

Desalavancagem do setor privado em Portugal

Clara Synek *

Resumo

O objetivo deste artigo visa fazer um balanço dos últimos anos em Portugal da correção do excessivo endividamento do setor privado – sociedades não financeiras e famílias – e considerar os principais desafios que se colocam ao país. São referidos os principais conceitos e tipos de desalavancagem existentes e é feita uma comparação da evolução do endividamento e dos fluxos de crédito com alguns países europeus (Espanha, Hungria, Eslovénia, Irlanda e Grécia). Também é abordado o impacto da desalavancagem do setor privado no balanço dos bancos em Portugal através dos empréstimos e dos créditos de cobrança duvidosa. Finalmente é concluída a necessidade do prosseguimento da diminuição do endividamento do setor privado em Portugal nos próximos anos.

Palavras-Chave: Desalavancagem, Empréstimos, Endividamento, Sistema Bancário.

Códigos F34, G10, G20

GABINETE DE PLANEAMENTO, ESTRATÉGIA, AVALIAÇÃO E
RELAÇÕES INTERNACIONAIS
MINISTÉRIO DAS FINANÇAS
Av. Infante D. Henrique, 1C – 1º
1100 – 278 LISBOA
www.gpeari.min-financas.pt

* Técnica Superior Especialista. As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade da autora podendo não coincidir com as da instituição. Todos os erros e omissões são da responsabilidade da autora.

1. Introdução

Num momento em que foi iniciada a correção de um dos desequilíbrios da economia portuguesa – excessivo endividamento do setor privado – com repercussões no equilíbrio das contas externas, este artigo visa fazer um balanço dos últimos anos e, prospectivamente, dos principais desafios que ainda se colocam ao país. Com efeito, assistiu-se ao começo de alterações estruturais da economia portuguesa, no sentido de privilegiar os setores dedicados à produção de bens transacionáveis fomentando um forte crescimento das exportações (aliado à diversificação de produtos e de mercados) e de criação de condições para a atração de investimento direto estrangeiro. O saldo da balança corrente tornou-se excedentário em 2013, o qual se refletiu na capacidade líquida de financiamento externo da economia portuguesa, invertendo a situação deficitária registada entre meados da década de 1990 e 2011. Neste domínio, a redução do endividamento do setor privado, mediante principalmente da diminuição dos fluxos de crédito, mais acentuada para as famílias, também contribuiu para o ajustamento total da balança corrente.

O endividamento do setor privado faz parte de um dos indicadores do MIP¹ *scoreboard*, inserido no Procedimento dos Desequilíbrios Macroeconómicos (PDM). Da análise realizada a 26 países, a Comissão Europeia (CE) concluiu em 2015 existirem desequilíbrios em 16 Estados-membros. Portugal (acompanhado da França, Itália, Croácia e Bulgária) está situado no nível 5- do PDM (situação de Desequilíbrios excessivos que requerem acompanhamento específico e atuação política

¹ MIP – Macroeconomic Imbalances Procedure, conjunto de indicadores que pretende identificar os principais desequilíbrios macroeconómicos dos Países da UE no âmbito do Semestre Europeu. Tendo por base estes indicadores, a CE elabora anualmente uma Análise aos respetivos países; enquadra-os num painel em diferentes níveis e faz as principais recomendações para a sua correção. Os Países são ordenados numa escala de 1 a 6, correspondendo o nível 1 à ausência de desequilíbrios e o nível 6 a uma situação de desequilíbrios excessivos com a ativação do Procedimento dos Desequilíbrios Excessivos. A Grécia e Chipre foram excluídas da Análise por estarem sujeitos a programas de ajustamento macroeconómico.

decisiva)². No caso específico de Portugal, a CE concluiu que houve um progresso substancial alcançado nos últimos anos durante o Programa de Assistência Financeira, mas persistem ainda riscos relacionados com os elevados níveis de endividamento interno e externo e de competitividade em vários setores da economia. No caso do endividamento, a CE salienta ainda que o elevado nível de endividamento empresarial pode constituir um entrave à rendibilidade das empresas à aceleração do produto potencial e estabilidade financeira do país, mediante o impacto de um grande número de créditos malparados no balanço dos bancos e a elevada exposição ao setor não financeiro.

De acordo com os critérios enunciados pela CE, a desalavancagem operada em Portugal enquadra-se no tipo “ativa”, relativamente bem sucedida mas ainda não finalizada, a qual permitiu uma redução do endividamento do setor privado, sem afetar excessivamente a evolução negativa da economia e a estabilidade do setor financeiro.

Comparando a evolução de Portugal com alguns países europeus estudados (Irlanda, Espanha, Eslovénia, Hungria e Grécia) conclui-se que em 2014 face a 2010, a desalavancagem do setor privado foi mais acentuada em Espanha, Eslovénia e Hungria (em -31; -23,6 e -23,3 p.p. do PIB) do que para Portugal (-11,8 p.p. do PIB). No mesmo período, o endividamento aumentou na Irlanda em 6,6 p.p. do PIB, tendo-se mantido na Grécia sensivelmente ao mesmo nível de 2010 (+0,2 p.p.).

Finalmente é abordado o impacto da desalavancagem do setor privado na banca em Portugal.

2. Principais conceitos e tipos de desalavancagem³

O termo “desalavancagem” define-se como a diminuição do total do endividamento (empresas e famílias) em percentagem do PIB; indicador que também pode ser avaliado em percentagem do Rendimento disponível bruto para as famílias e em percentagem do Excedente bruto de exploração para as empresas. A fim

de permitir avaliar a desalavancagem num processo dinâmico e suas implicações em termos da atividade económica, compara-se a evolução deste indicador entre os diferentes países da União Europeia, podendo distinguir-se 3 tipos de desalavancagem: 1) Ativa; 2) Passiva e 3) Mal sucedida.

Desalavancagem Ativa – A diminuição do endividamento em percentagem do PIB encontra-se impulsionada essencialmente devido aos fluxos de crédito líquido negativo (resultando da contração da oferta e/ou da procura) conduzindo a uma redução nominal dos seus passivos financeiros. Este processo pode enfrentar efeitos adversos associados à diminuição do denominador (PIB nominal), contração da atividade económica e, por vezes a uma taxa de inflação muito baixa. Esta modalidade tem potencialmente consequências mais adversas do que a Desalavancagem Passiva, podendo resultar num aumento dos créditos de cobrança duvidosa e falências decorrentes de uma menor oferta de crédito com consequências para a produtividade e crescimento económico de médio e longo prazo.

Desalavancagem Passiva – O rácio da dívida em percentagem do PIB é reduzido de forma gradual; os fluxos de crédito líquido mantêm-se moderadamente positivos, com destaque para um aumento do *stock* da dívida em termos nominais apesar de inferior ao crescimento PIB nominal. A dimensão do balanço do setor é preservada em termos nominais (ou ligeiramente aumentada), com menor impacto na procura e menos *stress* nos mercados de ativos, culminando num processo de desalavancagem mais suave.

