por essa via que, nas situações em que a participação dos acionistas e credores da instituição não é suficiente para absorver as perdas incorridas, é o conjunto do sistema a suportar os inerentes encargos.

Desejavelmente, a combinação de acionistas, credores e sistema bancário (por esta ordem), tenderá a ser suficiente para absorver os custos de uma resolução na maioria das circunstâncias. Pode suceder, porém, que num dado momento, o mecanismo de financiamento não se encontre dotado de recursos suficientes, nem tenha capacidade de os obter no curto prazo, nem através de contribuições *ex-post*, a liquidar imediatamente pelas instituições participantes no mecanismo, nem através de endividamento.

Nessas circunstâncias – e porque, recorde-se, a resolução prossegue determinados fins públicos, de que se destaca a preservação da estabilidade financeira – pode considerar-se justificada, em circunstâncias excecionais, a mobilização de fundos públicos para assegurar a aplicação de medidas de resolução. O princípio subjacente ao financiamento de medidas de resolução (i.e. de que isso compete aos acionistas, aos credores, e em caso de insuficiência destes, ao resto do sistema) não prevê que os Estados possam vir a financiar medidas de resolução. Porém, os Estados podem – e inevitavelmente assim acontece – desempenhar uma função que se pode considerar de **prestamista de última instância**¹⁶. Mesmo nesse caso, a responsabilidade pelas perdas que eventualmente decorram do processo de resolução não devem recair sobre o Estado, agindo este, ao invés, como mero financiador do sistema bancário – a quem cabe, de facto, suportar eventuais perdas que os acionistas e credores da instituição sob resolução não tenham sido capazes de absorver¹⁷.

A eventual intervenção do Estado, neste contexto, far-se-á assim, não junto da instituição intervencionada ou do seu adquirente, mas junto do mecanismo de financiamento mútuo, criado para apoiar a aplicação de medidas de resolução, com base na participação do setor bancário no seu conjunto (um fundo de resolução). Nessa perspetiva, o Estado funciona como **suporte de retaguarda** do setor bancário no que respeita às responsabilidades que incumbem a este último no domínio da resolução. Este papel do Estado deve, então, ser fiscalmente neutro a longo prazo, no sentido em que dele não devem resultar perdas para o erário público e deve ser adequadamente remunerado para, pelo menos, compensar o custo de financiamento do próprio Estado¹⁸.

No quadro de um mecanismo de resolução para a União Bancária, só a mutualização da função de prestamista de última instância contribui para a absoluta equiparação entre todas as instituições de crédito e permite uma dissociação entre o risco dos setores bancários e o risco dos respetivos Estados.

A existência de um mecanismo comum que funcione como suporte de retaguarda para o financiamento de medidas de resolução é o complemento imprescindível de um fundo de resolução único. De facto, de pouco servirá toda a construção enunciada nos pontos anteriores (regras comuns, uma ação de resolução uniforme e um mecanismo de financiamento comum), se, em última instância, a responsabilidade de financiamento das medidas de resolução for reconduzida a cada um dos Estados-Membros. Ainda que essa responsabilidade se possa materializar apenas em

situações-limite, a mera existência de um elo de ligação para com cada Estado-Membro faz depender a eficácia de todo o mecanismo da capacidade financeira de cada um dos Estados-Membros que o integram. À semelhança dos argumentos invocados para justificar a necessidade de um mecanismo de financiamento comum, enquanto aquele elo de ligação existir, a credibilidade da “ameaça de resolução” continuará diretamente dependente da situação financeira de cada Estado-Membro.

Assim, o princípio-objetivo de uma completa equiparação entre todas as instituições de crédito que integram a União Bancária ficaria decisivamente comprometido se existisse a possibilidade, ainda que apenas relevante em circunstâncias excepcionais, de o tratamento que cada instituição, e os respetivos credores, merecessem em caso de resolução continuasse a ser determinado, em última instância, pela capacidade financeira do respetivo soberano. Por outro lado, a existência daquele elo de ligação mantém viva uma responsabilidade contingente por parte dos Estados para com os respetivos sistemas bancários, pelo que não permite a remoção do risco de contágio do soberano pelos problemas do respetivo sistema bancário.

A mutualização da responsabilidade de prestamista de última instância é também importante para conferir dimensão e robustez às soluções de financiamento de resolução. Não obstante todos os progressos na criação de um mecanismo de resolução, a verdade é que determinados grupos bancários ou instituições continuarão a ser, simplesmente, demasiado grandes para que possam ser objeto de medidas de resolução sem que isso envolva um custo elevado. Atendendo à dimensão relativa desses grupos bancários por comparação com as economias onde operam ou com os respetivos soberanos, o financiamento daqueles custos poderá constituir, com alguma probabilidade, um encargo insustentável para o sistema bancário onde estão integrados e para o respetivo Estado. A mutualização da responsabilidade de financiamento gera automaticamente um incremento na capacidade financeira do mecanismo de resolução e torna “resolúveis” determinados grupos ou instituições que não o poderiam ser num quadro de resolução confinado à capacidade financeira de cada Estado-Membro.

6. O Mecanismo Único de Resolução acordado entre os legisladores comunitários

No passado mês de março, o Parlamento Europeu, o Conselho da União Europeia e a Comissão Europeia anunciaram um acordo político quanto à criação do Mecanismo Único de Resolução (SRM, do original *Single Resolution Mechanism*). O Mecanismo será consubstanciado num Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho, que se espera que venha a ser adotado ainda no primeiro semestre de 2014, e num acordo intergovernamental, que estabelecerá as regras de mutualização e de utilização dos recursos financeiros do Fundo de Resolução Comum (*Single Resolution Fund*).

O Mecanismo Único de Resolução acordado entre os legisladores contempla, muito sucintamente,

- Um quadro jurídico uniforme para a aplicação de medidas de resolução no seio da União Bancária, o qual assenta no regime previsto na Diretiva relativa à recuperação e resolução (BRRD);
- A criação de um processo centralizado de decisão em matérias de resolução, que inclui a criação de um comité independente, de nível europeu – *Single Resolution Board*.

- A criação de um fundo de resolução europeu, como instrumento de financiamento da aplicação de medidas de resolução, cuja constituição fica sujeita a um período transitório de oito anos, a iniciar em janeiro de 2016.

6.1. O regime jurídico de resolução subjacente ao SRM

O SRM tem por base o quadro normativo estabelecido na Diretiva relativa à recuperação e resolução, acordada pelos legisladores em dezembro de 2013, e que entrará em vigor a 1 de janeiro de 2015. Deste modo, o regime jurídico da resolução encontrar-se-á harmonizado em todo o espaço da União Europeia. No subconjunto dos Estados-Membros que integram a União Bancária, os respetivos regimes jurídicos serão ainda mais aproximados na medida em que o Regulamento relativo ao SRM, que tem aplicação direta, uniformiza determinadas matérias que, no âmbito da Diretiva, são deixadas à discricionariedade nacional.

Embora a presente análise incida apenas sobre o domínio da resolução de instituições em situação de desequilíbrio financeiro, a BRRD abrange também as fases que precedem situações em que o desequilíbrio se torna irreparável, estabelecendo regras no âmbito da recuperação e da designada “intervenção precoce” (do termo anglo-saxónico, *early intervention*).

Nos termos do regime previsto a nível comunitário, as autoridades de resolução¹⁹ devem aplicar medidas de resolução quando, relativamente a determinada instituição de crédito ou empresa de investimento, se verifique, cumulativamente, que a mesma se encontra em situação de desequilíbrio financeiro grave (verificado ou iminente), sem que existam perspetivas de recuperação, e se a resolução for considerada necessária para salvaguardar o interesse público. Para este efeito, a noção de interesse público é definida com referência aos objetivos de continuidade das funções críticas prestadas pela instituição, de preservação da estabilidade financeira, de proteção do erário público e de proteção dos recursos dos clientes, em especial dos depositantes cobertos por sistemas de garantia de depósitos e dos investidores cobertos sistemas de indemnização a investidores.

6.1.1. As medidas de resolução

As medidas de resolução previstas na Diretiva compreendem, mais concretamente:

- a. A alienação, parcial ou total, do património da instituição que se encontre em dificuldades financeiras, ou dos instrumentos representativos do seu capital, para uma ou mais instituições autorizadas a desenvolver as atividades em causa, ou à qual seja atribuída essa autorização na sequência da alienação.
- b. A constituição de um banco de transição e a transferência, parcial ou total, para esse banco, do património ou dos instrumentos representativos do capital da instituição que se encontre em dificuldades financeiras.
- c. A separação de determinados ativos ou passivos da instituição em desequilíbrio e a sua transferência para um veículo de gestão de ativos.
- d. A possibilidade de ser determinada, pela autoridade de resolução, e independentemente da vontade de acionistas ou de credores ou outros, a redução de determinados passivos (que pode ser total, levando ao “cancelamento” dos direitos de crédito sobre a instituição titulados por certos credores), ou a sua conversão em ações ou outros instrumentos representativos de capital (medida designada de recapitalização interna ou de *bail-in*).

a. A medida de alienação da atividade

Esta medida compreende a atribuição, à autoridade de resolução, de poderes para decidir e executar a alienação do capital ou do património da instituição em desequilíbrio, independentemente da vontade dos acionistas, dos credores ou dos clientes da instituição. A alienação a uma ou mais instituições autorizadas permitirá que seja assegurada a continuidade dos serviços financeiros prestados pela instituição que se encontra em desequilíbrio, nos casos em que esses serviços sejam abrangidos pela transferência. Na medida em que a alienação inclua a transferência de passivos da instituição em desequilíbrio, os respetivos credores serão também protegidos, passando a ser titulares de um direito de crédito sobre a instituição adquirente.

Na sequência da alienação do património, a instituição que se encontra em resolução será encaminhada para liquidação, operando-se, nesse caso, as normais diligências de liquidação dos ativos que não tenham sido alienados e a sua partilha pelos credores cujos direitos de crédito também não tenham sido transferidos, de acordo com as regras de insolvência. Já no caso da alienação do capital social, transfere-se a propriedade da instituição em resolução na sua totalidade.

Repare-se que a medida de alienação do património opera a descontinuidade da instituição que se encontra em desequilíbrio, mas assegura a continuidade da sua atividade e a proteção de determinados credores (exclusivamente nos casos em que, entre outros critérios, a autoridade de resolução considera que isso é justificado à luz do interesse público, conforme definido acima).

b. O banco de transição

Também neste caso, a transferência do capital ou do património da instituição em desequilíbrio pode ser decidida unilateralmente pela autoridade de resolução, sem necessitar do acordo dos acionistas, dos credores ou dos clientes da instituição. Acresce que, ao contrário da solução de alienação descrita na alínea anterior, cuja implementação acaba por ficar dependente de existir um comprador interessado em adquirir a atividade da instituição sob resolução, a constituição de um banco de transição depende apenas da vontade da autoridade de resolução, na medida em que é também a ela que compete criar essa entidade, a qual será detida, no todo ou em parte, pela autoridade de resolução ou pelo mecanismo de financiamento da resolução (i.e. um fundo de resolução), mas em todo o caso permanecerá sob controlo da autoridade de resolução, a quem caberá, por exemplo, designar ou aprovar a designação do órgão de administração ou definir orientações estratégicas para a atividade do banco de transição.

O banco de transição deverá ser gerido com vista a assegurar a continuidade dos serviços críticos originariamente prestados pelo banco sob resolução e preparar a alienação posterior da atividade a uma entidade privada. Nesta perspetiva, o banco de transição constitui, em certo sentido, um veículo temporário utilizado para assegurar a preservação da atividade e de certas responsabilidades da instituição sob resolução, até que sejam reunidas as condições para a respetiva alienação. Essa alienação deverá ocorrer no prazo de até dois anos, embora o regime admita prorrogações de um ano, em determinadas circunstâncias.

