



Audição do Governador Carlos da Silva Costa na Comissão de Orçamento, Finanças e Modernização Administrativa (COFMA) da Assembleia da República no âmbito da temática “Endividamento das famílias”

1. Introdução

O tema do endividamento das famílias portuguesas não deve ser analisado de forma isolada e estática. É necessária uma abordagem abrangente e dinâmica que perspetive esse endividamento em paralelo com a trajetória de poupança e a afetação intertemporal dessa poupança no contexto global da economia portuguesa e da área do euro.

Desde logo, importa ter presente que o endividamento dos particulares não é indiferente para a trajetória de crescimento do produto potencial da economia. Níveis elevados de endividamento das famílias e dos restantes setores da economia estão geralmente associados a um crescimento económico mais lento e mais volátil. Endividamento sustentável, estabilidade financeira e crescimento económico são indissociáveis.

Na economia portuguesa, não obstante o ajustamento realizado nos últimos anos, persistem elevados níveis de endividamento – num contexto de baixo crescimento potencial – tornando-a vulnerável a evoluções adversas do rendimento e dos custos de financiamento, designadamente associados a alterações na perceção de risco pelos investidores. A persistência de baixas taxas de poupança quando comparadas com a média da área do euro intensifica esta vulnerabilidade (Gráfico 1).

Gráfico 1 - Dívida total e poupança das administrações públicas e do sector privado não financeiro | Em percentagem do PIB



Fonte: Banco de Portugal e Eurostat.

Notas: AE 2017 refere-se à média da área do euro em 2017 para cada um dos setores institucionais. Dívida total (inclui empréstimos, títulos de dívida e créditos comerciais) dados consolidados. Dívida das administrações públicas calculada de acordo com a definição utilizada no Procedimento dos Défices Excessivos (Regulamento (CE) 479/2009, de 25 de maio), isto é, dívida bruta consolidada das administrações públicas ao valor nominal ou facial, denominada dívida de Maastricht.



O rácio de endividamento das famílias portuguesas tem vindo a diminuir desde 2010, embora a um ritmo cada vez menor, sendo ainda superior à média da área do euro e constituindo um elemento de vulnerabilidade da economia, em especial num quadro de expectativas de abrandamento da atividade económica global. A taxa de poupança dos particulares, por seu lado, situa-se claramente abaixo da média da área do euro e voltou a reduzir-se no primeiro semestre de 2018 para um valor historicamente muito baixo¹. Trata-se de uma vulnerabilidade especialmente relevante, num contexto de envelhecimento da população e de elevados níveis de endividamento das famílias, designadamente com maturidades longas que ultrapassam a vida ativa dos mutuários.

Importa, pois, compreender os fatores subjacentes à tendência descendente da taxa de poupança das famílias em Portugal, bem como estar ciente da relevância deste comportamento para os restantes agregados macroeconómicos, num contexto em que é necessário continuar a corrigir desequilíbrios macroeconómicos acumulados no passado. É necessário atentar não só no nível da poupança mas também na eficiência da respetiva afetação e procurar formas de evitar que a poupança gerada seja canalizada maioritariamente para ativos fixos não produtivos e ociosos.

Efetivamente, o endividamento não constitui um problema de per si. O recurso a endividamento por parte dos agentes económicos poderá ser a forma correta de agir, numa perspetiva intertemporal. Ou seja, se esse endividamento corresponder a uma fase de um plano intertemporal de geração e aplicação de poupança que assegure a sustentabilidade da dívida e a solvência desse agente.

Por conseguinte, para além de contribuir para um diagnóstico correto da realidade, o debate sobre o endividamento das famílias deve ajudar a promover uma reflexão mais ampla sobre as possíveis vias de atuação para combater a insuficiência crónica da poupança face às necessidades de capital da economia portuguesa.

2. Endividamento dos particulares

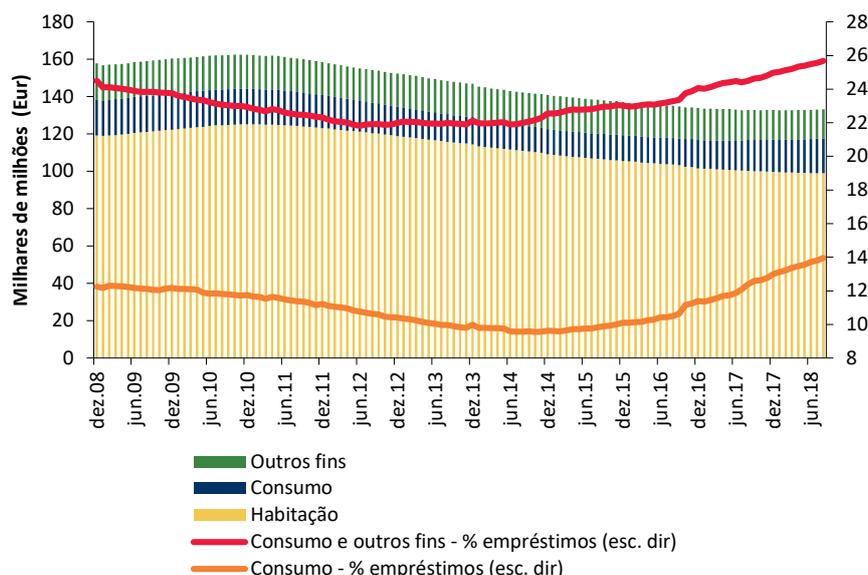
Depois de uma redução significativa no período 2010-2016, o **stock de dívida das famílias** tem permanecido relativamente estável nos últimos dois anos. Esta relativa estabilidade resulta de uma redução do crédito para aquisição de habitação progressivamente menos acentuada (taxa de variação anual de -1% no final de setembro de 2018²) compensada por um aumento do crédito ao consumo (taxa de crescimento anual de 13,7% em setembro de 2018³). Como consequência, o peso da dívida contraída com objetivos de consumo na dívida total das famílias tem vindo a aumentar (14% em setembro de 2018, face a uma média de cerca de 11% nos 10 anos anteriores), embora a dívida relacionada com empréstimos para habitação continue a predominar claramente (Gráfico 2).

