



Escola de Ciências Sociais e Humanas

Departamento de Economia Política

**A Eficácia das Injeções Extraordinárias de Liquidez do BCE na
Concessão de Crédito Bancário em Portugal**

Rúben Filipe Borges Dias

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de
Mestre em Economia Monetária e Financeira

Orientador:

Professor Doutor Emanuel Leão, Professor Auxiliar (com Agregação)

ISCTE - Instituto Universitário de Lisboa

[Setembro, 2017]



Escola de Ciências Sociais e Humanas

Departamento de Economia Política

**A Eficácia das Injeções Extraordinárias de Liquidez do BCE na
Concessão de Crédito Bancário em Portugal**

Rúben Filipe Borges Dias

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de
Mestre em Economia Monetária e Financeira

Orientador:

Professor Doutor Emanuel Leão, Professor Auxiliar (com Agregação)

ISCTE - Instituto Universitário de Lisboa

[Setembro, 2017]

Resumo

Esta dissertação tem como estudo o impacto das Operações Refinanciamento de Prazo Alargado do BCE na concessão de crédito bancário em Portugal. O principal objetivo apela à compreensão da implementação das medidas de política monetária não convencional e de que forma estas mesmas políticas moldam os critérios de concessão de crédito. É analisada a atuação do BCE como prestamista de última instância, no período compreendido entre 2007, com o início da crise dos *subprime* e a subsequente crise da dívida soberana, até 2015 num cenário pós-crise. Esta tese enquadra-se num estudo de caso numa perspetiva nacional. Os dados obtidos reportam ao sistema bancário português cujo principal recurso metodológico será o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito providenciado pelo Banco de Portugal.

Os resultados mostram que a emissão de novos empréstimos bancários em Portugal não dependem apenas da implementação de novas políticas monetárias por parte do BCE, mas também são influenciados pelas exigências regulatórias das autoridades europeias e nacionais.

Palavras-Chave: Política Monetária Não Convencional; ORPA; Crédito; Empréstimos Bancários; Eurosistema; Liquidez; Mercado Interbancário; BCE

Códigos JEL: E50; E51; E52; E58

Abstract

This dissertation studies the impact of the ECB's Long Term Refinancing Operations on the bank credit standards for Portugal. The main goal is to understand the implementation of non-conventional monetary policy measures and how these policies shape the credit granting criteria. The analysis concern the role of the ECB as the lender of last resort, in the period between 2007, with the onset of the subprime crisis and the ensuing sovereign debt crisis, until 2015 in a post-crisis scenario. This thesis is a case study in a country-level perspective where the main methodological resource is the Bank Lending Survey provided by the Bank of Portugal.

The results show that the issuance of new bank loans in Portugal relies not only on the ECB's new monetary policy, but also jeopardized by the regulatory requirements of the European and national authorities.

Keywords: Non-Conventional Monetary Policy; LTRO; Credit; Bank Lending; Eurosystem; Liquidity; Interbank Market; ECB

JEL Classification: E50; E51; E52; E58

Índice

Abstract.....	II
Índice	III
Índice de Figuras	IV
Glossário de Siglas	V
1. Introdução.....	1
2. Contexto e Realidade Económica	4
3. Enquadramento Teórico e Revisão de Literatura	7
4. Metodologia e Dados	15
5. Discussão e Resultados	19
5.1 Evolução da oferta e procura de empréstimos bancários.....	20
5.2 Impacto das ORPA a 3 anos nos critérios de concessão de crédito.....	23
5.3 Processo de desalavancagem	30
5.4 Exposição à dívida soberana.....	35
5.5 Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado – Destinadas	40
6. Conclusões	44
7. Fontes de Informação	47
8. Referências Bibliográficas	48
ANEXOS.....	51

Índice de Figuras

Figura 1 - Operações de Refinanciamento de Principais e de Prazo Alargado para as IFM em Portugal.....	6
Figura 2 - Taxa de Crescimento Anual dos Empréstimos Bancários	21
Figura 3 – Oferta e Procura de Crédito do Setor Particular – BLS	22
Figura 4 - Fatores de Procura de Empréstimos – Sociedades Não Financeiras	23
Figura 5 – EURIBOR – OIS Spread.....	24
Figura 6 - Critérios de Atribuição de Crédito a SNF.....	25
Figura 7 - Spread e outros encargos aplicado nos empréstimos a SNF.....	26
Figura 8 - Fundos Próprios, Financiamento de Mercado e Posição de Liquidez	27
Figura 9 - Critérios de Atribuição de Crédito à Habitação.....	27
Figura 10 - Riscos e restrições de balanço para Crédito Habitação	28
Figura 11 - Spread e outros encargos aplicado nos empréstimos a Crédito Habitação..	29
Figura 12 - Evolução do Crédito a SNF e Famílias em Portugal	30
Figura 13 - Rácio de Transformação – Empréstimos/Depósitos.....	31
Figura 14 - Financiamento das IFM em Portugal.....	32
Figura 15 - Taxas de juros de depósitos de SNF e Particulares e Euribor 6 meses.....	32
Figura 16 - Taxas de juro de novas operações a Sociedades Não Financeiras.....	33
Figura 17 - Taxas de juro de novas operações para crédito à habitação	34
Figura 18 - Rácio de crédito em risco face ao total de crédito bruto.....	34
Figura 19 - Rácio de Crédito Vencido das IFM em Portugal (Crédito Vencido/Crédito Bruto).....	35
Figura 21 - Aquisição de dívida pública pelas IMF em Portugal.....	37
Figura 22 - Aquisição de dívida e emissão de empréstimos nas IFM da Zona Euro	38
Figura 23 - Fluxos de Financiamento das SNF em Portugal – Dívida Emitida, Empréstimos e Ações e Fundos de Investimento	39
Figura 24 - Percentagem e volume de financiamento em ORPA-Destinadas por país ..	41
Figura 25 - ORPA-Destinadas: refinanciamento e concessão de crédito em Portugal ..	42

Glossário de Siglas

ABE - Autoridade Bancária Europeia

BCE - Banco Central Europeu

BCN - Banco Central Nacional

BLS - Bank Lending Survey

BoE - Bank of England

CBPP - Covered Bond Purchase Programme

FED - Federal Reserve System

INE - Instituto Nacional de Estatística

IMF – Instituições Monetárias e Financeiras

MMI - Mercado Monetário Interbancário

OMT - Outright Monetary Transactions

ORP - Operações de Refinanciamento Principais

ORPA - Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado

PAEF - Programa de Assistência Económica e Financeira

PIB - Produto Interno Bruto

PME - Pequenas e Médias Empresas

PSPP - Public Securities Purchase Programme

QE - Quantitative Easing

SMP - Securities Market Programme

SNF – Sociedades Não Financeiras

UME - União Monetária Europeia

1. Introdução

Na resposta à crise financeira iniciada na segunda metade de 2007, os bancos centrais implementaram medidas de política monetária não convencional. Sobre a introdução destes novos instrumentos é possível verificar que os mesmos assumem diversas abordagens na tentativa de mitigar os riscos decorrentes da agitação do sistema financeiro e, em particular, do mercado monetário - com a extensão da crise dos *subprime* e do colapso do Lehman Brothers para a crise da dívida soberana na Zona Euro.

O principal objetivo da implementação destas medidas passa por aliviar a restrições de liquidez e restaurar os mecanismos de transmissão de política monetária tradicional, os quais condicionam o fluxo de crédito à economia real. Neste aspeto, o Banco Central Europeu (BCE) adotou uma nova postura enquanto credor fazendo corresponder um novo perfil de maturidades às suas Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado (ORPA). Para o efeito, estas operações passaram a ser acompanhadas por uma taxa fixa de baixo custo e com licitação total, providenciando liquidez ilimitada aos bancos dos países da área do Euro. Perante a paralisação do mercado interbancário é relevante questionar sobre a eficácia destas injeções extraordinárias de liquidez. A questão de partida desta dissertação será portanto: “Qual o impacto das injeções extraordinárias de liquidez do BCE no crédito bancário em Portugal?”

Nesta dissertação serão analisados, em primeiro lugar, os impactos decorrentes da implementação das ORPA a 3 anos do BCE e, posteriormente, será realizada uma análise preliminar das ORPA – Destinadas. Pretende-se averiguar qual o resultado da implementação destas políticas na redução do risco de liquidez dos bancos e subsequentemente o efeito destas medidas na oferta de crédito às empresas e famílias, no sistema bancário português.

Na generalidade, os artigos publicados sobre os efeitos das ORPA a 3 anos do BCE incidem sobretudo sobre a Zona Euro, de forma agregada. Contudo, a heterogeneidade dos efeitos dos estímulos de liquidez do BCE diverge a nível nacional devido à solidez do próprio sistema bancário e dos programas de resgate financeiro.

A literatura carece também de uma análise que assente sobretudo na eficácia das medidas de injeção de liquidez do BCE ao nível do crédito concedido, averiguando as alterações e reestruturações de balanço efetuadas pelas instituições nacionais face às necessidades de recuperação da economia portuguesa e europeia. Salienta-se neste sentido o processo de desalavancagem imposto aos bancos portugueses, e a respetiva alteração na estrutura de ativos, assim como a sua quebra de qualidade durante os períodos da crise.

A análise empírica tem procurado, sobretudo, estudar a influência das injeções extraordinárias de liquidez ao nível dos mercados e nas condições de financiamento dos bancos. Estas abordagens têm mostrado sobretudo que a implementação de medidas não convencionais serviu para reduzir a tensão do mercado monetário – através das ORPA a 3 anos -, e que o programa de compra de dívida reduziu os custos de financiamento dos bancos e governos do Euro (Szczerbowicz, 2015). Ao serem reduzidas as tensões no mercado interbancário é simultaneamente reduzida a volatilidade do financiamento dos bancos que por sua vez contribui para a concessão de empréstimos à economia (Carpenter et al, 2014). Verifica-se ainda que o impacto da provisão de liquidez do banco central veio no sentido de agilizar os critérios de atribuição de crédito dos bancos que enfrentavam restrições de balanço. Na generalidade, as conclusões destes estudos mostram que as duas injeções de liquidez a 3 anos proporcionaram a retoma da atividade de crédito na Zona Euro (Darracq-Paries et al, 2013).

Quanto a Portugal, a literatura sobre o tema é relativamente reduzida, no entanto as conclusões não fogem à regra sendo que é verificado que as injeções de liquidez do BCE apesar de não contribuírem para a recuperação do crescimento dos empréstimos permitiu que a contração fosse menos acentuada (Alves et al, 2016).

Sobre os efeitos destas operações de refinanciamento são ainda averiguadas as consequências inintencionais da implementação das ORPA a 3 anos. Ainda que o ponto de encontro das conclusões sobre o efeito das medidas de política não convencional reflitam a melhoria das condições de financiamento e liquidez do sistema bancário europeu, e que dessa forma houve uma flexibilização nos critérios de concessão de crédito por parte dos bancos. Por outro lado, é verificada que a tendência de investimento dos bancos, nos períodos subsequentes às operações de refinanciamento, é a de que haja uma menor apetência por ativos de elevado risco e que se verifique uma migração para títulos de rendimento fixo. Tais alterações na estrutura de ativos são afetas às imposições regulatórias de liquidez e necessidades de capital.

A análise proposta nesta dissertação é complementar das publicações já verificadas sobre a prática das medidas não convencionais. A resposta à questão de partida sobre a eficácia das injeções extraordinárias de liquidez do BCE na concessão de crédito do sistema bancário português está estruturada da seguinte forma:

(i) No primeiro capítulo, o contexto e realidade económica verificado no sistema bancário português, a evolução dos empréstimos às empresas e famílias e o recurso ao financiamento do Eurosistema. (ii) No segundo capítulo, a introdução às políticas monetárias implementadas pelo

BCE, assim como a finalidade e cronologia de cada uma delas. (iii) Em terceiro lugar, será apresentada a revisão de literatura, realçando o impacto das ORPA na concessão de crédito e outras consequências decorrentes desta medida.

(iv) A quarta secção apresenta a metodologia utilizada - sendo esta dissertação um estudo de caso a análise é sobretudo descritiva - recorrendo-se aos resultados obtidos através do Inquérito aos Bancos Sobre o Mercado de Crédito (*Bank Lending Survey*). O objetivo passará por relacionar as condições e fatores que influenciam a concessão de crédito reportadas pelos bancos inquiridos com a dinâmica dos fluxos de crédito real. A análise será completada com outras variáveis macroeconómicas identificadas pelos relatórios e dados do INE e Eurostat sobre a oferta e procura de empréstimos. Como a discussão de resultados passa ainda por identificar a alteração na estrutura de ativos é pelo recurso ao ECB Statistical Data Warehouse e ao Reuters Datastream que serão identificadas as modificações.

(v) Por último, são apresentados os resultados subdivididos pela seguinte ordem: (v.i) a evolução da oferta e procura de empréstimos bancários em Portugal; (v.ii) o impacto direto das ORPA a 3 anos nos critérios de atribuição de crédito e a alteração dos respetivos fatores condicionantes – posição de liquidez e acesso ao mercado; (v.iii) o processo de desalavancagem das instituições bancárias; (v.iv) exposição à dívida soberana e alteração da carteira de ativos, face às necessidades e constrangimentos impostos pela crise da Zona Euro e pela regulação; (v.v) a análise às ORPA-Destinadas e ao excesso de liquidez no Eurossistema.

Quanto às conclusões verifica-se que os impactos das ORPA foram positivos no sentido em que permitiram a agilização dos critérios de atribuição de crédito, apesar dos empréstimos reais continuarem em declínio. O abrandamento da rubrica de crédito bancário está associado ao processo de desalavancagem forçado e quebra de qualidade dos ativos, às exigências regulatórias e alteração na estrutura de ativos com migração para títulos de dívida pública após a injeções de liquidez a três anos do BCE e cujo resultado parece semelhante nas posteriores ORPA-Destinadas.

2. Contexto e Realidade Económica

No contexto da economia nacional, o cenário da crise da Zona Euro parece já ultrapassado. Ao nível do PIB é possível verificar que a partir do 1º trimestre de 2013 a economia portuguesa tem vindo a recuperar, verificando-se uma tendência positiva no crescimento do Produto. Ao mesmo tempo a procura doméstica parece manter-se ainda moderada devido aos constrangimentos financeiros inerentes aos bancos nacionais e às empresas. Por outro lado, no que diz respeito aos empréstimos bancários verificou-se uma redução transversal às sociedades não financeiras (SNF) e aos particulares, segundo os dados do Banco de Portugal (Relatório de Estabilidade Financeira, 2013).

Sob este aspeto, a retoma do crédito é essencial para alcançar um crescimento estável da economia. O exercício necessário que compete aos bancos é o de reparar os seus balanços e criar condições acessíveis de crédito às empresas e famílias. A recente recapitalização dos maiores bancos nacionais, a par da intervenção do Eurosistema perante a crise da Zona Euro é um passo importante nesta direção. No entanto, serão necessários mais esforços no sentido de restaurar a viabilidade dos bancos portugueses, incluindo também um aumento na qualidade de crédito. Além disso, as debilidades do sistema bancário português refletem, em parte, o contínuo *stress* financeiro no setor privado. Por outro lado, é necessário salientar que a recuperação da atividade creditícia não poderá ser reestabelecida sem abordar o lado da procura.

De forma a apoiar o crescimento económico e combater a deflação da Zona Euro, o BCE utiliza um conjunto de medidas convencionais que passam sobretudo pela regulação das taxas de juro diretas, complementadas por um programa de operações de refinanciamento de baixo custo e com maturidades curtas. No entanto, em países como Portugal, estas medidas parecem não ser canalizadas do setor bancário para a economia real. As taxas de juro aplicadas aos empréstimos continuam elevadas e o volume de empréstimos tem vindo a estagnar, como será demonstrado nesta dissertação. O financiamento de baixo custo do BCE parece assim ter sido canalizado para pagar reembolsos de dívida obtida no mercado interbancário. Neste contexto surgiram as medidas não convencionais de *Quantitative Easing* (QE) do Banco Central Europeu, que foram semelhantemente experimentadas por outros bancos centrais como o *Bank of England* (BoE) e o FED no combate à recessão e deflação.

Uma das consequências da mais recente crise financeira para os bancos europeus, e para o setor financeiro na generalidade, reside no processo de desalavancagem, o qual não se tem apenas

manifestado na redução da atividade de crédito dos bancos como também em consideráveis ajustamentos no balanço.

Independentemente do seu caráter um processo de desalavancagem é eventualmente refletido nas alterações da sua estrutura de financiamento, e coloca sempre pressão sobre a política de financiamento e a gestão de liquidez. Ao mesmo tempo os ajustamentos na concessão de empréstimos são inevitáveis e geralmente os bancos são levados ao racionamento de crédito. A intensidade do processo de desalavancagem difere entre os bancos ou entre os países, se for observado ao nível agregado.

Estes processos de desalavancagem não compõem apenas uma necessidade ou exercício decorrente da crise da Zona Euro. Esta necessidade é igualmente imposta pelas autoridades supervisoras, quer ao nível da exigência de capital regulatório, quer ao nível da qualidade de ativos líquidos.