À semelhança do que sucede com a medida de alienação da atividade, a constituição de um banco de transição também permitirá que seja assegurada a continuidade dos serviços financeiros prestados pela instituição que se encontra em desequilíbrio, nos casos em que esses serviços sejam abrangidos pela transferência para o banco de transição. Na medida em que a alienação inclua a transferência de passivos da instituição em desequilíbrio, os respetivos credores serão também protegidos, passando a ser titulares de um direito de crédito sobre o banco de transição

e, em fase ulterior, sobre a entidade que vier a adquirir o património do banco de transição. Também neste caso, a instituição em resolução será encaminhada para liquidação na sequência da constituição do banco de transição, pelo que daqui acaba igualmente por resultar a descontinuidade da instituição que se encontra em desequilíbrio, sem que fique comprometida a continuidade da sua atividade e a proteção de determinados credores (exclusivamente nos casos em que, entre outros critérios, a autoridade de resolução considera que isso é justificado à luz do interesse público, conforme definido acima).

c. A separação de ativos

Ao contrário da medida de alienação da atividade ou de constituição de um banco de transição, a medida de separação de ativos não tem em vista assegurar a continuidade de determinada atividade através de uma diferente entidade, na medida em que o veículo para o qual os ativos e passivos são transferidos – e que será detido, no todo ou em parte por entidades públicas, mas em todo o caso controlado pela autoridade de resolução – tem como único objetivo maximizar o valor a obter com a alienação ou liquidação (controlada) desse património, não necessitando sequer de autorização para o exercício de atividade bancária ou de intermediação financeira. Esta solução tem como objetivo, sobretudo, segregar um determinado património que se entende ser suscetível de ser descontinuado, mas em relação ao qual não se afigura adequado aplicar os normais procedimentos de liquidação, ou esses procedimentos conduzem à destruição de valor. Nessa perspetiva, esta medida pode potenciar a eficácia das duas medidas descritas anteriormente. Por um lado, ao serem segregados determinados ativos em relação aos quais, por exemplo, exista mais incerteza quanto ao respetivo valor, poderá aumentar-se a atratividade do restante património e assim aumentar-se as perspetivas de sucesso da sua alienação. Por outro lado, as atividades e o património em relação aos quais a autoridade de resolução entende que devem ser continuados e protegidos (e que, portanto, são alienados ou transferidos para um banco de transição) poderão ser mais bem preservados se forem imunizados contra o risco dos ativos que são transferidos para um veículo com vista à sua liquidação controlada. Aliás, o regime estabelece que a medida de separação de ativos não poderá ser utilizada isoladamente, mas apenas em conjugação com quaisquer das restantes três medidas de resolução.

d. A “recapitalização interna” ou *bail-in*

O *bail-in* poderá ser utilizado, em primeiro lugar, para operar a recapitalização da instituição que se encontra em desequilíbrio financeiro, na condição de existir a perspetiva de que essa recapitalização, conjugada com medidas de reestruturação do negócio determinadas, obrigatoriamente, pela autoridade de resolução, seja suscetível de restabelecer a solidez financeira da instituição e a sua viabilidade. Nesse caso, a medida de resolução acaba por se traduzir na reabilitação da instituição que se encontrava em desequilíbrio, através da redução administrativa das suas responsabilidades perante terceiros ou do aumento de capitais próprios por via da conversão de passivos. Esta constitui, por isso, uma via que não implica a descontinuidade da instituição em desequilíbrio.

O *bail-in* pode ainda ser utilizado em conjugação com as restantes medidas de resolução, nesse caso facilitando a repartição dos encargos da resolução entre os seus credores. Em especial, no caso da constituição de um banco de transição, o *bail-in* pode ser utilizada para converter os passivos da instituição em resolução em capital social do próprio banco de transição.

Na prática, o *bail-in* acaba por constituir, sobretudo, um mecanismo para absorção das perdas que estão na origem do desequilíbrio financeiro da instituição visada e para a sua recapitalização, através da participação coerciva dos credores.

Importa sublinhar que, previamente à eventual redução ou conversão de passivos, e, aliás, antes mesmo de ser aplicada qualquer outra medida de resolução, o regime estabelece que deverão ser reduzidos os instrumentos representativos de capital ou convertidos em ações ou outros instrumentos de capital de maior nível de subordinação, desse modo impondo que a absorção de perdas se faz, em primeira instância, pelos acionistas da instituição que se encontra em dificuldades. Na eventualidade de a simples absorção de perdas por parte dos instrumentos representativos de capital ser suficiente para restaurar as condições de viabilidade da instituição, o regime dispensa inclusivamente a aplicação das medidas de resolução propriamente ditas.

Merece também ser realçado que a redução ou conversão de passivos não depende de qualquer previsão contratual e que, portanto, a autoridade de resolução poderá convocar qualquer credor ao esforço de absorção de perdas ou de recapitalização, com exceção daqueles em relação aos quais é o próprio regime que estabelece que não poderão ser abrangidos pelo *bail-in*. Entre os passivos que se encontram expressamente protegidos de uma medida de *bail-in* merecem destaque os seguintes: os depósitos, no montante que se encontra coberto por um sistema de garantia de depósitos²⁰; os passivos que beneficiam de uma garantia real; as responsabilidades perante outras instituições de crédito, com maturidade inferior a sete dias; responsabilidades perante trabalhadores, relativas ao vencimento, a prestações de pensão ou a outras remunerações fixas vencidas; responsabilidades perante fornecedores de bens ou serviços críticos para o funcionamento corrente da instituição; responsabilidades perante autoridades fiscais e de segurança social; responsabilidades perante sistemas de garantia de depósitos, relativamente a contribuições vencidas para aqueles sistemas.

Em regra, a autoridade de resolução não pode deixar de impor a absorção de perdas ou a participação no esforço de recapitalização a nenhum credor que não se encontre expressamente excluído do *bail-in* pelo próprio regime. Mas em circunstâncias excecionais, a autoridade de resolução poderá poupar determinados credores ao esforço do *bail-in*, nomeadamente quando não seja possível aplicar a redução de determinado passivo ou a sua conversão, num prazo razoável, ou quando a exclusão ao *bail-in* seja considerada necessária para assegurar a continuidade dos serviços financeiros críticos ou para evitar o contágio, ou ainda quando a aplicação do *bail-in* conduza a destruição de valor. Nestes casos, o esforço que de outro modo caberia aos credores cujos direitos são protegidos pela autoridade de resolução no exercício da sua discricionariedade (embora condicionada) poderá ser transferido para os restantes credores. Porém, esta transferência dos encargos apenas poderá ocorrer no caso de isso não comprometer o cumprimento do princípio de *no creditor worse-off*, i.e. no caso de os credores para os quais são transferidas as perdas que de outro modo caberiam aos credores “protegidos” não virem com isso a sofrer perdas mais elevadas do que aquelas que enfrentariam em cenário de liquidação.

Ao contrário das restantes medidas de resolução previstas na BRRD, cuja entrada em vigor ocorre a 1 de janeiro de 2015, os Estados-Membros estão obrigados a transpor o *bail-in* apenas com efeitos a partir de 1 de janeiro de 2016.

6.1.2. Os princípios orientadores da ação de resolução

A aplicação de medidas de resolução deve obedecer a um conjunto de princípios orientadores estabelecidos na própria Diretiva, de entre os quais se destacam os seguintes por serem especialmente relevantes para caracterizar o atual paradigma de intervenção junto de instituições de crédito em situação de desequilíbrio financeiro grave:

- Os acionistas da instituição que se encontre em desequilíbrio são os primeiros a absorver perdas, seguidos pelos credores da instituição, em conformidade com a hierarquia de subordinação prevista no regime de insolvência aplicável.

- Este princípio tem expressão nas regras que estabelecem a sequência a observar na redução de instrumentos de capital ou de passivos ou na sua conversão em capital, e nos termos das quais deve ser observada a seguinte ordenação: em primeiro lugar a absorção de perdas é assegurada por instrumentos elegíveis para *common equity tier 1* e seguidamente por instrumentos de *additional tier 1*, instrumentos de *tier 2*, dívida subordinada, conforme assim qualificada no regime de insolvência, e que não tenha integrado os instrumentos de *additional tier 1* ou *tier 2*, e, por fim, todos os restantes passivos na respetiva ordem de subordinação, conforme estabelecida nas regras de insolvência (e com exceção dos passivos excluídos do *bail-in*, enunciados acima).
- Os credores de uma mesma classe (segundo o regime de insolvência aplicável) devem ser tratados equitativamente e nenhum credor deve sofrer perdas em contexto de resolução superiores às que lhe caberiam se, em alternativa, a instituição fosse encaminhada para liquidação (*no creditor worse-off*).
- Este princípio não prejudica – em situações excecionais – o eventual tratamento mais favorável de determinados credores quando esse tratamento seja considerado, fundamentadamente, necessário para assegurar os objetivos da resolução, sendo que, nesse caso, as perdas que de outro modo caberia a esses credores suportar podem ser transferidas para os restantes credores, mas em qualquer circunstância respeitando o princípio de *no creditor worse-off*, que é inderrogável.
- Os depósitos cobertos pela garantia de sistemas de garantia de depósitos merecem total proteção.
- Este princípio reflete-se, por exemplo, no facto de os depósitos cobertos serem expressamente excluídos do *bail-in* e, como tal, insuscetíveis de serem utilizados para absorver perdas. Assinala-se, porém, que cabe aos sistemas de garantia de depósitos suportar as perdas que caberiam aos depositantes cobertos, caso os mesmos não fossem excluídos do *bail-in*.
- A Diretiva estabelece ainda a obrigatoriedade de os regimes de insolvência nacionais passarem a consagrar um privilégio creditório de determinados depósitos, estipulando assim que a eventual participação no *bail-in* por parte desses depósitos se faz apenas em última circunstância (e nunca abrangendo, como referido, a componente efetivamente coberta pela garantia). Com este privilégio, melhora a posição relativa desses depósitos na hierarquia de credores, inclusive em cenários de liquidação, aumentando, por isso, a perspetiva de recuperação dos depósitos, mesmo que estes não se encontrem cobertos por sistemas de garantia. O privilégio creditório dos depósitos previsto na Diretiva concretiza-se em dois níveis: os depósitos de titulares elegíveis para efeitos da garantia dos sistemas de garantia de depósitos beneficiam de um privilégio face aos créditos comuns, quando sejam titulados por pessoas individuais ou por pequenas e médias empresas, sendo que a parte desses depósitos que se encontra efetivamente coberta (i.e. até ao limite legal de 100 mil euros por depositante) beneficia de um privilégio face aos valores que excedem o limite da garantia. Neste último caso, este “super-privilégio” beneficia os sistemas de garantia de depósitos, na medida em que estes ficam subrogados nos direitos dos depositantes em caso de acionamento.
- Os membros dos órgãos de administração da instituição sob resolução devem ser substituídos, exceto se a sua continuidade for considerada necessária para assegurar os objetivos da resolução.
- Deve existir responsabilização civil ou criminal de quaisquer pessoas com responsabilidade no desequilíbrio financeiro da instituição.

6.1.3. O financiamento das medidas de resolução por recurso a fundos “exógenos”

Sem prejuízo do princípio segundo o qual as perdas inerentes à aplicação de medidas de resolução serão suportadas pelos acionistas e pelos credores da instituição que se encontra em desequilíbrio, não se pode excluir a ocorrência de situações em que os “recursos internos” da instituição não são suficientes para absorver a integralidade das perdas ou não garantem o financiamento das necessidades de tesouraria associadas às atividades da instituição que interessa preservar. O regime de resolução previsto na BRRD determina que cada Estado-Membro deverá constituir um mecanismo de financiamento de medidas de resolução – tipicamente, um fundo de resolução –, habilitado a prestar apoio financeiro à aplicação das medidas determinadas pela autoridade de resolução. A mobilização dos fundos de resolução poderá realizar-se sob diferentes modalidades, incluindo a prestação de garantias ao património da instituição sob resolução, a concessão de empréstimos à entidade sob resolução ou ao adquirente do seu património, ao banco de transição ou ao veículo de gestão de ativos criado no âmbito da medida de separação de ativos, a aquisição de ativos da instituição sob resolução, ou a capitalização do banco de transição ou do veículo de gestão de ativos. O fundo de resolução também poderá ser utilizado para financiar eventuais decisões de proteção de determinados passivos aos quais, de outro modo, seriam imputadas perdas no contexto do *bail-in*. Recorda-se que, conforme descrito acima, a autoridade de resolução terá capacidade para, em circunstâncias excecionais, “poupar” determinados credores ao esforço de absorção de perdas, desde que cumpridos determinados pressupostos. Nesse caso, as perdas que de outro modo caberiam a esses credores podem ser transferidas para os restantes credores, sempre sem comprometer o princípio de *no creditor worse-off*. Porém, caso as perdas que não são absorvidas em resultado da proteção merecida por determinados credores não tenham sido integralmente transferidas para os restantes credores, tais perdas poderão ser transferidas para o mecanismo de financiamento de resolução. Nessa circunstância, o financiamento por parte do mecanismo de financiamento de resolução encontra-se sujeito a um conjunto de restrições, nomeadamente:

- Só poderá ocorrer depois de ter havido absorção de perdas por parte de acionistas e credores em montante que corresponda a, pelo menos, oito por cento do total dos passivos e capitais próprios da instituição ou, em alternativa, se estiverem verificadas cumulativamente todas as seguintes condições: a participação prévia de acionistas e credores comuns corresponde a, pelo menos, 20 por cento do valor dos ativos ponderados pelo risco; o mecanismo de financiamento de resolução dispõe de recursos próprios em montante superior ao correspondente a três por cento do valor dos depósitos cobertos junto das instituições nele participantes; e o ativo total da instituição sob resolução é de montante inferior a 900 mil milhões de euros, em base consolidada.
- Não poderá exceder um montante correspondente a cinco por cento do total dos passivos e capitais próprios da instituição, exceto se tiver sido aplicada a redução integral ou a conversão da totalidade dos passivos comuns, com exceção dos depósitos elegíveis para efeitos de cobertura dos sistemas de garantia de depósitos (na totalidade do seu depósito).