¹ Diminuição da taxa de poupança de 3,9% no primeiro semestre de 2017 para 3,3% no primeiro semestre de 2018.

² -1,7% no final de 2017

³ 12,3% no final de 2017

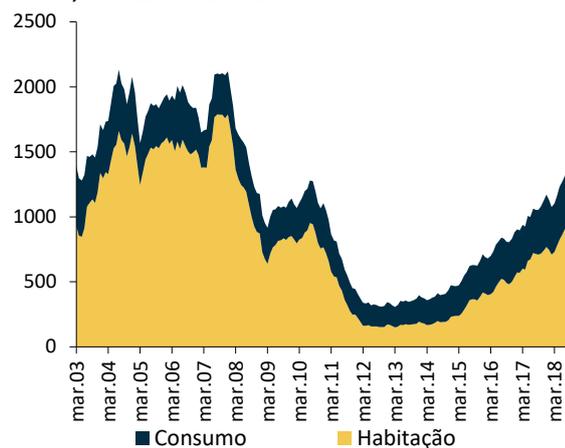
Gráfico 2 - Dívida financeira dos particulares e peso dos empréstimos para consumo
Em valor absoluto e em percentagem



Fonte: Banco de Portugal

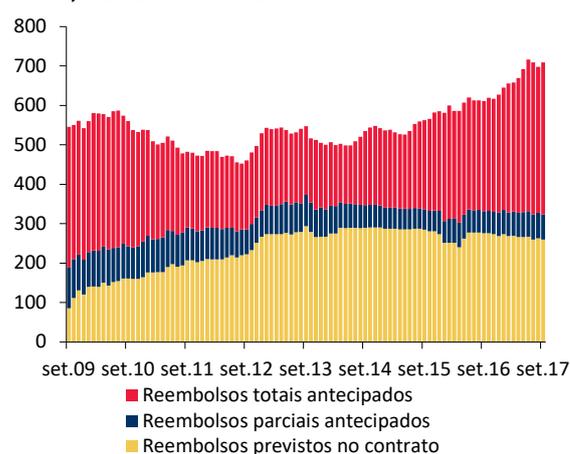
Importa referir que a relativa estabilização do stock de dívida das famílias está a ocorrer em simultâneo com um crescimento significativo dos **novos empréstimos** (Gráfico 3). No caso dos empréstimos para consumo, os novos empréstimos atingiram níveis comparáveis aos existentes na primeira metade dos anos 2000. Embora também com elevado dinamismo, os novos empréstimos para habitação situam-se em níveis bastante inferiores aos desse período. Este dinamismo é todavia compatível com a relativa estabilidade do stock da dívida uma vez que tem vindo a ser compensado por um comportamento igualmente dinâmico dos **reembolsos**, que se situam em níveis máximos dos últimos anos (Gráfico 4).

Gráfico 3 - Montante de novos empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares | Média móvel de 3 meses, em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal

Gráfico 4 - Decomposição do montante mensal de reembolsos de empréstimos para habitação | Mediana de 6 meses, em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal

O aumento do montante de reembolsos é explicado pelos reembolsos totais antecipados, uma vez que os reembolsos previstos no contrato (cerca de 40% do total) registaram uma ligeira redução devido à diminuição do saldo de empréstimos e das taxas de juro. De notar também que a maior parte dos

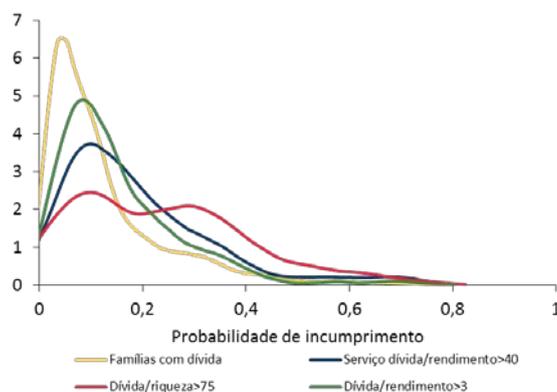


reembolsos totais antecipados é efetuada por devedores que não contraem um novo empréstimo para aquisição de habitação. Este tipo de reembolso é particularmente sensível à situação cíclica. O seu aumento pode estar a refletir vendas de imóveis que não envolvam a troca de habitação (num contexto de aumento significativo dos preços da habitação) assim como reembolsos motivados pelo baixo nível das taxas de juro dos depósitos dos particulares e pelo aumento do diferencial entre a taxa de juro do crédito à habitação e dos depósitos.