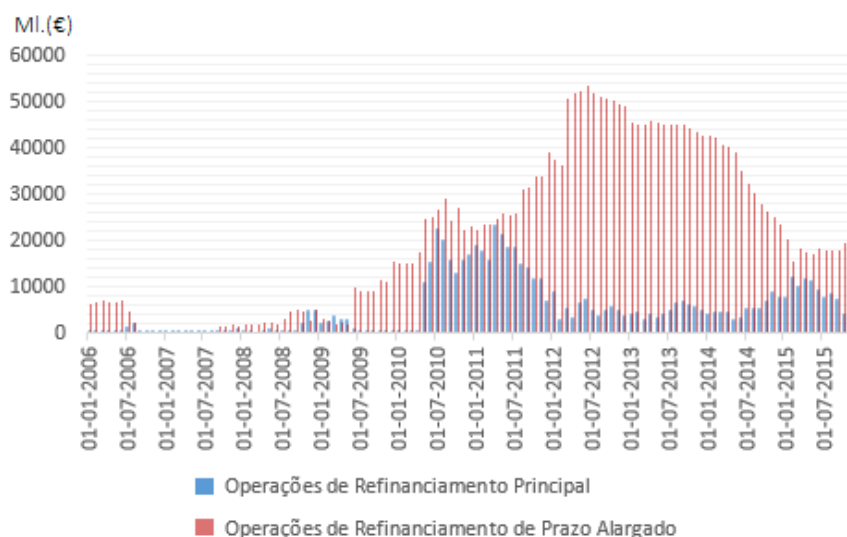
No contexto da situação económica portuguesa existe ainda a agravante de Portugal assinar em 2011 o Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF), pelo que as pressões regulatórias são ainda mais severas. Ao nível do sistema bancário o PAEF compreende a necessidade de alteração da estrutura de financiamento, assim como um reforço de capital.

Em relação aos bancos portugueses é verificado que a estrutura do balanço tem sido alterada ao longo do período da crise pelo que se observa a procura por meios de financiamento mais estáveis como os depósitos e pela redução da dependência do mercado interbancário. É verificado que ao nível do balanço são os fundos provenientes do banco central que substituem o financiamento do mercado grossista, sobretudo durante o período da crise 2008-2013, onde o impacto das ORPA é significativo. Em média, é estimado que o recurso ao mercado interbancário reduziu de 30% para apenas 20%, desde o início da crise financeira até ao último trimestre de 2013, para os países da Zona Euro, segundo o Relatório de Estabilidade Financeira do Banco de Portugal – Novembro 2014.

A persistência dos bancos em garantir financiamento via depósitos, acompanhado com uma queda do crédito resultou numa redução de 138% para 126% no rácio de transformação entre 2008 e 2013. Desta forma será também possível identificar o gap de financiamento dos bancos da área do Euro e de Portugal, em particular, pelo que até ao início da crise financeira parecia existir uma excessiva dependência do financiamento por grosso.

Os bancos com défices de liquidez recorrerão ao financiamento junto do banco central. Na Figura 1 é possível identificar a contribuição das operações de refinanciamento do BCE junto de Portugal.

Figura 1 - Operações de Refinanciamento de Principais e de Prazo Alargado para as IFM em Portugal



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Portugal

Desta forma, o objetivo desta dissertação é compreender o impacto específico das injeções extraordinárias de liquidez do BCE – operações de refinanciamento de prazo alargado a 3 anos - sobre a distribuição de crédito para empresas e famílias em Portugal, num período em que são induzidos processos de desalavancagem por imposições regulatórias.

O motivo pela escolha deste segmento de política monetária não convencional deve-se ao facto de que o programa das ORPA a 3 anos parece ser a medida mais adequada à compreensão do impacto alvejado na distribuição de crédito pelo sistema bancário. Este instrumento é *a priori* caracterizado pelo papel de defesa do crédito às empresas e famílias. Ao contrário de outros programas como o *Securities Market Programme* (SMP), que se centram em aquisições de títulos no mercado da dívida e das *Outright Monetary Transactions* (OMT) que incidem sobre o mercado das dívidas soberanas.

Contudo, de forma a adequar o seu papel de prestamista e impulsionar o crédito à economia real, a partir de 2014, o BCE anunciou adicionalmente um programa de ORPA Destinadas (*Target - Long Term Refinancing Operations*), incidindo sobre o crédito a empresas não financeiras.

3. Enquadramento Teórico e Revisão de Literatura

O que se verifica ao nível da literatura existente é que embora exista uma vasta gama de estudos sobre políticas monetárias não convencionais, poucos são os trabalhos que incidem sobre o impacto das ORPA a 3 anos. Ainda menos frequentes são as dissertações sobre um determinado país em particular, já que grande parte da literatura se foca na Zona Euro de forma agregada.

Por este motivo torna-se pertinente a realização de uma análise explicativa sobre a questão: “Qual o impacto das injeções extraordinárias de liquidez do BCE no crédito bancário em Portugal?”.

O que grande parte da literatura tem procurado compreender é a demarcação do BCE como prestamista de última instância, em comparação com a implementação de medidas de *Quantitative Easing* realizadas por outros bancos centrais durante a crise financeira. Por exemplo, Carpenter et al (2014) sujeita a comparação da atuação do BCE com o FED, verificando o impacto das medidas de política não convencional ao nível do crédito às empresas.

De facto, a entrada em vigor das Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado (ORPA) a 3 anos, a uma taxa fixa com alocação total, marca a atuação do BCE como prestamista de última instância. Providenciar liquidez sem limitações contra um colateral, veio provar que o BCE assumiu o papel de provisão de liquidez do mercado interbancário, inclusive substituindo a procura de reservas no mercado *overnight*, especialmente durante o período da crise financeira 2008-2010 (Garcia-de-Andoain et al., 2016).

O programa de refinanciamento de longo-prazo melhorou a provisão de liquidez tornando-se uma política monetária relevante nos bancos mais vulneráveis que não eram capazes de contrair empréstimos através do MMI.

O efeito nefasto da crise de liquidez do mercado interbancário é desde logo possível identificar pela correlação negativa entre o aumento do risco de liquidez e a contração de crédito a instituições não financeiras, já a partir de outubro de 2008, que é o período correspondente ao pico da crise do mercado. Contudo, é necessário ressaltar que Portugal mostrou ser exceção nesta análise. Mas embora o desempenho do sistema bancário português pareça alheio ao aumento do risco de liquidez do MMI, na fase da crise dos *subprime*, a exposição da fragilidade dos balanços dos bancos nacionais ficou demonstrada a partir de 2011 com a crise da Zona Euro (Carpenter et al., 2014)

Ao nível das transações no mercado monetário, no sistema bancário português verificou-se uma clara segmentação logo após o colapso do Lehman Brothers. O volume de transações com o exterior sofreu uma clara redução enquanto o mercado doméstico tornou-se mais relevante a partir de 2009. Quanto às maturidades são os acordos de uma semana que prevalecem e nas taxas de juro verificou-se um claro aumento nos preços praticados, ao mesmo tempo que se confirma uma divergência entre o juro aplicado dentro e fora fronteiras (Saldanha & Soares, 2015)

Durante todo o período de crise, o volume de transações no mercado sem garantia sofreu uma enorme redução. Desde 2005 a 2013, cerca de 89% das transações diárias no mercado interbancário foram operações *overnight* e os restantes 11% transações de uma semana. Das 42 transações médias efetuadas diariamente cerca de 24% trataram-se de operações domésticas. Este número ganhou expressão sobretudo a partir de 2009, após um período em que os bancos portugueses praticamente não entraram no mercado. Se no início as operações domésticas rondavam os 11%, já no período de assistências financeira o volume de transações foi metade das quais 55% se tratavam de transações internas. A partir de 2009 e em diante a maioria dos países deixou de efetuar trocas com Portugal, tendência que se verificou a partir de 2012 (Saldanha & Soares, 2015).

É, portanto, na segunda fase da crise financeira que é corroborada a dependência da banca portuguesa face ao banco central, que ficou marcada pela crise da dívida soberana e o aumento do risco de incumprimento no mercado da dívida, sobretudo nos países vulneráveis como Portugal, Grécia, Irlanda, Itália e Espanha.

Uma vez que os bancos da União Monetária Europeia (UME) detinham a grande maioria da dívida emitida por estes países, com a queda dos preços das obrigações ou o incumprimento, por parte de um dos governos da UME, ficaria em causa a solvência das instituições bancárias. Foi sobre esta matéria que o BCE decidiu implementar novas políticas monetárias não convencionais, para a aquisição de títulos. O BCE não divulga dados sobre a aquisição de obrigações, contudo é expectável que a maioria destas aquisições representam títulos de dívida de Portugal, Irlanda e Grécia (Belke, 2011). A posição do BCE como prestamista de última instância é, por isso, reforçada nesta fase.

Com a entrada em vigor do novo Tratado de Lisboa que retrata a possibilidade de um país membro da UME poder sair da União, Eichler & Hielscher (2012) afirmam que a posição tomada pelo BCE pode ser interpretada como uma contramedida de risco sobre esta

possibilidade. Prova disso é que, segundo os autores, o BCE implementou uma política monetária expansionista (ao providenciar liquidez e diminuindo as taxas de juro) quando o risco da dívida soberana e de um colapso no sistema bancário aumenta nos países vulneráveis da Zona Euro.

De facto, o incumprimento dos governos nacionais pode comprometer a estabilidade bancária, pelo que as consequências foram severas para os bancos da Zona Euro que negligenciaram este cenário. Estes títulos de dívida soberana representavam, em 2010, cerca de 5% da carteira de ativos dos bancos em Portugal e Espanha, 7% em Itália e 16% na Grécia (Gennaioli et al, 2015). Desta forma, em maio de 2010 o BCE avançou com o SMP, um programa de aquisição de dívida soberana dos países periféricos - Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha.

A exposição à dívida soberana tem sido apontada como a principal causa da instabilidade dos bancos, pelo que se tem refletido nos seus balanços uma constante alteração nas suas estruturas de ativos. Esta exposição tem implicado não só perdas e queda das margens financeiras, como também se reflete no insuficiente esforço de como inverter a gradual tendência decrescente do crédito à economia real (Glenza, 2013).

No que respeita à relação entre a exposição ao mercado de dívida, face às condições de liquidez e a concessão de crédito, verifica-se que os sistemas bancários que detêm uma maior concentração de dívida doméstica obtiveram uma menor concessão de empréstimos com o aumento dos *spreads* da dívida soberana (Gennaioli et al., 2015). A evidência empírica testada pela relação entre os Stress Tests e concessão de crédito mostra que existe uma correlação inversa entre a solvibilidade das soberanas e a concessão de crédito por parte dos bancos detentores destes títulos nos seus balanços – após o 3º trimestre de 2010 os bancos expostos à dívida concederam cerca de menos 23,5% de empréstimos em relação aos bancos sem esta exposição (Popov & Van Horen, 2013).

Do lado da oferta, o incumprimento das soberanas pode justificar a queda do fornecimento de crédito pela “discriminação imperfeita”, em que os governos são incapazes de distinguir a qualidade da contraparte, sobretudo quando os títulos soberanos são negociados em mercados secundários. Assim existe uma forte correlação negativa entre a detenção de dívida pública e a concessão de crédito durante o período de crise, embora os bancos tendam a adquirir essas mesmas obrigações em períodos de estabilidade. (Gennaioli et al., 2015).

Para Casiraghi et al (2013) os programas de injeção de liquidez, assim como SMP e o OMT, foram importantes na redução do risco da dívida soberana e agilizou as tensões no mercado

monetário evitando a paralisação de crédito no mercado bancário italiano. Pancrazi et al (2014) mostram ainda que existe uma correlação entre a descida do preço da *yield* das soberanas e as taxas de juro aplicadas na concessão de empréstimos ao sector não financeiro. É de realçar, portanto, que a exposição aos títulos de dívida soberana não revela uma relação de espuriedade face à emissão de crédito, e que em primeira instância as ORPA a 3 anos mostram uma correlação positiva com a evolução dos empréstimos.

No entanto, há a ter ainda em conta que, do lado da procura, o financiamento à economia real tende a diminuir em períodos de crise, devido ao aumento das dificuldades financeiras das empresas, desemprego e endividamento das famílias, não sendo a exposição à dívida que justifica *per si* a evolução de crédito.

Como o objetivo desta dissertação é entender a utilidade do recurso ao financiamento do BCE como prestamista de última instância no mercado bancário português é necessário identificar o padrão comportamental da gestão de ativos dos bancos nacionais.

Sem contradizer as anteriores afirmações de que a assimetria de informação do mercado interbancário promove a disfuncionalidade da gestão de liquidez, e de que a exposição face à dívida pública é um problema imposto pelos governos nacionais, é necessário entender para onde foram canalizados os fundos provenientes do BCE.

Os ensaios sobre a empregabilidade de recursos ao prestamista de última instância sugerem que se os recursos de liquidez vão no sentido de reduzir o custo de liquidação dos ativos de preço elevado. Então a intervenção do banco central vai auxiliar o resultado da contração de crédito e mitigar o impacto da crise financeira.

O que a literatura sugere é que pelo facto dos empréstimos bancários serem considerados como ativos ilíquidos, poderá existir uma alteração de conduta dos bancos no que respeita ao reequilíbrio do balanço, mais especificamente na estrutura de ativos. Isto é, a substituição de empréstimos por ativos líquidos durante os períodos de crise (Wagner, 2007)

Este comportamento é sustentado pelas injeções de liquidez do banco central, sobretudo quando o preço de financiamento é reduzido e as maturidades das operações são longas. Como demonstram Crosignani et al. (2015) os bancos procuraram adquirir títulos de dívida pública com maturidade inferior às ORPA a 3 anos. Desta forma tiraram partido de uma troca atrativa em que adquirem ativos de garantia com maturidade inferior ao financiamento de longo prazo

do BCE. Isto permite um retorno positivo mitigando os riscos de liquidez de financiamento, já que estes títulos de dívida pública poderiam também ser usados como colateral junto do BCE.

Contudo, se os bancos que obtêm este financiamento vão procurar aumentar a exposição de risco face a credores então tais intervenções serão pouco eficientes (Drechsler & Marques-Ibanez., 2013). No entanto, é necessário salientar que estas alterações na estrutura de ativos podem estar dependentes das exigências regulatórias.

A partir de outubro de 2011, o conselho de supervisão da Autoridade Bancária Europeia (ABE) acordou que excecionalmente seriam necessárias medidas urgentes para restaurar a confiança no sector bancário e melhorar a qualidade e quantidade de capital para resistir aos choques e evitar o risco sistémico. As recomendações da ABE vão no sentido de criar um *buffer* de capital que deverá ser atingido até junho de 2012, o qual é justificado pelas circunstâncias excecionais em vigor, considerando a pressão extraordinária de alguns soberanos da área do Euro e do impacto relacionado com o custo e disponibilidade de financiamento bancário.

Para o Banco de Portugal (2012), embora esta medida pretenda reforçar a confiança dos investidores internacionais na solidez dos bancos europeus constitui uma restrição adicional ao desenvolvimento da sua atividade, sobretudo no curto prazo - considerando a então dificuldade em obter o capital necessário através de emissões privadas no mercado. Existe, por isso, o risco de que as instituições bancárias procurem cumprir os requisitos por via de uma redução do seu ativo, nomeadamente dos ativos com maior ponderação de risco – os empréstimos bancários. Assim, e apesar da liquidez abundante proporcionada pelo BCE, no curto prazo, esta medida traduzir-se-á numa restrição da oferta de crédito ao setor privado, em especial às empresas, dificultando a recuperação da atividade económica. Desta forma, a liquidez providenciada pelas ORPA poderá ser canalizada em larga medida para aplicações em dívida pública, regra geral não consumidoras de capital regulamentar, reforçando as conexões entre o sistema bancário e o risco soberano.

Derivado a tais exigências regulatórias, e ao início do PAEF em 2011, o sistema bancário português enfrentou um processo de desalavancagem forçado, com consequências para o crédito à economia. Como referem Blundell-Wignall & Atkinson (2012) os processos de desalavancagem apenas apresentam um resultado positivo quando se verifica um reforço de capital adequado mas que não implique a redução dos empréstimos.

No que concerne às carteiras de investimento dos bancos, T. Hildebrand et al (2012) mostram que há uma alteração com a indução destes novos regulamentos. Esta característica evidencia-

se sobretudo nos bancos com maior exposição aos títulos de dívida soberana como acontece nos países do sul da Europa.

A partir da crise dos *subprime* até à crise da dívida soberana os bancos procuraram reequilibrar o seu balanço com instrumentos que garantam liquidez, como os títulos de dívida. Tal como demonstram Beber et al. (2009) existe uma tendência para os investidores em períodos de *stress* de mercado procurarem ativos que gerem liquidez como as obrigações. Este reequilíbrio culmina numa menor oferta de empréstimos e num incremento de títulos de obrigacionistas (Hildebrand et al, 2012).

Perante este cenário, importa realçar os possíveis efeitos nefastos das injeções extraordinárias de liquidez a três anos, ou como Acharya & Steffen (2014) demonstram a existência de um *carry trade* em que os bancos que recorreram ao financiamento de longo prazo do BCE vão procurar investir em carteiras de ativos de curto prazo com maturidade inferior às datas de reembolso das operações de *open market*.

Os bancos parecem envolvidos no *risk shift* (deslocamento de risco) e ao invés de tentarem evitar as *fire-sales* da sua carteira de ativos, de forma a viabilizar a continuação da cedência de crédito à economia real, procuraram aumentar a sua carteira, sobretudo adquirindo títulos de dívida. Esta tendência é verificada sobretudo nos bancos de fraca capitalização, pois uma vez que se torna difícil cumprir com os requisitos de capital estabelecidos pela ABE para emissão de novos empréstimos e auxiliar a recuperação do mercado de crédito, vão canalizar os fundos do banco central para outros ativos. Do ponto de vista da teoria do prestamista de última instância tais resultados são indesejáveis pois prevê aumento o risco de crise sistémica devido à possibilidade de corrida a estes mesmos bancos (Drechsler & Marques-Ibanez, 2013).

No que concerne ao impacto direto das injeções de liquidez na concessão de crédito Alves et al (2016) referem que apesar da súbita escassez de recursos não houve implicações em termos de condições de crédito agregadas. A análise sugere que o acesso ao financiamento do Eurosistema foi essencial para evitar o colapso no mercado de crédito português. Com a perda de financiamento no mercado por grosso o acesso ilimitado do BCE ajudou os bancos a fornecer crédito à economia real.