A Diretiva estabelece que os fundos de resolução deverão ser financiados pelo próprio setor financeiro e que a acumulação dos recursos financeiros eventualmente necessários para o financiamento das medidas de resolução deve ser prosseguida, não perante a ocorrência de uma situação que determine a aplicação dessas medidas, mas de forma antecipada. Assim, com vista a assegurar que os fundos de resolução se encontram dotados de capacidade financeira para o exercício do seu objeto, a Diretiva estabelece que os fundos deverão dispor de recursos próprios que, no mínimo, correspondam a um por cento do valor dos depósitos cobertos que se encontrem constituídos junto das instituições autorizadas em cada Estado-Membro²¹.

A capitalização dos fundos de resolução far-se-á pela cobrança de contribuições periódicas junto daquelas instituições e o referido objetivo de capitalização deverá encontrar-se cumprido até ao final de 2024²².

6.1.4. A possibilidade de adoção de medidas excecionais e de utilização de fundos públicos²³

O regime instituído pela Diretiva admite ainda a possibilidade de, em situações extraordinárias, e como último recurso para a preservação da estabilidade financeira, serem utilizados fundos públicos no domínio da resolução.

Mais concretamente, a Diretiva prevê a possibilidade de haver recurso aos designados “instrumentos públicos de estabilização” quando estejam reunidas todas as condições para aplicação de medidas de resolução, conforme descritas acima, e simultaneamente seja determinado, pelo governo e pela autoridade de resolução, que a aplicação de medidas de resolução não é suficiente para evitar efeitos adversos significativos sobre a estabilidade financeira²⁴ ou para proteger o interesse público.

Nessas circunstâncias, o regime prevê a possibilidade de os Estados-Membros participarem na recapitalização da instituição que se encontra em desequilíbrio ou de colocarem a instituição sob propriedade pública temporária. Em qualquer dos casos, o regime estabelece que as participações detidas pelo Estado deverão ser transferidas para o setor privado tão brevemente quanto possível.

O recurso aos referidos instrumentos públicos de estabilização deve apenas ocorrer como medida de última instância, após terem sido exploradas as possibilidades alternativas de aplicação de medidas de resolução à luz da finalidade de preservação da estabilidade financeira. A utilização destes instrumentos inscreve-se na esfera de competências dos governos, que para o efeito devem dispor de poderes de resolução conforme resumidamente descritos acima.

Importa salientar que, no âmbito da avaliação da legalidade dos auxílios de estado, que sempre compete à Comissão Europeia realizar quando forem aplicadas medidas de resolução e / ou mobilizados fundos públicos ou recursos dos fundos de resolução, a Comissão Europeia irá aferir também se estão verificados os pressupostos que justificam o recurso a estas medidas excecionais, e nomeadamente se existe efetivamente uma situação extraordinária de crise sistémica.

O recurso aos instrumentos públicos de estabilização exige, em todo o caso, que se verifique, previamente à utilização de fundos públicos, a absorção de perdas por parte de acionistas e credores em montante que corresponda a, pelo menos, oito por cento do total dos passivos e capitais próprios da instituição.

6.1.5. A componente de preparação das condições para aplicação de medidas de resolução

A aplicação de medidas de resolução é muito condicionada por aspetos inerentes à instituição ou ao grupo bancário em causa. A eficácia, ou a própria exequibilidade das medidas de resolução, podem ser fortemente condicionadas, por exemplo, pela estrutura do ativo e do passivo, pela estrutura societária, pela organização interna das instituições, pela arquitetura dos seus sistemas de informação, ou pelas interligações com outras entidades.

Nessa perspetiva, o regime estabelece que as autoridades de resolução deverão, numa base contínua, promover as condições para que as instituições de crédito e empresas de investimento, independentemente da sua dimensão ou interconectividade com outros agentes do sistema financeiro, possam ser objeto de medidas de resolução sem que tal coloque em causa a estabilidade financeira e ao menor custo possível.

O trabalho de preparação das condições para a aplicação de medidas de resolução assenta, sobretudo, e de acordo com o regime previsto na BRRD, em três pilares:

- A preparação de planos de resolução²⁵ – Nos termos do regime estabelecido na BRRD, as autoridades de resolução deverão, para cada instituição ou grupo bancário, preparar planos que descrevam as ações que poderão ser adotadas na eventualidade de, relativamente a essa instituição ou grupo, se virem a verificar as condições para aplicação de medidas de resolução.
- A análise das condições de “resolubilidade” – No âmbito da planificação para a resolução, as autoridades de resolução deverão identificar potenciais obstáculos ou impedimentos à aplicação de medidas de resolução e atuar no sentido da sua remoção ou atenuação. O objetivo consiste em assegurar que qualquer instituição é suscetível de ser liquidada de modo ordenado ou de ser objeto de medidas de resolução, sem que tal coloque em risco a estabilidade financeira e sem comprometer a continuidade dos serviços financeiros prestados pela instituição e que sejam considerados essenciais.

O regime atribui ainda às autoridades de resolução amplos poderes para intervir (preventivamente) quando conclua que não se encontram reunidas as condições que possibilitam a resolução de determinada instituição ou grupo. A autoridade de resolução poderá, entre outras medidas, determinar que sejam adotadas ações nos domínios do negócio (por exemplo, exigir que a instituição proceda à alienação de determinados ativos, ou que limite ou cesse o exercício de determinadas atividades), da organização (por exemplo, determinar alterações societárias ou ao nível da organização interna da instituição, de modo a reduzir a complexidade e assegurar que as funções críticas possam ser jurídica e operacionalmente separadas das outras funções na sequência da aplicação de medidas de resolução), ou do modelo de financiamento (por exemplo, requerer alterações na estrutura de financiamento da instituição ou grupo, nomeadamente exigindo a emissão de passivos elegíveis para absorção de perdas em contexto de resolução).

- A definição de um requisito mínimo de fundos próprios e de passivos elegíveis para a absorção de perdas em contexto de resolução – Ainda no âmbito da planificação para a resolução, as autoridades de resolução deverão determinar, relativamente a cada instituição, o nível mínimo de fundos próprios e de passivos que deverá ser mantido para efeitos de eventual necessidade de absorção de perdas em contexto de resolução. Esse requisito deverá ser expresso com relação ao valor total do passivo e dos fundos próprios da instituição, e para o seu cumprimento deverão ser considerados apenas os passivos que cumpram determinados critérios de elegibilidade, essencialmente relacionados com a capacidade de absorção de perdas sem que tal comprometa a estabilidade financeira (por exemplo, o passivo deve estar integralmente realizado; corresponde a uma dívida perante um terceiro, no sentido em que não se encontra garantido ou foi financiado pela própria instituição; o passivo tem maturidade residual não inferior a um ano; não corresponde a um depósito de pessoa singular ou de pequena e média empresa ou a outros passivos em relação aos quais a autoridade de resolução antecipadamente considere que merecem proteção do *bail-in*).

A determinação deste requisito faz-se por referência à situação específica de cada instituição, e com o objetivo de assegurar uma adequada capacidade interna de financiamento em caso de resolução.

6.2. O quadro institucional do SRM

Conforme se procurou evidenciar na reflexão proposta no capítulo cinco, a harmonização das regras relativas à resolução não é, só por si, suficiente para garantir o exercício uniforme das

funções de resolução, sobretudo tendo em conta que o regime estabelecido na BRRD atribui às autoridades de resolução uma certa margem de discricionariedade no exercício das suas atribuições. O SRM traduz a consciência de que, efetivamente, a harmonização das regras deve ser complementada com a uniformização das práticas, sobretudo num contexto em que a função de supervisão prudencial é desempenhada de forma centralizada, no espaço da União Bancária.

Assim, o Regulamento relativo ao SRM contempla a criação de um sistema institucional composto por um mecanismo central de decisão – no qual sobressai o *Single Resolution Board* (*Board*, ou SRB), mas onde também participam, em determinadas circunstâncias, a Comissão Europeia e o Conselho – e pelas autoridades de resolução nacionais designadas em cada Estado-Membro que integra a União Bancária.

O SRM deverá entrar em funcionamento pleno a 1 de janeiro de 2016, sem prejuízo de as normas relativas a certos elementos do mecanismo entrarem em vigor mais cedo (por exemplo, as que respeitam à criação e funcionamento do *Board* e à colaboração entre o *Board* e as autoridades de resolução nacionais no âmbito da preparação de planos de resolução). Uma vez que o regime previsto na BRRD deve ser transposto e produzir efeitos, em cada Estado-Membro, a partir de 1 de janeiro de 2015, esse ano constituirá uma espécie de antecâmara do futuro quadro de resolução na União Bancária, na medida em que nesse ano vigora o regime harmonizado de resolução, mas o exercício da função de resolução reside ainda, e até 31 de dezembro desse ano, na esfera nacional, altura em que entra em funcionamento o SRM e o SRF passa a constituir-se como o mecanismo de financiamento da resolução.

6.2.1. Âmbito do SRM e repartição de competências entre o *Board* e as autoridades nacionais

O SRM abrange todas as instituições de crédito ou grupos bancários autorizados nos Estados-Membros que integram a União Bancária.

Nos termos do disposto no Regulamento do SRM, o *Board* será responsável por dirigir a ação de resolução a nível do espaço da união bancária, competindo-lhe assegurar o funcionamento consistente de todo o sistema. Sem prejuízo do papel da Comissão Europeia e do Conselho, descritos no ponto seguinte, o *Board* será ainda responsável por exercer, diretamente, a função de resolução, em todos os seus domínios (planificação, análise de resolubilidade, aplicação de medidas) relativamente a todas as instituições ou grupos sujeitos à supervisão direta do BCE (i.e. incluindo aquelas que, não sendo significativas nos termos do Regulamento SSM, o BCE avocou a si o direito de exercer diretamente a supervisão), bem como todos os grupos com filiais em outros Estados-Membros que participam na União Bancária, ainda que não sejam sujeitos a supervisão direta pelo BCE. Acresce que, mesmo em relação àquelas entidades ou grupos que – por não se encontrarem sujeitas à supervisão direta do BCE nem desenvolverem atividade transfronteiriça no âmbito da União Bancária – não se encontram diretamente sob a ação do SRM, na eventualidade de lhes virem a ser aplicadas medidas de resolução, será o *Board* a autoridade competente pelas inerentes decisões, no caso de não ser possível financiar a resolução unicamente com recursos internos e, por isso, for necessário mobilizar recursos do fundo de resolução.

As autoridades de resolução nacionais serão competentes, em regra, por exercer a função de resolução apenas sobre instituições ou grupos que não sejam diretamente supervisionados pelo BCE nem tenham filiais ou integrem grupos sedeados em outros EM participantes. Conforme referido, mesmo em relação a estas entidades, as autoridades nacionais apenas serão competentes para aplicar medidas de resolução se não for necessário utilizar, para o efeito, o fundo de resolução. Além disso, as autoridades nacionais deverão informar o *Board*, com antecedência, – e

coordenar com este – todas as decisões que adotem relativamente às instituições que ficam diretamente sob a sua responsabilidade (incluindo aprovação de planos de resolução, análises de resolubilidade, concessão de dispensas e as próprias decisões de resolução), podendo o *Board* emitir determinações quando considere que as decisões da autoridade nacional não observam devidamente o disposto no Regulamento e sendo possível ao *Board*, a qualquer altura, determinar que passará a exercer diretamente as funções de resolução sobre qualquer instituição ou grupo.