O peso dos **empréstimos em incumprimento** no crédito total às famílias tem vindo a reduzir-se desde finais de 2016, embora ainda permaneça acima dos valores registados no período anterior à crise de dívida soberana na área do euro (rácio de crédito vencido de 3,8% em outubro de 2018⁴).

Num contexto em que o sistema bancário português apresenta uma elevada exposição ao setor dos particulares, é importante ir além da mera análise da evolução dos valores agregados do incumprimento. A identificação das características das famílias associadas a uma maior **probabilidade de incumprimento** assume grande relevância para monitorizar as perspetivas de evolução do risco de crédito e as suas consequências para a estabilidade do sistema financeiro. De facto, os rácios de incumprimento agregados têm subjacente uma elevada heterogeneidade em termos de vulnerabilidade das famílias individuais, a qual está muito relacionada com o grau de endividamento das mesmas. As famílias com rácios de endividamento mais elevados (rácios da dívida face ao rendimento e à riqueza e rácio do serviço da dívida face ao rendimento) têm uma maior probabilidade em incumprir as responsabilidades associadas à dívida (Gráfico 5).

Gráfico 5 - Distribuição empírica da probabilidade de incumprimento das famílias com maiores rácios de endividamento



Fonte: Costa (2012), S., *Probabilidade de incumprimento das famílias: uma análise com base nos resultados do ISFF*, Banco de Portugal, Relatório de Estabilidade Financeira, Novembro.

Note-se também que as famílias mais jovens e de rendimentos mais baixos são aquelas que apresentam maior risco de incumprimento. Analisando a distribuição da dívida das famílias em termos de rendimento e de faixa etária, constata-se que os rácios de endividamento são particularmente elevados nas famílias de menor rendimento. Estas famílias são em geral mais afetadas por choques económicos negativos (como um aumento do desemprego) e apresentam uma situação financeira muito vulnerável. Por outro lado, dentro de cada escalão de rendimento, constata-se que os rácios de endividamento se reduzem com a idade do indivíduo de referência (Gráfico 6).

⁴ Rácio de 2,9% em dezembro de 2009.



Os rácios de endividamento mais elevados nas famílias mais jovens refletem o facto de a dívida ser um instrumento importante para o **alisamento intertemporal** do consumo ao longo da vida (ou seja, em períodos da vida tipicamente de menor rendimento, os indivíduos podem financiar o consumo contraindo dívida). Quer os montantes de dívida quer a percentagem de famílias endividadas reduzem-se com a idade. Este padrão é comum aos vários tipos de dívida, embora seja mais acentuado no caso da dívida com garantia hipotecária, dados os prazos longos a que é tipicamente contraída, pelo que o peso deste tipo de dívida no total diminui com a idade (Gráfico 7).

Gráfico 6 - Rácio da dívida no rendimento | valor mediano, em %

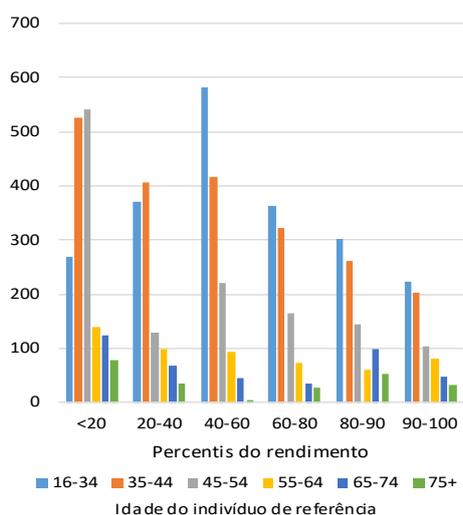
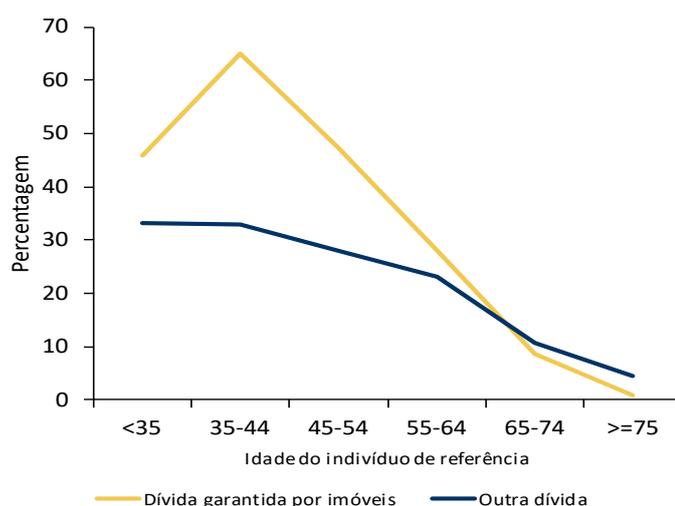


Gráfico 7 - Percentagem de famílias com dívida, por idade do indivíduo de referência



Fonte: Inquérito à Situação Financeira das Famílias 2013

No cumprimento da sua missão de salvaguarda da estabilidade do sistema financeiro, o Banco de Portugal monitoriza a evolução do crédito à economia e o endividamento dos agentes económicos. Em resultado desse acompanhamento toma medidas no âmbito das suas competências em matéria de supervisão microprudencial, macroprudencial e comportamental.