Mesmo na conjuntura da crise o modelo de intermediação não foi afetado. As diferenças observadas no balanço variam consoante a dimensão, rácio de capital e liquidez de cada banco. É neste último aspeto que se verifica que as instituições com melhor posição conseguem canalizar mais recursos provenientes do BCE para empréstimos a sociedades não financeiras.

Ao nível dos ativos, carteira de empréstimos e rácio de transformação, o autor refere que não houve alterações significativas (Alves et al, 2016). No entanto, é sobre esta última consideração que reside a principal crítica sobre a qual esta dissertação incide.

Com a implementação em vigor do PAEF em 2011 foi imposta uma redução significativa do rácio de transformação para as principais IMF a atuar em Portugal. Esta exigência poderá implicar uma alteração forçada no modelo de negócio em vigência nos bancos. Perante este cenário impõe-se uma questão: serão as ORPA a 3 anos capazes de restabelecer o canal de transmissão de crédito à economia, perante o processo de desalavancagem forçado?

Garcia-Posada & Marchetti (2015) mostram que as ORPA a 3 anos tiveram um efeito moderadamente positivo sobre a oferta de crédito, nos doze meses após as injeções de liquidez – entre dezembro de 2011 e novembro de 2012 – fornecendo evidências de que existe um canal de empréstimos bancários no contexto da política monetária não convencional. Mais especificamente o impacto agregado das duas injeções de liquidez mostra que existiu um crescimento anual entre 0,8% e 1% dos empréstimos bancários. No entanto, isso não significa que as ORPA tenham aumentado o crédito disponível mas reduziu a taxa de contração dos empréstimos. Se não tivessem sido implementadas tais medidas o crédito às sociedades não financeiras teria diminuído mais 0,8%.

Confirma-se também o efeito heterogéneo das medidas do banco central, consoante a respetiva estrutura do balanço. O impacto é maior nos bancos com escassa liquidez, contudo não existe efeito diferencial em relação ao capital. Neste caso, e de acordo com Albertazzi et al (2014), a natureza do canal de crédito pode alterar durante as crises sistémicas. Mais ainda neste caso se verifica que o impacto das injeções de liquidez incide, sobretudo, nos empréstimos a PME e não apresenta qualquer efeito no crédito às grandes empresas. Este aspeto é importante, uma vez que as pequenas e médias empresas são mais vulneráveis à crise económica do que as grandes corporações.

Indiretamente verifica-se também que as injeções de liquidez melhoraram os recursos de financiamento das empresas e famílias. É de salientar que este financiamento do BCE deu aos bancos nacionais a oportunidade de reestruturar o seu balanço, sobretudo na redução do endividamento de curto prazo (Garcia-Posada & Marchetti, 2015)

Para Darracq-Paries & De Sanctis (2013), que partem de análise empírica sobre os questionários trimestrais do BCE ao mercado de crédito – *Bank Lending Survey* (BLS) – afirmam que o principal canal de transmissão desta política monetária não convencional funciona através da

mitigação dos riscos de liquidez e financiamento das instituições financeiras da Zona Euro e que contribui para diminuir as exigências nos critérios de atribuição de crédito e apoiar a aprovação de empréstimos à economia. Estes autores mostram que diminuindo a restrição das condições de crédito – sobretudo pela redução dos *spreads* aplicados na taxa de juro – acompanhando a melhoria da conjuntura económica tende a existir uma melhoria na concessão de novos créditos bancários.

Como poderá ser evidenciado adiante a análise de resultados aqui apresentada utiliza igualmente as respostas dos bancos inquiridos no *Bank Lending Survey* sobre a alteração dos critérios de atribuição de crédito. Tal como é demonstrado no artigo de Darracq-Paries & De Sanctis (2013) esta dissertação comporta uma metodologia idêntica à utilizada mas neste caso apenas para o sistema bancário em Portugal. Da mesma forma procura-se verificar se a aplicação das OPRA a 3 anos gera uma maior/menor restrição dos critérios de concessão de crédito, e se a alteração destes critérios é condição suficiente para o aumento da concessão de novos empréstimos.

Por outro lado, Simoneti (2014) sugere que as medidas não convencionais implementadas pelo BCE parecem descontextualizadas da crise que afeta a Zona Euro. Existem duas grandes questões que se levantam na crise bancária: a estabilidade financeira e medidas de política monetária que apoiem o crescimento. Contudo, as soluções do Eurosistema são vistas numa ótica de um sistema financeiro bem desenvolvido, composto por bancos comerciais, bancos de investimento, instituições financeiras não bancárias e um mercado de capitais funcional. Porém, estas perspetivas são incapazes de identificar a heterogeneidade dos sistemas financeiros da área do Euro e mostram-se ineficientes para países como Portugal cujo financiamento da atividade económica passa sobretudo pelo crédito bancário.

Neste sentido, o processo de desalavancagem forçado comprometerá a recuperação do crescimento económico com a retração do crédito às empresas, ainda que os bancos tenham à disposição largas operações de refinanciamento de baixo custo e restabeleçam uma posição de liquidez confortável (Simoneti, 2014).

Complementarmente, verifica-se que o aumento do incumprimento pode comprometer a reestruturação dos balanços dos bancos, e que o sobre-endividamento das empresas e famílias é igualmente um fator limitativo da concessão de novos empréstimos, sobretudo se existe um processo de desalavancagem em curso (Jemenšek, 2014).

Em suma, pode dizer-se que os resultados da literatura levantam várias questões exploratórias. Importa averiguar a evolução dos empréstimos bancários em Portugal perante a crise de liquidez desencadeada no MMI. Nesta situação verificou-se que houve uma alteração no comportamento das instituições bancárias estando estas mais focadas na aquisição de ativos líquidos, como títulos de dívida pública e simultaneamente confirmou-se um decréscimo nos empréstimos bancário. Ao mesmo tempo é demonstrado que a diminuição dos empréstimos é corroborada pelo agravamento da crise financeira e endividamento das famílias e empresas.

Quanto aos impactos diretos decorrentes das ORPA, estes apresentam um impacto positivo no que concerne à captação de liquidez dos bancos, de forma direta - com a diminuição da tensão no MMI -, e indireta - com a diminuição dos juros da dívida. Estas ORPA a 3 anos demonstram que existe uma correlação positiva com a evolução de crédito na Zona Euro devido ao relaxamento dos critérios de concessão de empréstimos.

No entanto, é também verificado que o sistema bancário português entrou num processo de desalavancagem forçado e que pode comprometer a eficácia das injeções de liquidez do BCE na recuperação do financiamento à economia.

Ao mesmo tempo é ainda verificado que a crise financeira levou a que as entidades reguladoras aumentassem os requisitos de capital dos bancos de forma a evitar um risco sistémico e que esta medida pode implicar uma alteração da composição dos ativos.

Por fim, verifica-se então a necessidade de verificar se as injeções de liquidez do banco central foram eficazes na recuperação do crédito à economia, sendo que os bancos parecem ter procurado alternativas para canalizar os fundos provenientes do BCE.

4. Metodologia e Dados

Como referido nos capítulos anteriores, a presente dissertação enquadra-se metodologicamente na análise de um estudo de caso. Pela teoria, é possível alegar que esta dissertação se ajusta nesta tipologia pelo facto do objeto de estudo ser contemporâneo, geograficamente restrito e se apresentar como um fenómeno isolado. Aliás, o próprio enquadramento das ORPA a 3 anos no âmbito de um programa de “políticas monetárias não convencionais” indica, por si só, que se trata de um caso esporádico.

Ao estudo de caso importa alcançar resposta a questões do tipo “como” e “porquê”. Assim, é justificável que a procura de resposta à questão “Qual o impacto das injeções extraordinárias de liquidez do BCE no crédito bancário em Portugal” se adegue a este contexto.

Neste tipo de metodologia é possível encontrar três tipos de objetivos numa investigação: (i) descritivo, no qual o intuito é descrever o fenómeno dentro do seu contexto; (ii) exploratório, quando o objeto de estudo é pouco conhecido, sendo orientado para definir hipóteses ou proposições para questões futuras; (iii) explanatório, quando a investigação contém o propósito de explicar relações de causa e efeito a partir de uma base teórica (Yin, 2014). Se olharmos novamente à questão de partida podemos inferir que o objetivo central desta dissertação tem caracter explanatório.

Não obstante, verifica-se a necessidade complementar do recurso a medidas descritivas e levantamento de questões exploratórias, sobretudo no que concerne às mais recentes injeções de liquidez do BCE respeitantes às ORPA-Destinadas

Quanto às variáveis em estudo nesta dissertação, a variável dependente refere-se aos empréstimos bancários concedidos a empresas e famílias. A variável explicativa serão as ORPA a 3 anos e as ORPA Destinadas. Os resultados que se apresentam são sobretudo do tipo qualitativo.

Os resultados apresentar-se-ão subdivididos em cinco partes:

Na primeira parte, é analisada a “evolução da oferta e procura de empréstimos bancários” dar-se-á lugar a uma análise explanatória sobre a resiliência do sistema bancário português face ao aumento do risco do mercado interbancário. Para tal é analisado o Relatório de Estabilidade Financeira realizado pelo Banco de Portugal, respeitantes a vários períodos a partir de 2007 até 2015.

Relativamente à evolução dos empréstimos a primeira análise comporta a observação gráfica da taxa de crescimento anual para Portugal e em comparação com outros países do Euro. A descrição da evolução desta variável é descrita inicialmente de forma agregada e mais tarde discriminada entre empréstimos a famílias e SNF.

Sobre o volume de empréstimos são apresentados, na exposição de resultados, gráficos construídos a partir da base de dados do BCE - Statistical Data Warehouse. Quanto ao volume de crédito, este é apresentado em valores brutos, em milhões de euros (€.Ml), emitido a sociedades não financeiras e crédito habitação. Tais dados apresentam uma periodicidade mensal para o período compreendido entre 2003 e dezembro de 2015.

A par desta análise são providenciados dados do INE, com base nos relatórios sobre as Contas Nacionais Trimestrais Por Sector, de forma a compreender as alterações decorrentes do crédito

à economia. Sobre estes relatórios importa sobretudo o estudo sobre as necessidades de financiamento das empresas e famílias.

Na segunda parte é apresentada a inferência de resultados no que respeita à procura e oferta de empréstimos, assim como o impacto das ORPA a 3 anos nas condições de crédito são verificados pela análise dos *Bank Lending Survey* (BLS). Neste âmbito, o tipo de análise é de carácter qualitativo onde é possível verificar o impacto das ORPA a 3 anos nos critérios de atribuição de crédito. Esta análise recorre ao BLS (inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito) efetuado pelo Banco de Portugal que fornece informações detalhadas sobre as condições afetas às condições de crédito, para uma amostra das cinco maiores instituições nacionais.

Do lado das variáveis explicativas tem-se em conta a alteração dos critérios de concessão de crédito às empresas e famílias. Estes critérios comportam os seguintes indicadores: (i) *spread* aplicado nos empréstimos de risco médio; (ii) *spread* aplicado nos empréstimos de maior risco, (iii) comissões e outros encargos não relacionados com a taxa de juro; (iv) montante ou linha de empréstimo e (v) *covenants*.

Ainda como variável explicativa tem-se os fatores de concessão de empréstimos que reportam à posição de liquidez do banco, à captação dos fundos próprios e ao acesso ao financiamento de mercado. Os dados aqui utilizados igualmente extrapolados do *Bank Lending Survey*.

Este inquérito sugere uma análise qualitativa em duas perspetivas: (i) *backward-looking*, interrogando os respetivos responsáveis de administração, sobre as variáveis macroeconómicas que afetaram as condições de concessão de empréstimos nos últimos três meses, assim como as condições de financiamento e a procura; (ii) *forward-looking*, as mesmas questões são repetidas e interrogam os dirigentes sobre as expetativas face ao próximo trimestre.

O inquérito está subdividido em três principais categorias: a primeira infere sobre os fatores de risco, a segunda sobre as condições impostas pelo próprio banco na concessão de novos empréstimos, e a terceira sobre a procura. As mesmas questões são replicadas e dirigidas quer ao nível dos empréstimos a empresas, discriminação entre PME e grandes empresas e quanto à maturidade dos empréstimos; quer ao nível de famílias e particulares, dirigindo as questões ao crédito habitação e crédito ao consumo.

Esta iniciativa parte do BCE, impondo o BLS aos bancos centrais nacionais a execução de um inquérito trimestral, com início no primeiro trimestre de 2003.

Os gráficos do BLS apresentam um índice de difusão. Esta medida deve ser interpretada pela diferença ponderada entre a percentagem de bancos que reportam um aumento da restrição das condições de empréstimos, e/ou da procura, e a percentagem de bancos que reportam um declínio. O índice é construído da seguinte forma: às instituições que atribuem um peso “considerável” das alterações das condições de crédito é atribuído o valor 1 (ou -1 se o efeito for negativo). Se das instituições corresponder a uma alteração moderada é atribuído o valor 0,5 (ou -0,5) e 0 se não existir alterações face ao período anterior. A leitura do índice de difusão é posteriormente convertida em percentagem.

As questões em aberto são iguais para todos os países da Zona Euro e são submetidas pelos reguladores às maiores instituições nacionais. O BLS tem sido alvo de alterações e adicionalmente o BCE acrescentou um conjunto de questões *ad hoc* com o intuito de averiguar o impacto das crises financeira e da dívida soberana no financiamento das instituições, as alterações regulatórias das entidades supervisoras e a prossecução de política monetária não convencional.

Na terceira parte, a análise ao “processo de desalavancagem” é efetuada através da verificação das fontes financiamento dos bancos nacionais e alteração na estrutura do passivo. O objetivo passa por identificar o modelo de intermediação dos bancos portugueses face à crise financeira e da dívida soberana. Com as necessidades de desalavancagem impostas pela regulação europeia e pelo PAEF, em 2011, serão descritas as iniciativas tomadas pelas administrações bancárias por forma a alterarem as fontes de financiamento, dada a escassa liquidez no mercado por grosso. Dar-se-á especial atenção à evolução do rácio de transformação, ou seja, a relação entre depósitos e empréstimos bancários.

Será analisada a evolução dos depósitos e as respetivas taxas de juros aplicadas, de forma gráfica, afim de verificar a adequabilidade de tais medidas quando o financiamento interbancário for substituído pelo Eurosistema.

Importa igualmente, nesta fase, esclarecer a importância da quebra da qualidade dos empréstimos verificada no sistema bancário português, já que esta variável se torna relevante para os critérios de atribuição de crédito. Face a um aumento do risco de crédito e do incumprimento é expectável que os bancos restrinjam os critérios aplicados sobretudo quando existem dificuldades em obter financiamento. Aqui os dados são extrapolados do Banco de Portugal – BP Stat.

A quarta subseção apresentará a relação entre o risco decorrente da dívida soberana no balanço dos bancos e a sucessiva reestruturação do lado do ativo. Após a verificação das questões *ad hoc* do BLS, sobre o tema, são analisados os comportamentos adotados pelos bancos após as injeções de liquidez de longo prazo. De forma a compreender o processo de desalavancagem são construídos gráficos respeitantes às alterações de investimento das IFM em Portugal e na Zona Euro. Também é verificada alteração de financiamento das empresas do setor não financeiro, no qual, os dados são provenientes do ECB Statistical Data Warehouse e conjuntamente com o Eurostat.

Por último, a discussão de resultados leva ao levantamento de questões exploratórias futuras, no que respeita às próximas operações de refinanciamento de prazo alargado destinadas do BCE, as quais ainda não satisfazem uma base teórica robusta passível de se tornarem a questão central desta dissertação. Sobre as ORPA destinadas acresce ainda o facto deste programa de injeção de liquidez ser bastante recente – a primeira fase de implementação deste programa foi em 2014 e a segunda fase ocorreu em 2016 –, pelo que não parece existir para já um espectro cronológico suficientemente capaz de verificar o impacto destas medidas no crédito bancário. Neste sentido, o objetivo de investigação da análise das ORPA Destinadas no crédito bancário tem caráter exploratório, cujos resultados são preliminares e os quais são submetidos à comparação com o impacto das ORPA a 3 anos na concessão de crédito

5. Discussão e Resultados

De seguida serão apresentados os resultados que respondem à pergunta de partida: “Qual o impacto das injeções extraordinárias de liquidez do BCE na concessão de crédito bancário em Portugal?”. Devido à complexidade desta questão e uma vez que através dos dados obtidos não é possível determinar diretamente o efeito das ORPA na emissão de novos créditos, este capítulo está subdividido em quatro subcapítulos. Em primeiro lugar, no tópico 5.1 serão apresentados os resultados da evolução dos empréstimos no setor empresarial e particular; no tópico 5.2 serão demonstrados os resultados do *Bank Lending Survey* ao nível dos critérios de concessão de novos empréstimos e como esses critérios explicam a evolução dos empréstimos, mostrando em que períodos se verificou uma maior/menor restrição de acesso ao crédito com a introdução das ORPA; o tópico 5.3 mostra o processo de desalavancagem levado a cabo pelo sistema bancário devido às exigências do PAEF e de que forma este processo condicionou a evolução de crédito, relacionando também a alteração das estruturas de balanço feitas pelos bancos e da qualidade dos ativos; no tópico 5.4 é demonstrado o efeito da exposição dos bancos

à dívida soberana – através das questões *ad hoc* do inquérito aos bancos - e de que forma esta compromete o sucesso das ORPA e subsequentemente o crédito bancário; Por último, no tópico 5.5 é descrita a nova política monetária não convencional implementada pelo BCE, as ORPA-Destinadas, e é feita a comparação com as ORPA a 3 anos.