6.2.2. O funcionamento do mecanismo central de decisão

Conforme resulta da descrição apresentada no ponto anterior, o SRB desempenhará as funções de autoridade de resolução europeia, de facto. Não obstante, por razões relacionadas com a natureza jurídica do *Board* – que será uma agência da União Europeia –, determinadas decisões, nomeadamente as que se relacionam com a aplicação concreta de medidas de resolução, terão que ser ratificadas por uma instituição da União Europeia.

Assim, o Regulamento prevê que as decisões tomadas pelo *Board* no âmbito da aplicação de medidas de resolução sejam submetidas a um procedimento de não objeção por parte da Comissão Europeia e pelo Conselho da União Europeia. Na prática, na sequência de uma decisão de resolução por parte de *Board*, a mesma deverá de imediato ser submetida à Comissão Europeia, a qual dispõe de 24 horas para se pronunciar. Caso a Comissão não se pronuncie no prazo de 24 horas, ou manifeste o seu acordo, a decisão entra em vigor. Caso a Comissão Europeia tenha algo a objetar, deverá – no prazo máximo de 12 horas – apresentar as suas propostas ao Conselho, para que este decida, no máximo dentro do período de 24 horas após a decisão do *Board*. A Comissão pode, mais concretamente, propor ao Conselho que não se apliquem medidas de resolução se considerar que as mesmas não são necessárias ao interesse público (avaliado sobretudo com relação à preservação da estabilidade financeira). A Comissão Europeia pode ainda propor modificações à decisão que alterem o montante de recursos do fundo de resolução a utilizar, sendo que, caso a proposta da Comissão Europeia implique uma variação superior a cinco por cento na utilização dos recursos do Fundo, por comparação com a proposta do *Board*, a decisão terá que ser tomada pelo Conselho.

6.2.3. A composição e organização do SRB

O *Board* será composto por cinco membros permanentes, um dos quais preside²⁶, e por um representante de cada uma das autoridades de resolução nacionais dos Estados-Membros que integram a União Bancária, havendo ainda lugar à participação de representantes da Comissão Europeia e do Banco Central Europeu, neste caso com o estatuto de observadores permanentes.

O *Board* funcionará em formação plenária ou em formação executiva, neste último caso com participação apenas dos membros permanentes e dos representantes das autoridades de resolução nacionais dos Estados-Membros onde opera a instituição visada pela decisão. A formação plenária decidirá, sobretudo, sobre matérias relacionadas com a gestão, a administração e a organização do SRB, sobre o investimento dos recursos do Fundo de Resolução Comum, ou sobre o financiamento do mesmo Fundo, incluindo, por exemplo, a decisão sobre a eventual cobrança de contribuições *ex-post* ou sobre o recurso a endividamento.

As decisões que se inscrevem no exercício da função de resolução propriamente dita serão essencialmente adotadas em formação executiva, embora a decisão seja transferida para sessão plenária se cumpridos determinados limiares quanto ao montante de utilização do fundo de resolução. Assim, a decisão será tomada pelo plenário quando em causa estiver a utilização do fundo de resolução num montante superior a 5000 milhões de euros, sendo que, neste caso, a

decisão é preparada pela formação executiva e é considerada adotada pelo plenário a menos que no prazo máximo de três horas algum membro requeira uma reunião plenária para apreciar aquele projeto de decisão.

A decisão em formação executiva será tomada por consenso ou, nos casos em que isso não é possível, por maioria simples dos cinco membros permanentes.

Já na formação plenária, as decisões serão, em regra adotadas por maioria simples, embora se prevejam limiares de decisão diferenciados quando em causa estão decisões relacionadas, nomeadamente, com a utilização do fundo de resolução (maioria simples, com acordo de Estados-Membros que correspondam a 30 por cento do valor das contribuições cobradas) ou com o seu financiamento (maioria qualificada de 2/3 e acordo de Estados-Membros que correspondam a 50 por cento ou a 30 por cento do valor das contribuições cobradas, consoante se esteja, respetivamente, no período de transição, mencionado no ponto seguinte, ou em *steady-state*).

6.3. O mecanismo de financiamento comum

Conforme descrito resumidamente no ponto 6.1.3., o regime de resolução estatuído pela BRRD prevê a criação, ao nível de cada Estado-Membro da União Europeia, de um mecanismo de financiamento de medidas de resolução, ao qual caberá prestar apoio financeiro às medidas determinadas pela autoridade de resolução. No contexto do SRM, essa função será desempenhada pelo designado *Single Resolution Fund* (SRF, ou Fundo), para o qual serão transferidas as contribuições cobradas, ao nível de cada Estado-Membro, junto das instituições de crédito aí autorizadas.

O SRF constituir-se-á como um mecanismo de financiamento verdadeiramente comum (sem prejuízo do período transitório, descrito adiante), gerido pelo SRB, e financiado a partir das contribuições pagas por todas as instituições de crédito autorizadas nos Estados-Membros que integram a União Bancária.

Em conformidade com o requisito definido na BRRD, o SRF deverá atingir um nível de capitalização correspondente a um por cento dos depósitos cobertos que se encontram constituídos em todas as instituições de crédito autorizadas nos Estados-Membros que integram a União Bancária, embora o prazo para que atinja aquele objetivo seja, no caso do SRF, de oito anos, contados a partir de janeiro de 2016, e não dez anos, a partir de janeiro de 2015, conforme estipulado na BRRD para os fundos nacionais.

Importa sublinhar que, não obstante se manter o requisito para que, ao nível de cada Estado-Membro, se estabeleçam e se mantenham mecanismos de financiamento de resolução (cuja forma não tem que passar por um fundo) as contribuições destinadas ao financiamento da resolução, conforme reguladas na BRRD, serão integralmente transferidas para o Fundo de Resolução Comum. As contribuições periódicas, mais concretamente, serão calculadas pelo *Board*, cobradas ao nível de cada Estado-Membro e transferidas para o SRF, nos termos do acordo intergovernamental que regula, precisamente, a transferência e a mutualização das contribuições para o SRF.

As contribuições periódicas a pagar pelas instituições de crédito ao SRF serão apuradas com base numa componente fixa e numa componente ajustada pelo risco. A primeira corresponderá à quota-parte de cada instituição no total da base de incidência apurada para todas as instituições de crédito autorizadas nos Estados-Membros que integram a União Bancária, e que consiste no passivo total, deduzido dos elementos elegíveis para fundos próprios e dos depósitos cobertos pela garantia de sistemas de garantia de depósitos. A segunda componente dependerá do perfil de risco de cada instituição.

O Regulamento estabelece ainda que o SRF deverá dispor de acesso a uma facilidade de financiamento que assegure a disponibilidade imediata de fundos no caso de os montantes cobrados

através das contribuições periódicas e das contribuições *ex-post* não serem suficientes para fazer face às necessidades de apoio financeiro que cabe ao Fundo suprir no exercício do seu objeto.

6.3.1. O período transitório para a mutualização dos recursos do SRF

Nos termos do disposto no acordo intergovernamental que regula a transferência e a mutualização das contribuições para o SRF, a mutualização dos recursos do Fundo será progressiva.

Num período transitório, que terá, em princípio, a duração de oito anos, contados a partir de 1 de janeiro de 2016, o fundo será composto por aquilo que se designa de “compartimentos nacionais”, integrando as contribuições pagas pelas instituições de crédito autorizadas em cada Estado-Membro. Sublinha-se que, sem prejuízo desta “compartimentalização”, o SRF continuará a ser um único fundo, pois aquela segregação é apenas implementada através de uma segregação interna dos recursos confiados ao Fundo.

A utilização dos recursos do Fundo far-se-á de acordo com a seguinte sequência: em primeiro lugar, serão utilizados os recursos disponíveis no compartimento do(s) Estado(s)-Membro(s) onde se localiza a instituição sob resolução ou as instituições que integram o grupo sob resolução; em seguida, e se os recursos desse(s) compartimento(s) não forem suficientes, serão mobilizados os fundos disponíveis em todos os compartimentos.

A utilização dos compartimentos nacionais no “passo 1” está sujeita a um limite que, uma vez atingindo, conduz ao “passo 2”. Esse limite é fixado em 100 por cento no primeiro ano de funcionamento do Fundo (2016), 60 por cento no segundo ano, 40 por cento no terceiro ano, decrescendo daí em diante na proporção correspondente a cerca de 6,67 pontos percentuais, por ano.

Já a utilização de todos os compartimentos, que corresponde ao “passo 2” – a componente de mutualização –, é fixada em 40 por cento e 60 por cento no primeiro e no segundo anos, respetivamente, aumentando daí em diante na proporção correspondente a cerca de 6,67 pontos percentuais, por ano.

Dado que a utilização dos compartimentos nos “passos 1 e 2” está sujeita limites, e no caso de os recursos utilizados nesses dois passos não serem suficientes para financiar a medida de resolução, o “passo 3” corresponde ao regresso ao compartimento nacional dos Estados-Membros diretamente envolvidos na resolução, por utilização dos recursos disponíveis que não tenham sido usados no “passo 1”.

Após a utilização de todos os recursos disponíveis nos compartimentos dos Estados-Membros onde se localizam as instituições sob resolução, e no caso de esses recursos não terem sido suficientes, haverá lugar à cobrança de contribuições *ex-post* junto das instituições autorizadas nos Estados-Membros onde se localizam as instituições sob resolução. Porém, caso essas contribuições não possam ser cobradas, ou não sejam suficientes, o *Board* poderá transferir recursos da componente não mutualizada dos compartimentos dos restantes Estados-Membros, os quais terão, todavia, que ser reembolsados pelos compartimentos beneficiários. O *Board* poderá ainda determinar o endividamento do SRF, sendo que, nesse caso, o reembolso do empréstimo assim obtido, terá que ser assegurado por contribuições a pagar pelas instituições autorizadas nos Estados-Membros onde se localizam as instituições sob resolução.

Conforme se percebe, o SRF constituir-se-á como um mecanismo de financiamento de resolução verdadeiramente comum apenas a partir do nono ano após a sua entrada em funcionamento. Porém, o mecanismo de transição delineado permitirá um nível de mutualização correspondente a 40 por cento logo no primeiro ano de atividade do Fundo, e de 60 por cento no seu segundo ano.

7. Conclusões

A recente crise económica e financeira representou um retrocesso no processo de integração financeira na União Europeia, originando uma acentuada divergência nas condições de financiamento entre os diferentes Estados-Membros e uma segmentação clara no acesso a financiamento por parte dos agentes económicos consoante as condições financeiras dos respetivos soberanos. A crise também evidenciou a existência de uma forte interdependência entre a banca e os respetivos Estados, que se retroalimenta e cria um efeito vicioso que dificulta o retorno ao equilíbrio por parte dos países afetados, aumentando a divergência entre os Estados-Membros.

A criação de um mecanismo de resolução para a União Bancária é imprescindível para que efetivamente se alcance o objetivo de enfraquecer a interdependência entre o setor bancário e os soberanos e, assim, se aprofunde a integração financeira no espaço da UEM.

A eficácia desse mecanismo dependerá do grau de cumprimento de um princípio fundamental: a absoluta equiparação de todas as instituições de crédito que integram a União Bancária, independentemente do país onde se encontram sedeadas ou do território onde desenvolvem a sua atividade. Essa equiparação requer a criação de um quadro normativo único, aplicável de forma uniforme por uma mesma autoridade em todo o espaço da União Bancária, com recurso a financiamento de um fundo pan-europeu, sustentado pelo setor bancário, e com acesso a soluções de financiamento de última instância por utilização de fundos provenientes dos Estados-Membros, de forma conjunta.

O requisito de existência de um quadro normativo único não se esgota na criação de um regime de resolução e aconselha a uniformização de outros quadros jurídicos com fortes conexões com o regime de resolução, em especial o regime de insolvência.

Quanto à instância europeia à qual deverão ser atribuídos poderes de decisão no domínio da resolução, a mesma deve dispor de um mandato claro para a preservação da estabilidade financeira – com referência, não apenas ao sistema financeiro europeu no seu conjunto, mas atendendo também ao sistema financeiro de cada Estado-Membro – e ser dotada de independência e de capacidade operacional e financeira que lhe permitam exercer o seu mandato com firmeza e equidistância face a qualquer dos interesses em presença num contexto de crise numa instituição de crédito.