Desalavancagem mal sucedida – O rácio da dívida cai apenas marginalmente ou aumenta, apesar dos fluxos de crédito líquido evoluírem negativamente. A diminuição da procura ocorre sobretudo em caso de consolidação orçamental resultando na criação de uma situação de deflação com impacto no PIB nominal. Este tipo de desalavancagem tende a provocar fragilidades no setor financeiro, reforçando a contração da atividade económica e ampliando os custos sociais e económicos.

O principal ajustamento teve origem na redução do crédito, a denominada “desalavancagem ativa”, com efeitos na dimensão dos balanços dos diferentes setores institucionais, na atividade económica e nos mercados de ativos, resultando na diminuição do endividamento do setor privado.

² European Commission, Macroeconomic Imbalances, Occasional Papers 222 e 228, June 2015.

³ European Commission, Private Sector Deleveraging in the EU: Current State and Outlook, October 2014.

As necessidades de prosseguimento de desalavancagem e de reajustamento dos balanços do setor privado dos Estados-membros da UE ainda são elevadas e vão continuar a afetar a atividade económica atual e as perspetivas para os próximos anos, mesmo em países que já iniciaram este processo (caso de Portugal). Este facto está patente nas análises realizadas por um conjunto alargado de organizações internacionais, nomeadamente no enquadramento dos seus cenários macroeconómicos. A extensão, velocidade e resultados obtidos de desalavancagem do setor privado variam consoante os diferentes Estados membros, dependendo do grau de endividamento; das perspetivas económicas do país e das condições do mercado de crédito. De acordo com a CE⁴, no caso do setor privado, as necessidades de desalavancagem poderão situar-se acima de 30% do PIB para os países mais vulneráveis.

A análise da problemática da desalavancagem do setor privado por parte das empresas não financeiras e das famílias tem como objetivos:

- a avaliação do progresso feito por empresas e famílias, particularmente desde finais da década de 2000;
- a estimação do esforço restante e sua esperada materialização;
- o estudo do possível impacto em termos económicos no curto e médio prazo, especialmente para o sector financeiro e identificação de políticas mais adequadas a fim de atenuar os seus efeitos negativos.

A desalavancagem das empresas e famílias está em curso em muitos Estados-Membros da UE, processo desencadeado a partir da crise financeira internacional de 2008 (iniciada nos EUA, por ocasião dos créditos à habitação *sub-prime*), a que se seguiu a crise das dívidas soberanas (atingindo especialmente os países do sul e mais periféricos da Europa, tal como Portugal). O ajustamento feito até este momento, apesar de ter sido importante nalguns desses países e contribuído para corrigir importantes desequilíbrios macroeconómicos, registados sobretudo na década de 2000 (período que se seguiu à implementação do euro na Europa) parece ainda ser relativamente pequeno quando comparado com alguns indicadores do período que precedeu à crise.

⁴ European Commission, Macroeconomic Imbalances, Occasional Paper 228, June 2015.

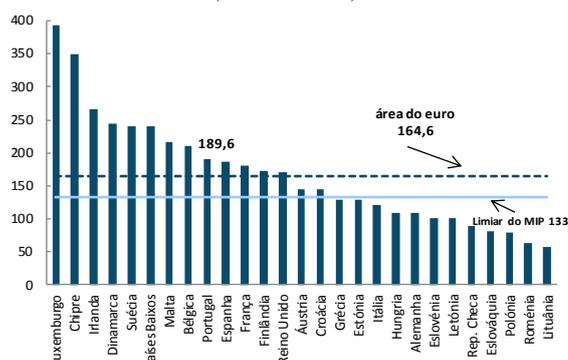
3. Endividamento do setor privado em Portugal e nos restantes países da União Europeia

O endividamento do setor privado em Portugal, medido pelos Passivos de F3 e F4 das Contas Financeiras consolidadas das Sociedades não financeiras e Particulares do Banco de Portugal, foi de 189,6% do PIB em 2014, o 9º mais elevado da UE e situou-se acima do limiar estabelecido definido no MIP (133%)⁵, conforme Gráfico e Quadro 1.

O total do endividamento do setor privado (empresas e famílias) nos diferentes Estados-membros da UE apenas regrediu parcialmente nos últimos anos, apesar dos esforços de maior magnitude de alguns países (com destaque para a Letónia, Irlanda, Estónia e Hungria). A Alemanha, foi o único Estado membro cujo esforço de desalavancagem se distribuiu ao longo da década de 2000 bem como no período mais recente. Ainda assim, pela observação do Quadros 1 e 2, conclui-se que o processo de desalavancagem do setor privado está em curso na maioria dos Estados membros mas o ajustamento feito está longe de estar terminado, se comparado com o endividamento médio registado pela área do euro ou o limiar estabelecido no MIP. Em 2014, apenas 12 países da UE detinham um endividamento do setor privado abaixo dos 133% do PIB (Gráfico 1).

Gráfico 1 – Endividamento do Setor Privado nos Países da União Europeia, em 2014

(Em % do PIB)



Fontes: BP para Portugal e Eurostat p/restantes membros da UE. Corresponde ao *stock* dos Passivos de F3 e F4 das Contas Financeiras (Títulos de Dívida e Empréstimos) das Sociedades não financeiras e dos Particulares. Valores Consolidados em euros. Não disponível para a Bulgária.

⁵ Relatório sobre o Mecanismo de Alerta da CE, COM (2014) 904 final, novembro de 2014.

Na generalidade dos países da UE, incluindo Portugal, o principal instrumento utilizado para a redução do rácio de endividamento do setor privado foi a evolução de fluxos de créditos negativos com repercussões no enfraquecimento da atividade económica, enquadrando-se assim na desalavancagem ativa (1.º tipo).

De facto, nos últimos dois anos, o endividamento do setor privado em Portugal diminuiu de forma acentuada, em 8

e 12 p.p. do PIB, respetivamente, em resultado sobretudo da redução do fluxo de crédito em 3,6 e 8,7 p.p. designadamente, equivalente a uma redução acumulada de 21,2 mil milhões de euros. Porém, em 2014, destaca-se um elevado esforço de desalavancagem das empresas privadas, ultrapassando o realizado pelas famílias (Quadro 1).

Quadro 1 – Desalavancagem do Setor Privado em Portugal

Sector	2000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2010-2000	2014-2010
	em percentagem do PIB									
	Total									
Endividamento (em % do PIB)	137,1	196,2	204,2	201,5	204,1	209,6	201,4	189,6		
Varição do Endividamento (em p.p.)		11,2	8,0	-2,7	2,7	5,5	-8,2	-11,8	64,4	-11,8
Fluxo de Crédito em % do PIB (p.p.)		15,9	5,3	5,3	-0,9	-2,8	-3,6	-8,7		
	Sociedades não financeiras									
Endividamento (em % do PIB)	78,3	107,2	112,1	110,8	113,7	118,9	115,4	108,1		
Varição do Endividamento (em p.p.)		9,0	4,9	-1,3	2,9	5,3	-3,5	-7,4	32,5	-2,7
Fluxo de Crédito em % do PIB (p.p.)		12,3	3,8	4,3	1,2	0,7	-0,1	-6,0		
	Particulares									
Endividamento (em % do PIB)	58,8	89,0	92,1	90,7	90,5	90,7	86,0	81,5		
Varição do Endividamento (em p.p.)		2,2	3,1	-1,5	-0,2	0,2	-4,7	-4,4	31,9	-9,1
Fluxo de Crédito em % do PIB (p.p.)		3,6	1,5	1,0	-2,1	-3,5	-3,4	-2,7		

Fontes: Contas Financeira consolidadas do Banco de Portugal e INE. *Stock* e Fluxo dos Passivos de F3 e F4 para as sociedades não financeiras e particulares.