5.1 Evolução da oferta e procura de empréstimos bancários

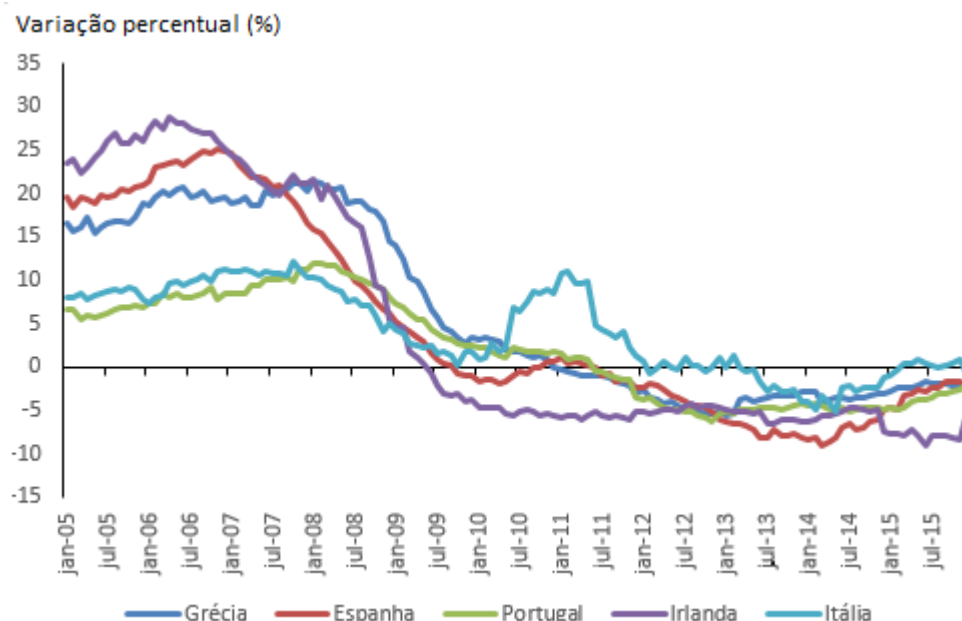
Na primeira fase da crise 2007-2008 o sistema bancário português parece ser exceção no que respeita ao comportamento da evolução dos empréstimos bancários, face à maioria dos restantes países da Zona Euro. Na capacidade de emitir empréstimos verifica-se uma maior resiliência face às tensões no mercado interbancário, pelo que não se observa uma contração da tendência neste período (Carpenter et al, 2014)

Para o Banco de Portugal, a resiliência ao longo da crise financeira internacional iniciada em 2007 deveu-se à exposição muito limitada aos ativos tóxicos que estiveram na génese da crise, a ausência de uma situação de sobrevalorização no mercado imobiliário, bem como o tipo de atividade desenvolvida. Neste contexto, o sistema bancário português revelou capacidade para manter os seus níveis de rendibilidade e solvabilidade alinhados com os padrões internacionais.

Esta resiliência é igualmente evidenciada pelo facto dos bancos se apresentarem como prestamistas no MMI, e que se verificou esta tendência no período entre setembro de 2008 e maio de 2011 (Saldanha & Soares, 2015).

Contudo, pela taxa de crescimento anual dos empréstimos bancários (Figura 2) é perceptível que o crédito entrou numa tendência decrescente tendo sido esta situação deteriorada sobretudo a partir de 2011 com a crise da dívida soberana. Em junho de 2011 esta mesma taxa apresenta valores negativos. Em similitude é verificável a queda abrupta dos empréstimos nos países da Zona Euro sob *stress*, já com uma contração muito acentuada na primeira fase da crise - excetuando a Itália que apresentou ainda uma recuperação significativa na segunda fase da crise.

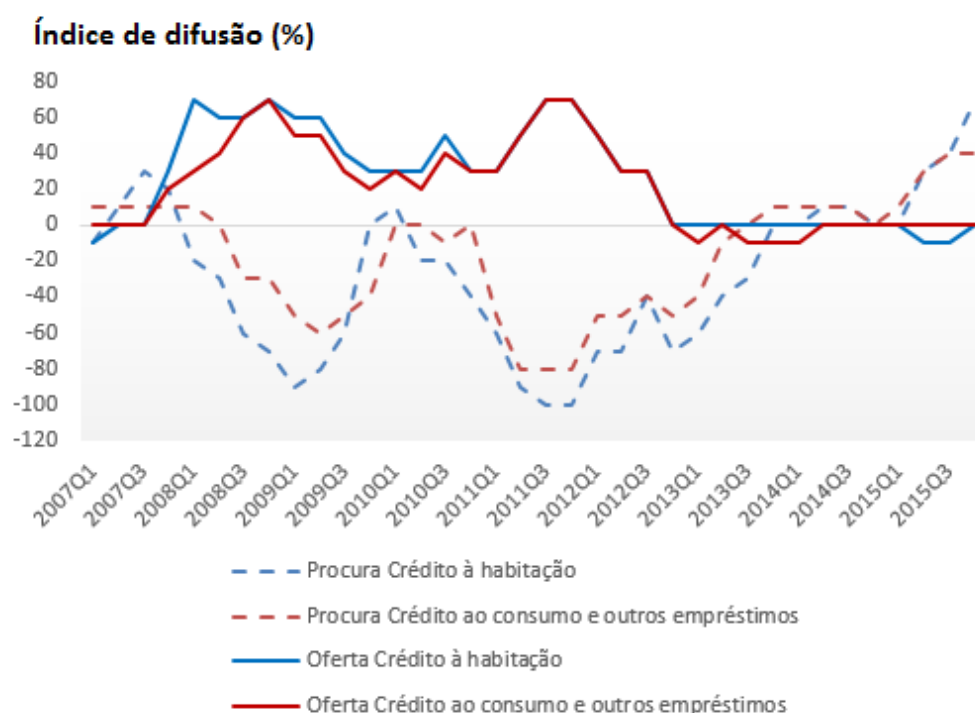
Figura 2 - Taxa de crescimento anual dos empréstimos bancários



Fonte: Elaboração própria com dados do Thomson Reuters Datastream

Foi também a partir de 2011 que as necessidades de financiamento do setor privado não financeiro registaram um ligeiro aumento comparativamente com o ano anterior. No caso das sociedades não financeiras verificou-se uma redução da poupança e do investimento sendo um aumento na procura de crédito para pagamento de dívidas. Assistiu-se a uma diminuição mais acentuada dos empréstimos a SNF, assim como às famílias que têm vindo a refletir fatores explicativos tanto do lado da oferta como do lado da procura. No caso dos particulares refira-se que o principal fator se deve sobretudo às perspetivas negativas sobre o rendimento futuro, associadas ao aumento generalizado do desemprego. Por outro lado, parece existir algum aumento nas taxas de poupança, o que sugere também que as famílias estão a ajustar os seus níveis de consumo devido à redução dos rendimentos disponíveis ao sucessivo aumento dos critérios de aquisição de crédito (INE, 2012).

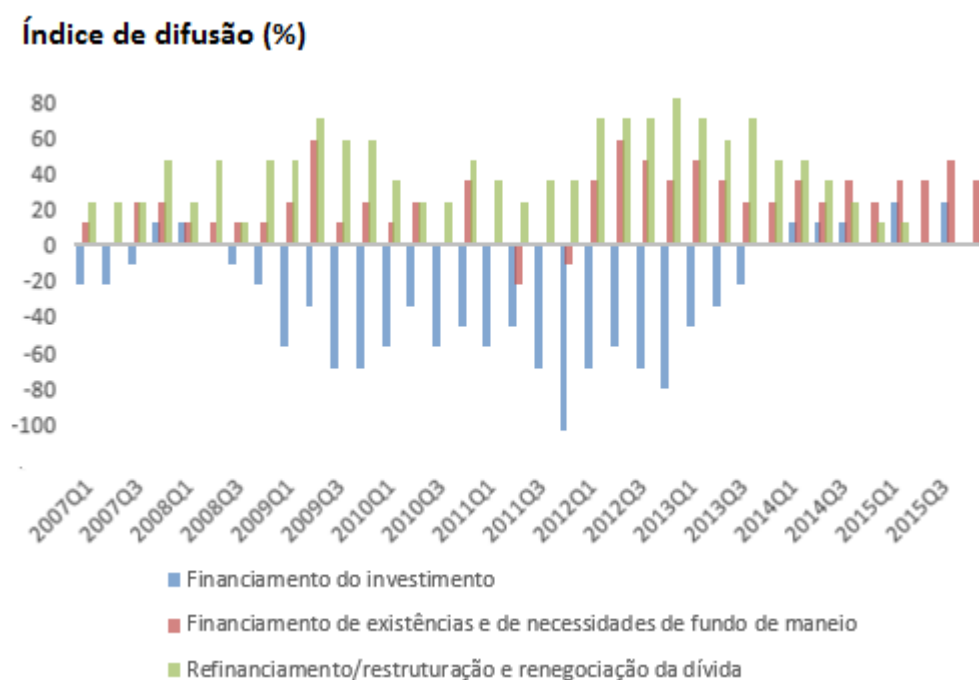
Figura 3 – Oferta e procura de crédito do setor particular – BLS



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco de Portugal – *Bank Lending Survey*

Segundo o Relatório de Estabilidade Financeira do Banco de Portugal – Novembro 2014 - só a partir do 1º trimestre de 2012 parece existir uma ligeira melhoria, pelo que a necessidade de financiamento da economia diminuiu de 5,0% no último trimestre de 2011 para 3,9% em percentagem do PIB. Esta diminuição deve-se sobretudo ao registo do aumento da capacidade de financiamento das famílias e a uma redução da necessidade de financiamento das SNF. A capacidade de financiamento das famílias aumentou para 5,1% do PIB no 1º trimestre de 2012, no entanto, não reflete um aumento da concessão de crédito, mas sim um aumento na taxa de poupança, sendo que se verificou uma redução do consumo privado. A necessidade de financiamento das SNF é reduzida para 4,2% do PIB sendo determinada pela redução do investimento. Por outro lado verifica-se a elevada procura pelo financiamento bancário para efeitos de necessidades de fundo de maneo e reestruturação e renegociação da dívida, nos períodos atingidos pela crise da dívida soberana. A procura de crédito para investimento apenas começa a recuperar a partir de 2013 com o fim do Programa de Assistência Económica e Financeira e a redução do endividamento das empresas

Figura 4 - Fatores de procura de empréstimos – Sociedades Não Financeiras



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco de Portugal – *Bank Lending Survey*

Do lado das empresas é a sobretudo a redução do investimento que justifica a quebra da procura. Por sua vez, os bancos apercebendo-se do aumento do risco de crédito, verificado também nos seus balanços pelo aumento do incumprimento, têm apertado nos critérios.

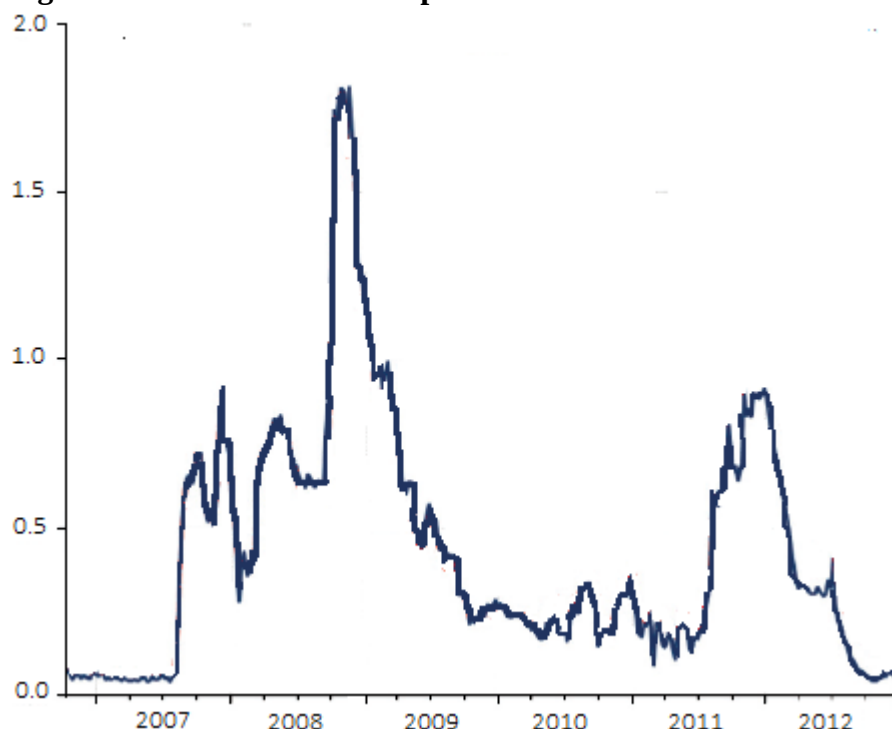
A maior exigência no processo de concessão de empréstimos verifica-se, do lado das empresas, pela redução do montante ou linha de crédito, e o aumento dos *spreads* associados às taxas de juros, enquanto do lado dos particulares se exige uma redução da diferença entre o montante do empréstimo e o valor da garantia, e igualmente nas taxas de juro praticadas, quer no crédito ao consumo quer no crédito à habitação.

5.2 Impacto das ORPA a 3 anos nos critérios de concessão de crédito

A análise empírica sobre o impacto das injeções extraordinárias de liquidez do BCE mostra que o principal canal de transmissão da política monetária funciona através da mitigação dos riscos de liquidez e financiamento no sistema bancário da Zona Euro. Como se pode observar na Figura 5 após a implementação das ORPA a 3 anos – no final do 4º trimestre de 2011 e no 1º

trimestre de 2012 - verifica-se uma diminuição do risco de liquidez no MMI como indicado pelo Euribor – OIS Spread¹.

Figura 5 – EURIBOR – OIS Spread



Fonte: Elaboração própria com dados do Thomson Reuters Datastream

Este canal de transmissão contribui para relaxar os critérios de atribuição de crédito e apoiar o financiamento da economia real. A diminuição dos *spreads* aplicados a par da melhoria da atividade económica e a provisão dos empréstimos sugere o relaxamento dos padrões de crédito devido às ORPA e está relacionada com uma quantitativa flexibilização da oferta de crédito. Neste sentido, os efeitos das ORPA são “diretos”, uma vez que reduziram os constrangimentos de liquidez dos bancos, pela expansão do seu balanço, e “indiretos” porque facilitaram o acesso ao mercado interbancário e baixaram os custos de financiamento.

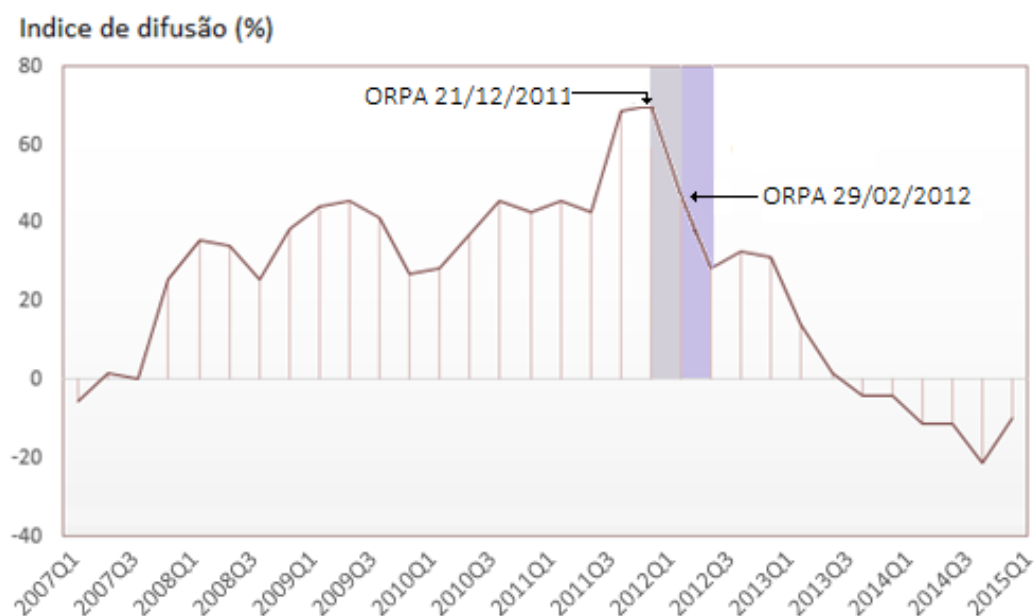
De seguida serão apresentados os resultados dos impactos das ORPA nos critérios de atribuição de crédito respetivamente para as SNF e para as famílias, segundo os dados do BLS.

¹ Euribor OIS – Spread: é a diferença entre o valor da Euribor e a *Overnight Index Swap*. Uma vez que não existe uma medida direta de medir o risco de liquidez no MMI esta é, segundo a literatura, a variável mais robusta (Carpenter et al., 2014)

Sociedades Não Financeiras

Na Figura 6 é possível verificar a aplicação dos critérios de concessão de crédito a sociedades não financeiras e observar em que períodos se verificou uma maior facilidade/constrangimento na aprovação de empréstimos às empresas.