O mecanismo de financiamento deve corresponder a uma solução verdadeiramente europeia, totalmente desligada da situação financeira de cada país, por forma a evitar que a “sorte” das instituições de crédito e a dos seus credores seja diferenciada em função da capacidade financeira existente em cada Estado-Membro.

Uma vez que os Estados desempenham a função de prestamista de último recurso no âmbito da resolução, a utilidade de todo o mecanismo ficaria comprometida se, em última instância, a responsabilidade de financiamento das medidas de resolução fosse reconduzida a cada um dos Estados-Membros. Assim, a mutualização daquela função é condição necessária para que se eliminem, em definitivo, todos os elos de ligação entre os setores bancários e o soberano do correspondente país.

Embora não se pretenda apresentar uma apreciação crítica quanto à eficácia do Mecanismo Único de Resolução que será muito brevemente adotado para aplicação na União Bancária, numa análise breve, parece legítimo admitir que, a longo prazo, o mesmo dará cumprimento aos requisitos essenciais acima propostos. Com efeito, ele contempla um regime jurídico harmonizado, um mecanismo de decisão de nível europeu suscetível de exercer as suas atribuições com relativa independência (embora, em determinadas circunstâncias, mais extremas, as decisões possam ficar mais dependentes da influência e da vontade dos Estados-Membros de maior dimensão) e de um mecanismo e financiamento efetivamente comum (embora só o seja, de facto, após um período transitório relativamente longo). O regime não acautela, pelo menos expressamente, a existência de um mecanismo de financiamento de retaguarda (*backstop*) verdadeiramente comum, na medida

em que não prevê uma solução conjunta de apoio público, ainda que fiscalmente neutra a longo prazo, por parte dos Estados-Membros que integram a União Bancária, no seu conjunto.

Por outro lado, durante o período transitório, a responsabilidade de financiamento *ex-post* (i.e. no caso de os recursos disponíveis no SRF não serem suficientes) é reconduzida aos Estados-Membros onde se localizam as instituições sob resolução, o que poderá ser suscetível de criar efeitos pró-cíclicos e criar distorções concorrenciais entre Estados-Membros, dado que as instituições de crédito dos Estados-Membros onde se localizam as instituições sob resolução – ou os respetivos Estados, no caso de o sistema bancário não ter capacidade –, serão obrigadas a suportar encargos acrescidos com uma hipotética resolução pelo simples facto de serem compatriotas da instituição sob resolução. Nessa perspetiva, até que se atinja a solução de *steady-state*, as fragilidades inerentes à solução transitória poderão acabar por dificultar um progresso mais pronunciado nos índices de integração financeira no seio da União Bancária e impedir uma quebra efetiva na interligação entre a banca e os respetivos Estados. Ainda assim, esses efeitos parecem mitigados pelo ritmo acelerado do efeito de mutualização previsto para os primeiros anos, do qual resulta que só em caso de necessidades de financiamento realmente elevadas ou na eventualidade de se materializar uma crise sistémica (que implique a utilização sucessiva do SRF) deverá haver necessidade de recorrer às fases de financiamento que dependem da capacidade financeira existente ao nível de cada Estado-Membro.

Referências bibliográficas

- Acharya, Viral, Drechsler, Itamar e Schnabl, Philipp.** 2011. *A pyrrhic victory? Bank bailouts and sovereign credit risk*. NBER Working Paper no. 17136. Junho.
- Alter, Adrian e Schueler, Yves S.** 2011. *Credit spread interdependencies of European states and banks during the financial crisis*. University of Konstanz Dep. of Economics. Working Paper 2011/34.
- Banco Central Europeu. 2007. *Financial Integration in Europe*. Março.
- Banco Central Europeu. 2012. *Indicators of market segmentation: Media request following the ECB press conference on 2 August 2012*. Agosto.
- Banco Central Europeu. 2013a. *Financial Integration in Europe*. Abril.
- Banco Central Europeu. 2013b. *Banking Structures Report*. Novembro.
- Blundell-Wignal, Adrian e Slovik, Patrick.** 2011. *A market perspective on the European sovereign debt and banking crisis*. OECD Journal: Financial Market Trends Volume 2010 – Issue 2.
- Buch, Claudia, Korner, Tobias e Weigert, Benjamin.** 2013. *Towards Deeper Financial Integration in Europe: What the Banking Union Can Contribute*. German Council of Economic Experts. Working Paper 2/2013. August.
- Comissão Europeia. 2007. *European Financial Integration Report 2007*. Commission Staff Working Document. Bruxelas. Dezembro.
- Conselho Europeu – Presidente. 2012. *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*. Relatório do Presidente do Conselho Europeu, Herman Van Rompuy. Junho.
- Conselho da União Europeia. 2013. “Regulamento (UE) n.º 1024/2013 do Conselho, de 15 de outubro de 2013, que confere ao BCE atribuições específicas no que diz respeito às políticas relativas à supervisão prudencial das instituições de crédito”. Outubro.
- Darvas, Zsolt, Pisani-Ferry, Jean e Wolff, Guntram.** 2013. *Europe's growth problema (and what to do about it)*. Bruegel Policy Brief Issue 2013/03. Abril.
- Darvas, Zsolt.** 2013. *Can Europe recover without credit?*. Bruegel Policy Contribution Issue 2013/03. Fevereiro.
- Draghi, Mario.** 2012. *The monetary policy of the European Central Bank and its transmission in the euro area*, Discurso na Università Bocconi, Milão. Novembro.

- Goyal, Rishi, Brooks, Petya, Pradhan, Mahmood, Tressel, Thierry, Dell'Ariccia, Giovanni, Leckow, Ross, Pazarbasioglu, Ceyla. 2013. *A Banking Union for the Euro Area*. IMF Staff Discussion Note. Fevereiro.
- Laeven, L. e F. Valencia. 2012. *Systemic Banking Crises Database: An Update*. IMF Working Paper No. 12/163. Junho.
- Pisani-Ferry, Jean e Merler, Silvia. 2012. *Hazardous tango: sovereign-bank interdependence and financial stability in the euro area*. Banque de France. Financial Stability Review 16.
- Pop, Adrian. 2008. *Le processus d'intégration financière en Europe: Quo Vadis?*. Regards croisés sur l'économie. 2008/1 n.º 3, p. 45-53.
- Reinhart, Carmen M., e Kenneth, S. Rogoff. 2008. *Banking Crises: An Equal Opportunity Menace*. National Bureau of Economic Research. Working Paper 14587.
- Sapir, André e Wolff, Guntram B. 2013. *The neglected side of banking union: reshaping Europe's financial system*. Note presented at the informal ECOFIN 14 September 2013, Vilnius. Bruegel.
- Schoenmaker, Dirk e Gros, Daniel. 2012a. *A European Deposit Insurance and Resolution Fund*. CEPS Working Document no. 364. Maio.
- Schoenmaker, Dirk. 2012b. *Banking union: Where we're going wrong*. Voxeu.org. Outubro.
- Trichet, Jean-Claude. 2005. *European financial integration: speech by Jean-Claude Trichet, President of the ECB*. Danmarks Nationalbank. Copenhagen. Outubro.
- Véron, Nicolas. 2013. *A realistic bridge towards European banking union*. Bruegel Policy Contribution, Issue 2013/09. Junho.
- Woods, Maria e O'Connell, Siobhán. 2012. *Ireland's Financial Crisis: A Comparative Context*. Central Bank of Ireland. Quarterly Bulletin Q04. Outubro.

Notas

1. O autor agradece os comentários e sugestões de Adelaide Cavaleiro, Ana Luísa Maia, Graça Damião, João Marques e Pedro Lobo Xavier. As opiniões expressas neste artigo são da responsabilidade do autor, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros e omissões são da exclusiva responsabilidade do autor.

2. Banco de Portugal, Departamento de Estabilidade Financeira.

3. O conceito de liquidação que aqui se utiliza refere-se ao procedimento (judicial ou administrativo) através do qual, depois de revogada a autorização de uma instituição de crédito ou declarada a sua insolvência, o respetivo património é alienado e o produto dessa alienação é utilizado para cumprimento dos créditos existentes.

4. Àquelas fontes de financiamento podem ainda acrescer: contribuições especiais das instituições participantes, no caso de os recursos do Fundo se mostrarem insuficientes para o cumprimento das suas obrigações; obtenção de garantias, pessoais ou reais, das instituições participantes para efeitos de obtenção de empréstimos; e, excecionalmente, empréstimos ou garantias do Estado.

Para mais informações sobre o Fundo de Resolução, poderá ser consultado o site dessa entidade, em www.fundoderesolucao.pt.

5. Reinhart e Rogoff (2008) demonstram, aliás, que este efeito se verifica independentemente do estágio de desenvolvimento dos países e avaliam em 86 por cento o aumento médio da dívida pública nos três anos subsequentes a uma crise bancária (embora aquele aumento seja apenas em parte resultante de um auxílio direto dos estados aos setores bancários).

6. Alter e Shüler (2011) encontraram evidência de que o risco do soberano é, em Portugal e em Itália, especialmente importante para a formação do risco de crédito dos respetivos bancos.

7. Os outros vetores abrangem a progressiva integração orçamental e de política económica e o reforço de legitimidade e responsabilização democráticas na UEM, também designados, respetivamente, de união fiscal, união económica e união política (Draghi, 2012).

8. Embora o SSM seja de aplicação direta a todos os Estados-Membros que integram a área do Euro, os restantes Estados-Membros poderão também aderir, de forma voluntária.

9. Nomeadamente a dimensão, a relevância da instituição para a economia da União Europeia ou para um Estado-Membro e a relevância das suas atividades transfronteiriças.

Assim, uma instituição é considerada significativa, à luz das normas do SSM, se o valor do seu ativo total exceder os 30 000 milhões de euros, ou se o seu ativo total corresponder a mais de 20 por cento do PIB de um Estado-Membro (exceto se, ainda assim, o valor do ativo for inferior a 5000 milhões de euros), ou quando o próprio BCE considerar, após proposta da autoridade nacional, que determinada instituição é significativa com referência à economia do Estado-Membro onde opera.

O BCE pode ainda considerar que uma instituição é significativa em função da sua atividade transfronteiriça.

Acresce que as instituições que tenham beneficiado de auxílios financeiros da EFSF ("European Financial Stability Facility") ou do ESM ("European Stability Mechanism") serão, em qualquer caso, consideradas significativas. Independentemente da verificação das condições enunciadas acima, o BCE ficará, em regra, encarregue da supervisão direta das três instituições mais significativas em cada jurisdição.

10. As principais características do SRM serão descritas no ponto 6 do presente artigo.

11. Ainda que se assuma que os custos são suportados, em primeiro lugar, pelos acionistas e pelos credores da instituição em dificuldade e, em segundo lugar, por um mecanismo financiado pelo setor bancário de cada país (um fundo de resolução), é possível que ocorram situações em que os custos são de tal ordem de grandeza que a absorção de perdas por parte dos acionistas e credores não são suficientes. Nesse cenário, a responsabilidade recai sobre o mecanismo de financiamento mutualizado entre as restantes instituições do setor bancário, mas não se poderá excluir a hipótese de que os recursos aí disponíveis não sejam suficientes, exigindo um apoio financeiro público, que deverá ser fiscalmente neutro, a prazo, mas que pode ter repercussões fiscais no imediato. Em situações limite poderá até suceder que não existam condições para absorção de perdas pelo mecanismo de financiamento / fundo de resolução, sendo que, nesse cenário extremo, a responsabilidade de última instância poderá recair sobre o Estado. Essa questão é discutida com maior profundidade no ponto 5.

12. Note-se que, embora introduza uma certa diferenciação entre as instituições em função de determinados critérios, o SSM abrange todas as instituições de crédito, conforme explicado anteriormente.

13. A discussão diz respeito apenas ao quadro normativo que releva para a resolução.

14. Na sequência dos graves problemas financeiros naquelas instituições, as mesmas foram submetidas a uma resolução de que resultou, muito sucintamente, a segmentação dos grupos em função das fronteiras nacionais. Essa solução tem sido frequentemente apontada como exemplo de um resultado subótimo e ineficiente, porque se entende que teria sido possível preservar melhor o valor dos grupos se lhes tivesse sido aplicada uma estratégia de resolução comum, mais de acordo com a organização e o modo de funcionamento das próprias entidades e menos em função do território.