Em comparação com a evolução registada em alguns países da UE em 2014 e face a 2010, a desalavancagem operada em Espanha, Eslovénia e Hungria foi mais acentuada do que em Portugal, tendo o endividamento do setor privado em percentagem do PIB diminuído 31; 23,6 e 23,3 p.p., respetivamente (11,8 p.p. em Portugal). Com efeito, em Espanha e Eslovénia, foram as empresas que procederam a uma desalavancagem ativa mais importante; enquanto, na Hungria e em Portugal este processo centrou-se nas famílias, tendo sido de -9,1 p.p. no nosso país.

Já em relação à Irlanda, o endividamento privado em percentagem do PIB aumentou 6,6 p.p. neste período em

resultado das empresas, tendo permanecido como um dos desequilíbrios importantes deste país. Para a Grécia, este endividamento em percentagem do PIB manteve-se, em 2014, sensivelmente ao mesmo nível de 2010. E, apesar dos fluxos de crédito terem reduzido ao longo dos últimos anos, estes não se traduziram numa diminuição da dívida em percentagem do PIB, resultado essencialmente de uma contração abrupta do PIB nominal, este último associado também ao esforço de consolidação orçamental. Assim, a Grécia parece ser o único exemplo de claro insucesso quanto ao processo de desalavancagem (3.º tipo) (Quadro 2).

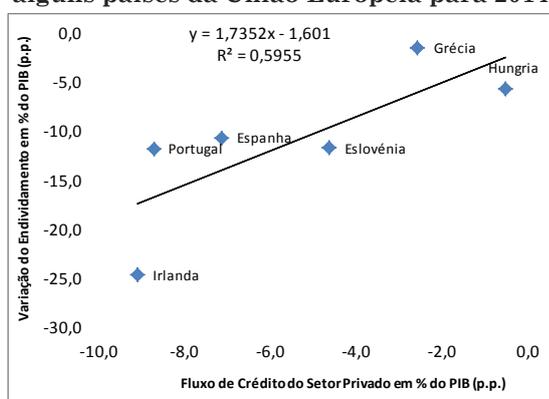
Quadro 2 – Desalavancagem do Setor Privado em alguns países da União Europeia

Sector	2000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2010-2000	2014-2010
	em percentagem do PIB									
Espanha										
Endividamento (em % do PIB)	118,4	210,0	215,1	216,4	214,6	206,5	196,1	185,4		
Varição do Endividamento (em p.p.)		3,9	5,0	1,4	-1,8	-8,1	-10,4	-10,7	98,0	-31,0
Fluxo de Crédito em % do PIB (p.p.)		-1,2	0,2	-1,6	-2,4	-3,2	-2,8	-7,1		
Hungria										
Endividamento (em % do PIB)	58,9	120,5	137,5	135,4	134,7	125,5	117,9	112,1		
Varição do Endividamento (em p.p.)		10,5	17,0	-2,1	-0,7	-9,2	-7,7	-5,7	76,5	-23,3
Fluxo de Crédito em % do PIB (p.p.)		4,1	2,5	6,3	8,6	-5,2	-0,7	-0,5		
Eslovénia										
Endividamento (em % do PIB)	61,0	114,6	124,1	125,3	125,3	124,6	113,5	101,7		
Varição do Endividamento (em p.p.)		10,7	9,5	1,2	-0,1	-0,7	-11,2	-11,7	64,4	-23,6
Fluxo de Crédito em % do PIB (p.p.)		0,6	-0,5	-0,9	0,0	-0,5	-6,7	-4,6		
Irlanda										
Endividamento (em % do PIB)	139,4	236,6	256,5	259,2	273,2	312,7	290,5	265,9		
Varição do Endividamento (em p.p.)		38,8	20,0	2,7	14,0	39,4	-22,2	-24,7	119,8	6,6
Fluxo de Crédito em % do PIB (p.p.)		22,3	-5,0	2,6	16,1	-1,8	-5,6	-9,1		
Grécia										
Endividamento (em % do PIB)	52,5	113,5	117,2	128,8	130,6	130,5	130,5	129,0		
Varição do Endividamento (em p.p.)		11,6	3,7	11,6	1,8	-0,1	0,0	-1,5	76,3	0,2
Fluxo de Crédito em % do PIB (p.p.)		15,6	2,4	5,6	-6,5	-5,7	-6,1	-2,5		

Fontes: Eurostat. *Stock* e Fluxo dos Passivos de F3 e F4 das Contas Financeiras das sociedades não financeiras e particulares. Para a Hungria, moeda nacional. Cálculos do GPEARI.

No entanto, em 2014, do conjunto dos 6 países citados, a seguir à Irlanda, Portugal foi aquele que apresentou uma desalavancagem ativa mais significativa.

Gráfico 2 – Desalavancagem do Setor Privado em alguns países da União Europeia para 2014



Outro ponto de discussão relevante, principalmente no que se refere a futuras decisões de política económica são as necessidades de desalavancagem que persistem nas diferentes economias, incluindo para os países que já assistiram a uma redução significativa do endividamento privado. A CE estima que a desalavancagem futura do setor privado pode superar os 30% do PIB em alguns países mais vulneráveis (Grécia, Espanha, Irlanda, Portugal e Bulgária) conforme pode ser observado no Quadro 3, sendo na generalidade mais elevadas para as empresas não financeiras. Já

relativamente à Suécia, Dinamarca e Reino Unido, as necessidades de diminuir o seu endividamento futuro são mais baixas, devendo estes países recorrer a um processo de desalavancagem passiva (2º tipo), mais suave e durante um período de tempo mais longo. Em contraste com o elevado nível de endividamento do setor privado da generalidade dos países europeus, figura a Alemanha, em que segundo a CE se encontra abaixo dos níveis máximos considerados sustentáveis, tendo sido o único Estado membro cujo esforço de desalavancagem se distribuiu ao longo da década de 2000 bem como no período mais recente. Conclui-se assim que, não obstante o processo de desalavancagem do setor privado estar em curso na maioria dos Estados membros, o ajustamento realizado está longe de estar terminado, se se tiver por objetivo regressar a níveis de 2000.

Quadro 3 - Estimativa de Necessidades Futuras de Desalavancagem do Setor Privado

Necessidades de desalavancagem Em % do PIB	País	Famílias/Soc. não Financeiras
Pelo menos 30%	Espanha	50/50
	Irlanda	40/60
	Portugal	30/70
	Bulgária	20/80
20% a 30%	Croácia	30/70
	Países Baixos	100/0
10% a 20%	Itália	40/60
	Hungria	60/40
	Eslovénia	30/70

Fonte: CE, Macroeconomic Imbalances, Occasional Papers 228, June 2015.