Exemplo desta atuação é a **medida macroprudencial** anunciada em fevereiro de 2018 e dirigida aos novos contratos de crédito às famílias concedidos a partir de 1 de julho. Através desta medida, que assumiu a forma de Recomendação, o Banco de Portugal procurou atuar de forma preventiva de modo a garantir, por um lado, que as instituições de crédito e sociedades financeiras adotam critérios prudentes e não assumem riscos excessivos na concessão de novo crédito, contribuindo para a resiliência do setor financeiro e, por outro, que os mutuários têm acesso a financiamento sustentável, minimizando o risco de incumprimento. Procurou-se, assim, assegurar que as atuais dinâmicas de crédito às famílias não comprometam a redução do ainda elevado rácio de endividamento dos particulares e não promovam a acumulação de risco excessivo no balanço dos bancos bem como uma afetação demasiado elevada de recursos da economia ao setor imobiliário.

No inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito de outubro de 2018, a maioria das instituições indicou que os critérios de aprovação no crédito a particulares se tornaram mais restritivos, tanto no crédito à habitação como no crédito para consumo. Quanto aos termos e condições dos contratos, no crédito à habitação as instituições referiram alterações no sentido de maior restritividade no que respeita a garantias exigidas, rácio LTV e outros limites ao montante e maturidade. O principal fator indicado para explicar esta evolução foi o cumprimento da medida macroprudencial do Banco de Portugal.



O Banco de Portugal tem vindo a desenvolver um conjunto muito intenso e regular de contactos com as instituições mais representativas do mercado português de forma a assegurar a implementação da Recomendação e monitorizar os seus resultados.

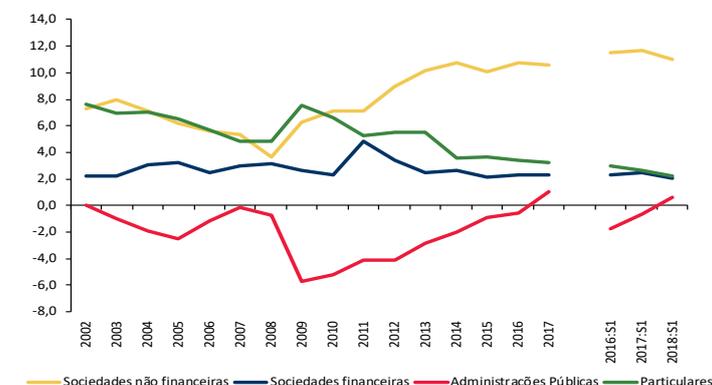
3. Poupança

A poupança das famílias e dos restantes setores da economia tem um papel importante como fonte de financiamento interna do investimento, influenciando por essa via o crescimento económico. Em Portugal, a taxa de poupança das famílias tem apresentado uma tendência de redução desde o início da união monetária, apenas temporariamente interrompida no início da crise financeira global. O aumento dos níveis de poupança interna é essencial para financiar investimento produtivo e garantir que a dívida é sustentável.

Na primeira década após a adoção do euro, a **poupança total da economia portuguesa** situou-se em níveis bastante inferiores ao investimento em ativos reais, o que se traduziu em necessidades de financiamento significativas. Estas necessidades de financiamento, em conjunto com a persistência de aquisições líquidas de ativos financeiros, tiveram como consequência um aumento acentuado do endividamento externo.

Desde 2010, a **poupança agregada da economia** tem vindo a aumentar, em resultado do aumento das taxas de poupança das Administrações Públicas (que deixou de registar valores negativos) e das sociedades não financeiras, uma vez que a poupança dos particulares manteve uma tendência de descida. A poupança das famílias voltou a reduzir-se no primeiro semestre de 2018, atingindo níveis historicamente muito baixos no final em percentagem do PIB (Gráfico 8).

Gráfico 8 - Poupança por setor institucional | Em percentagem do PIB



Fontes Eurostat e INE.

A **baixa taxa de poupança das famílias portuguesas** indicia que choques que afetem o esforço financeiro associado ao serviço da dívida, quer por via de redução do rendimento, quer por via do aumento do custo de financiamento, tenderão a repercutir-se numa redução do consumo ou num aumento do incumprimento, com potenciais implicações para o crescimento económico e/ou para a estabilidade



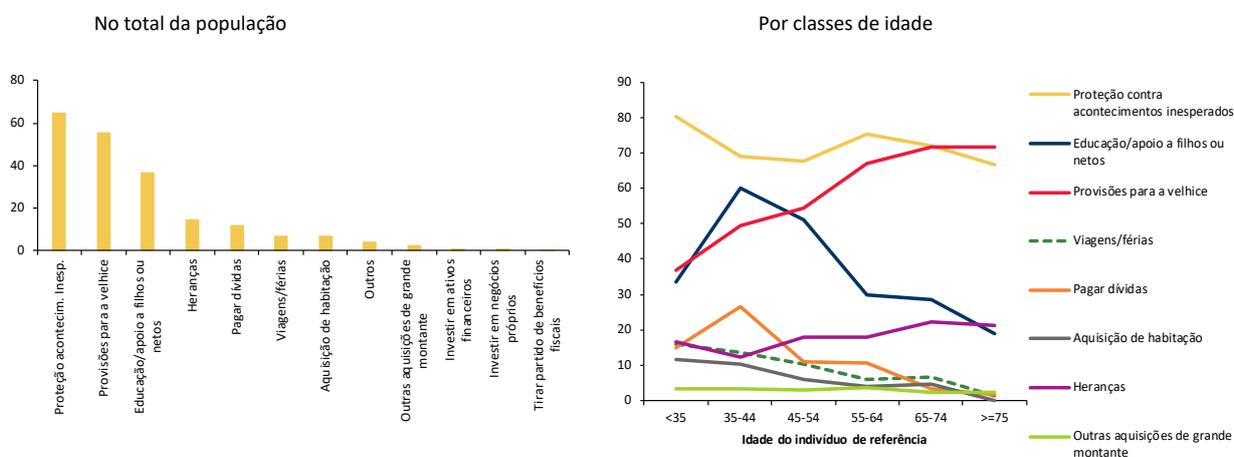
financeira. Adicionalmente, importa referir que o crédito para habitação é maioritariamente contraído da taxa variável, sendo por conseguinte mais sensível a eventuais subidas de taxas de juro⁵.