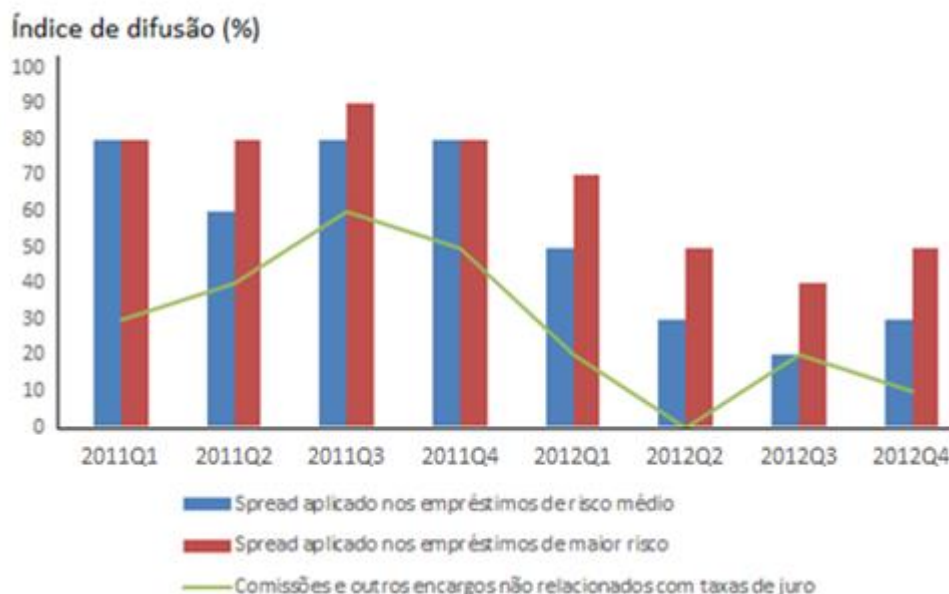
Figura 6 - Critérios de Atribuição de Crédito a SNF



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco de Portugal – *Bank Lending Survey*

Na resposta das instituições portuguesas incluídas no Inquérito aos Bancos Sobre o Mercado de Crédito conduzido pelo Banco de Portugal, entre 2007 e 2014, é possível verificar que os critérios de atribuição de crédito atingiram o seu valor máximo de restritividade no 4º trimestre de 2011, representando 70% no índice de difusão, pelo que o relaxamento de tais critérios só foi possível no início do ano seguinte, com a injeção das respetivas ORPA a três anos.

Figura 7 - Spread e outros encargos aplicado nos empréstimos a SNF

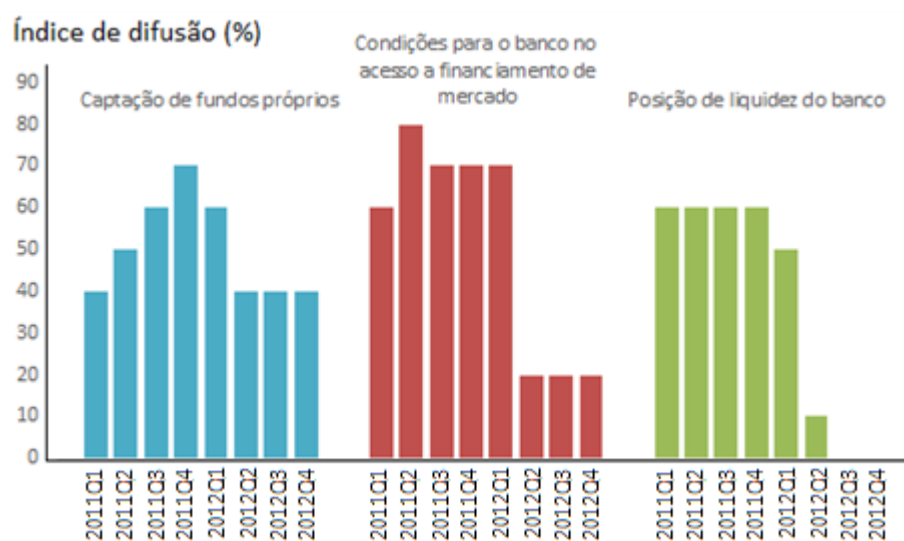


Fonte: Elaboração própria com dados do Banco de Portugal – *Bank Lending Survey*

A partir do 1º trimestre de 2012 os bancos nacionais apontaram para um relaxamento dos critérios na generalidade, após a primeira injeção de liquidez de longo prazo a 21 de dezembro de 2011. Esta tendência verificou-se ainda mais acentuada no segundo trimestre com o valor do índice de difusão em 28,5% em relação à segunda ORPA em fevereiro de 2012.

A robustez dos resultados mencionados é possível evidenciar a partir da resposta de variáveis alternativas. Ou seja, pela agregação de três fatores que explicam os padrões de crédito: a posição de liquidez, posição de capital e a capacidade de acesso ao financiamento de mercado como é verificado na figura seguinte.

Figura 8 - Fundos Próprios, Financiamento de Mercado e Posição de Liquidez

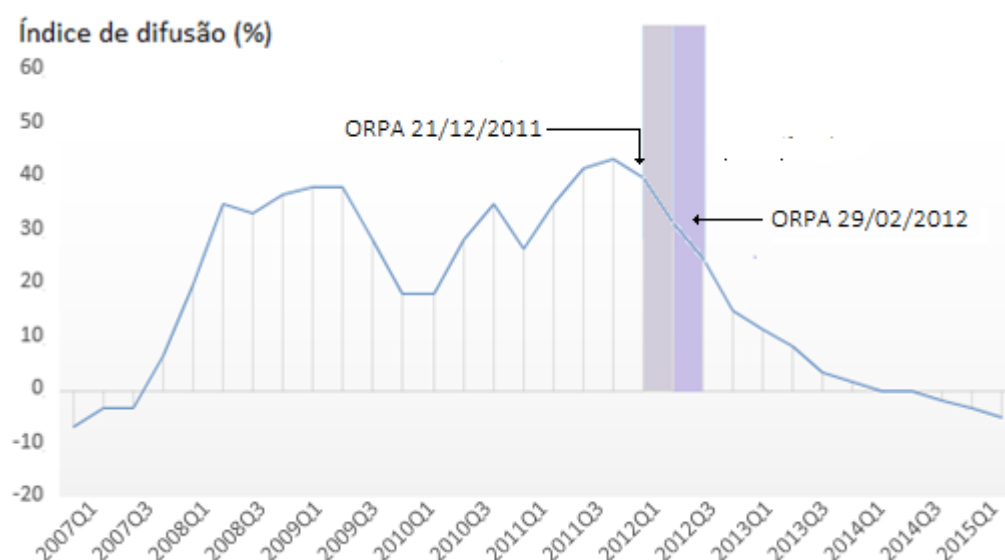


Fonte: Elaboração própria com dados do Banco de Portugal – *Bank Lending Survey*

Famílias e Particulares

No que respeita à provisão de empréstimos a famílias e particulares, o cenário é semelhante. Se olharmos os critérios de atribuição de crédito à habitação (Figura 9), verifica-se um decréscimo igualmente acentuado aos empréstimos a sociedades não financeiras.

Figura 9 - Critérios de Atribuição de Crédito à Habitação



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco de Portugal – *Bank Lending Survey*

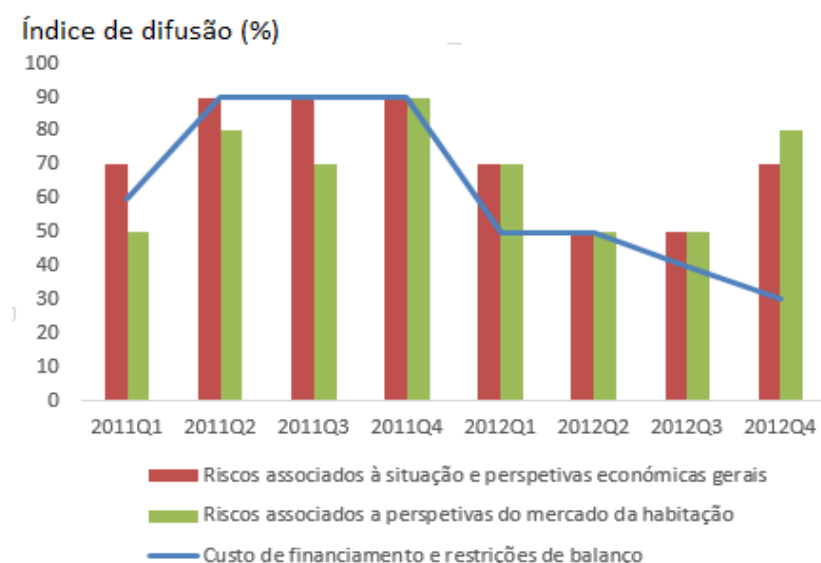
Contundo, as conclusões que se podem retirar sobre os empréstimos ao setor não empresarial diferem da natureza dos empréstimos a SNF por duas razões: (i) apesar das injeções de liquidez

prevenirem a reestruturação forçada do balanço dos bancos estas não foram desenhadas com o princípio de mitigação da paralisação de crédito às famílias mas sim às empresas, sobretudo PME; (ii) os fatores que condicionam a concessão de crédito do lado dos particulares são sobretudo fatores de natureza macroeconómica e dependem sobretudo da evolução do Produto, dos níveis de desemprego e do rendimento das famílias.

É verificado também que o aperto dos critérios de atribuição de crédito não são tão acentuados se comparados com os critérios exigidos para os empréstimos às empresas. O aperto dos critérios de atribuição de crédito à habitação é semelhante nos períodos da primeira fase da crise e da crise da Zona Euro, apresentando valores próximos dos 40% no último semestre de 2008 após o colapso do Lehman Brothers, e valores idênticos no pico da crise da dívida soberana.

Desta forma verifica-se que do lado dos fatores que justificam a restrição dos empréstimos à habitação a posição do banco está mais dependente da fragilidade dos riscos associados à situação e perspectivas económicas gerais em paralelo com as perspectivas do mercado de crédito à habitação.

Figura 10 - Riscos e restrições de balanço para Crédito Habitação



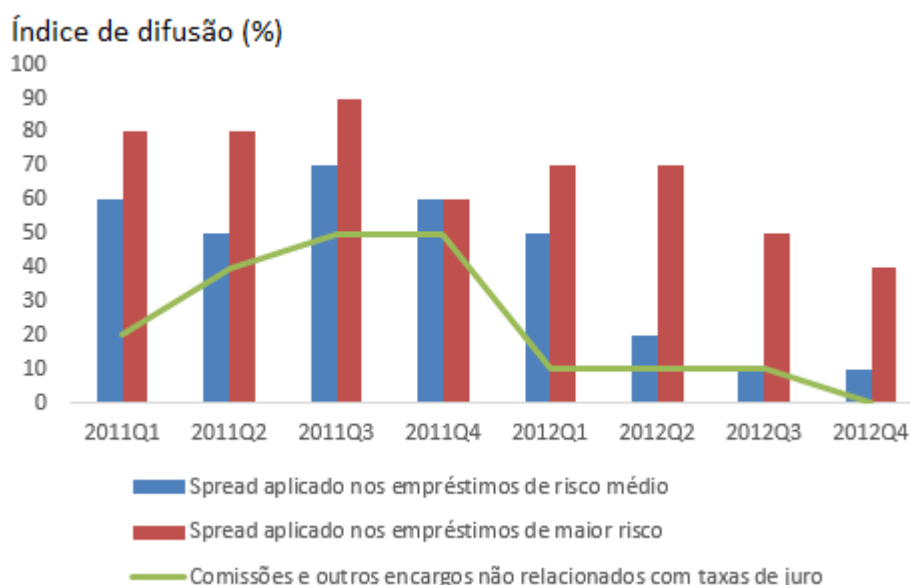
Fonte: Elaboração própria com dados do Banco de Portugal – *Bank Lending Survey*

Ainda que as restrições de balanço pareçam agilizar após a introdução da política não convencional do BCE, a redução da restrição dos critérios é acompanhada pela melhoria das condições económicas gerais (Figura 10), enquanto do lado das empresas, se verifica um significativo relaxamento das condições de acesso a financiamento bancário devido à melhoria das posições de liquidez e do mercado interbancário, ao passo que os riscos associados às

condições económicas gerais se mantem elevado. Isto significa portanto, que o financiamento ao setor empresarial está mais dependente da tomada de política monetária do BCE, ao contrário das famílias. Além disso, é perceptível que as restrições de acesso ao crédito habitação apresentam uma tendência decrescente já a partir do 3º trimestre de 2011, ainda antes do anúncio das medidas de política monetária não convencional. Esta tendência também não mostra deturpações, até ao final de 2015, ao contrário dos critérios adotados para o crédito empresarial, que apenas foram agilizados com as operações de refinanciamento de prazo alargado a 3 anos.

Contudo, tal como no crédito às SNF, na prática dos *spreads* do crédito à habitação verifica-se igualmente uma maior flexibilização após as injeções de liquidez do Eurosistema, embora neste aspeto, apenas o *spread* aplicado a empréstimos de risco médio apresente um decréscimo significativo (Figura 11)

Figura 11 - Spread e outros encargos aplicado nos empréstimos a Crédito Habitação

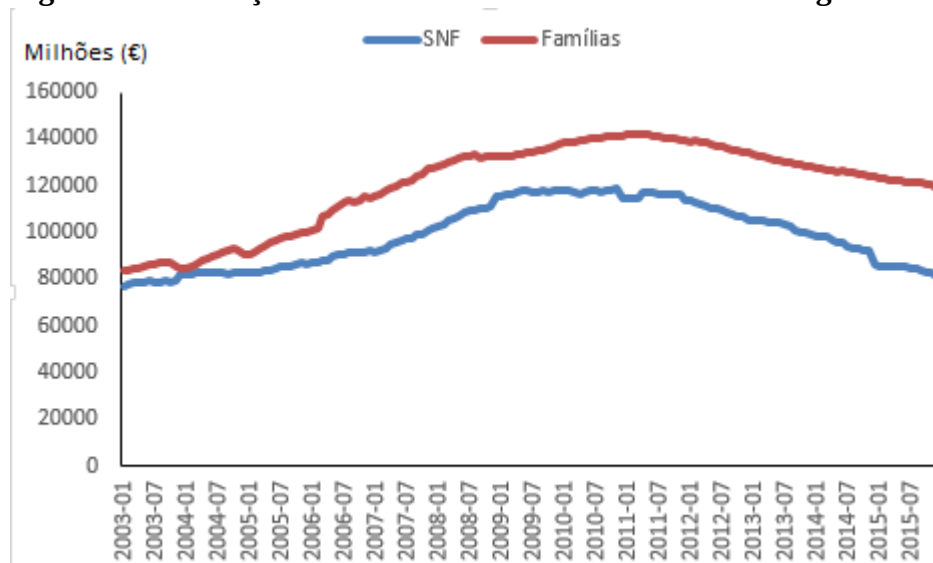


Fonte: Elaboração própria com dados do Banco de Portugal – Bank Lending Survey

Outro facto a ter em conta é o de que, enquanto os empréstimos a sociedades não financeiras são geralmente vistos como um indicador *fowardlooking* para o desenrolar do crescimento global de crédito, e da atividade económica em geral, o crédito às famílias vai retardando segundo os ciclos económicos, durante alguns trimestres, daí a grande deterioração quer do lado da oferta, quer do lado da procura, sobretudo no crédito à habitação. Pelo contrário, os empréstimos a SNF são mais capazes de captar os efeitos da política monetária no imediato.

No entanto, a questão que se coloca é a de afirmar até que ponto a redução dos critérios de atribuição de crédito permite o relançamento dos empréstimos às empresas e famílias. Se olharmos aos fluxos de crédito o *outlook* continua com aspeto negativo, mesmo após as injeções de liquidez do BCE a 3 anos. Pela observação da Figura 12 é possível verificar que a tendência da evolução dos empréstimos à economia real é decrescente. O que estes resultados parecem indicar é que o relaxamento dos padrões de atribuição de crédito é uma condição necessária mas não suficiente para o aumento do crédito bancário.

Figura 12 - Evolução do crédito a SNF e Famílias em Portugal



Fonte: Elaboração própria com dados do ECB Statistical Data Warehouse

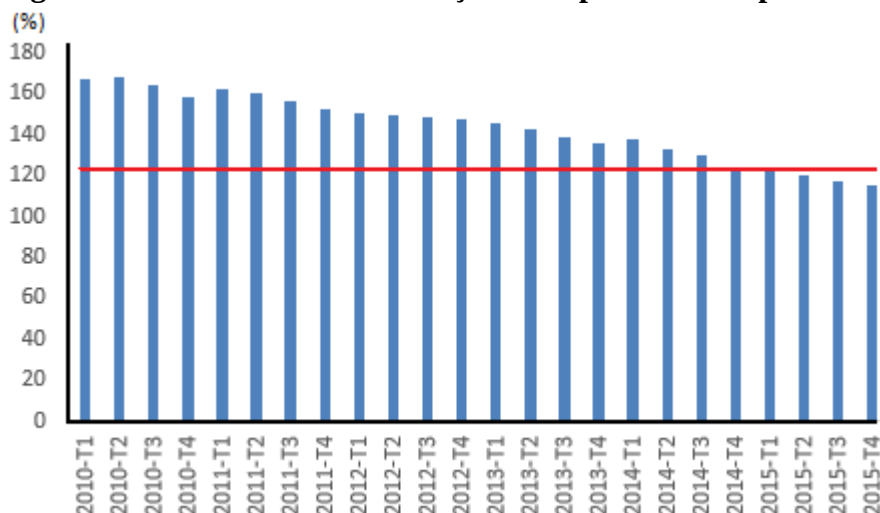
Se por um lado, se pode afirmar que as condições macroeconómicas têm limitado a procura de crédito, é ainda possível encontrar duas razões explicativas para a redução da rubrica de crédito: (i) o processo de desalavancagem no tópico 5.3 e a (ii) exposição à dívida soberana no tópico 5.4.

5.3 Processo de desalavancagem

Em primeiro lugar, com a introdução do PAEF, a partir de 2011, foi imposto um processo de desalavancagem forçado que estabeleceu restrições na concessão de crédito, e que afetou sobretudo o sector empresarial que está muito dependente do financiamento bancário. Em segundo lugar, verifica-se também um peso preponderante que decorre da quebra da qualidade de crédito.

Com a diminuição do rácio de transformação reduzido de 160 para 120 por cento, até ao final de 2014 (Figura 13), o que se tem verificado é que os modelos de negócio ditam que os bancos comerciais se transformaram em caixas poupança.