As pressões acima enunciadas para a continuação do processo de desalavancagem nas economias mais vulneráveis da UE, implicam que a dívida privada vai continuar a desempenhar um papel condicionador da atividade económica nos próximos anos. As simulações conduzidas pela CE apontam para que um choque de desalavancagem desta magnitude tenha efeitos significativos e duradouros sobre a atividade económica (uma redução de 20 p.p. do endividamento das famílias, ao longo de 20 anos, pode resultar numa perda máxima de 3% do PIB). Esta elasticidade depende de: i) fragilidades nos mercados de crédito; ii) relativa cisão de desalavancagem entre empresas e famílias; iii) flexibilidade da economia e, iv) espaço de manobra das finanças públicas.

4. Evolução do endividamento em Portugal

De acordo com dados publicados pelo Banco de Portugal, no final de junho de 2015, o total do endividamento do setor não financeiro (não consolidado) em Portugal era de 698 mil milhões de euros (397% do PIB). A maioria é representada pelo setor privado (empresas e particulares), num montante global de 408 mil milhões de euros (58,4% do total) e representado 232% do PIB. No setor privado, esta dívida está concentrada nas empresas (peso de 64%) sendo a restante figurada pelos particulares, com destaque para a habitação.

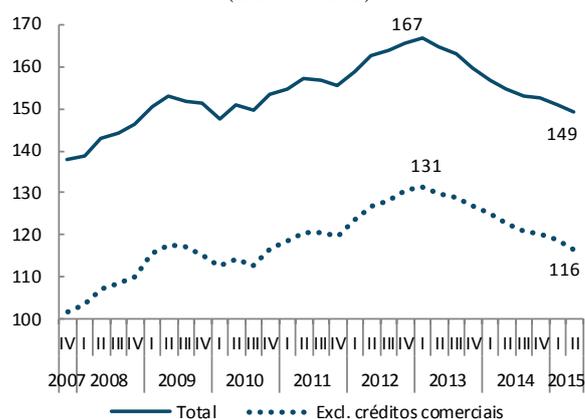
Quadro 4 – Endividamento do Setor não financeiro em Portugal

Sector	dez-07	dez-09	dez-10	dez-11	dez-12	dez-13	dez-14	jun-15	jun-15		
	em percentagem do PIB								Peso, em %		
Setor público não financeiro	85,9	105,2	118,8	139,5	157,7	162,1	166,3	164,8	:	:	41,6
Setor privado não financeiro	228,5	246,9	246,8	248,8	260,4	250,9	237,7	231,7	:	100	58,4
Empresas privadas	138,1	151,5	153,2	155,7	165,6	159,8	152,6	149,1	100	64,3	37,6
Microempresas	35,4	38,2	36,6	36,8	40,8	39,2	36,1	35,6	23,9	15,4	9,0
Pequenas empresas	27,7	28,2	27,8	27,9	27,2	24,7	24,4	24,1	16,2	10,4	6,1
Médias empresas	25,8	27,8	29,6	28,6	29,0	27,3	27,1	26,8	18,0	11,6	6,8
Grandes empresas	36,9	42,0	44,6	48,5	50,8	49,9	47,8	46,1	30,9	19,9	11,6
SGPS não financeiras	12,4	15,3	14,6	14,0	17,7	18,7	17,2	16,5	11,0	7,1	4,2
Particulares	90,4	95,4	93,6	93,1	94,8	91,0	85,1	82,6	100	35,7	20,8
Habitação	65,3	69,7	69,6	69,9	70,6	67,2	63,3	61,3	74,2	26,5	15,5
Total - endividamento não financeiro	314,4	352,1	365,6	388,3	418,1	413,0	403,9	396,5	:	:	100

Fonte: BP. Nota: O total do endividamento engloba empréstimos; títulos de dívida e créditos comerciais. Particulares = Famílias + Empresários em nome individual + ISFL ao serviço das famílias. Valores não consolidados.

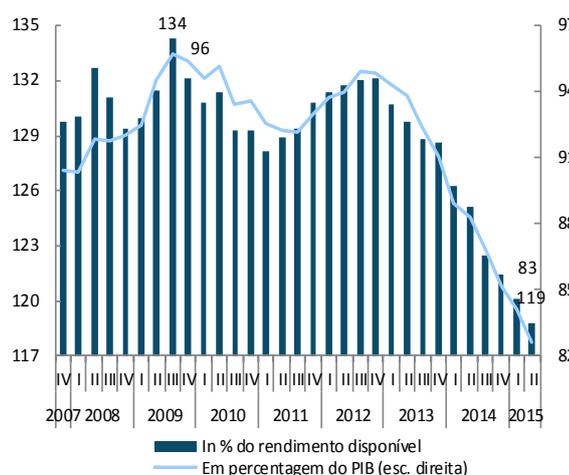
No caso português, a desalavancagem do setor privado (enquadrada no 1.º tipo) operada nos últimos anos deu-se sobretudo ao nível das famílias, iniciou-se, de forma gradual, a partir de finais de 2009, situando-se no final do 1.º semestre de 2015 em 83% do PIB, o mais baixo desde finais de 2007, correspondendo a uma quebra de 13 p.p. face ao máximo registado no 3.º trimestre de 2009 (96% do PIB), salientando-se uma quebra de cerca de 8 p.p. no segmento da habitação. Quando expresso em percentagem do rendimento disponível (variável de fluxo), a dívida dos particulares também regrediu, situando-se em cerca de 119% no final do 1.º semestre de 2015 (134% no final do 3.º trimestre de 2009), sendo de realçar uma descida particularmente acentuada registada desde 2013, correspondendo ao período de ajustamento económico-financeiro que vigorou em Portugal nos últimos anos.

Gráfico 3 - Endividamento das Empresas Privadas (Em % do PIB)



Fontes: BP e INE.

Gráfico 4 - Endividamento dos Particulares



Fontes: BP e INE.

No domínio das empresas privadas, a redução do endividamento só começou no período mais recente, de forma particularmente acentuada (a partir de meados de 2013) para se situar em 149% do PIB no final de junho de 2015 (-18 p.p. face ao valor máximo atingido no 1.º trimestre de 2013 que correspondeu a 167% do PIB) mantendo-se, no entanto, acima do nível registado no período que precedeu a crise financeira de 2008. No campo empresarial, uma parte significativa do endividamento atual (263 mil milhões de euros no final de junho de 2015), encontra-se expresso sobretudo sob a forma de empréstimos, predominando em grandes e microempresas e representado pelos setores do comércio; indústria; eletricidade, gás e água; sociedades gestoras de participações sociais e, construção. Para se ter uma ideia mais clara dos setores empresariais que mais procederam à desalavancagem nos últimos anos, é de realçar que o peso do endividamento no PIB do comércio, construção e imobiliário diminuiu para 24%; 17% e 13%, respetivamente no final do 1.º semestre de 2015, correspondendo a uma quebra de 2,5 p.p.; 7,2 p.p. e 3,7 p.p. face a meados de 2009, destacando-se um recuo de 10 p.p. para o conjunto das PME's, incluindo microempresas.