No período que antecedeu a crise financeira global, o aumento do **endividamento das famílias** refletiu quer o acesso ao crédito de famílias anteriormente não endividadas quer o aumento do endividamento de famílias já endividadas. A perceção de risco era particularmente baixa em todos os segmentos do mercado e generalizou-se a convicção de que as menores restrições de liquidez e de acesso ao crédito seriam permanentes, o que deverá ter contribuído para uma redução da taxa de poupança.

Em geral, são vários os fatores que determinam e condicionam o **comportamento da poupança das famílias** (Gráfico 9). A poupança por motivo precaução – para fazer face a acontecimentos inesperados – assume uma importância primordial para famílias em todos os grupos etários, o que ilustra a relevância do fator incerteza no respetivo comportamento da poupança. Podemos identificar outros motivos para poupar cuja importância é maior em algumas classes etárias do que nas restantes:

- Nos mais novos, a “compra de casa” ou as “viagens e férias” (despesas esporádicas que podem em parte ser justificadas pela existência de uma maior percentagem de famílias com restrições de liquidez nesta classe etária);
- Nas idades mais avançadas, a constituição de “provisões para a velhice” e para deixar “heranças”;
- Nas idades intermédias, a “educação” e o “pagamento de dívidas” (consistente com a predominância de famílias com filhos em idade escolar e com dívidas de montantes mais elevados nestas classes etárias).

Gráfico 9 - Percentagem de famílias que considera importante poupar por determinados motivos

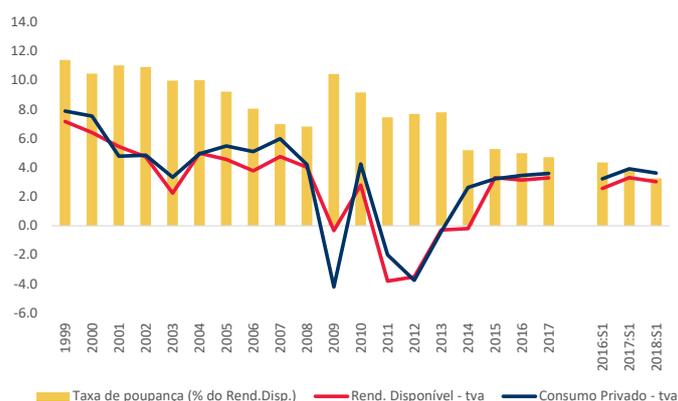


Nota: A soma das percentagens é maior que 100 pois cada família pode selecionar vários motivos para poupar.
Fonte: ISFF 2013.

A **poupança por motivo de precaução** terá sido particularmente expressiva no contexto da incerteza associado à recessão global de 2009, bem como ao período recessivo 2011-2012. Nestes anos, as expetativas dos agentes económicos deterioraram-se de forma acentuada. Num quadro de incerteza exacerbada, as decisões de consumo de bens duradouros, tal como as decisões de investimento das empresas, tendem a ser adiadas, com reflexo na poupança (Gráfico 10).

⁵ Em 2017, a taxa variável continuou a ser o tipo de taxa de juro mais frequente nos novos contratos de crédito à habitação (cerca de 81%), seguindo-se os contratos celebrados a taxa mista – a qual tem um período inicial de taxa fixa, seguido de um de taxa variável – (que representaram 17%). Para maior detalhe, ver Banco de Portugal, Relatório de Acompanhamento dos Mercados Bancários de Retalho, 2017.

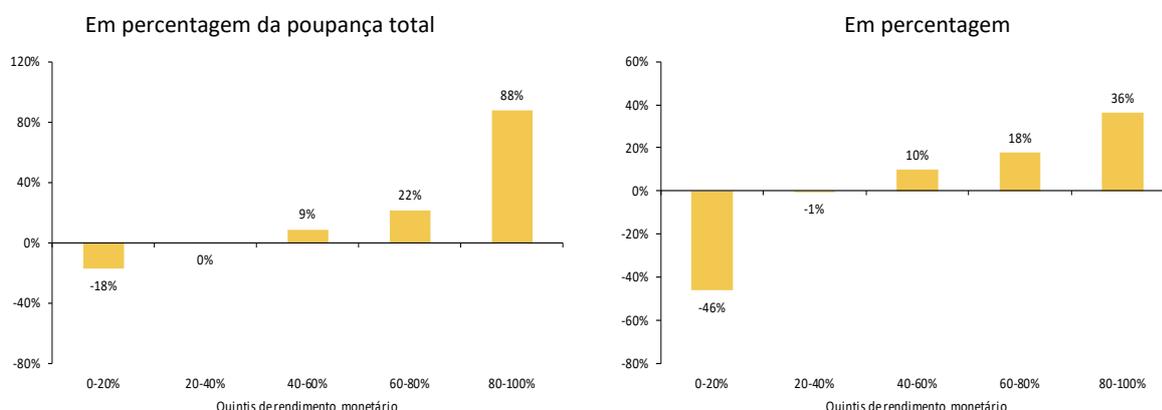
Gráfico 10 - Taxa de poupança dos particulares, consumo e rendimento (taxa de variação nominal)