15. Na verdade, mesmo quando não é necessário mobilizar recursos exógenos para absorção de perdas, a resolução pode, em todo o caso, implicar necessidades de financiamento de curto prazo, por exemplo, com vista a facilitar o processo de venda da atividade.

16. Tipicamente, o papel de prestamista de última instância é atribuído aos bancos centrais, mas importa notar que os bancos centrais só devem desempenhar essa função perante instituições de crédito consideradas viáveis e estruturalmente solventes, e que apenas enfrentam dificuldades pontuais de liquidez. No âmbito da resolução, estão em causa, conforme explicado anteriormente, instituições que se encontram, necessariamente, em grave desequilíbrio financeiro e no limiar da insolvência, senão mesmo para lá desse limiar. Neste último caso, o apoio financeiro tem em vista garantir a continuidade de serviços financeiros essenciais e a preservação da estabilidade financeira, entre outros fins de natureza pública, num contexto de descontinuidade da instituição ou de profunda reestruturação da sua atividade.

17. Em Portugal, por exemplo, o regime de resolução prevê que o Estado possa apoiar financeiramente o Fundo de Resolução, em caso de insuficiência de recursos, e exclusivamente sob a forma de concessão de empréstimos ou de prestação de garantias, o que implica que qualquer participação do Estado tenha que ser reembolsada.

18. Naturalmente que o eventual financiamento do Estado neste contexto não é isento de risco, pois não pode ser excluída a hipótese de o setor bancário não ser, ele próprio, capaz de reembolsar e remunerar adequadamente o empréstimo recebido do Estado. De facto, não se pode excluir que, em situações extremas, os custos inerentes à adoção de medidas de resolução sejam de tal magnitude que o setor bancário, mesmo no seu conjunto, não terá, num prazo razoável, capacidade para os absorver e, portanto, para reembolsar e remunerar o Estado do empréstimo que este venha a conceder. A crise financeira demonstrou que esses cenários – embora extremos – não são de probabilidade nula (veja-se, por exemplo, os casos de Chipre e Islândia).

19. Em Portugal, compete ao Banco de Portugal desempenhar as funções de autoridade de resolução, nos termos do artigo 17.º-A da sua Lei Orgânica, na redação que lhe foi dada pelo Decreto-Lei n.º 142/2013, de 18 de outubro, e em conformidade com a atribuição de competências de resolução ao Banco de Portugal pelo Decreto-Lei n.º 31-A/2012, de 10 de fevereiro.

20. Embora nestes casos, o sistema de garantia de depósitos seja chamado a contribuir para resolução da instituição em causa em substituição desses depositantes.

21. Por depósito coberto entenda-se os montantes titulados por depositantes abrangidos pela garantia, contabilizados apenas até ao limite de cobertura, fixado em 100 mil euros.

22. Como se explicará adiante, no contexto do SRM, estabelece-se que o Fundo de Resolução Comum atinja o nível de capitalização referido no horizonte de oito anos, contados a partir de 2016.

23. Os instrumentos públicos de estabilização aqui mencionados não estão previstos no contexto do SRM.

24. Neste caso, a determinação deve ser realizada pelo governo e pela autoridade de resolução, após consulta ao banco central e à autoridade de supervisão.

25. A Diretiva estabelece igualmente o requisito de preparação de planos de recuperação, os quais descrevem as ações que poderão ser tomadas, pela própria instituição ou grupo, com vista a restabelecer a solidez financeira da instituição após uma eventual situação de desequilíbrio.

26. Designados por decisão conjunta do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia, sob proposta da Comissão Europeia, e que exercem as suas funções em regime de exclusividade.

Gestão da liquidez das empresas não financeiras portuguesas: uma análise das restrições de financiamento¹

Luísa Farinha | Pedro Prego ²

RESUMO

A análise das decisões de gestão da liquidez por parte das empresas tem sido recentemente utilizada como instrumento para investigar a incidência de restrições financeiras. As empresas que enfrentam restrições de financiamento têm necessidade de acumular mais liquidez a fim de se protegerem da eventualidade de não serem capazes de financiar projetos de investimento viáveis. Esta questão é particularmente relevante no contexto da atual crise financeira. Assim, este artigo analisa os determinantes da detenção de ativos líquidos (caixa e depósitos) pelas empresas portuguesas com base em da-

dos anuais contabilísticos para o período 1990-2012 provenientes da Central de Balanços do Banco de Portugal. Os resultados obtidos mostram que o peso daqueles ativos no total é positivamente afetado pelos *cash-flows* atuais e pelos valores passados da sua volatilidade, o que sugere que as empresas portuguesas estão de facto sujeitas a restrições de liquidez. Adicionalmente, os resultados sugerem que a necessidade de acumular fundos como proteção contra choques futuros é mais acentuada para as empresas de menor dimensão (principalmente as micro e pequenas empresas).

1. Introdução

Num mundo sem fricções financeiras as empresas não teriam necessidade de ter ativos de caixa e depósitos, podendo aplicar esses fundos de maneira mais rentável, evitando o custo de oportunidade de deter moeda. No entanto, no balanço das empresas, a rubrica “caixa e depósitos” tem um peso não negligenciável. As empresas procuram moeda para fazer face a despesas imediatas relacionadas com a sua atividade corrente, política de dividendos, ou mesmo projetos de investimento uma vez que os custos de transação são superiores se utilizarem ativos mais rentáveis mas menos líquidos como forma de pagamento. As empresas, em particular as que têm maior dificuldade em se financiarem externamente, procuram moeda também por motivo precaução, ou seja para cobrir o risco de não conseguirem mobilizar os fundos necessários para financiar projetos de investimento rentáveis. Estas considerações relacionam-se com a existência de assimetrias de informação que estão na base da hipótese, originalmente devida a Myers e Majluf (1984), de que as empresas preferem financiar-se em primeiro lugar com recursos internos e que preferem dívida a capital quando têm que recorrer a fontes de financiamento externas (*pecking order*). Neste contexto, a existência de restrições no acesso ao crédito, que ajuda a definir a flexibilidade financeira duma empresa (Denis, 2011), é um fator vital na estrutura de capital da empresa (Graham e Harvey, 2001).

A análise da procura de liquidez por parte das empresas tem sido um instrumento importante na investigação recente sobre a existência de restrições financeiras. Esta análise surgiu como resposta às críticas de alguns autores aos modelos que identificam a existência de restrições financeiras com os resultados do efeito do *cash-flow* sobre as decisões de investimento (por exemplo em Alti, 2003 e Bond *et al*, 2004 e Farinha e Prego, 2013). Na estimação de um modelo de investimento, se as oportunidades de investimento estiverem correlacionadas com

a realização de *cash-flows* e não estiverem a ser corretamente controladas por outra variável, a relação entre *cash-flow* e investimento pode estar a refletir a relação entre investimento e oportunidades de investimento. Neste caso não se consegue identificar a presença de restrições financeiras através do efeito do *cash-flow* sobre o investimento. Contudo, e como referido por Martínez-Carrascal (2010), este problema de identificação não se coloca no caso do modelo de procura de liquidez dado que, para as empresas sem restrições de financiamento, a procura por caixa e depósitos deverá ser independente do *cash-flow* e das oportunidades de investimento. Tendo em conta esta limitação, tem sido sugeridas várias alternativas para testar empiricamente a presença de restrições de financiamento. Neste contexto, Almeida, Campello e Weisbach (2004) apresentam um modelo que analisa a sensibilidade dos rácios de liquidez ao *cash-flow* gerado pela empresa. Nesse modelo, os autores defendem que a sensibilidade do rácio de liquidez ao *cash-flow* é significativa apenas para as empresas com restrições no acesso ao crédito. Em sentido oposto, as empresas que não apresentam restrições no acesso ao crédito, e portanto, sem dificuldade em angariar fundos para financiar projetos futuros, também não apresentam qualquer relação entre os níveis de liquidez e a capacidade de gerar fundos internamente. O objetivo deste estudo é contribuir para a análise das restrições financeiras das empresas portuguesas, testando empiricamente a hipótese do modelo de Almeida, Campello e Weisbach (2004). Mais concretamente, pretende-se testar a independência estatística entre o nível de liquidez da empresa e o nível de *cash-flow* gerado, sendo que esta independência apenas não se deve verificar para empresas que tenham restrições no acesso ao crédito.

Por seu lado, Han e Qiu (2007) teorizam que as empresas aumentam o seu nível de liquidez como forma de se protegerem contra choques negativos futuros. Contudo, os autores demonstram que este comportamento apenas se verifica nas empresas que tenham dificuldades no acesso ao crédito. As outras empresas, na eventualidade de terem de lidar com uma redução inesperada na rendibilidade e perante oportunidades de negócio que exijam a disponibilidade de capital, conseguem recorrer ao mercado de crédito como forma de financiar todas as possíveis necessidades de capital. Assim, Han e Qiu (2007) desenvolvem um modelo em que demonstram que as empresas com restrições no acesso ao mercado do crédito aumentam os seus níveis de liquidez em resposta a aumentos na volatilidade dos *cash-flows*. A volatilidade dos *cash-flows* é utilizada como medida da incerteza associada à evolução futura da rendibilidade da empresa. Neste estudo, pretende-se testar também a hipótese de que existe independência estatística entre a volatilidade dos *cash-flow* e o nível de liquidez da empresa, sendo que a rejeição de tal independência sugere a existência de restrições na capacidade de angariar financiamento externo por parte da empresa.

Os resultados encontrados neste estudo sugerem que as empresas portuguesas enfrentam restrições no acesso ao financiamento externo. Os resultados mostram que o nível de liquidez das empresas e o *cash-flow* e a volatilidade passada do mesmo não são independentes, sustentando as hipóteses dos trabalhos de Almeida *et al* (2004) e Han e Qiu (2007). Existe, no entanto, alguma heterogeneidade na relação entre liquidez e aquelas variáveis da empresa. Os resultados sugerem que o nível de restrições parece ser significativamente mais acentuado para as empresas de menor dimensão. Mais especificamente, as micro / pequenas empresas não só apresentam, em média, um rácio de liquidez superior às médias e grandes empresas, como a sensibilidade do mesmo ao *cash-flow* e à volatilidade do *cash-flow* diferem estatisticamente quando comparado com as grandes empresas.

O resto do artigo encontra-se estruturado da seguinte forma. A secção 3 descreve a amostra utilizada no estudo e apresenta uma análise descritiva da relação entre os níveis de liquidez das empresas e possíveis determinantes da procura de liquidez. A secção 4 apresenta a especificação econométrica utilizada e o método de estimação, bem como os principais resultados. Na secção 5 apresentam-se as principais conclusões do estudo.

2. Dados e análise descritiva

2.1. Dados

Neste estudo utiliza-se informação sobre uma amostra de empresas com informação na Central de Balanços do Banco de Portugal (CB) durante o período de 1990 a 2012. Os dados de 1990 a 2005 correspondem a uma amostra de empresas que responderam ao inquérito da CB em que estão sobre-representadas as empresas de maior dimensão. Além disso, as empresas em melhor situação financeira estariam à partida mais disponíveis para responder ao questionário da CB, especialmente no caso das PME's. A partir de 2006 os dados da CB baseiam-se na Informação Empresarial Simplificada (IES) que recolhe informação contabilística virtualmente sobre todo o universo das empresas.

O cálculo de uma das variáveis de interesse deste estudo – a volatilidade do *cash-flow* da empresa – exige que as empresas estejam presentes na base de dados pelo menos cinco anos consecutivos. Este procedimento conduziu à eliminação de um número significativo de observações e implica que, na prática, a análise diga respeito ao período de 1995 a 2012. Além disso, foram consideradas na análise apenas as empresas não financeiras do setor privado que têm algum tipo de dívida que vence juros. Por este motivo, excluíram-se da amostra as empresas com dívida ou juros nulos. Foram também excluídas as empresas com apenas um trabalhador. Foi necessário eliminar também as empresas que reportaram dados incompletos ou incoerentes, tais como as que apresentaram valores nulos ou negativos para o total do ativo ou do volume de negócios. Finalmente, e no sentido de eliminar um potencial enviesamento devido a observações extremas, excluíram-se as observações abaixo (e acima) do percentil um (percentil 99) das variáveis relevantes. Depois de terem sido aplicados estes critérios, os dados utilizados neste estudo correspondem a um painel não equilibrado com 50 614 observações referentes a 13 253 empresas observadas entre 1995 e 2012.