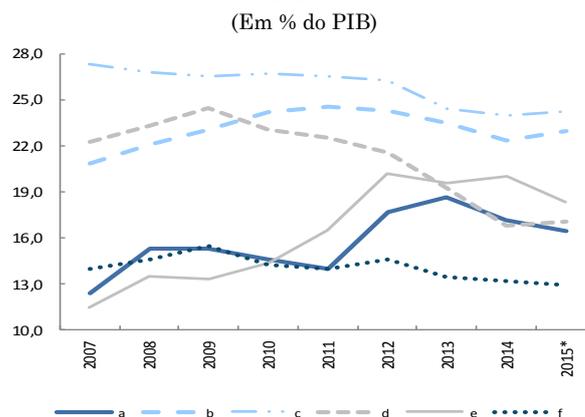
Quadro 5 - Endividamento de Empresas Privadas por Setores de Atividade

	(Em % do PIB)					
	2007	2009	2011	2013	2014	2015*
Comércio	27,4	26,6	26,6	24,5	24,0	24,3
Construção	22,3	24,5	22,6	19,3	16,8	17,0
Imobiliário	14,0	15,5	14,0	13,5	13,2	13,0

Fontes: BP e INE. * 2.º Trimestre.

Nota do Gráfico: a- SGPS não financeiras; b- Indústria; c- Comércio e Reparação automóvel; d- Construção; e- Eletricidade, gás e água; f- Imobiliário

Gráfico 5 - Endividamento por Setores de Atividade



As empresas privadas continuam a ser maioritariamente financiadas pelo setor financeiro residente, situando-se em 117 mil milhões de euros no final do 1.º semestre de 2015 (44% do total do endividamento). Porém, este instrumento financeiro tem vindo a perder peso face aos anos anteriores (cerca de 53% em meados de 2009) associado em parte, num primeiro momento, à interrupção, a partir de 2011 e, até meados de 2014, do acesso por parte dos bancos ao financiamento junto dos mercados financeiros internacionais. Entre meados de 2009 e o 1.º semestre de 2015, o financiamento do setor financeiro residente às empresas privadas diminuiu 27 mil milhões de euros, dos quais 13 mil milhões couberam ao setor da construção; 3,7 mil milhões ao comércio e 2,3 mil milhões à indústria; atingindo especialmente as micro e as pequenas empresas, cujo decréscimo foi de 18,5 mil milhões de euros. Pelo contrário, o peso do financiamento junto do exterior aumentou, situado em 22% do total do endividamento no final de junho de 2015 (13% no início de 2009).

Apesar de permanecer com uma variação negativa, assistiu-se no período mais recente, a uma menor contração do endividamento do setor privado, em

resultado sobretudo de um recuo menos pronunciado do crédito às empresas. Com efeito, de entre os 5 principais setores da atividade económica mais endividados, registou-se a algum desanuviamento do crédito destinado às empresas do comércio e indústria, com exceção do destinado ao setor da eletricidade, gás e água.

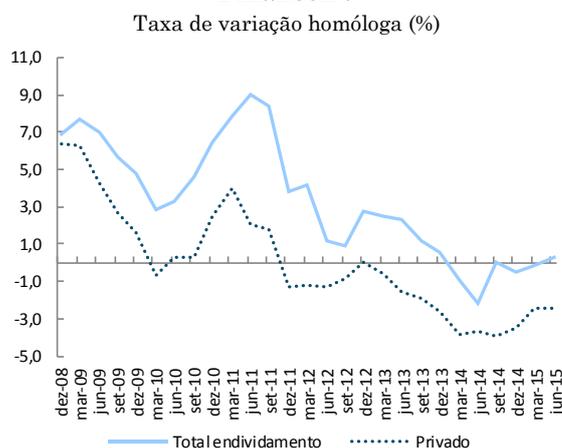
No caso da indústria, esta situação poderá também estar relacionada com o incremento do crédito concedido pelo setor financeiro às empresas exportadoras⁶. Até porque, considerando a reorientação da economia portuguesa para setores transacionáveis mais expostos à concorrência internacional, nos últimos anos, os empréstimos concedidos pela totalidade das instituições financeiras residentes em Portugal às empresas privadas exportadoras aceleraram, passando estes a representar atualmente 20% do total concedido às sociedades não financeiras (14,5% no final de 2009).

Esta evolução deverá prosseguir no 3.º trimestre de 2015, visto que os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o mercado de crédito realizado em Outubro⁷, demonstram que alguns dos bancos inquiridos tenham indicado ligeiros aumentos na procura de empréstimos de longo e de curto prazo, bem como no segmento das PME's. E, a generalidade das instituições bancárias inquiridas indicou também uma redução dos *spreads* aplicados nos empréstimos de risco médio, quer a PME's quer a grandes empresas determinando uma ligeira redução do nível de restritividade relacionada com a perceção dos riscos com a situação económica geral e a pressão concorrencial entre instituições bancárias.

Quanto ao endividamento dos particulares, este apresentou uma variação negativa de 3,9% em termos homólogos no 1.º semestre de 2015, ligeiramente menos pronunciada do que no final do ano de 2014 (-4,8% em termos homólogos) em resultado de uma descida do crédito ao consumo e outros fins ter sido bastante menos pronunciada, podendo representar alguma preocupação sobre a sustentabilidade do mesmo. De facto, após o endividamento do consumo e outros fins ter diminuído 7% em termos homólogos no final de 2014 e, caído para 21,8% do PIB (27% do PIB no 3.º trimestre de 2009) este

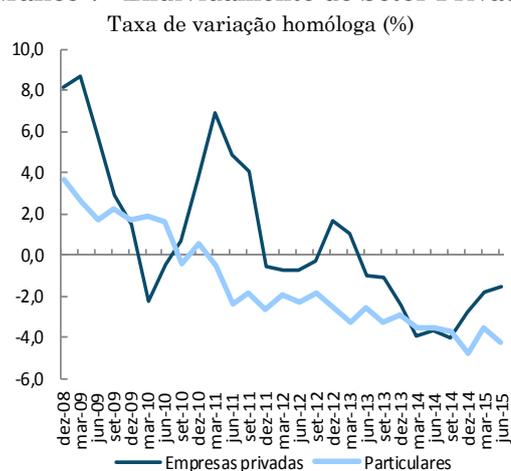
foi de -3,8% em termos homólogos no 1.º semestre de 2015, descendo apenas para 21,3% do PIB em junho. Já em relação ao crédito à habitação, este manteve-se em -3,9% em termos homólogos no 1.º semestre de 2015, demonstrando uma relativa estabilização do mesmo.

Gráfico 6 - Endividamento do Setor não Financeiro



Fonte: BP.