Figura 13 - Rácio de Transformação – Empréstimos/Depósitos

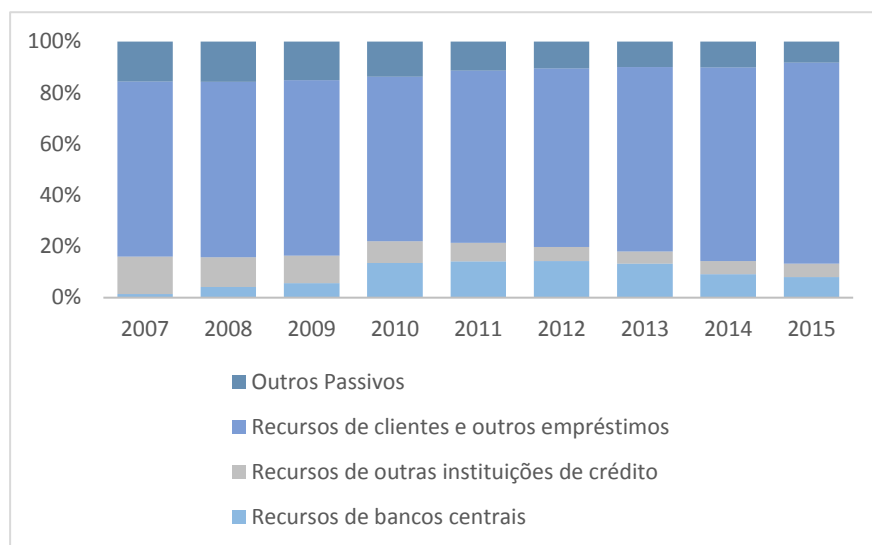


Fonte: Elaboração própria com dados do ECB Statistical Data Warehouse

Do lado do ativo, os bancos modificaram as suas estratégias de preços de repercutir o aumento do custo de financiamento para os mutuários e adotando critérios de seleção mais apertados, com a necessidade de reduzir os empréstimos e, especificamente, o financiamento das empresas de maior risco.

Do lado do passivo, verificou-se um significativo aumento das taxas de juro de depósitos, de forma a cativar o financiamento a retalho, pelo que se verifica ao nível da estrutura de financiamento, um aumento dos recursos de clientes, a par do aumento da exposição ao banco central (Figura 14)

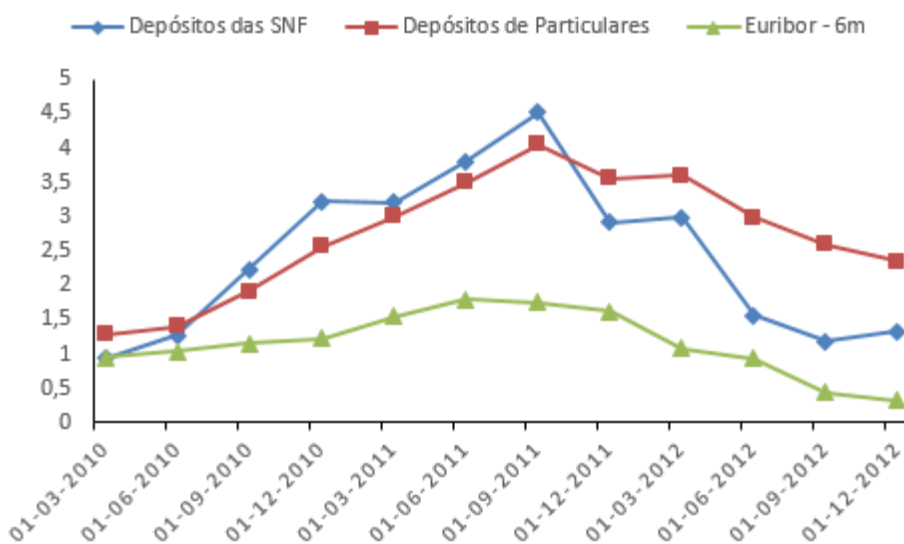
Figura 14 - Financiamento das IFM em Portugal



Fonte: Elaboração própria com dados da Associação Portuguesa de Bancos

Esta subida das taxas de juro dos depósitos assumiu em alguns casos proporções avaliadas como excessivas pelo Banco de Portugal. Para o efeito foi imposta uma medida de dedução aos fundos próprios Core Tier 1 tendo por base o montante dos depósitos contratados com taxas de juro mais de 300 pontos base acima do valor da taxa Euribor relevante para o período de referência da operação, com efeitos a partir de 1 de novembro de 2011 (Banco de Portugal, 2012).

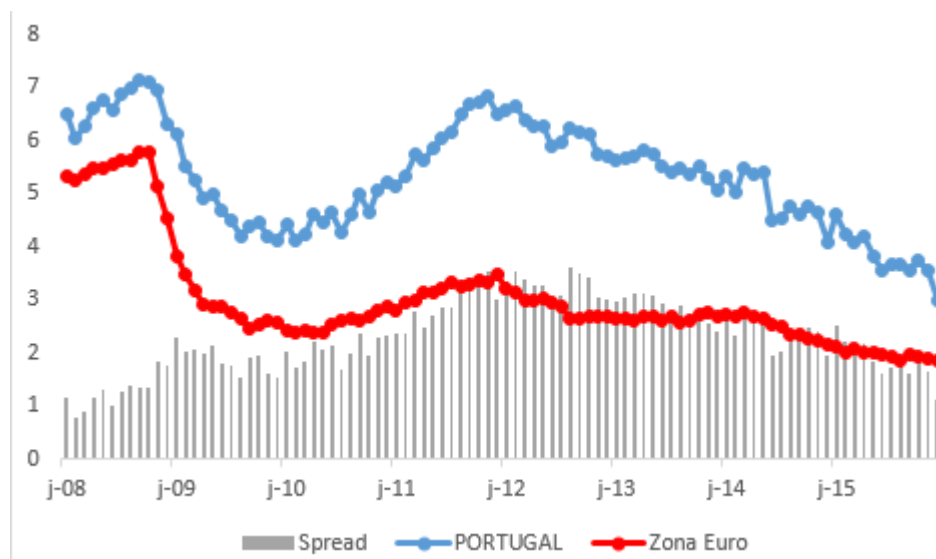
Figura 15 - Taxas de juros de depósitos de SNF e Particulares e Euribor 6 meses



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco de Portugal

Devido à necessidade de reestruturação dos seus balanços, mesmo com as injeções dos Eurosistema a atividade de crédito continua baixa e as taxas de juro aplicadas a novos empréstimos para as SNF são bastante mais elevadas que a média dos países do Euro (Figura 16).

Figura 16 - Taxas de juro de novas operações a Sociedades Não Financeiras

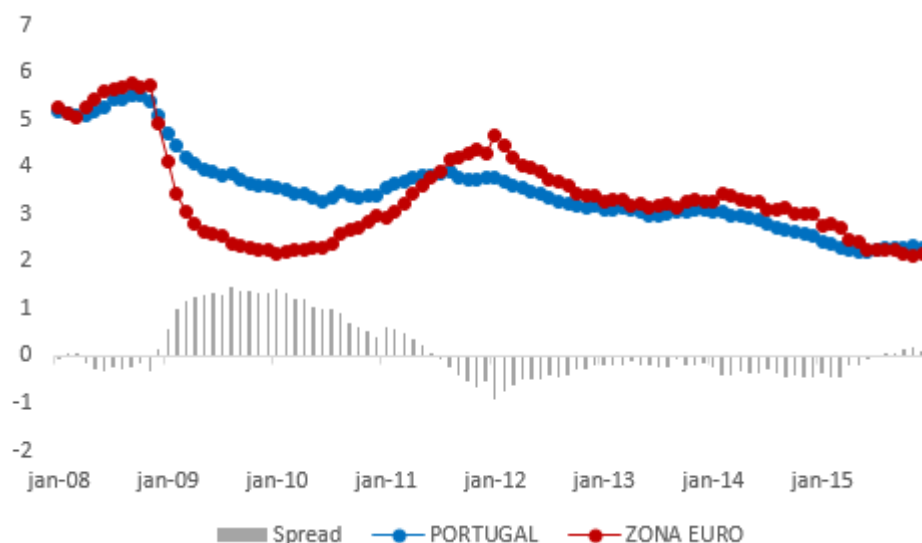


Fonte: Elaboração própria com dados do ECB Statistical Data Warehouse

Já para o crédito habitação o cenário é contrário, - descida das taxas de juro (Figura 17) - mas apesar dos preços praticados pelos bancos nas novas operações, a procura de crédito deteriorou-se e grande parte desta procura comporta risco elevado. Ainda que os critérios de atribuição de crédito estejam relativamente menos restritivos existe uma baixa procura que satisfaça esses mesmos critérios e a gestão de risco que os bancos estão obrigados a cumprir.

Ainda assim, tal como referido anteriormente o crédito habitação não pode ser visto como foco de transmissão de política monetária, já que quando os bancos centrais aplicam medidas de QE fazem-no sobretudo com intenção de encorajar o crédito às empresas. Ao contrário do crédito habitação, o crédito empresarial não é, geralmente, securitizado, então as condições e preços aplicados dependem mais da política monetária.

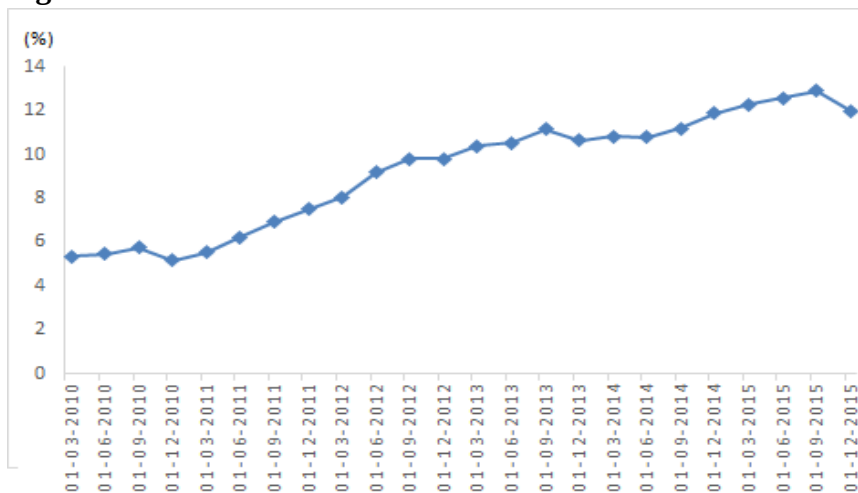
Figura 17 - Taxas de juro de novas operações para crédito à habitação



Fonte: Elaboração própria com dados do ECB Statistical Data Warehouse

Durante o processo de desalavancagem dos bancos, assistiu-se a uma deterioração da qualidade da carteira de crédito, medida em função do acréscimo de crédito em risco², que se situa perto de 11% do crédito concedido, em termos agregados já em 2013. A variação deste rácio deve-se ao aumento do crédito em risco face à diminuição do crédito concedido (Banco de Portugal, 2013).

Figura 18 - Rácio de crédito em risco face ao total de crédito bruto



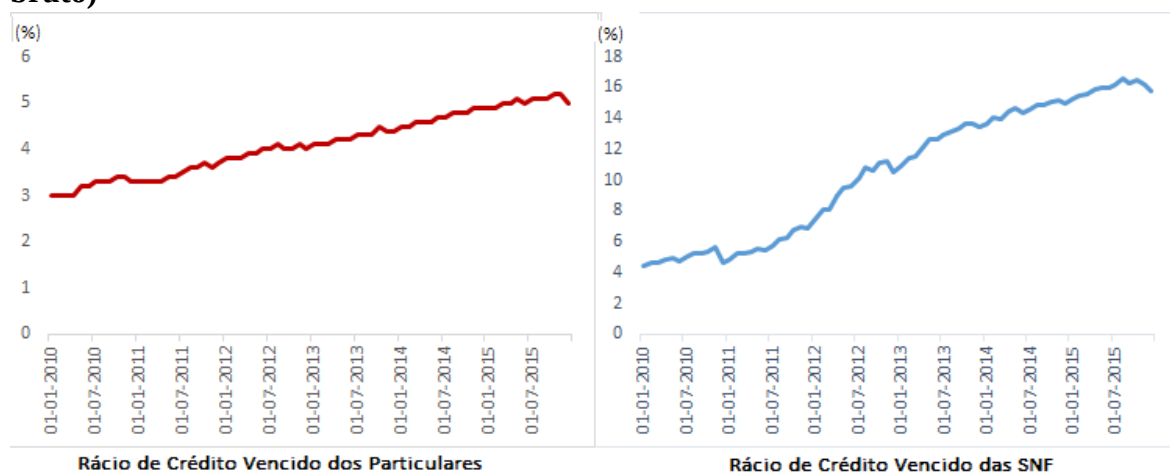
Fonte: Elaboração própria com dados do Banco de Portugal

² Crédito em Risco: advém da potencial ocorrência de incumprimento por parte do devedor conforme os termos acordados com a contraparte. Este crédito em risco tem em consideração o histórico de incumprimento do mutuário. Nos créditos em risco estão incluídos, por exemplo, os créditos renegociados ou reestruturados reportados no Banco de Portugal

Ao nível do crédito vencido, observa-se uma igual tendência de deterioração que se agrava muito mais no setor empresarial (Figura 19).

Devido aos níveis de capital dos bancos não estarem num nível ótimo, o incumprimento e o crédito mal parado é ainda um grande peso nos balanços.

Figura 19 - Rácio de Crédito Vencido das IFM em Portugal (Crédito vencido/Crédito bruto)

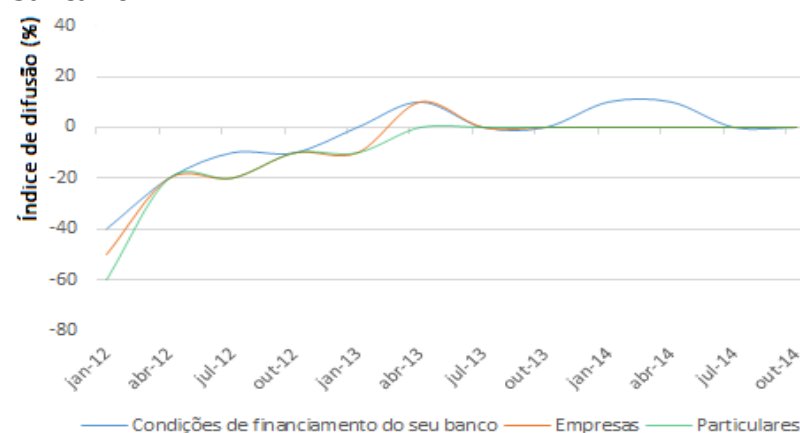


Fonte: Elaboração própria com dados do Banco de Portugal

5.4 Exposição à dívida soberana

Em segundo lugar, a cedência de liquidez do BCE revela pouco impacto na questão da solvência dos bancos e na gestão do balanço, sem que se tenha verificado uma melhoria na exposição às Soberanas.

Figura 20 – Impacto da exposição direta à dívida soberana no financiamento e crédito bancário



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco de Portugal – *Bank Lending Survey*

Sem surpresa, estas vulnerabilidades a riscos decorrentes da dívida soberana contribuíram igualmente para o aperto das condições de crédito. Como é possível observar na Figura 20³ desde o 4º trimestre de 2011 até ao 1º trimestre de 2013 a exposição à dívida soberana mostra ser um fator de restrição dos critérios de concessão de crédito para empresas e particulares e das condições de financiamento dos bancos.

Não obstante as sucessivas medidas tomadas pelas autoridades europeias, subsistem dúvidas quanto à eficácia dos mecanismos de resolução da crise da dívida soberana. Os impactos positivos das medidas do Eurosistema têm sido visíveis, regra geral, nos períodos próximos ao seu anúncio/adoção.

O carácter sistémico da crise tem condicionado o acesso ao mercado grossista por parte dos bancos europeus e elevado a volatilidade nos mercados financeiros. O risco associado aos sistemas bancários tem-se mantido fortemente correlacionado com o aumento do risco das Soberanas.

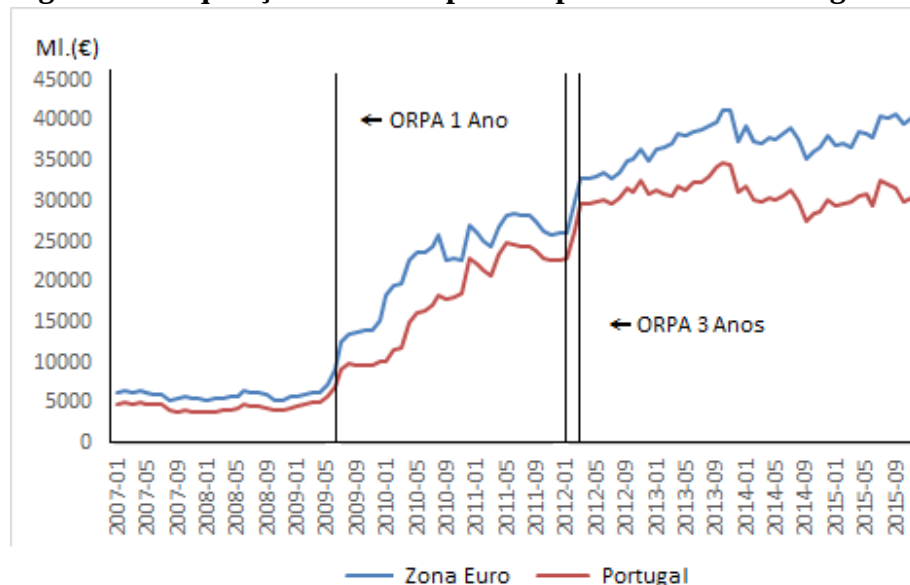
No final de outubro de 2011, a ABE anunciou um conjunto de medidas de reforço de capital do sistema bancário, visando aumentar a capacidade dos bancos em absorver choques negativos. Embora esta medida pretenda reforçar a confiança dos investidores estrangeiros nos bancos europeus, não deixa de constituir, no curto prazo, uma restrição adicional ao desenvolvimento da sua atividade, considerando dificuldade em obter capital necessário através de emissões privadas no mercado. Nesse contexto, existe o risco das instituições bancárias procurarem cumprir os requisitos por via de uma redução do seu ativo, nomeadamente dos ativos com maior ponderação de risco. Assim, e apesar da liquidez abundante proporcionada pelo BCE, no curto prazo, esta medida pode traduzir-se numa restrição da oferta de crédito bancário ao setor privado, em especial às empresas, dificultando a recuperação da atividade económica. A liquidez disponível poderá ser canalizada em larga medida para aplicações em dívida pública, regra geral não consumidoras de capital regulamentar, reforçando as conexões entre o sistema bancário e o risco do mercado soberano (Banco de Portugal, 2012).