Fonte: INE

Devemos também ter presente que a **poupança** está muito concentrada num conjunto reduzido de famílias. Esta situação reflete, em parte, a assimetria da distribuição do rendimento, com a maior parte da poupança a ser realizada pelas famílias com maiores níveis de rendimento (cerca de 90% da poupança das famílias é realizada pelo conjunto de 20% de famílias de maior rendimento). Acresce que a taxa de poupança aumenta com o rendimento, ou seja, as famílias de maior rendimento não só poupam mais em termos absolutos, como poupam mais em percentagem do respetivo rendimento (Gráfico 11).

Gráfico 11 – Taxa de poupança por quintis de rendimento



Fonte: IDEF 2015.

Nota: Poupança calculada como a diferença entre rendimento monetário e despesa monetária, por agregado familiar e por adulto equivalente (escala de equivalência da OCDE modificada), extrapolados com base no ponderador de família. Os resultados não são totalmente comparáveis com as definições de contas nacionais.

A taxa de poupança aumenta também com o nível de riqueza líquida (embora de forma menos acentuada do que com o rendimento). Assim a relação positiva da poupança com o rendimento não decorre apenas de um efeito de alisamento do consumo, após choques temporários no rendimento, mas também de um aumento da poupança com o rendimento permanente.

Por idade, a **taxa de poupança apresenta níveis mais elevados nos últimos escalões etários** (a partir dos 55 anos). Dado que o rendimento tende a aumentar ao longo da vida ativa, as taxas de poupança mais reduzidas nos mais jovens estão de acordo com o alisamento intertemporal do consumo previsto na teoria do ciclo de vida. As decisões de poupança e de endividamento dos indivíduos e das famílias visam fazer



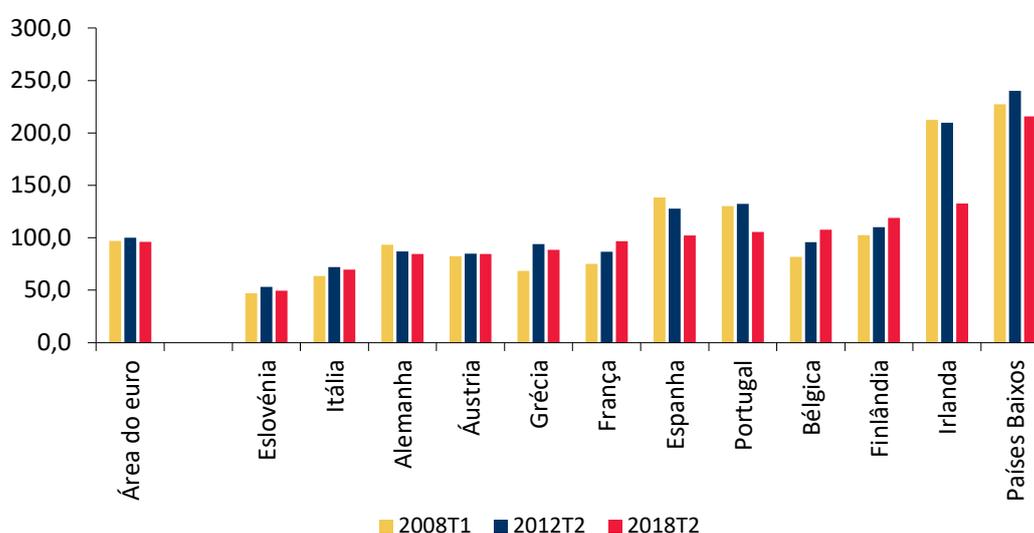
face à volatilidade do rendimento de forma a alcançar um consumo próximo do desejado ao longo da vida.

4. Portugal no contexto da União Europeia

Conforme referido anteriormente, importa perspetivar a realidade portuguesa no contexto da União Europeia e avaliar como Portugal compara com os seus parceiros europeus, em particular os da área do euro.

Assim, no que concerne ao **endividamento das famílias**, constata-se que a dívida dos particulares em percentagem do rendimento disponível permanece, em Portugal, acima da média da área do euro, embora se tenha reduzido desde o segundo trimestre de 2012 (Gráfico 12).