Gráfico 7 - Endividamento do Setor Privado



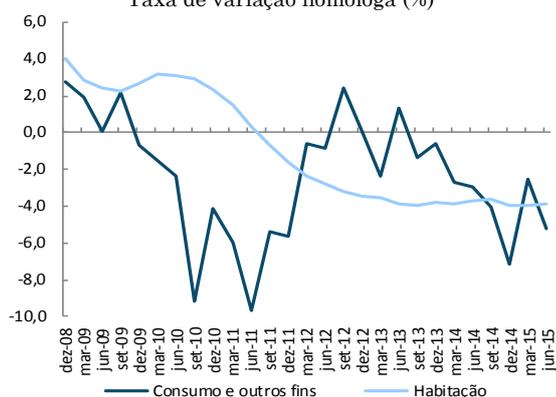
Fonte: BP.

Esta tendência tenderá a prolongar-se no 3.º trimestre de 2015, dado que os resultados do Inquérito acima referido demonstram que a maioria dos bancos inquiridos reportou um aumento da procura de empréstimos por parte dos particulares tanto para aquisição de habitação como para consumo; salientando-se também uma ligeira redução dos *spreads* para ambos os segmentos indicada por algumas instituições bancárias.

⁶ Análise das Empresas do Setor Exportador em Portugal 2007-2013, Estudo da Central de Balanços n.º 22, Banco de Portugal, Junho 2015.

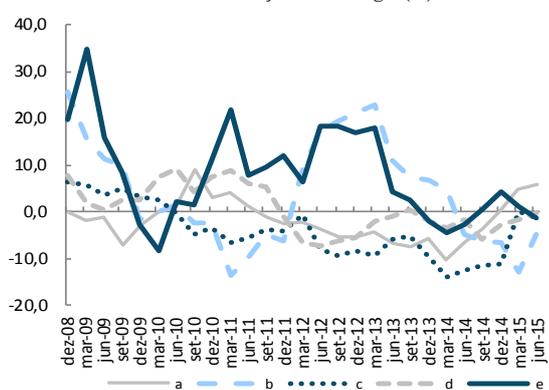
⁷ <http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/IBMC/Paginas/InqueritoaosBancosobreoMercadodeCredit o.aspx>

Gráfico 8 - Endividamento dos Particulares
Taxa de variação homóloga (%)



Fonte: BP.

Gráfico 9 - Endividamento das Empresas Privadas
Taxa de variação homóloga (%)

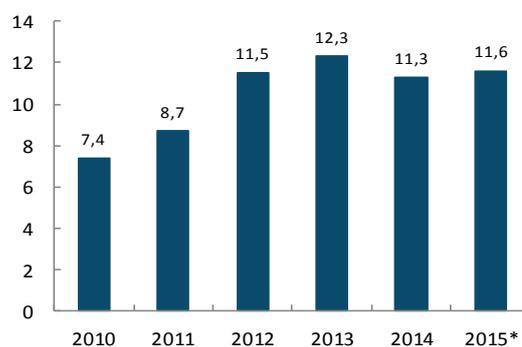


Fonte: BP. Nota: a-Comércio e Reparação automóvel; b-SGPS não financeiras; c- Construção; d- Indústria; e-Eletricidade, gás e água.

5. Impacto da desalavancagem do setor privado na banca

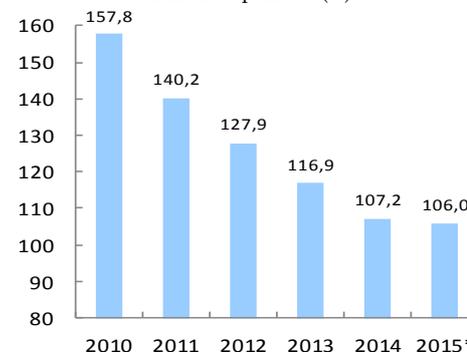
Globalmente, na sequência da crise financeira internacional de 2008, a união económica e monetária europeia sofreu amplas transformações nos últimos anos no sentido do reforço das regras de supervisão bancária que incidem sobre a estrutura do capital dos bancos, contribuindo para um forte ajustamento do balanço das instituições bancárias. Entre as principais exigências destinadas ao setor bancário, citam-se o reforço de capitais próprios e de provisões para o crédito em risco determinando o aumento da solvabilidade; a melhoria da liquidez e do seu financiamento visando assegurar o regresso a valores positivos dos rácios de rentabilidade.

Gráfico 10 - Rácio Common Equity Tier 1 – CET 1
Final de período (%)



Fonte: BP. Entre 2010 e 2013, Rácio core Tier (descontinuado).
* Junho.

Gráfico 11 - Rácio Crédito-Depósitos
Final de período (%)



Fonte: BP. * Junho.

Para além do elevado endividamento das empresas⁸ em Portugal poder resultar num enfraquecimento da economia, também constitui um problema importante para os balanços dos bancos e para a estabilidade financeira do país. De facto, apesar dos progressos ao longo dos últimos anos, ainda continua muito vulnerável, caracterizado por apresentar uma fraca rentabilidade; uma quantidade ainda substancial de ativos pouco valorizados; uma capacidade limitada para gerar lucros por causa das baixas taxas de juro⁹, desencadeando um acesso restrito das empresas ao crédito.

Os empréstimos, constituindo a modalidade mais importante do endividamento empresarial e das

⁸ The Real Effects of Debt, Cecchetti, Mohanty e Zampolli, 2011, onde é considerado que o rácio de dívida das empresas acima dos 90% do PIB pode atuar como um importante travão ao crescimento económico, dado que estas são menos propensas a investir ou a contratar pessoal.

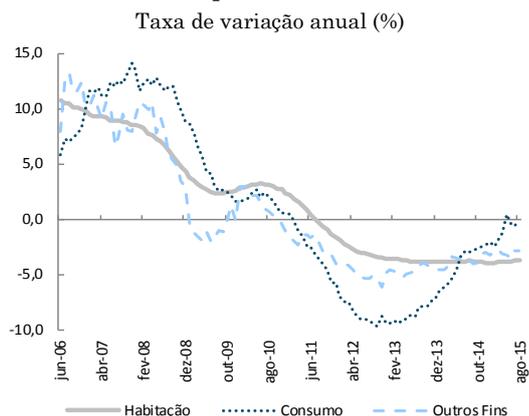
⁹ Relatório da *Moody's* de outubro de 2015.

famílias, registaram uma forte diminuição ao longo dos últimos quatro anos. No entanto, no período mais recente, assistiu-se a uma evolução mais favorável dos empréstimos concedidos ao sector privado não financeiro, cuja taxa de variação anual foi de -3,4% em agosto de 2015 (-5,5% no final de 2014) devido essencialmente a uma evolução mais favorável dos empréstimos destinados às sociedades não financeiras (de -7,9% em dezembro de 2014, comparado com -3,6% em agosto de 2015) em resultado de um aumento dos empréstimos destinados aos setores do comércio e da eletricidade e, de um recuo menos acentuado das atividades imobiliárias e da construção.

A variação dos empréstimos destinados aos particulares também foi menos negativa, associado ao crédito ao consumo, cuja variação alcançou um valor próximo do nulo, em linha com a recuperação do consumo das famílias, nomeadamente de bens duradouros; visto que os concedidos à habitação estabilizaram em -3,7% em agosto de 2015 (-4,0% no final de 2014).