Do lado do ativo, parecem, portanto, existir alternativas para o uso da liquidez proveniente do BCE.

³ Os resultados apresentados na Figura 20 são a resposta dos bancos à questão: “Atendendo às tensões no mercado europeu de dívida soberana, em que medida é que, nos últimos três meses, os fatores seguintes - a) exposição direta à dívida soberana - influenciaram as condições de financiamento/os critérios de concessão de crédito do seu banco”

A Figura 21 evidencia logo no período entre 2009-2010 um forte investimento em títulos de dívida pública antes e após as operações de refinanciamento de prazo alargado com um ano de maturidade. O mesmo cenário se verifica para as operações a três anos, no final de 2011 e início de 2012, coincidindo com contrações no crédito às famílias e empresas. Quanto ao nível da natureza da dívida, é perceptível que grande parte dos títulos adquiridos representam dívida doméstica.

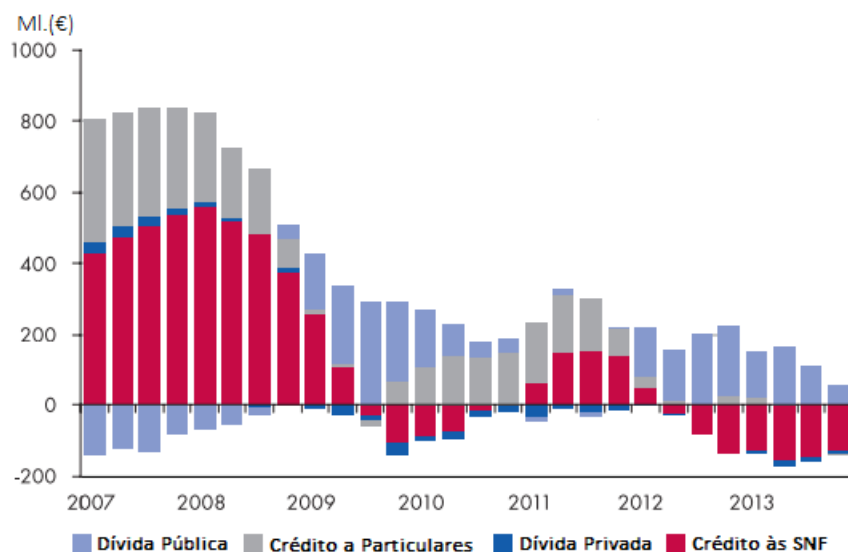
Figura 21 - Aquisição de dívida pública pelas IMF em Portugal



Fonte: Elaboração própria com dados do ECB Statistical Data Warehouse

Se analisarmos esta questão ao nível da Zona Euro de forma agregada, é perceptível que este comportamento se espelha em todas as IFM que adquiriram financiamento através da ORPA a 1 e 3 anos.

Figura 22 - Aquisição de dívida e emissão de empréstimos nas IFM da Zona Euro

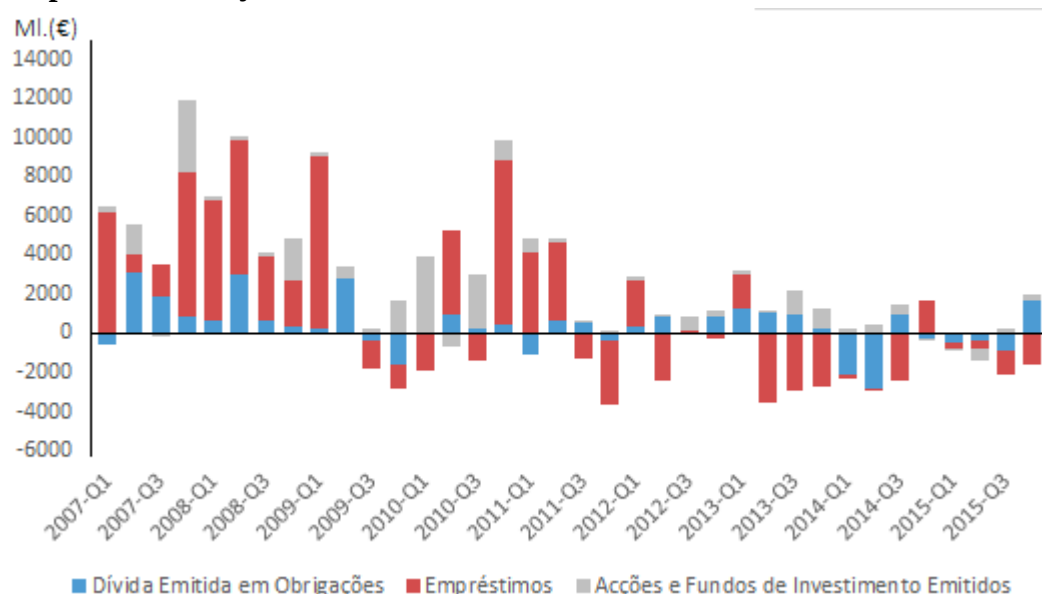


Fonte: Elaboração própria com dados do ECB Statistical Data Warehouse

Do lado do financiamento às sociedades não financeiras, pelos dados do BCE é ainda possível argumentar que as duas ORPA a 3 anos parecem mais efetivas em apoiar o mercado obrigacionista do que o mercado de crédito (Figura 22). De certa forma, estas injeções de liquidez podem ser vistas como uma canalização indireta de recurso, ao auxiliar o mercado obrigacionista sob *stress* fazendo diminuir as *yield* dos títulos de dívida e apoiou os mercados de dívida privados como efeito colateral. Se olharmos ao nível das transações financeiras, verifica-se que com a quebra do crédito existiu um aumento da procura de financiamento pelas SNF através da emissão de obrigações, nos períodos subsequentes às ORPA.

No entanto, é de salientar que, para o mercado obrigacionista, apenas as OMT a partir de 2012 permitiram uma redução permanente do prémio de risco das Obrigações de Tesouro e a recuperação dos investidores internacionais.

Figura 23 - Fluxos de financiamento das SNF em Portugal – Dívida emitida, Empréstimos e Ações e Fundos de Investimento



Fonte: Elaboração própria com dados do ECB Statistical Data Warehouse e Eurostat

Apesar deste processo de desintermediação que beneficiou estes mercados financeiros, atribuído em parte à necessidade de reestruturação do balanço dos bancos e em parte ao auxílio das injeções de liquidez do BCE pode afirmar-se que existiu um *spilled out* para o mercado obrigacionista, se olharmos para as fontes de financiamento das SNF. Ainda assim, mesmo com o aumento da participação das empresas neste mercado, com a substituição da emissão de obrigações por empréstimos bancários não se verificou um significativo aumento de financiamento às SNF, já que a maioria delas (PME) está impossibilitada de recorrer a tais fontes.

Desta forma, carece a necessidade das políticas monetárias não convencionais se focarem na capacidade de financiamento das SNF, sobretudo das pequenas e médias empresas, que estão praticamente privadas de outro tipo de financiamento.

5.5 Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado – Destinadas

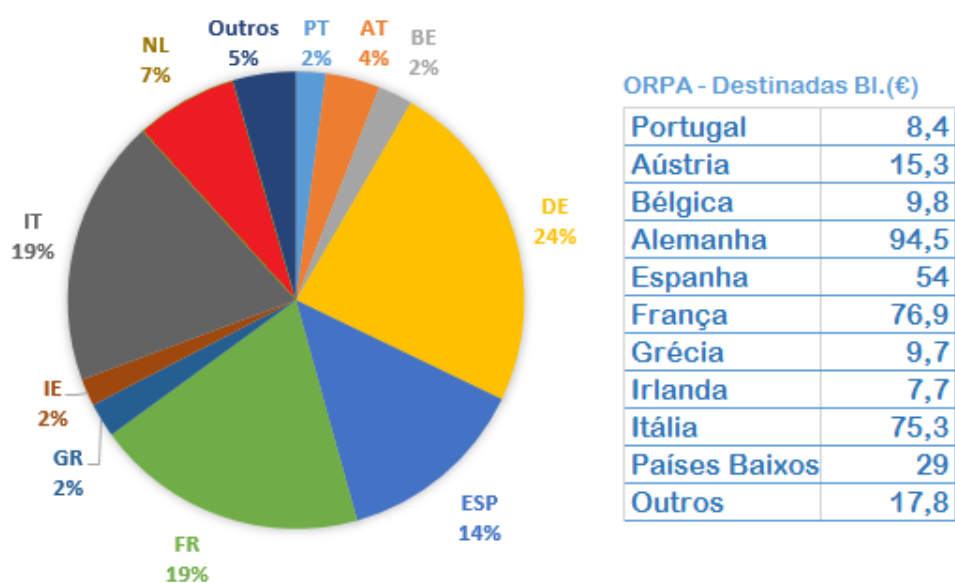
De forma a revitalizar o crédito à economia real o BCE iniciou ainda, a partir de 2014, um programa extraordinário de injeção de liquidez. Ao contrário das anteriores operações, o financiamento à banca está condicionado aos empréstimos ao setor privado nas ORPA-Destinadas (*Targeted-Long Term Refinancing Operations*).

Estas injeções de liquidez assumem o formato já implementado pelo BoE sob o mote “*funding for lending*”. O esquema de financiamento funciona sob duas fases, na qual a primeira está ligada ao montante dos empréstimos bancários ao sector privado não financeiro, e uma segunda fase ligada ao fluxo de empréstimos líquidos. No entanto, tal como nas anteriores ORPA coloca-se a questão da eficácia destas medidas no canal de transmissão de crédito.

Na primeira fase entre setembro e dezembro de 2014, é permitido aos bancos recorrerem a uma provisão inicial de liquidez. O montante de financiamento é definido como 7% da quantidade de empréstimos já concedidos ao setor empresarial até ao final de abril de 2014. Estas operações terão 4 anos de maturidade e uma taxa fixa igual à das ORP mais 10 pontos base. O volume concedido aos bancos europeus equivalem a cerca de 7 mil milhões de euros, que é o valor equivalente à queda de empréstimos imposta pelo processo de desalavancagem na Zona Euro para as SNF, a partir de 2011.

Apesar de ao nível nacional o processo de desalavancagem ter tido diferentes dimensões, o financiamento do BCE não comporta esta diferenciação. Se por um lado, são os países do sul como Espanha, Itália e Portugal que registaram uma maior quebra na concessão de empréstimos, a partir de 2011, é na Alemanha e França que ocorreu um maior volume de financiamento por parte do BCE.

Figura 24 - Percentagem e volume de financiamento em ORPA-Destinadas por país



Fonte: Elaboração própria com dados do Bruegel.org

Na segunda fase, entre março de 2015 e junho de 2016 os bancos puderam recorrer a montantes de liquidez adicionais fracionados trimestralmente dependendo do volume de empréstimos já concedidos, por banco. Para tal, é tido em conta o setor ao qual se concedeu crédito nos doze meses antes de abril de 2014. Esta segunda parte, comporta uma medida de controlo sob a qual recai a necessidade de garantir que os empréstimos bancários não são canalizados para investimentos em títulos de dívida tal como aconteceu com as OPRA a 3 anos. Acresce ainda o facto de o BCE impor aos bancos o reembolso antecipado das ORPA-Destinadas emitidas na primeira fase, caso os bancos não atinjam o *benchmark* proposto entre maio de 2014 e abril de 2016.

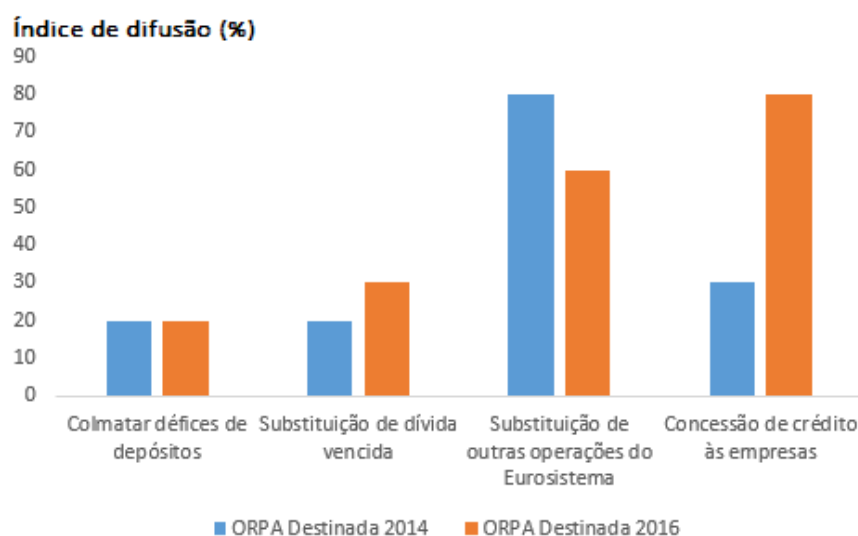
Por outro lado, nada impede os bancos europeus de continuarem a usar os fundos do Eurosistema para comprar dívida pública. Nos casos de Espanha e Itália os bancos poderiam continuar a comprar dívida desde que o volume dos empréstimos não diminua significativamente, e ainda assim poderão estar elegíveis para a 2ª fase das ORPA-Destinadas. Mesmo no caso em que os bancos não estejam elegíveis e sejam forçados ao reembolso antecipado poderão beneficiar de um *carry trade*, durante o intervalo das duas fases.

Por outro lado, importa também aferir que, quer ao nível de Portugal, quer ao nível da Zona Euro, as ORPA-Destinadas vêm mostrar a dependência excessiva do financiamento do BCE. As questões *ad hoc* do BLS mostram que ao nível de refinanciamento estas injeções de liquidez

vão no sentido de substituir as anteriores operações do Eurosistema. Ao nível da concessão de empréstimos, a intenção de inverter a tendência de crédito às empresas apenas se tornou prioritária na segunda fase (Figura 25).

Esta dependência das injeções de liquidez no Eurosistema podem ser vistas pela capacidade de reembolso antecipado propostas para as ORPA a 3 anos. Pelo que é possível verificar que existe um excesso acumulado nos balanços após a implementação desta política monetária não convencional⁴. Era expetável que este excesso diminuísse significativamente no primeiro trimestre de 2013, uma vez que aos bancos foi concedida a opção de pagamento antecipada a partir de 30 de janeiro do mesmo ano. Tais expectativas vieram a confirmar-se. As condições de financiamento de mercado ressurgiram para estes bancos após o anúncio do programa OMT. Assim, o financiamento de mercado melhorou para os países periféricos, reconquistando o acesso ao mercado interbancário. Estas notícias criaram uma grande expectativa de reembolso antecipado.

Figura 25 - ORPA-Destinadas: refinanciamento e concessão de crédito em Portugal



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco de Portugal

A 18 de março de 2013 o BCE anuncia que a soma dos reembolsos representam cerca de 40% do excesso de liquidez no sistema bancário e 23,8% das operações de refinanciamento.

A primeira tranche do reembolso das ORPA a 3 anos contabilizou 157 mil milhões, ultrapassando a projeção dos 100 mil milhões. Contudo, a soma da segunda fase de reembolso

⁴ Ver em Anexo A – Figura 1: Excesso de Liquidez nas IMF do Eurosistema: 2007 – 2012 (M€)

das ORPA aponta para um número significativamente mais baixo chegando apenas aos 79M€ contra a projeção de 100M€⁵

Enquanto o BCE olhou para o reembolso inicial como um sinal positivo da retoma de confiança nos mercados, o abrandamento na segunda fase de reembolso aponta para uma alta dependência dos bancos face ao BCE e a incerteza quanto a perspectiva de financiamento futuras, uma vez que os bancos não se demarcam do financiamento de baixo custo do BCE.

Assim, quer as injeções de liquidez do BCE aplicadas em 2011 e 2012, quer mais tarde as ORPA-Destinadas, revelam a incapacidade da transmissão de política monetária à retoma do crescimento dos empréstimos à economia real. Já que ao nível da posição de liquidez os bancos nacionais e europeus gozam atualmente de uma posição de conforto seria de esperar uma retoma do mercado de crédito. No entanto tal não se verificou, pois basta a redução dos critérios de concessão de crédito para desencadear este processo, uma vez que durante os períodos de crise foram impostas medidas de desalavancagem forçadas. A par destas circunstâncias há ainda a ter em conta a resiliência dos bancos em emitirem novos empréstimos devido ao aumento do risco de crédito e do incumprimento. O resultado deste processo mostra que os bancos vão procurar a aquisição de ativos líquidos face à incerteza futura sobre os mercados financeiros e agarrar uma oportunidade de financiamento de baixo custo.

As ilações que se podem retirar sobre o impacto das injeções de liquidez extraordinárias do BCE vêm mostrar que mesmo após reconhecida a falha das primeiras operações, a adoção de uma política monetária de condução de provisão de liquidez condicionada não foi suficiente para a recuperação do crédito à economia real. Serão necessários esforços regulatórios adicionais por parte do banco central que preservem a finalidade das medidas de política monetária não convencionais.

⁵ Ver em Anexo B – Figura 2: Reatamento das Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado (M€)

6. Conclusões

Na resposta à crise financeira iniciada em 2007, o BCE adotou uma postura de prestamista de última instância, adotando medidas de política monetária não convencional, por forma a reestabelecer os tradicionais mecanismos de controlo da taxa de juro.