2.2. Análise descritiva

O objetivo deste estudo é testar a existência de restrições de financiamento das empresas portuguesas analisando o efeito do *cash-flow* e da sua volatilidade passada sobre o nível de liquidez das empresas. No entanto, existem outros fatores que podem influenciar a liquidez das empresas. O investimento da empresa, por exemplo, estando relacionada com as suas oportunidades de crescimento, deve estar à partida positivamente relacionada com o seu rácio de liquidez. As empresas com maior colateral têm à partida maior capacidade para se financiarem pelo que a proporção de imobilizado tangível relativamente ao total de ativos deverá estar negativamente relacionada com o seu rácio de liquidez (Hart e Moore, 1994). A relação entre o nível de endividamento e o rácio de liquidez das empresas é à partida ambígua. Por um lado, o facto de as empresas estarem endividadas significa que têm uma relação mais próxima com os bancos que lhes permite um acesso facilitado a financiamento (Ferreira e Vilela, 2004). Por outro, empresas com níveis de endividamento muito elevados e, consequentemente, maior probabilidade de default podem ter dificuldades em aceder a financiamento. Estas empresas tenderão a aumentar a sua liquidez para se precaverem contra a eventualidade de não conseguirem mobilizar os fundos necessários para financiar a sua atividade e / ou investimento. Por último, o “capital circulante” (*Net Working Capital*) deverá estar relacionado negativamente com o rácio de liquidez da empresa uma vez que pode ser usado como um substituto dos ativos registados em “caixa e depósitos”.

Apresenta-se de seguida uma análise bivariada da relação entre o nível de liquidez da empresa e os vários fatores de interesse, de forma a obter uma primeira indicação da relação entre a liquidez e aqueles fatores. Os Quadros 1 a 6 apresentam a evolução do nível de liquidez para o conjunto de empresas que se encontravam em diferentes percentis da distribuição dos seguintes indicadores; taxa de investimento, ativos tangíveis, capital circulante, endividamento, volatilidade do *cash-flow* e o *cash-flow*.³ Em particular, consideram-se as empresas com um valor baixo do indicador (ou seja, situadas no primeiro decil), um valor intermédio (situadas entre o percentil 45 e o percentil 55) e um valor elevado (situadas no último decil).

O Gráfico 1 mostra que o nível de liquidez das empresas com um valor elevado do *cash-flow* é consideravelmente superior ao detido por empresas com um valor intermédio ou baixo. Adicionalmente, verifica-se que, para as empresas com um valor elevado do *cash-flow*, o nível de liquidez atinge um mínimo em 2008 e o máximo em 2010 (retornando a níveis médios em 2012), representando um aumento substancial após o início da crise financeira. Por último, verifica-se também que os níveis de liquidez das empresas com um valor intermédio ou baixo são muito semelhantes, sendo que as empresas com menor rentabilidade apresentam também níveis inferiores de liquidez (à exceção do ano de 2009). No Gráfico 2, observa-se que as empresas com um valor elevado da volatilidade do *cash-flow* registam também níveis mais elevados de liquidez face às empresas das outras duas classes. Importa, no entanto, realçar que esta diferença diminui consideravelmente ao longo do período em análise, sendo que em 2012 (o último ano em observação) o nível de liquidez registado pelas empresas com um valor intermédio da volatilidade do *cash-flow* é ligeiramente superior aquele apresentado pelas empresas com um valor elevado. Estes resultados são uma primeira indicação que as empresas enfrentam restrições no acesso ao crédito, dado que aquelas que têm maior capacidade de gerar fundos e aquelas com maior volatilidade nessa mesma capacidade registam, em média, níveis mais elevados de liquidez.

Relativamente à relação entre o nível de liquidez e o peso dos ativos tangíveis no total de ativos (Gráfico 3) não se verificam diferenças significativas na liquidez das empresas nos vários sub-grupos do rácio de ativos tangíveis. No entanto, a partir do ano de 2008 as empresas com um valor elevado apresentam níveis de liquidez consideravelmente inferiores aos outros dois sub-grupos, sendo que esta diferença cresceu de forma significativa até 2012. No Gráfico 4 em que o indicador em análise é a taxa de investimento da empresa, regista-se um padrão muito semelhante ao anterior, não se registando diferenças significativas entre os vários sub-grupos até 2008, começando a surgir diferenças a partir desse ano, com as empresas com maiores taxas de investimento a registar também níveis de liquidez mais elevado. A relação entre o nível de endividamento e o nível de liquidez é negativa e marcadamente monotónica (Gráfico 5). Relativamente ao peso do capital circulante no ativo (Gráfico 6) não existem indicações de existir alguma relação específica com o rácio de liquidez. Importa, no entanto, realçar que as relações obtidas nesta breve análise descritiva são meramente indicativas. Uma análise de regressão permitirá isolar de forma mais concreta a relação entre as duas variáveis, após controlar pelo efeito de outras variáveis relevantes.

Gráfico 1 • Relação entre o rácio de liquidez e o *cash-flow*

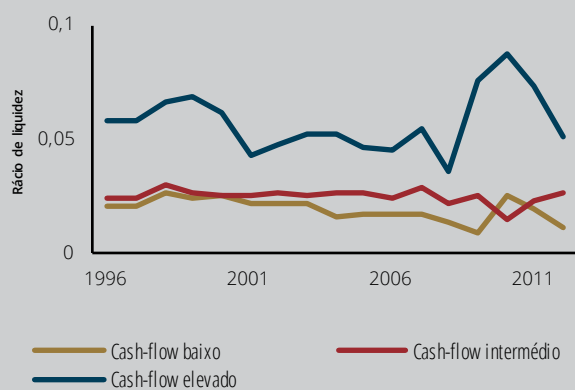


Gráfico 2 • Relação entre o rácio de liquidez e a variabilidade do *cash-flow*

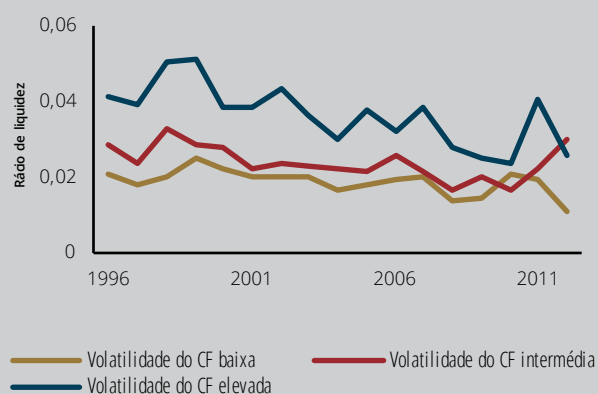


Gráfico 3 • Relação entre o rácio de liquidez e o rácio de ativos tangíveis

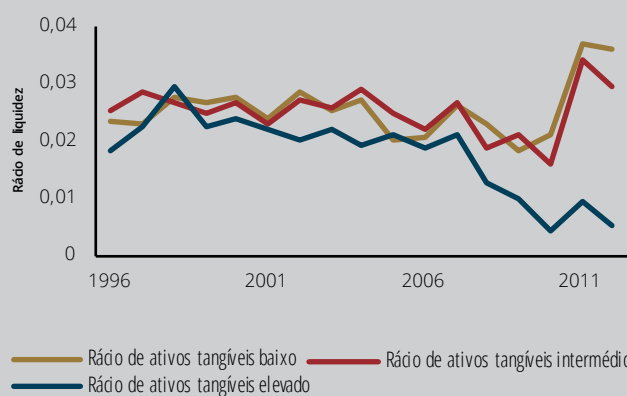


Gráfico 4 • Relação entre o rácio de liquidez e a taxa de investimento

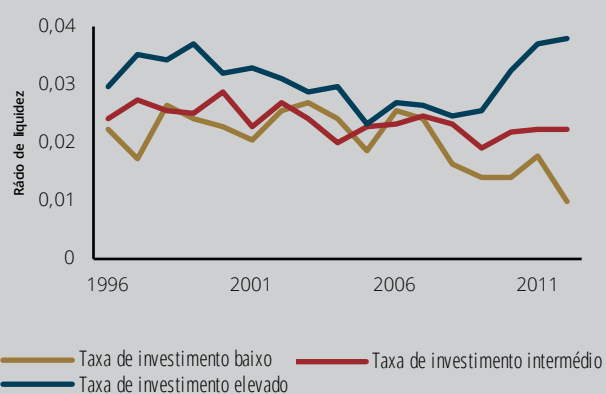


Gráfico 5 • Relação entre o rácio de liquidez e o endividamento

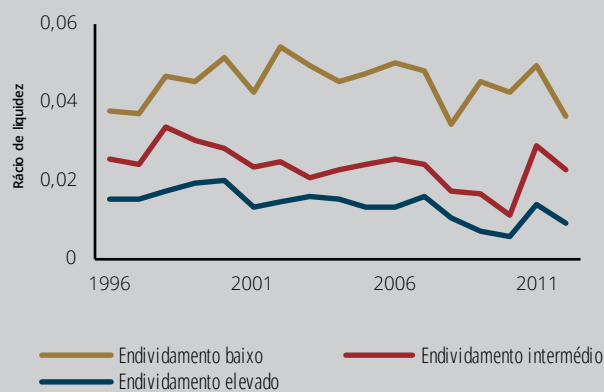
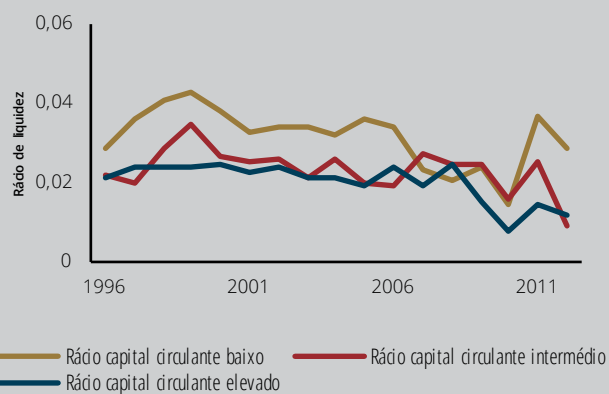


Gráfico 6 • Relação entre o rácio de liquidez e o rácio de capital circulante



3. Análise econométrica

3.1. Modelo a estimar e metodologia

Os determinantes da liquidez das empresas foram também examinados com base numa análise de regressão. Em linha com a literatura empírica recente estimou-se a equação seguinte:

$$Liq_{i,t} = \beta_1 Liq_{i,t-1} + \beta_2 Liq_{i,t-2} + \beta_3 CF_{i,t-1} + \beta_4 CFV_{i,t-1} + \beta_5 Inv_{i,t-1} + \beta_6 Tang_{i,t-1} + \beta_7 Div_{i,t-1} + \beta_8 Dimensão_{j,t-1} + \alpha_i + \gamma_{i,t} + \theta_t + \varepsilon_{i,t}$$

na qual i se refere à empresa ($i = 1, 2, \dots, N$), t ao ano ($t = 1, 2, \dots, T$) e j à classe de dimensão da empresa ($j = 1, 2, 3$ correspondentes, respetivamente, a micro / pequenas, médias e grandes empresas, sendo estas últimas a categoria omitida na estimação). Quanto às variáveis, Liq representa o rácio de liquidez, CF o *cash-flow*, CFV representa a volatilidade do *cash-flow*, Inv representa a taxa de investimento da empresa, $Tang$ representa os ativos tangíveis, NWC representa o “capital circulante”, Div é o nível de endividamento da empresa e $Dimensão$ representa a classe de dimensão da empresa. α_i são os efeitos fixos a nível de empresa, θ_t representa os efeitos fixos temporais, $\gamma_{i,t}$ são efeitos fixos a nível setorial e $\varepsilon_{i,t}$ uma perturbação aleatória com as propriedades habituais.