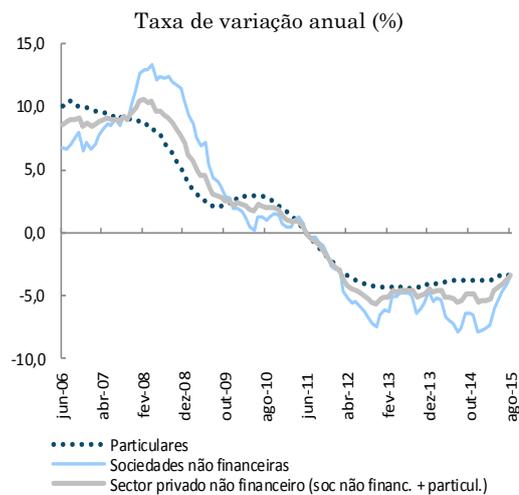
A diminuição do crédito tanto às empresas como às famílias levou a um enfraquecimento do ativo do setor bancário. Com efeito, o ativo total do sistema bancário português somava 425 mil milhões no final do 1º semestre de 2015 (cerca de 2,4% do PIB), tendo diminuído 106 mil milhões € face ao final de 2010 (-20%) devido sobretudo ao corte de 95 mil milhões de € no crédito, o qual diminuiu para 63% do Ativo (68% em 2010).

Gráfico 12 - Empréstimos a Particulares



Fonte: BP. Nota: As taxas de variação anual são calculadas com base na relação entre saldos dos empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de operações de titularização.

Gráfico 13 - Empréstimos ao Setor Privado não Financeiro



Fonte: BP.

Consequência da recessão económica entre 2011 e 2013, do fraco crescimento económico em Portugal e da situação financeira das empresas e das famílias descrita anteriormente, o peso dos créditos de cobrança duvidosa no total do crédito aumentou nos últimos anos, atingindo níveis historicamente elevados, particularmente no segmento das empresas e, nos particulares nas vertentes do consumo e de outros fins. Com efeito, em agosto de 2015, o peso dos créditos de cobrança duvidosa no total do crédito aumentou para 16,3% nas empresas não financeiras (3,9% em 2009) associado à deterioração significativa destes créditos nos setores da construção e do imobiliário, cujo peso subiu para 32% e 25%, respetivamente (5,5% e 3,3%, no final de 2009). Este rácio também aumentou no comércio e na indústria transformadora para se situar em 17,1% e 10,8%, respetivamente, embora de forma mais contida.

Quadro 6 – Rácio de Cobrança Duvidosa das Sociedades não Financeiras (%)

Setores de Atividade	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015*
indústria transformadora	2,9	5,3	4,8	6,2	8,7	9,6	10,3	10,8
comércio	3,1	5,8	5,8	7,7	12,3	14,5	15,0	17,1
imobiliário	2,1	3,3	4,0	7,2	11,6	17,0	20,9	25,5
construção	3,3	5,5	7,1	11,0	18,7	23,8	28,5	32,2
Sociedades não financeiras	2,2	3,9	4,1	6,0	9,4	11,8	14,3	16,3

Fonte: BP. *Agosto.

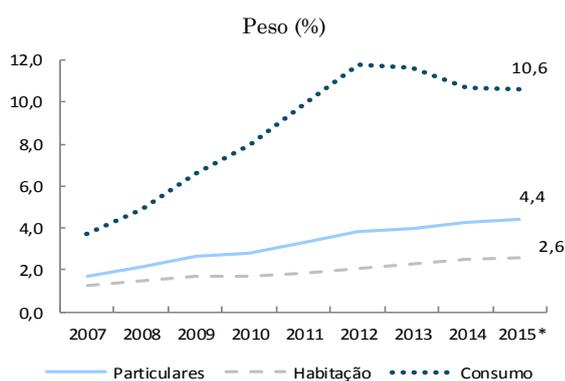
Em virtude da forte exposição a este tipo de ativos, o rácio de crédito em risco e o peso das imparidades no setor bancário registaram, ao longo dos últimos 5 anos, uma tendência ascendente, situando-se em 12,6% e em 8%, respetivamente, no final de junho de 2015 (5,2% e

3,2%, no final de 2010), especialmente derivado das empresas não financeiras.

Quanto ao incumprimento dos empréstimos concedidos às empresas privadas exportadoras, é de mencionar que apesar do rácio do crédito vencido deste tipo de empréstimos se situar apenas em 5,5% em agosto de 2015, muito abaixo do registado para a totalidade das sociedades não financeiras (16,6%), este tem vindo a acelerar de forma significativa, constituindo motivo de alguma preocupação, comparado com um rácio de 2,1% no final de 2009.

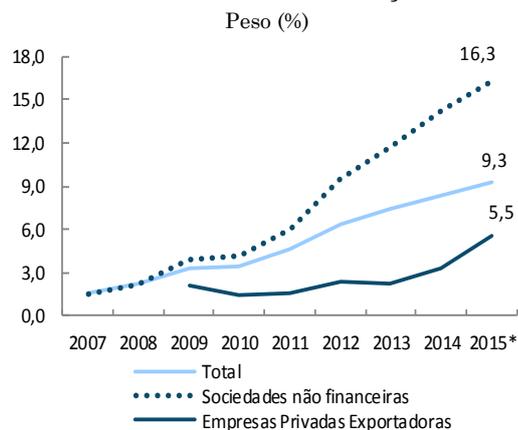
De facto, o crédito vencido das sociedades não financeiras não chegava a representar 4,8 mil milhões de € no final de 2009, tendo subido para cerca de 14 mil milhões de € no final de agosto de 2015 (do qual 950 milhões de € pertenciam às empresas exportadoras, comparado com 346 milhões de € no final de 2009).

Gráfico 14 - Créditos de Cobrança Duvidosa dos Particulares



Fonte: BP. * Agosto.

Gráfico 15 - Créditos de Cobrança Duvidosa

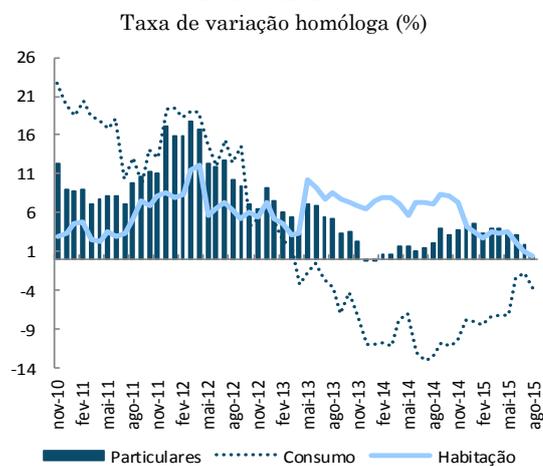


Fonte: BP. *Agosto. Para empresas exportadoras, trata-se do crédito vencido comparado com 16,6% para a totalidade das sociedades não financeiras.