Com a falta de liquidez em circulação na Zona Euro, a paralisação do MMI contribuiu para uma restrição do crédito concedido na maioria dos países do Euro. Contudo, Portugal parece ser exceção neste aspeto, o que se deve sobretudo ao facto do sistema bancário português apresentar uma exposição limitada aos ativos tóxicos que desencadearam a turbulência no mercado monetário, assim como a ausência de um mercado imobiliário sobrevalorizado. Foi, portanto, a partir de 2011 com o aumento do risco decorrente da dívida soberana que o crédito bancário entrou numa contração acentuada.

No entanto, apesar da queda dos empréstimos foi estimado um ligeiro aumento das necessidades de financiamento das SNF, o que sugere ter existido uma relação inversa entre a capacidade de concessão de crédito e as necessidades da economia real – uma vez que acresceu a necessidade de aquisição de crédito para fins de reestruturação de dívida no setor empresarial. Também devido ao subdesenvolvimento da conjuntura macroeconómica, alienando o desemprego às expectativas negativas futuras, a oferta de crédito a particulares sofreu um decréscimo, verificando-se um aumento na taxa de poupança das famílias.

Neste sentido, a implementação de duas ORPA com 3 anos de maturidade por parte do BCE traduziu-se em efeitos diretos e indiretos em relação à concessão de novos empréstimos bancários. Em primeiro lugar, verifica-se uma maior agilização nos critérios de concessão de novos créditos; em segundo lugar verifica-se uma menor restrição de balanço através da diminuição dos fatores de risco do banco, quer na posição de liquidez, captação de fundos próprios ou acesso ao financiamento de mercado.

Estes resultados diferem entre o segmento dos mutuários, pelo que é ao nível da aprovação de crédito a SNF que se verifica melhor a eficácia desta política, já que pelo crédito às empresas é possível perspetivar o desenrolar da atividade económica futura. Já o crédito a famílias, sobretudo habitação, está dependente das condições macroeconómicas gerais. Sendo este tipo de créditos hipotecários, não são capazes de mensurar a eficácia da política monetária, ao contrário dos empréstimos a SNF que geralmente não apresentam colateral e, por isso, os critérios de atribuição de crédito estão muito mais dependentes das tomadas de decisão do BCE.

Por outro lado, o que os resultados expostos nesta dissertação mostram é que apesar de se verificar uma significativa redução dos critérios de atribuição de crédito, às empresas e famílias, após a injeção das ORPA a 3 anos, não há evidência de que o volume de crédito real tenha invertido a tendência decrescente. As explicações que se encontram neste sentido competem entre a imposição do processo de desalavancagem forçado, a quebra da qualidade dos empréstimos e as alterações na rubrica de ativos dos bancos.

Os resultados deste processo refletem-se pela prática das taxas de juro aplicadas as novas operações de crédito, sobretudo no segmento empresarial não financeiro cujos preços praticados estão muito acima da média da Zona Euro, já que também é neste setor que o incumprimento apresenta valores muito elevados, em detrimento do setor particular onde os juros pagos pelos novos créditos habitação seguem geralmente as tendências europeias.

Neste contexto, persistem as dúvidas quanto aos mecanismos de resolução da crise da Zona Euro implementadas pelo Eurosistema, visto que a questão da estabilidade bancária apenas se verifica com uma melhoria da exposição à dívida soberana, que impôs limitações na oferta de crédito.

Com o processo de desalavancagem, imposto pelo PAEF em 2011, verifica-se que foi pela diminuição dos empréstimos que a meta para o rácio de transformação foi atingida. Porém este processo perturbou a eficácia das ORPA em desencadear o crescimento de crédito. Neste âmbito, verifica-se que a agilização dos critérios de concessão parece uma condição necessária mas não suficiente para a recuperação do financiamento à economia – limitada também pelo aumento do incumprimento e do risco crédito, que apresentam um peso preponderante nos balanços dos bancos.

Ao mesmo tempo, a exigência de um *buffer* de capital regulatório, imposto pela ABE em 2011, à prova de choques resultantes do aumento do risco da dívida soberana veio comprovar não só a incapacidade das entidades europeias em lidar com a crise, como a demonstrar os efeitos nefastos do recurso à provisão de liquidez do BCE.

Ao contrário do que se esperaria e pela dificuldade em conseguir captar fundos próprios, devido à tensão nos mercados obrigacionistas, os bancos procuraram compor uma carteira de ativos não sujeita a capital regulatório.

O que a discussão de resultados demonstra é que após a implementação das ORPA a 3 anos existiu uma aquisição avultada de títulos de dívida pública, e ao invés dos bancos tentarem

evitar a crise aumentaram a exposição ao risco das soberanas. Apesar de se verificar que o prémio de risco das obrigações de Tesouro e outros títulos de dívida pública da Zona Euro diminuíram significativamente após a intervenção do BCE - averigua-se que as IFM procuraram um *carry trade*, ao investir em instrumentos de maturidade inferior às ORPA a 3 anos, tal como mostra a literatura aqui apresentada.

As operações de provisão de liquidez do BCE parecem assim mais eficazes em reestabelecer o funcionamento do mercado obrigacionista pelo efeito de contágio da descida das *yield* das soberanas.

Perante este cenário, verifica-se um défice de financiamento do lado das SNF, cuja atividade depende sobretudo dos empréstimos bancários. Apesar de se verificar procura por fontes alternativas de financiamento, após as ORPA a 3 anos, com a emissão de dívida e capital nos mercados financeiros, devido ao efeito de *spilled out*, não se pode afirmar que a atuação do BCE tenha um impacto positivo no financiamento à economia real - já que a maioria do setor é composto por PME que não têm acesso a estes mercados.

Ainda que as medidas não convencionais de injeção de liquidez não se resumam apenas às ORPA a 3 anos, o cenário verificado com a implementação das ORPA-Destinadas também não sugere uma melhoria da evolução de crédito. Embora este novo programa imponha restrições de acesso aos bancos, obrigando-os a apresentar um limite mínimo de novos empréstimos parece desfocado das diferentes realidades económicas presentes na Zona Euro e o resultado poderá ser semelhante às anteriores medidas. A questão sobre a eficácia da implementação das ORPA-Destinadas ao nível dos empréstimos, em comparação com as ORPA a 3 anos poderá, portanto, ser tema de futuras dissertações.

Já o contributo desta dissertação importa ao estudo das alterações de política monetária e afirma a necessidade do banco central encontrar uma solução que tenha em conta a heterogeneidade dos países do Euro, como Portugal, e se centre na capacidade de financiamento das SNF face ao contexto macroeconómico, evitando que os recursos provenientes do Eurosistema apresentem efeitos nefastos como ocorreu nas ORPA a 3 anos.

7. Fontes de Informação

Documentos Legais e Relatórios

Contas Nacionais Trimestrais Por Sector Institucional (Base 2006) (Junho, 2012): Instituto Nacional de Estatística

Relatório de Estabilidade Financeira (Maio, 2012): Banco de Portugal, pp.31-89

Relatório de Estabilidade Financeira (Novembro, 2012): Banco de Portugal, pp.23-73

Relatório de Estabilidade Financeira (Novembro, 2013): Banco de Portugal, pp.23-73

Relatório de Estabilidade Financeira (Novembro, 2014): Banco de Portugal, pp.23-73

Relatório de Estabilidade Financeira (Novembro, 2015): Banco de Portugal, pp.23-73

Webgrafia:

<http://www.apb.pt>

<https://www.bportugal.pt/estatisticasweb>

<https://www.bis.org>

<http://bruegel.org>

<http://www.eba.europa.eu>

<https://www.ecb.europa.eu>

<http://sdw.ecb.europa.eu>

<http://ec.europa.eu/eurostat>

<https://www.ine.pt/>

<https://www.ft.com/video/9877deb3-620c-304e-b7ed-9a0a3d39488d>

<https://www.ft.com/video/82d19318-b968-3969-a024-73ffb422ef73>

<https://www.ft.com/video/96d37061-2626-323d-bf6d-4b1a920eda81>

8. Referências Bibliográficas

- Albertazzi, U., M. Bofondi & N. Pellegrini (2014). "Unconventional monetary policy and lending supply: The case of the VLTROs", mimeo
- Acharya, V. & Steffen, S. (2014). "The greatest carry trade ever? Understanding Eurozone bank risks", *Journal of Financial Economics*, 115.
- Acharya, V. V., Pierret, D. & Steffen, S., (2016). "Lender of last resort versus buyer of last resort the impact of the European Central Bank actions on the bank-sovereign nexus", *ZEW Discussion Papers*, No. 16-019.
- Alves, N., Bonfim, D. & Soares, C., (2016). "Surviving the perfect storm: the role of the lender of last resort". *Banco de Portugal Working Papers*, 17.
- Beber, A., Brandt M. & Kavajecz, K. A., (2009), "Flight-to-quality or flight-to-liquidity? Evidence from the euro-area bond market", *Review of Financial Studies*, 22 (3), 925–957.
- Belke, A., (2011). "Driven by the markets? ECB sovereign bond purchases and the securities markets programme". *Intereconomics*, 45(6), pp.357–363.
- Blaes, B., (2011). "Bank-related loan supply factors during the crisis: An analysis based on the german Bank Lending Survey". *Deutsche Bundesbank*, Discussion Paper Series 1: Economic Studies No. 31/2011.
- Blundell-Wignall, A. & Atkinson, P. E. (2012). "Deleveraging, traditional versus capital markets banking and the urgent need to separate and recapitalise G-SIFI banks", *OECD Journal: Financial Markets Trends*, vol. 2012 (1), pp. 1-44.
- Carpenter, S., Demiralp, S. & Eisenschmidt, J., (2014). "The effectiveness of non-standard monetary policy in addressing liquidity risk during the financial crisis: The experiences of the Federal Reserve and the European Central Bank". *Journal of Economic Dynamics and Control*, 43, pp.107–129.
- Casiraghi, M., Gaiotti, E., Rodano, L. & Secchi, A. (2013). "The impact of unconventional monetary policy on the Italian economy during the sovereign debt crisis". *International Journal of Central Banking*, 203, pp.269–315.
- Crosignani, M., Faria-e-Castro, M. & Fonseca, L., (2015). "Central bank interventions, demand for collateral, and sovereign borrowing costs", *Banco de Portugal Working Papers*, 9.
- Crosignani, M., Faria-e-Castro, M. & Fonseca, L., (2017). "The (unintended?) consequences of the largest liquidity injection ever". *Finance and Economics Discussion Series*, 11.
- Darracq-Paries, M., Santis, R. De & Darracq-paries, M., (2013). "A non-standard monetary policy shock. The ECB 's 3-year LTROs and the shift in credit supply, *European Central Bank Working Paper Series*, no.1508
- Drechsler, I. & Marques-Ibanez, D. (2013). "Who borrows from the lender of last resort?", *Journal of Finance*, 71(5), 1-60.

- Eichler, S. & Hielscher, K., (2012). "Does the ECB act as a lender of last resort during the subprime lending crisis?: Evidence from monetary policy reaction models", *Journal of International Money and Finance*, 31(3), pp.552–568.
- Garcia-de-Andoain, C. (2016). "Lending-of-last-resort is as lending-of-last-resort does: central bank liquidity provision and interbank market functioning in the euro area". *Journal of Financial Intermediation*, 28(18), 32-47
- Garcia-Posada, M. & Marchetti, M., (2015). "The bank lending channel of unconventional monetary policy: The impact of the VLTROs on credit supply in Spain". *Banco de España Working Paper Series*, no. 1512.
- Gennaioli, N., A. Martin, and S. Rossi (2015): "Banks, government bonds, and default: What do the data say?" CEPR Discussion Papers 10044
- Gilles, P., Bastidon, C. & Gauvin, M. (2015). "Politique monétaire de la BCE et dysfonctionnement de la distribution de crédit dans la Zone Euro", Forthcoming
- Glemza, A. (2013). "Banks lending and investment behavior during and post financial crisis : The increase in security holdings". *Aarhus University*, Master Thesis
- Hildebrand, T., J. Rocholl, & A. Schulz (2012). "Flight to where? Evidence from bank investments during the financial crisis," mimeo.
- Horváth, R., Seidler, J. & Weill, L., (2012). "Bank capital and liquidity creation: Granger-causality evidence". *ECB Working Paper Series*, no. 1497. Available at: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/research/research_publications/cnb_wp/download/cnbwp_2012_05.pdf.
- Jemenšek, G., (2014). "Potential for restructuring and new business models for banks", *The Journal for Money and Banking*, 63(11), pp. 83-90.
- Pancrazi, R., Seoan, H. & Vukotic, M. (2014) "Sovereign risk, private credit and stabilization policies", mimeo
- Pattipeilohy, C., Van Den End, J., Tabbae, M., Frost, J. & De Han, J. (2013). "Unconventional monetary policy of the ECB during the financial crisis: An assessment and new evidence." *50 Years of Money and Finance - Lessons and Challenges*, (381), pp.117–155
- Popov, A. & Van Horen, N., (2013). "The impact of sovereign debt exposure on bank lending: Evidence from the european debt crisis". *DNB Working Paper*, no. 382
- Saldanha, A. & Soares, C. (2015). "O mercado monetário português durante a crise. Qual o impacto da provisão de liquidez do BCE?", *Revista de Estudos Económicos - Banco de Portugal*, 1(3), pp 1-23
- Simoneti, M., (2014). "Quantitative easing and non-bank debt financing in Slovenia", *The Journal for Money and Banking*, 63(11), pp. 22-30.
- Szczerbowicz, U., (2013). "The ECB unconventional monetary policies : Have they lowered market borrowing costs for banks and governments?" *International Journal of Central Banking*, 11(4), pp.91–127.

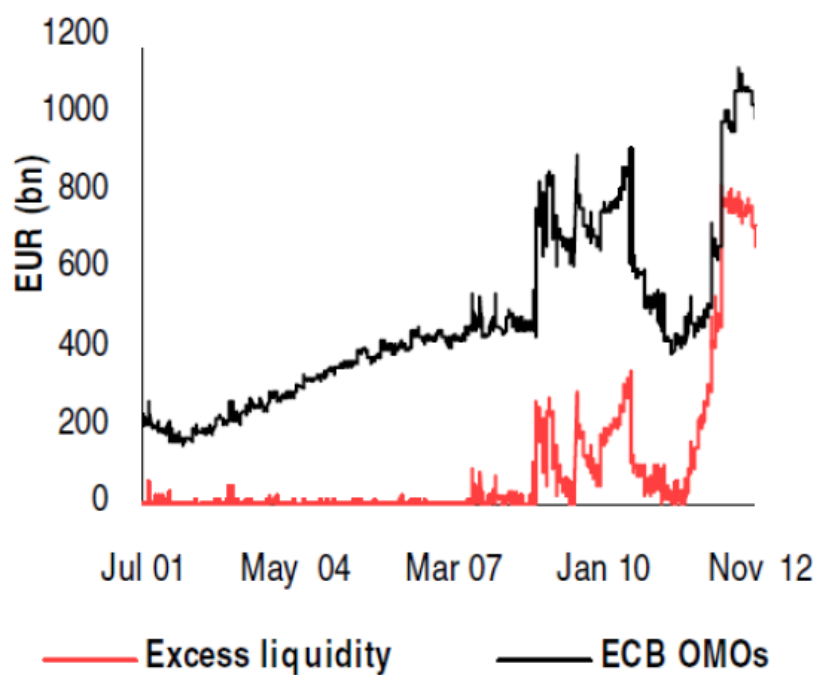
Wagner, W., (2007). "The liquidity of bank assets and banking stability", *Journal of Banking and Finance*, (31), pp.121–139.

Yin, R. K., (2014). "Case Study Research Design and Methods". 5th ed. Thousand Oaks, CA: Sage.

ANEXOS

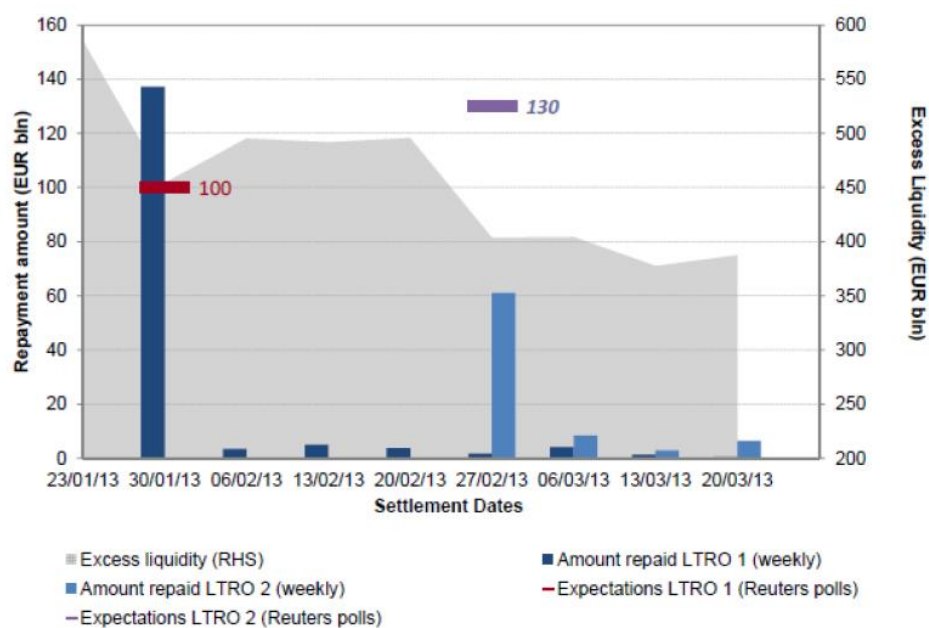
Liquidez no Eurosistema

Figura 1: Excesso de Liquidez nas IMF do Eurosistema: 2007 – 2012 (bl€)



Fonte: Banco Central Europeu; HSBC

Figura 2: Reatamento das Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado (bl€)



Fonte: Banco Central Europeu