Gráfico 12 - Dívida dos particulares, em Portugal e em países da área do euro | Em percentagem do rendimento disponível

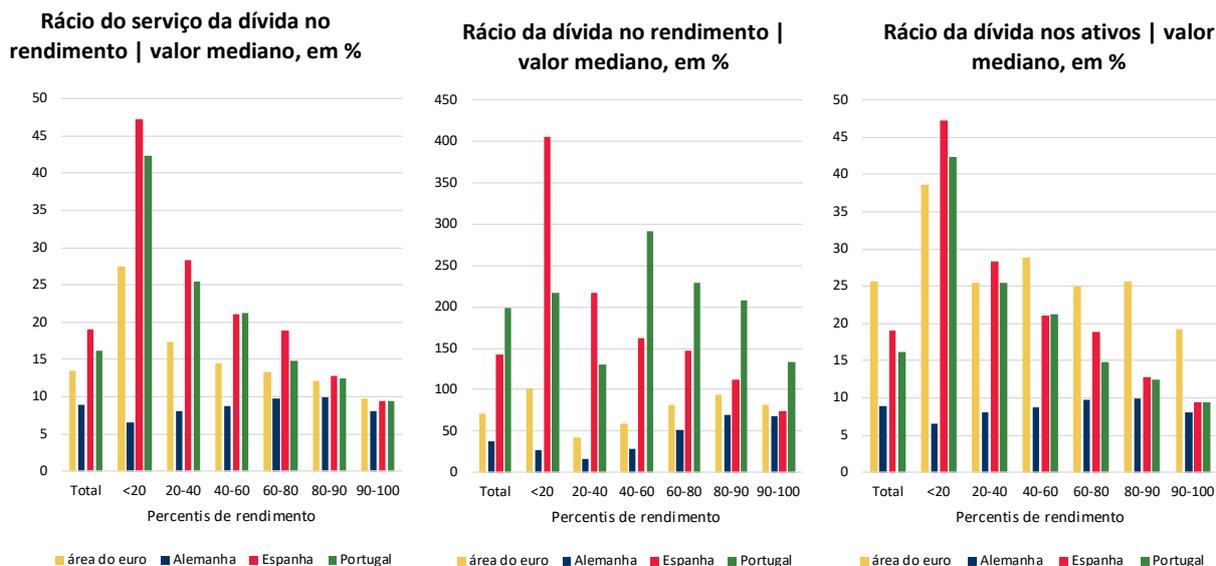


Fonte: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal

Notas: O agregado da dívida financeira engloba empréstimos, títulos de dívida e créditos comerciais (valores não consolidados). O valor do rendimento disponível corresponde ao valor do ano terminado no respetivo trimestre de 2008, 2012 e 2018. Apresentam-se os países da área do euro para os quais se dispõe de informação. O valor da Grécia em “2018T2” é o valor de 2017T4, último trimestre para o qual está disponível o valor do rendimento disponível. Os valores para a área do euro correspondem à soma dos valores para os países apresentados. O valor de “2018T1” para a área do euro corresponde ao valor de 2017T3, último trimestre para o qual existe informação para este conjunto de países.

Detalhando a análise por **escalões de rendimento**, quando comparadas com a área do euro, as famílias em Portugal apresentam (tal como em Espanha) maiores rácios do serviço da dívida no rendimento e do montante de dívida no rendimento. Em contrapartida, na maioria das classes de rendimento, apresentam um menor rácio da dívida face aos ativos. Para esta situação contribui o facto de em Portugal uma maior percentagem de famílias ser proprietária de imóveis e de financiar a respetiva aquisição com recurso a crédito bancário (Gráfico 13).

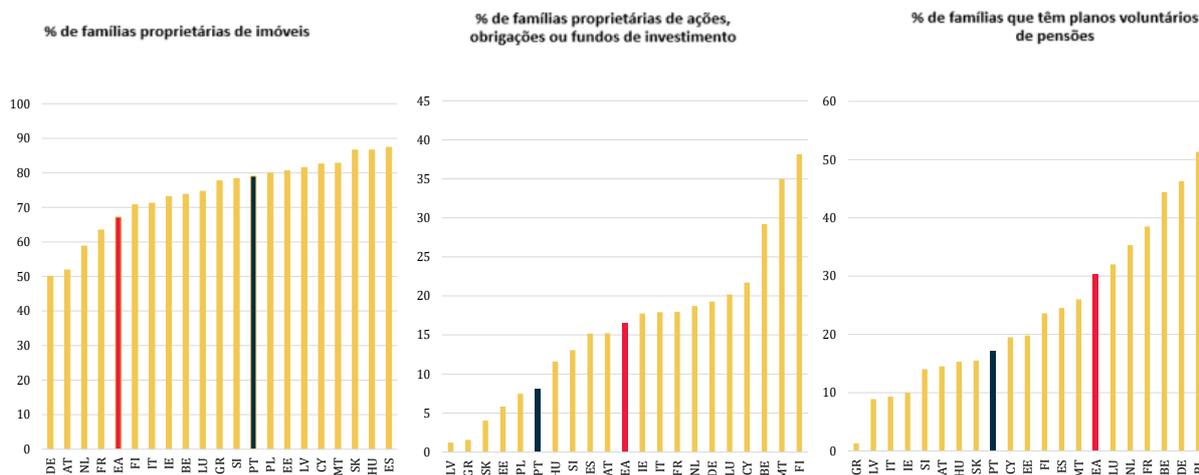
Gráfico 13 – Rácios da dívida e do serviço da dívida



Fonte: Household Finance and Consumption Survey (2013/2014)

Em Portugal, a **percentagem de famílias com dívida** é apenas ligeiramente maior do que na área do euro (46% face a 42%). Porém, a sua **participação em dívida hipotecária** é maior (35% face a 23%). Em termos gerais, comparando com a média da área do euro, em Portugal as famílias têm maior participação em imóveis e menor participação em ativos financeiros transacionáveis e em planos voluntários de pensões, com o respetivo reflexo na composição da riqueza (Gráfico 14).