Relativamente aos créditos de cobrança duvidosa para as famílias, os que mais se distinguiram pela subida foram os destinados ao consumo e a outros fins, situando-se em 10,6% e em 15,9%, respetivamente em agosto de 2015 (6,6% e em 6,1%, no final de 2009). Em relação à materialização do risco de crédito para a habitação, o peso dos empréstimos de cobrança duvidosa tem subido ligeiramente, mas continuou a apresentar níveis de incumprimento contidos (2,6% em agosto de 2015), para o qual tem contribuído o nível relativamente baixo das taxas de juro, que por sua vez tem permitido a redução da prestação mensal média nos contratos deste segmento. Com efeito, o valor médio mensal da prestação vencida para o conjunto dos contratos de crédito à habitação fixou-se em 241€ no conjunto dos 9 primeiros meses de 2015, menos 52€ face ao valor médio de 2009 (293€)¹⁰.

Face aos valores extremamente altos registados em 2012 e 2013 (atingido uma variação média de 2 dígitos neste período) os créditos de cobrança duvidosa para as empresas privadas registaram, no período mais recente, uma desaceleração muito significativa. Esta melhoria também foi sentida para os créditos de cobrança duvidosa no segmento do crédito à habitação.

Gráfico 16 - Créditos de Cobrança Duvidosa dos Particulares



Fonte: BP.

¹⁰ Taxas de Juro Implícitas no Crédito à Habitação, Destaque do INE, outubro 2015.

Gráfico 17 - Créditos de Cobrança Duvidosa das Sociedades não Financeiras



Fonte: BP.

Porém, menos positivo se afigura o percurso mais recente dos créditos de cobrança duvidosa para o consumo, cuja quebra registada desde 2013 se apresenta menos acentuada em 2015, em cerca de -6% em termos homólogos, em média, até agosto (-10,5%, no ano de 2014). Neste aspeto, é de assinalar que dos 3,54 milhões de portugueses com crédito ao consumo em junho de 2015, ainda existiam 591 mil famílias que não conseguiam cumprir com os pagamentos (peso de 16,7%), mais cerca de 40 mil famílias do que no final de 2009, segundo dados da Central de Responsabilidades de Crédito do Banco de Portugal.

Finalmente, a desalavancagem do setor privado ao longo dos últimos anos também produziu alguns resultados positivos no desenvolvimento do setor bancário em Portugal. A saber:

- o rácio de transformação/desalavancagem¹¹ melhorou, tendo diminuído para 106% no final de junho de 2015 (158% no final de 2010) resultando do reforço dos depósitos paralelamente à contração do crédito;
- o rácio de solvabilidade¹² subiu para 11,6% no final de junho de 2015 (7,4% no final de 2010) refletindo um aumento dos fundos próprios regulamentares e uma redução dos ativos ponderados pelo risco;

¹¹ Crédito/Depósitos (%).

¹² Rácio *Common Equity Tier 1* - CET 1.

- os rácios de rentabilidade dos Capitais Próprios e dos Ativos¹³ apresentaram uma melhoria significativa no 1º semestre de 2015, tendo registado uma variação homóloga positiva de 6,3% e de 0,5%, respetivamente, invertendo a evolução negativa registada entre 2011 e 2014. Os principais contributos foram a margem financeira e, sobretudo, os resultados de operações financeiras; a redução do fluxo de imparidades e, em menor medida, dos custos operacionais.

6. Considerações Finais

A desalavancagem do setor privado em Portugal deverá continuar nos próximos anos, considerando que o endividamento do setor privado permanece como um dos mais elevados da União Europeia e situado acima do limiar de 133% do PIB definido pelo MIP¹⁴. O prosseguimento do esforço futuro de diminuição do endividamento (Quadro 1) deverá abranger especialmente as empresas não financeiras, visto que os progressos ao longo dos últimos anos incidiram essencialmente nas famílias. De facto, de 2010 a 2014, Portugal reduziu o seu endividamento privado em cerca de 12 p.p. do PIB (que compara com o aumento de 64 p.p. registado entre 2000 e 2010) devido ao ajustamento mais intenso feito pelas famílias (-9 p.p. enquanto as empresas não financeiras reduziram o seu endividamento perto de 3 p.p. nos últimos 4 anos.

Contudo, convém acautelar alguns fenómenos menos positivos surgidos no período mais recente, com destaque para o recrudescimento do crédito ao consumo, a par de uma diminuição da taxa de poupança das famílias.

A necessidade de um maior desendividamento futuro da área empresarial poderá, em parte, condicionar o ritmo de crescimento económico e do investimento, dada a elevada exposição empresarial ao financiamento bancário, nomeadamente, das empresas pertencentes aos setores menos expostos à concorrência internacional

¹³ Rendibilidade dos Capitais Próprios (ROE) = Resultado antes de impostos e interesses minoritários/Capital Próprio (média) e Rendibilidade dos Ativos (ROA) = Resultado antes de impostos e interesses minoritários/Ativo (média).

¹⁴ Ver Regulation (EU) No 1176/2011 of 16 November 2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances

(construção e imobiliário, alojamento e restauração; transporte e armazenagem)¹⁵.

Para que a taxa de investimento se possa elevar para os níveis do período pré-crise financeira internacional de 2008 (atualmente em torno dos 20%) deverá continuar a privilegiar-se o desenvolvimento empresarial baseado nas exportações e em setores expostos à concorrência internacional, como foi o caso do sucedido nos últimos anos, com resultados positivos revelados desde 2013 através da capacidade de financiamento externo das sociedades não financeiras e do excedente da balança corrente.

Igualmente, esta orientação deverá permitir a obtenção de uma maior solidez futura do setor bancário, dando preferência à concessão de empréstimos a empresas viáveis, originando uma melhoria da qualidade dos seus ativos e o regresso consolidado a uma rentabilidade positiva. Este percurso torna-se importante na medida em que no setor bancário persistem desafios associados ao ajustamento dos modelos de negócio à nova realidade deste ramo (num cenário de baixas taxas de juro); o novo ambiente da banca digital e, a uma retoma da rentabilidade positiva duradoura.

7. Bibliografia

European Commission, Private Sector Deleveraging in the EU: Current State and Outlook, October 2014.

European Commission, Quarterly Report in the Euro Area, n.º 3, 2014.

European Commission, Macroeconomic Imbalances, Occasional Papers 222 and 228, June 2015.

Relatório sobre o Mecanismo de Alerta da Comissão Europeia de 2015, COM(2014) 904 final, novembro de 2014.

The Real Effects of Debt, Cecchetti, Mohanty and Zampolli, 2011.

Indebtedness and Deleveraging in the Euro Area - Euro Area Policies, Article IV Consultation, IMF Country Report n.º 13/232, July 2013.

Banco de Portugal, Relatório de Estabilidade Financeira, nov/2014 e mai/2015.

Banco de Portugal, Boletim Económico, dez/2014 e jun/2015.

¹⁵ Setores em que as empresas possuíam um rácio dívida/capital próprio mais alto, em 2013, demonstrando um elevado nível de endividamento e uma menor autonomia financeira definido como o rácio capital próprio/total do ativo.