A metodologia de estimação utilizada foi o estimador GMM-System proposto por Arellano e Bover (1995), posteriormente desenvolvido por Blundell e Bond (1998). Este método é particularmente indicado quando o número de anos é reduzido e o número de empresas é grande, existem efeitos fixos individuais, assim como variáveis autocorrelacionadas e que apresentam persistência ao longo do tempo, e regressores não estritamente exógenos. Com esta metodologia, as equações são estimadas em níveis e em diferenças, tendo como instrumentos os valores desfasados dos regressores não estritamente exógenos. Para todas as estimativas, o teste de Hansen (com um nível de confiança de cinco por cento) para a validade dos instrumentos e do teste de não existência de correlação de primeira e segunda ordem dos resíduos das primeiras diferenças Arellano e Bond (1991) (designados AR 1 e AR 2) são apresentados.

3.2. Principais resultados

O objetivo principal desta análise é testar a existência de restrições de liquidez por parte das empresas, estimando um modelo para o rácio de liquidez que inclui como variáveis explicativas o *cash-flow* e a volatilidade do *cash-flow* das empresas. Efeitos positivos e significativos do *cash-flow* e da volatilidade do *cash-flow* sobre a liquidez das empresas podem ser interpretados como evidência de restrições de liquidez, de acordo com o trabalho desenvolvido por Almeida *et al* (2004) e Han e Qiu (2007) respetivamente.

A coluna um do Quadro 1 apresenta os principais resultados da estimação. Verifica-se que os coeficientes da variável dependente desfasada são positivos e significativos, indicando persistência nas decisões de detenção de liquidez. Adicionalmente, tanto o *cash-flow* como a volatilidade do *cash-flow* afetam de maneira positiva e estatisticamente significativa a liquidez da empresa. Estes resultados suportam as hipóteses de Almeida *et al* (2004) e Han e Qiu (2007) e sugerem que as empresas detêm liquidez quer para aumentar a sua flexibilidade financeira quer como precaução, indiciando que algumas empresas enfrentam dificuldades em financiar-se externamente.

Quadro 1 • Resultados da estimação econométrica usando GMM

Variáveis	Agregado	Micro e Pequenas	Médias	Grandes	Teste Hausman Micro e Pequenas vs Grandes (p-value)
Liq_{it-1}	0,3991*** (0,0413)	0,5132*** (0,0199)	0,5119*** (0,0357)	0,5642*** (0,0526)	0,295
Liq_{it-2}	0,0534*** (0,0170)	0,1198*** (0,0136)	0,1058*** (0,0263)	0,1538*** (0,0416)	0,387
Inv_{it-1}	-0,0073 (0,0156)	-0,0205 (0,0131)	0,0119 (0,0083)	0,0037 (0,0047)	0,053
$Tang_{it-1}$	0,0070 (0,0046)	0,0030 (0,0042)	0,0023 (0,0031)	-0,0008 (0,0043)	0,001
NWC_{it-1}	-0,0047*** (0,0018)	-0,0064*** (0,0017)	-0,0057*** (0,0018)	-0,0051 (0,0040)	0,782
Div_{it-1}	-0,0531*** (0,0118)	-0,0217** (0,0091)	-0,0159 (0,0132)	-0,0252* (0,0151)	0,740
CFV_{it-1}	0,1213*** (0,0194)	0,0651*** (0,0129)	0,0476** (0,0187)	0,0083 (0,0339)	0,070
CF_{it-1}	0,1252*** (0,0173)	0,0930*** (0,0132)	0,0190 (0,0213)	0,0442* (0,0233)	0,011
Micro / Pequenas $_{it-1}$	0,0222*** (0,0027)				
Médias $_{it-1}$	0,0017 (0,0018)				
Efeitos fixos	Sim	Sim	Sim	Sim	
Número de observações	50 072	33 381	11 199	3150	
Número de empresas	13 085	9814	2790	728	
Hansen	0,0976	0,259	0,0673	0,839	
AR(1)	0	0	0	1,35e-05	
AR(2)	0,454	0,634	0,631	0,243	

Fonte: Cálculo dos autores.

Nota: Desvios-padrão dentro de parentêses. Significância estatística: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

Verifica-se também que o efeito do nível de endividamento da empresa sobre a liquidez é negativo e estatisticamente significativo. Este resultado suporta a teoria apresentada por Ferreira e Vilela (2004), que sugerem que a existência de dívida promove uma relação mais próxima entre a empresa e as instituições financeiras, facilitando também futuras necessidades de liquidez, podendo a empresa dessa forma reduzir os seus níveis de liquidez⁴. Tal como esperado, o efeito do capital circulante é negativo e estatisticamente significativo, o que sugere que pode efetivamente funcionar como um substituto de liquidez. Por fim, importa notar que não são estatisticamente significativos os efeitos das variáveis relativas à taxa de investimento, que teriam como objetivo captar oportunidades futuras de negócio, e à proporção de ativos tangíveis do qual se esperaria um coeficiente negativo visto que estes ativos tangíveis teriam a possibilidade de serem usados como colateral, facilitando assim o acesso a crédito (Hart e Moore, 1994).

O efeito das variáveis binárias que controlam o setor de atividade das empresas indica que, o nível de liquidez das empresas difere significativamente entre os vários setores. Adicionalmente, estimou-se o modelo dividindo a amostra em três subsectores de atividade (indústria, construção e serviços), não se obtendo alterações qualitativas nos resultados obtidos.

Por último, e focando a análise nas variáveis binárias que controlam pela dimensão da empresa, verifica-se que empresas mais pequenas tendem a ter um nível de liquidez superior, sendo que apenas as micro / pequenas empresas apresentam uma diferença estatisticamente significativa do grupo omitido, ou seja, das grandes empresas. Contudo, com o intuito de testar diferenças significativas no efeito das variáveis de interesse, nomeadamente do *cash-flow* e a da volatilidade do *cash-flow*, sobre a liquidez das empresas de diferentes dimensões, estimou-se o modelo apresentado acima para cada categoria de dimensão.

As colunas dois a quatro do Quadro 1 apresentam os principais resultados das estimações por dimensão de empresa. Desta análise, e focando a atenção nas variáveis nas quais se pretende avaliar a existência de restrições de liquidez, verifica-se que tanto o *cash-flow* como a volatilidade do *cash-flow* são positivas e estatisticamente significativas. No entanto, esta significância estatística verifica-se apenas para as micro / pequenas e grandes empresas no caso do *cash-flow*. Com base no modelo apresentado em Almeida *et al* (2004), este resultado sugere que estas duas classes de dimensão de empresas são particularmente afetadas no acesso ao crédito. Adicionalmente, e tendo por objetivo testar diferenças entre estas duas categorias, realizou-se um teste de Hausman e conclui-se que os coeficientes de ambos os grupos são estatisticamente diferentes um do outro, sugerindo que as restrições para as micro / pequenas empresas possam ser especialmente relevantes. Relativamente à volatilidade do *cash-flow*, observa-se que esta é positiva e estatisticamente significativa para as micro / pequenas empresas e para as médias empresas. Este resultado reforça aqueles encontrados anteriormente, suportando a teoria apresentada por Han e Qiu (2007). Por fim, de referir o facto do capital circulante ser estatisticamente significativo exceto no caso das grandes empresas sugere que, para estas, a necessidade de usar fontes alternativas ao recurso a liquidez é menor.

4. Conclusões

O objetivo deste estudo é testar a existência de restrições financeiras no acesso a crédito do setor empresarial em Portugal. Nesse sentido, seguiu-se de forma próxima os trabalhos de Almeida *et al* (2004) e de Han e Qiu (2007). No caso de Almeida *et al* (2004), os autores desenvolvem um modelo onde as empresas que detêm restrições financeiras ficam, devido à dificuldade em conseguir crédito, dependentes da realização (e retenção) do nível de lucros conseguido em cada exercício para financiar futuras oportunidades de negócio, sendo que as empresas sem restrições financeiras não apresentam esta mesma dependência. No mesmo sentido, Han e Qiu (2007) apresentam um modelo em que as empresas com dificuldade no acesso ao crédito exibem uma sensibilidade à volatilidade dos lucros obtidos nos anos recentes, sendo que, mais uma vez, empresas sem dificuldades no acesso ao crédito não exibem tal sensibilidade.

De uma forma agregada, os resultados obtidos neste estudo apontam no sentido de existirem efetivamente restrições no acesso ao financiamento externo por parte das empresas portuguesas. Nesse sentido, os níveis de liquidez das empresas aparentam estar positivamente relacionados com os níveis de rentabilidade das mesmas, indicando que estas retêm recursos internos como forma de financiar projetos futuros. Adicionalmente, verifica-se também uma relação entre o nível de liquidez e a volatilidade dos resultados passados, sugerindo que as empresas se protegem através da retenção de fundos próprios contra possíveis choques futuros.

Por último, existe também evidência de alguma heterogeneidade de acordo com a dimensão da empresa. Mais especificamente, os resultados indicam que embora todo o tipo de empresas apresentem um certo nível de restrições no acesso ao crédito estas são especialmente relevantes para empresas de menor dimensão. Em particular as micro e pequenas empresas exibem uma sensibilidade significativamente maior do que as empresas de maior dimensão. Este resultado poderá sugerir que as empresas de menor dimensão, além de terem maiores dificuldades no acesso ao crédito, atribuem um maior valor à opção de deterem ativos com liquidez imediata.

Referências bibliográficas

- Almeida, H., Campello, M., e Weisbach, M. S. 2004. *The cash flow sensitivity of cash*. *Journal of finance*, 59, 1777-1804.
- Alti, A. 2003. *How Sensitive is Investment to Cash Flow when Financing is Frictionless?* *Journal of Finance*, 58, 707-722.
- Arellano, M., e Bond, S. 1991. *Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations*. *Review of Economic Studies*, 58, 277-297.
- Arellano, M., e Bover, O. 1995. *Another Look at the Instrumental-Variable Estimation of Error-Components Models*. *Journal of Econometrics*, 69, 29-52.
- Blundell, R., e Bond, S. 1998. *Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models*. *Journal of Econometrics*, 87, 115-143.
- Bond, S., Elston, J., Mairesse, J., e Mulkay, B. 2003. *Financial Factors and Investment in Belgium, France, Germany and the United Kingdom: a Comparison using Company Panel Data*. *The Review of Economics and Statistics*, 85 (1), 153-165.
- Denis, D. 2011. *Financial flexibility and corporate liquidity*. *Journal of Corporate Finance*, 17, 667-674.
- Ferreira, M., e Vilela, A. 2004. *Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries*. *European Financial Management*, 10 (2), 295-319.
- Farinha, L., e Prego, P. 2013. *Investimento e Situação Financeira das Empresas: evidência recente*. *Relatório de Estabilidade Financeira*, Maio, 109-130.
- Graham, J., e Harvey, C. 2001. *The theory and practice of corporate finance: evidence from the field*. *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243.
- Han, S., e Qiu, J. 2007. *Corporate precautionary cash holdings*. *Journal of Corporate Finance*, 13, 43-57.
- Hart, O., e Moore, J. 1994. *A theory of debt based on the inalienability of human capital*. *Quarterly Journal of Economics*, 109, 841-879.
- Martínez-Carrascal, C. 2010. *Cash Holdings, firm size and access to external finance. Evidence for the Euro Area*. Banco de España Working Paper no 1034, 1-26.
- Myers, S., e Majluf, N. 1984. *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.

Anexo 1 – Definição de variáveis

Rácio de liquidez (*Liq*) – Rácio entre “Caixa e depósitos” e o total do ativo.

Cash-flow (*CF*) – Rácio entre EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) e o total do ativo.

Volatilidade do cash-flow (*CFV*) – Desvio-padrão dos cash-flows dos cinco anos anteriores.

Taxa de investimento (*Inv*) – Rácio entre investimento total e o total do ativo.

Ativos Tangíveis (*Tang*) – Rácio entre ativos tangíveis e o total do ativo.

Capital Circulante (*NWC*) – Rácio entre “capital circulante” e o total do ativo.

Endividamento (*Div*) – Rácio entre financiamentos obtidos e o total do ativo.

Notas

1. Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.
2. Os autores agradecem o apoio de Lucena Vieira e os comentários dos participantes num seminário realizado no DEE. As opiniões expressas neste artigo são da responsabilidade dos autores, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros e omissões são da exclusiva responsabilidade dos autores.
3. Para a definição das variáveis, ver Anexo 1.
4. Os resultados apresentados referem-se apenas a empresas com dívida. No entanto, estimou-se também o modelo incluindo na amostra quer as empresas com e sem dívida financeira incluindo como variável explicativa uma variável binária indicativo se a empresa é endividada ou não. O efeito captado por esta variável é também negativo e significativo, indicando que os resultados não se alteram qualitativamente.