Gráfico 14 - Ativos dos particulares



Fonte: Household Finance and Consumption Survey (2013/2014).

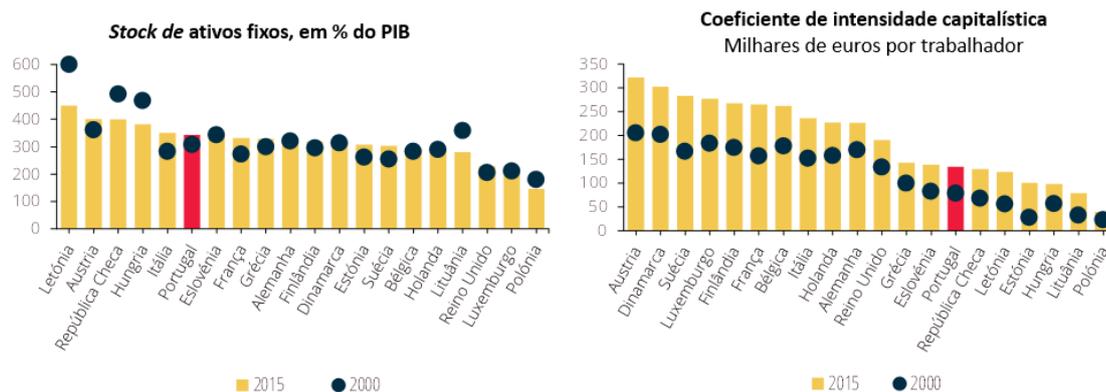
Portugal é, efetivamente, dos países europeus onde os “ativos não produtivos” na posse das famílias – imóveis (excluindo os utilizados para habitação própria, para arrendamento ou para atividades empresariais pelos proprietários) e outros bens de valor – têm um maior peso na riqueza total (cerca de 20% face a cerca de 10% na área do euro).



Na **estrutura de ativos fixos em Portugal** predomina largamente a habitação e outras construções. As famílias detêm 40% do stock de total e mais de 90% do stock de habitação e outras construções, que apresenta uma rendibilidade, medida pelo valor dos serviços prestados, menor do que as máquinas ou outros ativos com maior incorporação tecnológica.

Refira-se que, no contexto da União Europeia, Portugal encontra-se no segmento superior da distribuição do **stock de ativos fixos em percentagem do PIB**. No entanto, apresenta baixos níveis de capital por trabalhador (Gráfico 15)

Gráfico 15 – stock de ativos fixos

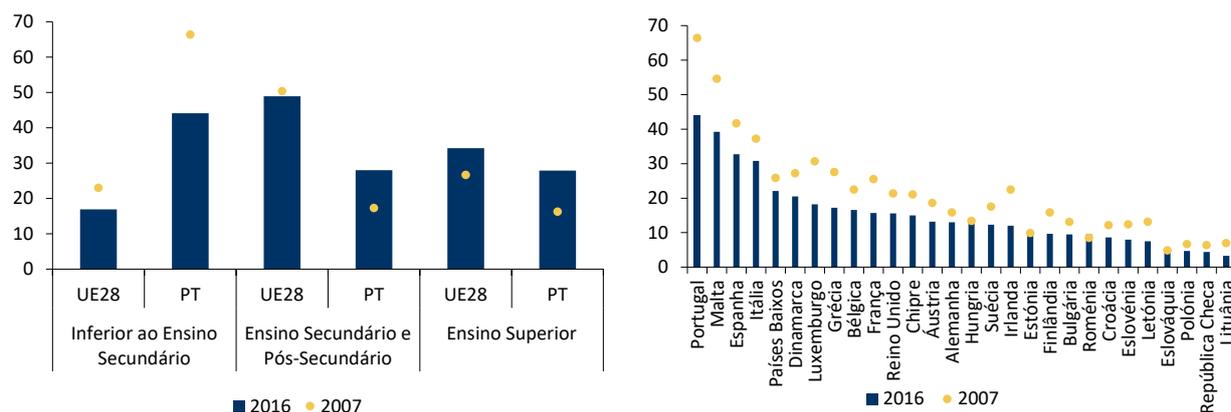


Fontes:

Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

Neste contexto, não podemos esquecer que os trabalhadores portugueses registam ainda uma **desvantagem educacional** face à média dos países da União Europeia. Em 2016 Portugal era o país da UE com maior percentagem de trabalhadores com nível de escolaridade inferior ao ensino secundário: 44,1% face a uma média de 16,9% na UE (Gráfico 16).

Gráfico 16 - nível de educação



Fonte: Eurostat

O processo de melhoria gradual dos níveis de educação da força de trabalho deverá continuar a traduzir-se numa melhoria da qualidade do fator trabalho, o que implicará um aumento do nível de capital ótimo por trabalhador.



Para que seja possível financiar de um modo sustentável um aumento do *stock* de capital da economia portuguesa será necessário alcançar um aumento da poupança, já que Portugal regista uma deficiência crónica a este nível e compara negativamente com os seus parceiros da área do euro. Efetivamente, as taxas de poupança dos particulares e das sociedades não financeiras apresentam uma heterogeneidade significativa entre os países da área do euro, situando-se em Portugal em níveis comparativamente baixos face à média (Gráfico 17).

Gráfico 17 – poupança das famílias e das sociedades não financeiras

